

ĐẠI HỌC QUỐC GIA TP. HCM
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ - LUẬT

NGUYỄN TRỌNG NGHĨA

**TÁC ĐỘNG CỦA ĐẦU TƯ QUÁ MỨC ĐẾN HIỆU QUẢ
HOẠT ĐỘNG CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT
TẠI VIỆT NAM**

LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ

Tp. Hồ Chí Minh năm 2021

ĐẠI HỌC QUỐC GIA TP. HCM
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ - LUẬT

NGUYỄN TRỌNG NGHĨA

**TÁC ĐỘNG CỦA ĐẦU TƯ QUÁ MỨC ĐẾN HIỆU QUẢ
HOẠT ĐỘNG CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT
TẠI VIỆT NAM**

Chuyên ngành: Tài chính – Ngân hàng

Mã số chuyên ngành: 62340201

NGƯỜI HƯỚNG DẪN KHOA HỌC

- 1. PGS.TS. Phan Đình Nguyên**
- 2. TS. Nguyễn Ngọc Huy**

Phản biện độc lập 1: GS.TS. Võ Xuân Vinh

Phản biện độc lập 2: TS. Phan Khoa Cường

Tp. Hồ Chí Minh năm 2021

LỜI CẢM ƠN

Để hoàn thành được luận án này, tác giả đã nhận được sự hỗ trợ và động viên của nhiều tập thể và cá nhân. Trước tiên, tác giả xin bày tỏ sự tri ân sâu sắc nhất đến PGS.TS. Phan Đình Nguyên và TS. Nguyễn Ngọc Huy, là hai cán bộ hướng dẫn đã luôn tận tình chia sẻ kinh nghiệm nghiên cứu, góp ý, sửa chữa về chuyên môn và động viên tinh thần tác giả trong suốt quá trình nghiên cứu.

Tại cơ sở đào tạo là Trường Đại học Kinh tế - Luật, tác giả thường xuyên nhận được những góp ý chuyên môn bổ ích của GS.TS. Nguyễn Thị Cành, PGS.TS. Nguyễn Anh Phong, PGS.TS. Trịnh Quốc Trung, TS. Lê Hoàng Vinh, TS. Nguyễn Hoàng Anh và sự hỗ trợ thu thập dữ liệu nghiên cứu của TS. Nguyễn Thanh Liêm, ThS. Ngô Phú Thanh. Bên cạnh đó, tác giả cũng nhận được sự hướng dẫn chu đáo, nhiệt tình về công tác học vụ của lãnh đạo và các cán bộ Phòng Sau đại học và Khoa học công nghệ, Phòng Kế hoạch – Tài chính. Tác giả xin trân trọng cảm ơn Ban Giám Hiệu Trường Đại học Kinh tế - Luật, Quý Thầy Cô Khoa Tài chính – Ngân hàng, Trung tâm nghiên cứu Kinh tế - Tài chính và các đơn vị chức năng của Nhà trường đã luôn tạo điều kiện cho tác giả trong quá trình học tập và nghiên cứu.

Tác giả xin chân thành cảm ơn Lãnh đạo Trường, Lãnh đạo Khoa Kế toán – Tài chính – Ngân hàng (nay là Khoa Tài chính – Thương mại) thuộc Trường Đại học Công nghệ Thành phố Hồ Chí Minh, nơi tác giả từng công tác đã động viên tác giả làm nghiên cứu sinh. Tác giả xin chân thành cảm ơn Lãnh đạo Trường, Lãnh đạo Phòng Kế hoạch – Tài chính thuộc Trường Đại học Sư phạm Thành phố Hồ Chí Minh, nơi tác giả công tác hiện tại đã tạo điều kiện thuận lợi trong công việc, giúp tác giả có thêm thời gian để hoàn thành luận án.

Cuối cùng, tác giả xin bày tỏ lòng biết ơn và trân quý tình cảm của gia đình, đồng nghiệp và bạn bè đã luôn đồng hành bên tác giả, động viên tinh thần, hỗ trợ và chia sẻ kinh nghiệm về cuộc sống, lao động và học tập, giúp tác giả có thêm động lực, tự tin đi hết chặng đường nghiên cứu sinh, hoàn thành luận án tiến sĩ.

Trân trọng cảm ơn.

LỜI CAM ĐOAN

Tôi xin cam đoan Luận án này là công trình nghiên cứu khoa học được thực hiện độc lập bởi cá nhân tôi. Tất cả dữ liệu, hình ảnh, bảng biểu, và kết quả trong Luận án này là hoàn toàn trung thực và chưa từng được công bố trong các công trình nào khác trước đây.

Tôi xin cam đoan rằng mọi tài liệu tham khảo cho việc thực hiện Luận án này đều được trích dẫn cụ thể và có nguồn gốc rõ ràng.

Nghiên cứu sinh

Nguyễn Trọng Nghĩa

TÓM TẮT

Chính sách đầu tư, chính sách tài trợ và chính sách cổ tức là các quyết định tài chính quan trọng tác động đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Luận án này đánh giá tác động của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động và đồng thời nêu rõ vai trò điều tiết của chính sách tài trợ, chính sách cổ tức đối với tác động của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động. Nguồn số liệu FiinPro gồm 548 các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên sở chứng khoán Hà Nội và Hồ Chí Minh trong giai đoạn 2009 – 2019. Tác giả đo lường đầu tư quá mức dựa trên hàm cầu đầu tư và sử dụng phương pháp tiếp cận động với kỹ thuật hồi quy SGMM để khắc phục hiện tượng nội sinh gây ra bởi biến trễ hiệu quả hoạt động. Kết quả nghiên cứu chỉ ra (1) Doanh nghiệp có đầu tư quá mức, (2) Đầu tư quá mức có tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp và tác động này có sự khác biệt giữa các ngành nghề kinh doanh, (3) Chính sách tài trợ, chính sách cổ tức có thể điều tiết tác động tiêu cực của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp và (4) Đề xuất hàm ý chính sách phù hợp về hoạch định chính sách quản lý tài chính đối với các nhà quản trị doanh nghiệp, về đầu tư tài chính đối với các nhà đầu tư. Với kết quả nghiên cứu phát hiện được, luận án đã có đóng góp mới về hướng nghiên cứu về đầu tư quá mức và chính sách trong lĩnh vực tài chính doanh nghiệp.

Từ khóa: *đầu tư quá mức, chính sách tài trợ, chính sách cổ tức, hiệu quả hoạt động, Việt Nam.*

ABSTRACT

Investment, debt, and dividend policy are considered important financial decisions and have a great impact on firm performance. The thesis evaluates the effect of overinvestment on firm performance and simultaneously clarify the moderation role of debt and dividend policy towards the relationship between overinvestment and firm performance. Data collection includes 548 non-financial companies listed on Hanoi and Ho Chi Minh Stock Exchange during the period of 2009 - 2019 from the data source of FiinPro. The research measures overinvestment based on Investment Demand Function and applies the dynamic approach with the SGMM estimator to deal with the endogenous problem caused by the inclusion of the one-period lagged value of firm performance. The estimated results clarify that (1) corporate enterprises are facing the problem of overinvestment, (2) overinvestment has a negative effect on firm performance and the effect is different among industries, (3) debt and dividend policy can moderate the negative effect of overinvestment on firm performance, and (4) the research gives some policy implications towards corporate finance management from companies, and financial investment from investors. Based on these findings, the research has made some contributions to the aspect of overinvestment in the field of corporate finance.

Keywords: *overinvestment, debt policy, and dividend policy, firm performance, Vietnam.*

MỤC LỤC

LỜI CAM ĐOAN	i
TÓM TẮT.....	ii
ABSTRACT	iii
MỤC LỤC	iv
DANH MỤC CHỮ VIẾT TẮT	vii
DANH MỤC HÌNH VÀ BẢNG	viii
CHƯƠNG 1. GIỚI THIỆU	1
1.1. Tính cấp thiết của nghiên cứu	1
1.2. Tổng lược các nghiên cứu liên quan	6
1.3. Khoảng trống nghiên cứu	8
1.4. Mục tiêu nghiên cứu	10
1.4.1. Mục tiêu tổng quát	10
1.4.2. Mục tiêu cụ thể.....	10
1.5. Câu hỏi nghiên cứu.....	10
1.6. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu	11
1.7. Phương pháp nghiên cứu	11
1.7.1. Phương pháp định tính	11
1.7.2. Phương pháp định lượng.....	12
1.8. Điểm mới và đóng góp của nghiên cứu.....	14
1.8.1. Đóng góp về mặt khoa học	14
1.8.2. Đóng góp về mặt thực tiễn.....	15
1.9. Cấu trúc luận án.....	15
CHƯƠNG 2. TỔNG QUAN LÝ THUYẾT VỀ ĐẦU TƯ QUÁ MỨC VÀ HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG CỦA DOANH NGHIỆP	17
2.1. Các khái niệm và cách đo lường	17
2.1.1. Khái niệm về đầu tư quá mức và cách đo lường.....	17
2.1.1.1. Khái niệm về đầu tư.....	17
2.1.1.2. Khái niệm về đầu tư quá mức.....	18
2.1.1.3. Các phương pháp đo lường đầu tư quá mức.....	21
2.1.2. Khái niệm về hiệu quả hoạt động và cách đo lường.....	27
2.1.2.1. Khái niệm hiệu quả hoạt động.....	27
2.1.2.2. Đo lường hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp	29

2.1.2.2.1. Đo lường hiệu quả hoạt động về mặt kỹ thuật	29
2.1.2.2.2. Đo lường hiệu quả hoạt động thông qua chỉ số tài chính	31
2.2. Các lý thuyết liên quan đến đầu tư, đầu tư quá mức, chính sách tài trợ, chính sách cổ tức và hiệu quả hoạt động	34
2.2.1. Lý thuyết đại diện và dòng tiền tự do (Agency Theory & Free Cash Flow Theory)	34
2.2.2. Lý thuyết bất cân xứng thông tin (Information Asymmetry Theory)	35
2.2.3. Lý thuyết cấu trúc vốn (Capital Structure Theories)	37
2.2.3.1. Lý thuyết M&M (M&M Theory)	37
2.2.3.2. Lý thuyết đánh đổi (Trade-off Theory)	39
2.2.3.2.1. Lý thuyết đánh đổi tĩnh (static theory)	39
2.2.3.2.2. Lý thuyết đánh đổi động (dynamic theory)	40
2.2.3.3. Lý thuyết trật tự phân hạng (Pecking-order Theory)	40
2.2.4. Lý thuyết chính sách cổ tức (Dividen Policy Theories)	44
2.2.4.1. Lý thuyết M&M (M&M Theory)	44
2.2.4.2. Lý thuyết nắm giữ tiền mặt (Birds-in-hand Theory)	45
2.2.4.3. Lý thuyết tín hiệu (Signalling Theory)	45
2.2.5. Lý thuyết lợi nhuận động (Dynamic Theory of Profit)	46
2.3. Tổng quan các nghiên cứu thực nghiệm và khoảng trống nghiên cứu	50
2.3.1. Đầu tư quá mức và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp	50
2.3.2. Tác động của chính sách tài trợ và chính sách cổ tức đến hiệu quả hoạt động ..	52
2.3.2.1. Chính sách tài trợ và hiệu quả hoạt động	52
2.3.2.2. Chính sách cổ tức và hiệu quả hoạt động	57
2.3.3. Tác động của chính sách tài trợ và chính sách cổ tức đến đầu tư quá mức của doanh nghiệp	63
2.3.4. Khoảng trống nghiên cứu	66
2.4. Xây dựng giả thuyết nghiên cứu	72
2.4.1. Giả thuyết nghiên cứu 1	72
2.4.2. Giả thuyết nghiên cứu 2	73
2.4.3. Giả thuyết nghiên cứu 3	74
TÓM TẮT CHƯƠNG 2	76
CHƯƠNG 3. MÔ HÌNH, PHƯƠNG PHÁP VÀ DỮ LIỆU NGHIÊN CỨU	77
3.1. Mô hình nghiên cứu	77

3.1.1. Mô hình đo lường đầu tư quá mức.....	77
3.1.2. Mô hình đo lường tác động của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp dưới sự điều tiết của chính sách tài trợ và chính sách cổ tức	80
3.2. Quy trình nghiên cứu.....	88
3.3. Phương pháp ước lượng và quy trình xử lý mô hình nghiên cứu định lượng....	89
3.3.1. Tiếp cận mô hình tĩnh	90
3.3.2. Tiếp cận mô hình động	90
3.3.3. Kiểm định hiện tượng nội sinh	92
3.4. Thu thập và mô tả dữ liệu.....	94
TÓM TẮT CHƯƠNG 3	98
CHƯƠNG 4. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ THẢO LUẬN	99
4.1. Phân tích thống kê mô tả	99
4.1.1. Thống kê mô tả biến	99
4.1.2. Ma trận hệ số tương quan.....	102
4.2. Kết quả phân tích định tính	105
4.3. Kết quả phân tích định lượng	108
4.3.1. Kiểm định nội sinh.....	108
4.3.2. Kết quả hồi quy với biến phụ thuộc ROA	111
4.3.3. Kết quả hồi quy với biến phụ thuộc BEP.....	117
4.4. Kiểm định giả thuyết và thảo luận.....	122
TÓM TẮT CHƯƠNG 4	125
CHƯƠNG 5. KẾT LUẬN VÀ HÀM Ý CHÍNH SÁCH	126
5.1. Kết luận	126
5.2. Hàm ý chính sách	128
5.2.1. Đối với doanh nghiệp.....	128
5.2.2. Đối với nhà đầu tư.....	132
5.3. Hạn chế của luận án và hướng nghiên cứu tiếp theo.....	134
TÓM TẮT CHƯƠNG 5	137
DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO	138
PHỤ LỤC	158

DANH MỤC CHỮ VIẾT TẮT

BEP	Basic Earning Power	Lợi nhuận trước thuế và lãi vay trên tài sản
EAT	Earnings after tax	Lợi nhuận sau thuế
EBIT	Earnings before interest and tax	Lợi nhuận trước thuế và lãi vay
EBT	Earnings before tax	Lợi nhuận trước thuế
FE	Fixed Effects	Tác động cố định
HNX	Hanoi Stock Exchange	Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội
HOSE	Ho Chi Minh Stock Exchange	Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh
IO	Input-oriented	Dựa trên yếu tố đầu vào
M&M	Modigliani and Miller Theory	Lý thuyết Modigliani và Miller
MTBV	Market-to-Book Value	Giá trị thị trường trên giá trị sổ sách
MVA	Market Value Added	Giá trị thị trường tăng thêm
NPV	Net present value	Hiện giá thuần
OO	Output-oriented	Dựa trên yếu tố đầu ra
POLS	Pooled Ordinary Least Square	Phương pháp bình phương nhỏ nhất gộp
PPF	Production Possibility Frontier	Đường giới hạn khả năng sản xuất
RE	Random Effects	Tác động ngẫu nhiên
ROA	Return on assets	Lợi nhuận trên tổng tài sản
ROE	Return on equity	Lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu
ROI	Return on investment	Lợi nhuận trên đầu tư
ROS	Return on sales	Lợi nhuận trên doanh thu
SGMM	System Generalized Methods of Moments	Hệ phương trình mômen tổng quát

DANH MỤC HÌNH VÀ BẢNG

1. DANH MỤC HÌNH, SƠ ĐỒ VÀ BIỂU ĐỒ

Hình 2.1. Mô phỏng các khoản đầu tư	19
Hình 2.2. Minh họa lý thuyết đánh đổi tĩnh	39
Sơ đồ 3.1. Sơ đồ quy trình nghiên cứu	89
Biểu đồ 4.1. So sánh hiệu quả hoạt động giữa nhóm doanh nghiệp đầu tư quá mức và đầu tư bình thường.....	105
Biểu đồ 4.2. So sánh hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp đầu tư quá mức với sự khác biệt về chính sách tài trợ và chính sách cổ tức.....	107

2. DANH MỤC BẢNG

Bảng 2.1. Tổng hợp các phương pháp đo lường đầu tư quá mức dựa trên ba trường phái lý thuyết	25
Bảng 2.2. Tổng hợp các lý thuyết nghiên cứu	47
Bảng 2.3. Tổng hợp các nghiên cứu thực nghiệm về đầu tư, chính sách tài trợ, và chính sách cổ tức đối với hiệu quả hoạt động	60
Bảng 2.4. Tổng hợp các nghiên cứu thực nghiệm về mối quan hệ giữa chính sách tài trợ và chính sách cổ tức với đầu tư	65
Bảng 3.1. Tổng hợp cách đo lường các biến trong hàm cầu đầu tư	79
Bảng 3.2. Bảng tổng hợp các biến nghiên cứu trong mô hình	81
Bảng 3.3. Thống kê số doanh nghiệp phi tài chính niêm yết và mẫu lựa chọn.....	94
Bảng 3.4. Thống kê số lượng mẫu nghiên cứu theo ngành	95
Bảng 3.5. Thống kê số lượng mẫu nghiên cứu theo ngành sau xử lý	96
Bảng 3.6. Thống kê số doanh nghiệp có đầu tư quá mức	97
Bảng 4.1. Mô tả thống kê các biến trong mô hình	101
Bảng 4.2. Mô tả các chỉ tiêu tài chính theo nhóm ngành của các doanh nghiệp.....	101
Bảng 4.3. Ma trận hệ số tương quan.....	104
Bảng 4.4. Kiểm định nội sinh trong mô hình	109
Bảng 4.5. Kết quả hồi quy theo phương pháp SGMM với biến phụ thuộc ROA	116
Bảng 4.6. Kết quả hồi quy theo phương pháp SGMM với biến phụ thuộc BEP	120
Bảng 4.7. So sánh giả thuyết và kết quả kiểm định.....	124
Bảng 5.1. Nhận diện dấu hiệu doanh nghiệp có đầu tư quá mức	129

CHƯƠNG 1. GIỚI THIỆU

Trong chương này tác giả giới thiệu chung về luận án, gồm: Trước tiên, tác giả trình bày tính cấp thiết hay lý do vì sao tác giả chọn chủ đề nghiên cứu, tổng lược các nghiên cứu liên quan để tìm khoảng trống nghiên cứu, mục tiêu nghiên cứu, câu hỏi nghiên cứu; Tiếp theo tác giả trình bày phương pháp nghiên cứu nhằm giải quyết các mục tiêu và câu hỏi, đối tượng và phạm vi nghiên cứu và các đóng góp của luận án về mặt lý thuyết cũng như thực tiễn; Cuối cùng, tác giả trình bày cấu trúc của luận án làm cơ sở để tác giả xuyên suốt thực hiện vấn đề nghiên cứu đặt ra.

1.1. Tính cấp thiết của nghiên cứu

Lý thuyết tài chính hiện đại xem quyết định đầu tư là một trong những quyết định quan trọng trong tài chính doanh nghiệp, bởi vì quyết định đầu tư được thiết lập sẽ dẫn dắt các quyết định quan trọng khác như quyết định tài trợ hay quyết định phân phối ([Ross và cộng sự, 2008](#)). Đầu tư là hoạt động quyết định cho khả năng tăng trưởng và phát triển của doanh nghiệp. Đầu tư đề cập đến việc doanh nghiệp bỏ ra khoản vốn nhất định nhằm hình thành và bổ sung những tài sản cần thiết để giúp doanh nghiệp đạt được mục tiêu kinh doanh trong tương lai. Có thể thấy đầu tư liên quan mật thiết với hiệu quả hoạt động vì không có dự án đầu tư mới thì doanh nghiệp không thể tồn tại và phát triển trong môi trường cạnh tranh khốc liệt như hiện nay. Dựa trên cơ cấu tài sản, đầu tư của doanh nghiệp tập trung vào ba nhóm sau: (1) đầu tư vào tài sản lưu động (đầu tư ngắn hạn nhằm đảm bảo hoạt động sản xuất – kinh doanh của doanh nghiệp), (2) đầu tư vào tài sản cố định (đầu tư dài hạn để xây lắp và mua sắm máy móc thiết bị), và (3) đầu tư vào các tài sản tài chính (đầu tư tài chính thông qua việc mua cổ phiếu, trái phiếu, và góp vốn liên doanh với doanh nghiệp khác) ([Brigham & Ehrhardt, 2009](#)). Đầu tư của doanh nghiệp có thể đầu tư vừa mức, đầu tư dưới mức và đầu tư quá mức. Đầu tư quá mức là việc doanh nghiệp chi tiêu vượt quá mức đầu tư cần thiết để duy trì trạng thái hoạt động hiện hữu và tài trợ cho các khoản đầu tư mới mà doanh nghiệp kỳ vọng có NPV dương trong điều kiện doanh nghiệp có dòng tiền tự do cao. Việc đầu tư vừa phải với khả năng tài chính và kiểm soát làm tăng hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, nhưng đầu tư quá mức ngoài khả năng sẽ làm giảm hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp ([Richardson, 2006](#)). Quan điểm này trước đó cũng được [M. C. Jensen \(1986\)](#) đề cập.

[M. C. Jensen \(1986\)](#) cho rằng đầu tư quá mức xảy ra khi có sự tồn tại của dòng tiền tự do dương trong doanh nghiệp. Dòng tiền tự do là dòng tiền vượt quá nhu cầu của doanh nghiệp để duy trì hoạt động và để tài trợ cho các dự án có NPV dương. Hành vi này tuy mang lại lợi ích cho nhà quản trị vì gia tăng đầu tư giúp nhà quản trị kiểm soát được nhiều nguồn lực hơn, đòi hỏi được các đặc quyền cao hơn, và nâng cao vị thế của mình trong doanh nghiệp, nhưng hành vi này gây thiệt hại đối với chủ sở hữu doanh nghiệp nếu các nguồn lực, đặc quyền, vị thế của nhà quản trị không được kiểm soát tốt. Chính vì vậy, trong trường hợp đầu tư quá mức thì hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp sẽ có xu hướng giảm do (1) thua lỗ từ việc đầu tư vào các dự án kém hiệu quả và (2) gia tăng chi phí để giám sát hành vi của nhà quản trị ([Bhuiyan & Hooks, 2019](#); [Dogru, 2017](#); [Pellicani & Kalatzis, 2019](#); [M. Shi, 2019](#); [Titman và cộng sự, 2004](#); [Yu và cộng sự, 2020](#)).

Mặc dù nghiên cứu về đầu tư quá mức và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp là chủ đề hết sức cần thiết trong bối cảnh thế giới chịu nhiều biến động như hiện nay. Tuy nhiên, các nghiên cứu về đầu tư quá mức gần đây trên thế giới chủ yếu được nghiên cứu tại Mỹ, Trung Quốc và một số quốc gia khác cũng còn nhiều tranh luận theo nhiều cách tiếp cận khác nhau. Điển hình như các nghiên cứu ở Trung Quốc tập trung vào đánh giá hành vi đầu tư quá mức của doanh nghiệp như [Ding và cộng sự \(2019\)](#) và các nhân tố giải thích cho hành vi đầu tư quá mức này ([X. Liu, 2017](#); [M. Shi, 2019](#); [Zhang và cộng sự, 2016](#)). Gần đây có nghiên cứu của [X. Shi và cộng sự \(2021\)](#), nghiên cứu về hành vi họp hội đồng quản trị, hội đồng cổ đông đến đầu tư quá mức, kết quả cho thấy thời gian của các cuộc họp hội đồng quản trị có tương quan thuận với việc đầu tư quá mức, trong khi tỷ lệ các cuộc họp hội đồng quản trị tại chỗ có tương quan nghịch với đầu tư quá mức. [Farooq và cộng sự \(2015\)](#), nghiên cứu mức độ của vấn đề đầu tư quá mức, không đầu tư và đo lường tác động của nó đối với hoạt động của doanh nghiệp. Mẫu của bao gồm dữ liệu 7 năm (2005 đến 2011) của 360 công ty phi tài chính được niêm yết trên Thị trường Chứng khoán Singapore, kết quả cho thấy cả đầu tư quá mức và đầu tư dưới mức đều có tác động tiêu cực nghiêm trọng đến hoạt động của công ty. Hay [K. S. Lee & Jeon \(2021\)](#), khi nghiên cứu đầu tư quá mức tại các doanh nghiệp tại Hàn Quốc của 7.769 công ty, cho thấy các khoản đầu tư quá mức trên mức hợp lý đã làm giảm giá trị của công ty. Tại Mỹ, [Bhuiyan & Hooks \(2019\)](#) cũng tập trung đánh giá

các nhân tố tác động đến đầu tư quá mức, đặc biệt nhấn mạnh vào lượng tiền mặt mà doanh nghiệp nắm giữ. Một số nghiên cứu khác tuy có đề cập đến đầu tư quá mức nhưng chỉ giải thích cho tác động của các yếu tố đến đầu tư quá mức, mặc dù cũng sử dụng các thước đo lường đầu tư quá mức hiện đại. Chẳng hạn, [Ling và cộng sự \(2016\)](#) cho rằng yếu tố quan hệ chính trị có tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động vì nó thúc đẩy hành vi đầu tư quá mức trong doanh nghiệp. [Wei và cộng sự \(2019\)](#) chỉ ra tác động của chi trả cổ tức đến hiệu quả hoạt động thông qua hành vi đầu tư quá mức của doanh nghiệp. [Óscar López-de-Foronda và cộng sự \(2019\)](#) khi nghiên cứu về đầu tư quá mức ở 25 quốc gia thuộc OECD cũng chỉ ra có sự tương quan ngược chiều giữa đầu tư quá mức với đòn bẩy tài chính, chính sách tài trợ trong điều kiện doanh nghiệp có nhiều tiền, thanh khoản cao có thể phá vỡ tính kỷ luật nợ làm tăng rủi ro và giảm hiệu quả hoạt động. Nhiều nghiên cứu gần đây chỉ tập trung vào nghiên cứu về quyết định đầu tư của doanh nghiệp đến các quyết định tài trợ hay phân phối, nhưng lại thiếu nghiên cứu về việc đầu tư quá mức đến các chính sách khác. Điển hình như [Al-Kahtani & Al-Eraij, 2018](#); [Modigliani & Miller, 1958](#) cho rằng quyết định đầu tư thường độc lập với chính sách tài trợ và chính sách cổ tức của doanh nghiệp dưới điều kiện thị trường vốn hoàn hảo (không thuế, không chi phí giao dịch, và không có tình trạng bất cân xứng thông tin), mặc dù những giả định này không tồn tại trên thực tế và chính sách tài trợ, chính sách cổ tức có thể chi phối quyết định đầu tư của doanh nghiệp ([Colombo & Caldeira, 2018](#)). Một số nghiên cứu khác lại cho rằng chính sách tài trợ và chính sách cổ tức sẽ được điều chỉnh tương ứng với quyết định đầu tư của doanh nghiệp ([Nurhidayati và cộng sự, 2019](#); [V. R. Putri & Rachmawati, 2018](#); [Sukmawardini & Ardiansari, 2018](#)), nhà quản trị thường phối hợp chính sách tài trợ và chính sách cổ tức với quyết định đầu tư để tác động vào hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp ([Gamayuni, 2015](#); [J. Huang và cộng sự, 2018](#); [Naseem và cộng sự, 2019](#)). Nếu chính sách tài trợ và chính sách cổ tức có thể chi phối quyết định đầu tư của doanh nghiệp thì hai chính sách này cũng có thể điều tiết tác động của đầu tư quá mức nhưng các nghiên cứu này không tập trung vào nghiên cứu về đầu tư quá mức và hiệu quả doanh nghiệp trong điều kiện thị trường thiếu hiệu quả.

Các nghiên cứu theo hướng tác động của từng chính sách cổ tức, tài trợ lên hoạt động của doanh nghiệp nhưng lại thiếu nghiên cứu về tính tương tác giữa các chính sách

đến đầu tư quá mức. [Richardson \(2006\)](#) chỉ ra cách thức có thể tác động vào xung đột đại diện và dòng tiền tự do. Cụ thể tác giả cho rằng việc vay nợ và chi trả cổ tức của doanh nghiệp có thể thu hút sự giám sát từ các đối tượng khác nhau (chủ nợ, chủ sở hữu) trên thị trường, từ đó giúp doanh nghiệp giảm chi phí giám sát nhà quản trị và giám sát việc sử dụng dòng tiền tự do hiệu quả. Các nghiên cứu trên thế giới dựa trên quan điểm của [Richardson \(2006\)](#) để đánh giá tác động của đòn bẩy tài chính ([Carroll & Griffith, 2001](#); [A. Khan và cộng sự, 2012](#); [Park & Jang, 2013](#)) hay chi trả cổ tức đến dòng tiền tự do và chi phí đại diện của doanh nghiệp ([Agrawal & Jayaraman, 1994](#); [Fairchild, 2010](#); [Thanatawee, 2011](#)). Đặc biệt, nghiên cứu của [Guizani \(2018\)](#) xem chính sách cổ tức là nhân tố điều tiết cho mối quan hệ giữa dòng tiền tự do và quản trị nội bộ.

Tại Việt Nam, hội nhập quốc tế và tăng trưởng kinh tế trong giai đoạn gần đây đã thúc đẩy hoạt động đầu tư của các đối tượng khác nhau trên thị trường, đặc biệt là các công ty cổ phần ([A. H. Le & Kim, 2020](#); [H. T. Nguyen và cộng sự, 2020](#); [Su và cộng sự, 2019](#)). Hội nhập quốc tế và tăng trưởng kinh tế giúp Việt Nam thu hút dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài ([Luu và cộng sự, 2017](#); [C. H. Nguyen, 2020](#); [N. T. K. Nguyen, 2017](#)) và cả dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài thông qua thị trường chứng khoán ([T. N. Nguyen & Tram, 2021](#); [D. H. Vo & Ho, 2021](#)). Dòng vốn đầu tư này dẫn đến sự phát triển mạnh mẽ của thị trường cổ phiếu và trái phiếu với lãi suất vay và điều kiện vay ưu đãi cùng với các kênh cho vay khác nhau nên cũng tạo điều kiện cho doanh nghiệp tiếp cận nguồn vốn tài trợ cho các dự án đầu tư ([Anwar & Nguyen, 2018](#); [Huynh và cộng sự, 2019](#); [H. T. Nguyen và cộng sự, 2020](#)). Như vậy hội nhập và tăng trưởng kinh tế trong giai đoạn sau khủng hoảng kinh tế toàn cầu năm 2008 giúp cho doanh nghiệp Việt Nam có thể tiếp cận với dòng vốn tài trợ cao. Tuy nhiên điều này cũng đồng thời tạo ra dòng tiền tự do cao trong doanh nghiệp ([L. M. Tran và cộng sự, 2019](#)). Dòng tiền tự do là công cụ mà nhà quản trị sử dụng để gia tăng đầu tư cũng như lợi nhuận cho doanh nghiệp [A. Nguyen & Nguyen \(2018\)](#). Vì nhà quản trị có quyền tự quyết đối với dòng tiền tự do nên họ có thể sử dụng công cụ này để gia tăng đầu tư quá mức cần thiết. Vấn đề này đã được chỉ ra trong quan điểm của [Richardson \(2006\)](#) về mối quan hệ đại diện và dòng tiền tự do. Xung đột về lợi ích giữa nhà quản trị và chủ sở hữu khiến cho nhà quản trị sử dụng dòng tiền tự do để gia tăng đầu tư nhằm tối đa hóa giá trị cá nhân

hơn là tối đa hóa lợi nhuận doanh nghiệp [Kadioglu & Yilmaz \(2017\)](#). Việt Nam với chính sách nói lỏng thu hút đầu tư thông qua Luật đầu tư, Luật chứng khoán mới, đáp ứng bối cảnh gia nhập ACE 2015 khi mà cho phép tự do hóa dòng tiền đầu tư và dịch vụ các nước trong khối Asean tạo ra cơ hội thu hút lượng đầu tư trực tiếp và gián tiếp lớn. Trước bối cảnh đó, doanh nghiệp có cơ hội tiếp cận vốn, dòng tiền dồi dào, tâm lý mở rộng đầu tư, đầu tư trái ngành xuất hiện nhưng đôi khi quên tính hiệu quả. Kinh doanh đa ngành, mở rộng quá nhanh cả về quy mô lẫn lĩnh vực đầu tư nhưng quản trị không theo kịp đã khiến nhiều doanh nghiệp lớn lâm vào thế tiến thoái lưỡng nan. Việc lấy nợ vay ngân hàng ngắn hạn nuôi khoản đầu tư dài hạn đã khiến nhiều doanh nghiệp lớn rơi vào tình trạng mất thanh khoản thậm chí phá sản, điển hình như (Mai Linh, Hùng Vương, Thuận Thảo,...). Như vậy, các bằng chứng trên đều cho thấy dấu hiệu tồn tại tình trạng đầu tư quá mức (overinvestment) của các doanh nghiệp Việt Nam trong giai đoạn gần đây khi Việt Nam tăng cường hội nhập quốc tế và phát triển kinh tế vượt trội. Nghiên cứu của [H. T. Nguyen và cộng sự \(2020\)](#) cũng chứng minh được sự quá tự tin của nhà quản trị trong tình hình kinh tế và dòng tiền tài trợ cao khiến doanh nghiệp gia tăng đầu tư mạnh mẽ hơn. Một số nghiên cứu khác lại đề cập đến mối quan hệ giữa dòng tiền tự do và hoạt động đầu tư của doanh nghiệp, chưa đề cập trực tiếp đến yếu tố đầu tư quá mức ([A. Nguyen & Nguyen, 2018](#); [Q. T. Tran, 2019](#)). Bên cạnh đó, một số nghiên cứu chỉ đề cập đến mối quan hệ giữa dòng tiền và lợi nhuận doanh nghiệp ([A. Nguyen & Nguyen, 2018](#); [Thuy & Thom, 2017](#)). Gần đây có nghiên cứu của [Le Ha Diem Chi & Chau \(2015\)](#) đo lường đầu tư quá mức và xác định dấu hiệu đầu tư quá mức của các doanh nghiệp Việt Nam hay [X. V. Vo \(2019\)](#) nhấn mạnh đến tác động của đòn bẩy tài chính đến hoạt động đầu tư của doanh nghiệp thông qua dòng tiền tự do. Phát hiện này cho thấy tồn tại khiếm khuyết trong đánh giá tính tương tác giữa các chính sách đầu tư, chính sách tài trợ và chính sách cổ tức đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp Việt Nam. Như vậy tại Việt Nam các nghiên cứu xoay quanh chủ đề hoạt động đầu tư và hiệu quả của doanh nghiệp là chủ yếu, mà đặc trưng doanh nghiệp đầu tư mở rộng, trái ngành cũng tồn tại nhiều bất cập chưa được nghiên cứu liệu xem giữa đầu tư trái ngành có thể tạo ra đầu tư quá mức hay không. Việc đa dạng đầu tư, đa dạng kinh doanh có thể dẫn đến đầu tư quá mức đôi khi cũng giúp doanh nghiệp gia tăng hiệu quả, nhiều nghiên cứu cho rằng đa dạng hóa kinh doanh làm gia tăng hiệu quả hoạt động

của doanh nghiệp ([Santarelli & Tran \(2013\)](#); [Tallman & Li \(1996\)](#); [Bouras và công sự \(2014\)](#); [Sarwar và công sự \(2020\)](#); [Shen và công sự \(2011\)](#); [Berg \(2016\)](#)).

Tóm lại mặc dù đầu tư mở rộng, đầu tư trái ngành, đầu tư tài chính dễ dẫn đến đầu tư quá mức và làm giảm hiệu quả nhưng các nhà quản trị doanh nghiệp vẫn có xu hướng đầu tư quá mức bởi vì họ tự tin, lạc quan vào thành quả trong quá khứ hay vì các lợi ích kinh tế họ nhận được đã tạo động cơ cho hành vi này. Ngược lại người chủ doanh nghiệp (các cổ đông) có thể dùng các quyết nghị chính sách cổ tức hay tài trợ để kiềm chế được hành vi đầu tư quá mức của người điều hành hay không vẫn còn nhiều tranh luận khác nhau hoặc chưa được đề cập. Ngoài ra, tại Việt Nam mặc dù cũng có nhiều nghiên cứu đề cập đến đầu tư và đầu tư quá mức, hay tác động của đầu tư, đầu tư quá mức đến hiệu quả doanh nghiệp, nhưng doanh nghiệp nào có đầu tư quá mức, ngành nghề nào dễ có hành vi đầu tư quá mức và đầu tư quá mức thật sự có tác động tiêu cực hay tích cực, nhà đầu tư cần đầu tư vào doanh nghiệp nào, ngành nghề nào có hiệu quả, ít rủi ro,...vẫn còn những bỏ ngỏ. Với mong muốn có những đóng góp mới cả về lý thuyết và thực tiễn trong việc đánh giá tác động của đầu tư quá mức, cũng như tác động tương tác giữa các chính sách tài chính đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, tác giả thực hiện luận án ***“Tác động của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam”***.

1.2. Tổng lược các nghiên cứu liên quan

Trong phần tổng lược nghiên cứu, tác giả sẽ làm sáng tỏ những khía cạnh chưa được đề cập trong các nghiên cứu trước đây về đầu tư quá mức và hiệu quả doanh nghiệp, đưa ra cách thức để khắc phục các vấn đề này.

Về khái niệm và đo lường đầu tư quá mức, đầu tư quá mức thường xuất hiện trong các doanh nghiệp có dòng tiền tự do cao vì nhà quản trị sẽ tận dụng dòng vốn này để gia tăng đầu tư, thậm chí đầu tư vào các dự án có $NPV < 0$ ([M. C. Jensen, 1986](#); [Stulz, 1990](#)). Theo đó [Richardson \(2006\)](#) và các nghiên cứu cùng chủ đề đã sử dụng cách đo lường đầu tư quá mức thông qua phần dư của phương trình hàm cầu đầu tư, trong đó biến đầu tư được sử dụng là đầu tư nói chung của doanh nghiệp (bao gồm đầu tư ngắn hạn: tồn kho và tài sản tài chính ngắn hạn; đầu tư dài hạn: tài sản dài hạn và đầu tư tài chính dài hạn) ([Campello & Graham, 2013](#)).

Về tác động của đầu tư quá mức đến hiệu quả doanh nghiệp: Các quan điểm về hiệu quả đầu tư (dựa trên đầu tư bất thường) hiện có ba trường phái khác nhau để đưa ra cách thức xác định đầu tư quá mức bao gồm lý thuyết tân cổ điển (neoclassical theory), lý thuyết đại diện (agency theory), và lý thuyết lựa chọn thực (real options theory). Thông thường, việc triển khai đầu tư đúng đắn (đầu tư vừa phải) sẽ giúp doanh nghiệp gia tăng lợi nhuận ([Grazzi và cộng sự, 2016](#); [Licandro và cộng sự, 2004](#); [Nilsen và cộng sự, 2009](#)). Tuy nhiên, khi nhà quản trị hướng đến lợi ích cá nhân nhiều hơn ([M. C. Jensen, 1986](#); [M. C. Jensen & Meckling, 1976](#)) và không bị kiểm soát chặt chẽ bởi chủ sở hữu ([R. Brealey & Franks, 2009](#)) thì họ sẽ có xu hướng thực hiện hành vi đầu tư quá mức. Qua đó, nhận thấy đầu tư quá mức thường dễ gây tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Các nghiên cứu khác khi cho rằng hành vi đầu tư quá mức có thể giảm thiểu và gia tăng hiệu quả bằng cách kiểm soát dòng tiền thặng dư của doanh nghiệp nếu sử dụng các chính sách khác như gia tăng nợ vay [C. H. Nguyen \(2020\)](#), [Trong & Nguyen \(2020\)](#), và [Nghia \(2020\)](#) hay gia tăng phân chia cổ tức [Wei và cộng sự \(2019\)](#). Ngoài ra, phần lớn các nghiên cứu cũng chỉ sử dụng phương pháp định lượng thông qua mô hình tĩnh và dừng lại trong việc đánh giá các yếu tố tác động đến hành vi đầu tư quá mức mà chưa đi sâu vào đánh giá doanh nghiệp đầu tư và mức và tính hiệu quả của nó ([Ding và cộng sự \(2019\)](#); [Bhuiyan & Hooks \(2019\)](#); [Zhang và cộng sự \(2016\)](#); [X. Liu, 2017](#)). Gần đây có [Setianto & Pratiwi \(2019\)](#) sử dụng phương pháp GMM để giải quyết vấn đề nội sinh nhưng cũng tiếp cập trên phương pháp GMM tĩnh, chưa sử dụng mô hình động để giải quyết nội sinh và khắc phục các lỗi của phương pháp tĩnh. Ngoài ra các nghiên cứu cũng chưa xem xét đầu tư quá mức và tính hiệu quả theo ngành nghề khác nhau, mặc dù yếu tố ngành nghề đóng vai trò quan trọng trong quyết định đầu tư của doanh nghiệp.

Như vậy, dựa trên các nghiên cứu trước, tác giả nhận thấy còn tồn tại một số hạn chế như sau: (1) các nghiên cứu về đầu tư quá mức của doanh nghiệp phần lớn sử dụng biến đầu tư nói chung (bao gồm cả hạng mục tài sản lưu động và đầu tư ngắn hạn) và đầu tư vào tài sản cố định nói chung, việc dùng phương pháp đo lường này không thể đại diện cho trường hợp doanh nghiệp dự trữ hàng hóa phòng giá cả lên giá, hay cải thiện thay thế máy móc thiết bị cũ bằng tài sản mới hiện đại nhằm nâng cao năng lực và năng suất giúp gia tăng hiệu quả, ngoài ra không thể đo lường doanh nghiệp có đầu

tư trái ngành, đầu tư ngành nghề vượt tầm kiểm soát hay không mà đây chính là dấu hiệu đặc trưng về đầu tư quá mức cho các doanh nghiệp tại Việt Nam; (2) các nghiên cứu phần lớn sử dụng mô hình tĩnh chưa đề cập đến dạng mô hình động cho phương trình các nhân tố tác động đến hiệu quả hoạt động, trong khi hiệu quả hoạt động trong quá khứ được xác định trong các nghiên cứu khác có thể giải thích cho hiệu quả hoạt động hiện tại của doanh nghiệp, biến độ trễ của biến phụ thuộc là yếu tố gây ra nội sinh và tác giả sẽ sử dụng kỹ thuật SGMM để khắc phục hiện tượng nội sinh. Tác giả sử dụng biến độ trễ trong phương trình sai phân làm biến công cụ cho biến bị nội sinh trong phương trình gốc và ngược lại để tạo thành hệ phương trình. (3) các nghiên cứu trước chỉ nghiên cứu đến tác động của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, trong khi chính sách tài trợ hay chính sách cổ tức cũng có tác động đồng thời bên cạnh chính sách đầu tư, và các nghiên cứu trước chưa đánh giá tác động tương tác của các chính sách lên hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp; (4) các nghiên cứu tập trung vào đánh giá hiệu quả và đầu tư quá mức gộp, chưa phân tích đánh giá theo ngành nghề trong khi đầu tư quá mức và tính hiệu quả có sự khác biệt theo từng lĩnh vực kinh doanh.

Tóm lại, thông qua lược khảo tổng quát hạn chế của các nghiên cứu trước đây, tác giả làm sáng tỏ hơn luận điểm về khoảng trống nghiên cứu cần phải giải quyết là vấn đề đầu tư quá mức, chính sách tài trợ, chính sách cổ tức và hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp Việt Nam. Các khoảng trống nghiên cứu sẽ được trình bày chi tiết dưới đây.

1.3. Khoảng trống nghiên cứu

Trên cơ sở các nghiên cứu thực nghiệm trong nước và quốc tế về việc đánh giá đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, từ những hạn chế trong đo lường biến, phương pháp thực hiện, tác giả đúc kết được 4 khoảng trống nghiên cứu mà luận án này cần giải quyết như sau:

- Thứ nhất, đầu tư của doanh nghiệp bao gồm: (i) đầu tư vào tài sản lưu động (đầu tư ngắn hạn nhằm đảm bảo hoạt động sản xuất – kinh doanh của doanh nghiệp), (ii) đầu tư vào tài sản cố định (đầu tư dài hạn để xây lắp và mua sắm máy móc thiết bị), và (iii) đầu tư vào các tài sản tài chính (đầu tư tài chính thông qua việc mua cổ phiếu,

trái phiếu, và góp vốn liên doanh với doanh nghiệp khác) ([Brigham & Ehrhardt, 2009](#); ["Luật kế Toán Việt Nam," 2003](#)). Các nghiên cứu trước đo lường đầu tư quá mức dựa trên biến đầu tư ở hạng mục (i) hay (ii) hay cả (i) và (ii). Tuy nhiên, như đã đề cập ở trên, việc đo lường đầu tư như vậy có hạn chế là không thể hiện đầu tư quá mức trong điều kiện dòng tiền tự do cao, hơn nữa với đặc trưng của các doanh nghiệp Việt Nam phần lớn xảy ra đầu tư quá mức là do đa dạng hóa đầu tư, đầu tư trái ngành, đầu tư vào xu thế thiếu tính phân tích chuyên nghiệp cũng phù hợp theo khái niệm về đầu tư quá mức của ([Richardson, 2006](#)). Do vậy trong luận án này tác giả sử dụng biến đầu tư tài chính (ngắn hạn và dài hạn) làm đại diện cho biến đo lường đầu tư quá mức.

- Thứ hai, các nghiên cứu trước đây chỉ tập trung vào nghiên cứu tác động của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, chưa đánh giá tính tương tác của đầu tư quá mức với chính sách tài trợ và chính sách cổ tức. Luận án này đồng thời đánh giá vai trò điều tiết của chính sách tài trợ và chính sách cổ tức đối với mối quan hệ giữa đầu tư quá mức và hiệu quả hoạt động hiện chưa có tại Việt Nam. Lý thuyết đại diện và dòng tiền tự do có đưa ra việc sử dụng nợ và chi trả cổ tức để làm giảm dòng tiền tự do nhưng đến nay vẫn chưa có nghiên cứu thực nghiệm chỉ ra sự điều tiết của hai chính sách đối với vấn đề đầu tư quá mức trong doanh nghiệp tại Việt Nam.

- Thứ ba, các nghiên cứu trước đây chưa đề cập đến dạng mô hình động trong phương trình các nhân tố tác động đến hiệu quả hoạt động, trong khi hiệu quả hoạt động trong quá khứ được xác định trong các nghiên cứu khác có thể giải thích cho hiệu quả hoạt động hiện tại của doanh nghiệp và biến độ trễ của biến phụ thuộc là yếu tố gây ra nội sinh, trong luận án này và tác giả sẽ sử dụng kỹ thuật SGMM để khắc phục hiện tượng nội sinh.

- Thứ tư, đặc trưng của các ngành nghề là khác nhau về đầu tư, sử dụng nợ, phân chia cổ tức. Ngoài ra còn có những khác biệt lớn giữa các ngành nghề về quy mô, cấu trúc tài sản, cơ hội tăng trưởng,... Do vậy nghiên cứu tính khác biệt giữa đầu tư quá mức, tính hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp phân theo các nhóm ngành nghề khác nhau là cần thiết bổ sung trong lý luận thực tiễn cho các nghiên cứu trước có cùng chủ đề nhưng chưa phân tích sự khác biệt giữa ngành nghề kinh doanh của doanh nghiệp.

1.4. Mục tiêu nghiên cứu

1.4.1. Mục tiêu tổng quát

Nghiên cứu hệ thống hóa lý thuyết về đầu tư quá mức và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp từ đó tìm ra khoảng trống, xây dựng các mô hình và giả thuyết nghiên cứu giải quyết các khoảng trống nghiên cứu. Xây dựng hàm cầu đầu tư và đo lường bằng các khoản đầu tư dư thừa thông qua hạng mục đầu tư tài chính ngắn hạn và dài hạn có phân biệt theo các ngành nghề khác nhau. Từ đó đánh giá mối quan hệ giữa đầu tư quá mức và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp dưới tác động điều tiết của chính sách tài trợ và chính sách cổ tức. Trên cơ sở đó đề xuất các hàm ý về các chính sách tài chính nhằm giảm thiểu rủi ro trong đầu tư quá mức, gia tăng hiệu quả hoạt động cho doanh nghiệp và nhà đầu tư.

1.4.2. Mục tiêu cụ thể

Mục tiêu 1: Tổng lược và áp dụng lý thuyết về đầu tư quá mức và hiệu quả doanh nghiệp, xác định các doanh nghiệp có đầu tư quá mức.

Mục tiêu 2: Đánh giá tác động của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, sự khác biệt về tính hiệu quả của doanh nghiệp đầu tư quá mức phân theo ngành nghề.

Mục tiêu 3: Đánh giá vai trò điều tiết của chính sách tài trợ và chính sách cổ tức đối với tác động của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Mục tiêu 4: Đề xuất các hàm ý về chính sách đầu tư, làm sao đảm bảo đầu tư vừa mức, tránh đầu tư quá mức, gia tăng hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp và hiệu quả cho nhà đầu tư.

1.5. Câu hỏi nghiên cứu

Câu hỏi 1: Dùng lý thuyết hay mô hình nào đo lường đầu tư quá mức và Doanh nghiệp nào có đầu tư quá mức?

Câu hỏi 2: Đầu tư quá mức có tác động như thế nào đến hiệu quả hoạt động và sự tác động này khác nhau thế nào giữa các ngành nghề kinh doanh?

Câu hỏi 3: Tác động của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động sẽ phản ứng ra sao dưới sự điều tiết của chính sách tài trợ và chính sách cổ tức?

Câu hỏi 4: Hàm ý chính sách nào giúp doanh nghiệp kiểm soát được hoạt động đầu tư, tránh đầu tư quá mức? Và hàm ý nào giúp gia tăng hiệu quả cho nhà đầu tư?

1.6. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu

- Đối tượng nghiên cứu: Luận án dùng hàm cầu đầu tư, với biến đầu tư được đo lường bằng đầu tư tài chính để xác định các doanh nghiệp có đầu tư quá mức. Xem xét tính hiệu quả của các doanh nghiệp đầu tư quá mức theo nhóm ngành dưới tác động của chính sách tài trợ và chính sách cổ tức. Luận án cũng đánh giá tác động của đầu tư quá mức của các doanh nghiệp lên hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp phi tài chính. Có nhiều thước đo hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp dựa trên khía cạnh kinh tế, thị trường hay tài chính. Luận án tập trung phân tích hiệu quả dựa trên khía cạnh tài chính, trong đó sử dụng các thước đo về giá trị sổ sách là chủ yếu, bởi các thước đo hiệu quả thị trường tồn tại những hạn chế nhất định như tính không ổn định, giá trị đôi khi bị chi phối bởi yếu tố tâm lý, hành vi không phản ánh đúng giá trị thật của doanh nghiệp.

- Phạm vi nghiên cứu: (1) Phạm vi nghiên cứu về thời gian: Dữ liệu tài chính của các doanh nghiệp phi tài chính trong 11 năm từ năm 2009-2019, trong đó bộ dữ liệu chính sau khi tính toán biến rủi ro sẽ còn lại từ năm 2011-2019 (do biến rủi ro tính bằng độ lệch chuẩn của 3 năm liên tục, nên dữ liệu bị khuyết 2 năm 2009 và 2010); (2) Phạm vi nghiên cứu về không gian: Các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) và Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE).

1.7. Phương pháp nghiên cứu

Để trả lời cho các câu hỏi nghiên cứu và giải quyết các mục tiêu đề ra, tác giả áp dụng các phương pháp nghiên cứu định tính và định lượng.

1.7.1. Phương pháp định tính

Đầu tiên, tác giả sử dụng phương pháp lý thuyết nền tảng (Grounded theory) bằng cách tổng quan, lược khảo các lý thuyết và nghiên cứu thực nghiệm trước đó. Phương pháp này giúp làm sáng tỏ khoảng trống nghiên cứu, đưa ra lập luận về giả thuyết nghiên cứu.

cứu và xác định mô hình và kỹ thuật ước lượng phù hợp, phương pháp này giúp trả lời các câu hỏi (1), (4) và giải quyết mục tiêu (1),(4).

Tiếp theo, tác giả sử dụng phương pháp phân tích biện luận (Discourse analysis) giúp so sánh – mô tả thống kê tìm ra đặc trưng của mẫu nghiên cứu. Phương pháp này giúp chỉ ra đặc điểm của từng biến nghiên cứu để xem xét vấn đề bất thường trong dữ liệu (thống kê về đầu tư quá mức, tỷ lệ nợ, mức chi trả cổ tức, và lợi nhuận,...) và chỉ ra mối liên hệ giữa các yếu tố (biến độc lập và biến phụ thuộc cũng như vấn đề đa cộng tuyến), phương pháp này giúp trả lời câu hỏi (2) và giải quyết mục tiêu (2).

Cuối cùng, phương pháp phân tích theo chủ đề (Thematic analysis) tìm ra tính khác biệt giữa các nhóm doanh nghiệp và đặc trưng theo từng ngành nghề. Phương pháp này chỉ ra mối liên hệ giữa đầu tư quá mức và hiệu quả hoạt động. Sau đó, tác giả đánh giá tác động của chính sách tài trợ và chính sách cổ tức đối với mẫu chỉ gồm các doanh nghiệp đầu tư quá mức. Ngoài ra, để làm rõ thêm phân tích qua biểu đồ, tác giả kết hợp tình hình thực tế của doanh nghiệp để chứng minh cho lập luận. Phương pháp này giúp trả lời câu hỏi (3) và giải quyết mục tiêu (3).

Tóm lại, tác giả sử dụng ba phương pháp định tính nêu trên có thể giúp trả lời cho 4 mục tiêu và 4 câu hỏi nghiên cứu đặt ra, thông qua việc phát hiện mối liên hệ giữa đầu tư quá mức và hiệu quả hoạt động và tác động điều tiết của chính sách tài trợ và chính sách cổ tức.

1.7.2. Phương pháp định lượng

Trong luận án này, trước hết tác giả sử dụng mô hình tác động cố định FE (Fixed effects) để xác định phần dư mô hình hàm cầu đầu tư từ đó xác định doanh nghiệp nào có đầu tư quá mức (có phần dư > 0). Có hai phương pháp ước lượng được sử dụng để ước lượng các tham số của mô hình tác động cố định: (i) Ước lượng hồi quy biến giả tối thiểu LSDV với mỗi biến giả là đại diện cho mỗi đối tượng quan sát của mẫu, (ii) Ước lượng tác động cố định. Khi N lớn, việc sử dụng ước lượng LSDV sẽ rất công kênh

hoặc không khả thi¹. Trong trường hợp như vậy, ước lượng tác động cố định sẽ thích hợp hơn. Phương pháp này giúp giải quyết mục tiêu (1) và trả lời cho câu hỏi số (1).

Để đánh giá tác động của đầu tư quá mức, cũng như tính tương tác giữa đầu tư quá mức với các chính sách về tài trợ và phân phối, tác giả sử dụng phương pháp hồi quy SGMM (System GMM). Ưu điểm của phương pháp ước lượng GMM là cho phép giải quyết trực tiếp một số vấn đề kinh tế đã không được giải quyết một cách thích hợp trong các nghiên cứu thực nghiệm trước đó, như vấn đề nội sinh. GMM sau đó đã được [Arellano & Bond \(1991\)](#) phát triển thành GMM sai phân (DGMM); [Blundell & Bond \(1998\)](#) phát triển thêm phương pháp GMM hệ thống (SGMM). DGMM được hiểu đơn giản là chuyển mô hình gốc (mô hình đã được xử lý ban đầu bằng các công cụ khác và đang có các lỗi mô hình) sang mô hình sai phân bậc nhất, đồng thời đưa thêm biến trễ của biến phụ thuộc vào mô hình với vai trò như là biến giải thích (biến độc lập). Việc lấy sai phân của mô hình sẽ giúp loại bỏ được sự tương quan giữa phần dư (sai số) và các biến giải thích (vấn đề nội sinh). Tuy nhiên [Blundell & Bond \(1998\)](#) đã chứng minh được nếu biến phụ thuộc có mối quan hệ tương quan cao với biến trễ của chính nó, hoặc các biến trễ khác mà t lại không quá lớn (khoảng thời gian không dài) thì DGMM vẫn có các sai lệch về kết quả, các biến công cụ được đánh giá là không đủ mạnh làm mô hình có độ tin cậy cao. Và để khắc phục nhược điểm này [Blundell & Bond \(1998\)](#) đã đề xuất hệ hai phương trình (mô hình) gồm: GMM cơ bản và DGMM mà gọi chung hệ hai mô hình này là System GMM (SGMM). SGMM đã khắc phục các lỗi của GMM và DGMM phù hợp trong điều kiện số năm quan sát nhỏ. Chính vì thế trong luận án này tác giả sử dụng tiếp cận mô hình động bằng cách sử dụng kỹ thuật hồi quy SGMM với nguồn dữ liệu bảng của các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết từ năm 2009-2019 được thu thập từ FiinPro. Phương pháp này giúp trả lời câu hỏi (2) (3) và giải quyết mục tiêu (2) (3) và hỗ trợ giải quyết mục tiêu (4) từ kết quả nghiên cứu.

¹ Trong luận án, tác giả sử dụng mô hình ước lượng với mẫu hiện có $N = 4.997$, để sử dụng ước lượng LSDV, cần tạo ra 4.997 biến giả và chạy hồi quy OLS cho 4.997 biến giả này.

1.8. Điểm mới và đóng góp của nghiên cứu

1.8.1. Đóng góp về mặt khoa học

Về mặt khoa học cho thấy giữa chính sách đầu tư và các chính sách tài chính khác như chính sách tài trợ (vay mượn nợ) và chính sách cổ tức (chính sách phân phối) có mối quan hệ chặt chẽ với nhau thông qua các lý thuyết đại diện, lý thuyết trật tự phân hạng,... Tuy nhiên hầu hết các nghiên cứu trong và ngoài nước hiện nay chỉ nghiên cứu tác động của từng chính sách đến hiệu quả, trong chính sách đầu tư thì chỉ nghiên cứu hoạt động đầu tư nói chung của doanh nghiệp, chưa phân tích sâu liệu đầu tư quá mức hay dưới mức sẽ ảnh hưởng thế nào đến hiệu quả doanh nghiệp. Ngoài ra, các chính sách có tương tác nhau, liệu có làm giảm các tác động tiêu cực hay tác động tích cực cho việc đầu tư quá mức hay không là vấn đề cần quan tâm mà các nghiên cứu chưa làm sáng tỏ. Như vậy đóng góp về mặt khoa học từ luận án này là tổng hợp lý thuyết dựa trên các chính sách tài chính, cũng như tác động tương tác giữa các chính sách trong điều kiện có hay không có đầu tư quá mức, cụ thể như sau:

Thứ nhất, về mặt lý luận tác giả đã tổng hợp được các lý thuyết, các khái niệm liên quan về đầu tư quá mức và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Các phương pháp đo lường đầu tư quá mức nào được áp dụng và tính phù hợp của nó tại Việt Nam. Tác giả cũng chứng minh được tác động của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam, từ đó củng cố cho lý thuyết đại diện khi đề cập đến xung đột đại diện là nguyên nhân của đầu tư quá mức và việc giải quyết xung đột đại diện làm suy giảm hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Thứ hai, tác giả đánh giá được vai trò điều tiết của chính sách tài trợ và chính sách cổ tức đối với tác động của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp thông qua phân tích tính tương tác các biến trong mô hình bằng phương pháp hồi quy động SGMM. Tác giả cũng tìm ra tác động khác biệt đến các doanh nghiệp được phân nhóm phù hợp với đặc trưng của từng nhóm ngành mà các nghiên cứu trước chưa xem xét. Bằng việc đánh giá tác động điều tiết này, tác giả mở rộng quan điểm của lý thuyết đại diện kết hợp với lý thuyết dòng tiền tự do. Chính sách tài trợ và chính sách cổ tức có thể giúp điều chỉnh dòng tiền tự do trong doanh nghiệp. Dòng tiền tự do là

công cụ mà nhà quản trị sử dụng để gia tăng đầu tư quá mức. Vì vậy, can thiệp vào dòng tiền tự do có thể làm giảm xung đột đại diện và vấn đề đầu tư quá mức.

Thứ ba, thông qua việc làm sáng tỏ hai điểm mới nêu trên, tác giả cũng đóng góp vào các nghiên cứu thực nghiệm liên quan đến đầu tư quá mức, mở rộng khía cạnh nghiên cứu vấn đề này tại Việt Nam. Thay vì lý giải các nhân tố giải thích cho hành vi đầu tư quá mức thì tác giả chứng minh tác động thực sự của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động và cách thức mà doanh nghiệp có thể can thiệp để giảm thiểu tác động của vấn đề này.

1.8.2. Đóng góp về mặt thực tiễn

Dựa trên việc đưa ra những phát hiện nghiên cứu mới thì kết quả của luận án có thể trở thành cơ sở tham khảo cho các nghiên cứu về sau liên quan đến đầu tư quá mức tại các doanh nghiệp Việt Nam. Việc phân loại các doanh nghiệp đầu tư quá mức và phân chia theo các nhóm ngành nghề trong đánh giá đầu tư quá mức đến hiệu quả làm cơ sở xem xét cho các doanh nghiệp trong thực tiễn về chính sách đầu tư trong quan hệ với các chính sách khác. Bên cạnh đó, tác giả có thể đưa ra một số gợi ý chính sách đối với các doanh nghiệp và nhà đầu tư dựa trên kết quả tìm được. Nếu đầu tư quá mức có tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động thì doanh nghiệp cần phải đưa ra biện pháp hạn chế đầu tư quá mức (có thể sử dụng chính sách tài trợ và chính sách cổ tức như được chứng minh trong luận án), nhà đầu tư cần phải tránh đầu tư vào các doanh nghiệp có dấu hiệu đầu tư quá mức. Như vậy, các đối tượng khác nhau có thể sử dụng kết quả của luận án này để đưa ra quyết định trong từng trường hợp cụ thể.

1.9. Cấu trúc luận án

Chương 1 – Giới thiệu: Tóm tắt nội dung tổng quan của toàn bộ luận án gồm chỉ ra lý do thực hiện nghiên cứu, lược khảo các nghiên cứu trước đây để phát hiện khoảng trống nghiên cứu, đưa ra mục tiêu cần phải thực hiện và cụ thể hóa bằng câu hỏi nghiên cứu, trình bày phương pháp nghiên cứu sử dụng để đạt được các mục tiêu đó, xác định mẫu dữ liệu thu thập, và cuối cùng chỉ ra những đóng góp quan trọng của luận án.

Chương 2 – Tổng quan lý thuyết về đầu tư quá mức và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp: Trình bày khái niệm về đầu tư quá mức và hiệu quả hoạt động cũng như các đo lường khác nhau cho hai yếu tố này, đưa ra các lý thuyết liên quan giải thích cho tác động của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, tác động của chính sách tài trợ và chính sách cổ tức đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, và tiếp cận động đối với hiệu quả hoạt động đo lường dựa trên lợi nhuận, tổng hợp các nghiên cứu thực nghiệm về đầu tư và can thiệp của hai chính sách này đến đầu tư của doanh nghiệp, và cuối cùng xây dựng giả thuyết nghiên cứu dựa trên nền tảng lý thuyết và thực nghiệm.

Chương 3 – Mô hình, Phương pháp và dữ liệu nghiên cứu: Trình bày phương pháp định tính và định lượng sử dụng trong nghiên cứu, đưa ra quy trình nghiên cứu với các bước cụ thể, xác định mô hình hồi quy, mẫu dữ liệu nghiên cứu, và kỹ thuật ước lượng phù hợp với mô hình và mẫu dữ liệu đã lựa chọn.

Chương 4 – Kết quả nghiên cứu và thảo luận: Đưa ra kết quả nghiên cứu dựa trên các phương pháp nghiên cứu. Phương pháp định tính thể hiện kết quả qua các biểu đồ phân tích còn phương pháp định lượng trình bày thống kê mô tả, ma trận hệ số tương quan, và mô hình hồi quy. Sau đó, tác giả kiểm định lại các giả thuyết và thảo luận kết quả nghiên cứu.

Chương 5 – Kết luận và hàm ý chính sách: Hệ thống lại các vấn đề nghiên cứu, đưa ra hàm ý chính sách dựa trên kết quả nghiên cứu, trình bày hạn chế của luận án và đưa ra hướng nghiên cứu tiếp theo của tác giả.

CHƯƠNG 2. TỔNG QUAN LÝ THUYẾT VỀ ĐẦU TƯ QUÁ MỨC VÀ HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG CỦA DOANH NGHIỆP

Trong chương 2, tác giả tập trung vào các khái niệm cũng như các lý thuyết về đầu tư quá mức và tác động của nó lên hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Trước tiên, tác giả tổng quan các lý thuyết và nghiên cứu thực nghiệm liên quan đến đầu tư quá mức, chính sách tài trợ, chính sách cổ tức, và hiệu quả hoạt động. Dựa trên các khái niệm, lý thuyết và các nghiên cứu thực nghiệm, đáp ứng các khoảng trống nghiên cứu tác giả phát triển giả xây dựng các giả thuyết nghiên cứu để giúp đạt được mục tiêu đề ra trong chương 1 và xây dựng mô hình nghiên cứu cho chương 3.

2.1. Các khái niệm và cách đo lường

2.1.1. Khái niệm về đầu tư quá mức và cách đo lường

Trong phần này, tác giả sẽ trình bày các khái niệm liên quan đến đầu tư và đầu tư quá mức. Tuy nhiên, yếu tố đầu tư quá mức sẽ được tập trung phân tích để làm rõ mục tiêu nghiên cứu đã đặt ra. Các định nghĩa khác nhau sẽ giúp phân định được các loại đầu tư và từ đó tạo điều kiện thuận lợi để tác giả đưa ra các cách đo lường phù hợp để đánh giá đầu tư quá mức – nhân tố sẽ được sử dụng làm biến độc lập chính trong mô hình nghiên cứu.

2.1.1.1. Khái niệm về đầu tư

Đầu tiên, tác giả sẽ trình bày các khái niệm khác nhau về đầu tư. Đầu tư của doanh nghiệp thường tập trung vào ba dạng chính như sau: (1) đầu tư vào tài sản lưu động (đầu tư ngắn hạn nhằm đảm bảo hoạt động sản xuất – kinh doanh của doanh nghiệp), (2) đầu tư vào tài sản cố định (đầu tư dài hạn để xây lắp và mua sắm máy móc thiết bị), và (3) đầu tư vào các tài sản tài chính (đầu tư tài chính thông qua việc mua cổ phiếu, trái phiếu, và góp vốn liên doanh với doanh nghiệp khác) ([Brigham & Ehrhardt, 2009](#); ["Chuẩn mực Kế Toán Việt Nam," 2005](#); ["Luật kế Toán Việt Nam," 2003](#)).

Thứ nhất, đầu tư vào tài sản lưu động là hình thức đầu tư vào doanh nghiệp hoạt động vì lợi nhuận và liên quan đến việc mua – bán hàng hóa và dịch vụ với kỳ vọng là tạo ra dòng tiền cho doanh nghiệp mang tính chất ngắn hạn như đầu tư dự trữ hàng hóa dưới dạng tồn kho thành phẩm, nguyên vật liệu, đầu tư vào các khoản ngắn hạn sinh

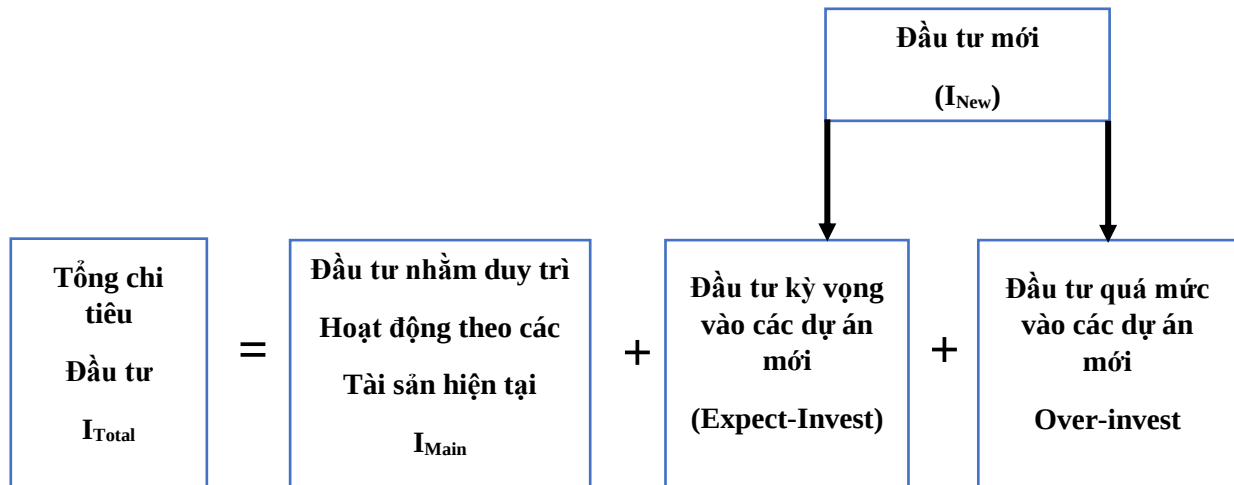
lời. Thứ hai, đầu tư vào tài sản cố định bao gồm tài sản cố định hữu hình và vô hình, trong đầu tư này có đầu tư vào nghiên cứu và phát triển (R&D) nhằm tìm hiểu cách thức phát triển và cải tiến sản phẩm, dịch vụ, công nghệ, hoặc tiến trình. Đi kèm với việc tạo ra sản phẩm mới hay cải tiến sản phẩm cũ, đầu tư R&D cũng giúp liên kết các chiến lược và kế hoạch kinh doanh của doanh nghiệp. Lợi ích của đầu tư R&D đến từ khả năng gia tăng năng suất và tạo ra dòng sản phẩm mới. Các nhà đầu tư thường quan tâm đến các doanh nghiệp gia tăng đầu tư R&D. Thứ ba, đầu tư tài chính thông qua việc mua cổ phiếu, trái phiếu, đầu tư vào công ty con, vào công ty liên doanh liên kết, góp vốn liên doanh với doanh nghiệp khác. Đầu tư tài chính là tài sản mà doanh nghiệp bỏ tiền vào với hy vọng là nó sẽ tăng giá qua thời gian và tạo thành khoản tiền lớn hơn. Doanh nghiệp có thể bán nó ở mức giá cao hơn hoặc kiếm tiền từ tài sản mà họ sở hữu trong tương lai. Một số lưu ý đối với đầu tư tài chính bao gồm doanh nghiệp nắm giữ tài sản càng lâu thì rủi ro càng cao. Tuy nhiên, rủi ro cao lại đi kèm với kỳ vọng lợi nhuận nhận được càng cao. Bên cạnh định nghĩa nêu trên thì đầu tư tài chính theo khía cạnh kinh tế được cho là việc doanh nghiệp đầu tư vào sản phẩm, trang thiết bị, nhà máy, nhân viên, và hàng tồn kho. Như vậy, dựa trên ba hình thức đầu tư khác nhau này, định nghĩa về đầu tư tài chính về khía cạnh kinh tế được sử dụng trong nghiên cứu vì đa phần với mục tiêu đa dạng hóa đầu tư và kinh doanh nhằm kiếm lợi nhuận, đầu tư trái ngành, đầu tư vào ngành nghề mà doanh nghiệp không có lợi thế tạo ra khả năng đầu tư quá mức trong khi dòng tiền cao. Các khoản đầu tư còn lại gồm đầu tư vào tài sản lưu động và đầu tư vào tài sản cố định là các khoản đầu tư trong ngành nghề chính cho dù dưới dạng đầu tư mở rộng hay thay thế.

2.1.1.2. Khái niệm về đầu tư quá mức

Trong thập niên 90 trở về trước, thuật ngữ về đầu tư quá mức chưa được đề cập, thay vào đó là thuật ngữ đầu tư bất thường. Đầu tư bất thường lần đầu được đưa ra bởi [M. C. Jensen \(1986\)](#) dựa trên quan điểm về dòng tiền tự do. [M. C. Jensen \(1986\)](#) cho rằng khi dòng tiền tự do vượt quá nhu cầu cần thiết để duy trì hoạt động của doanh nghiệp đối với các tài sản hiện tại và đầu tư vào các dự án với NPV dương sẽ dẫn đến hành vi đầu tư bất thường của doanh nghiệp. Như vậy theo [M. C. Jensen \(1986\)](#) thì đầu tư bất thường (hay đầu tư quá mức) được xem là việc doanh nghiệp đầu tư thái quá vào

các dự án mà nhà quản trị kỳ vọng có NPV dương khi mà doanh nghiệp có dòng tiền tự do cao.

Về sau, [Richardson \(2006\)](#) và [Degryse & De Jong \(2006\)](#) đề ra hai khái niệm liên quan đến tình trạng đầu tư bất thường của doanh nghiệp là đầu tư dưới mức và đầu tư quá mức. Đầu tư dưới mức xuất hiện do vấn đề bất cân xứng thông tin trên thị trường, trong khi đó đầu tư quá mức xuất hiện do vấn đề đại diện.



Hình 2.1. Mô phỏng các khoản đầu tư

Nguồn: [Richardson \(2006\)](#) và [Degryse & De Jong \(2006\)](#)

Theo đó thì :

$$I_{\text{Total}} = I_{\text{Main}} + I_{\text{New}}, \text{ trong đó : } I_{\text{New}} = I_{\text{New}}^* + I_{\text{New}}^c \text{ (PT 2.1)}$$

$$I_{\text{New}} = a_0 + b_0 * Z + I_{\text{New}}^c + e (*) \text{ (PT 2.2)}$$

(Z là các biến trong hàm cầu đầu tư, e là sai số)

Đầu tư mới (I_{New}) được chia thành hai phần. Một là “Đầu tư quá mức vào các dự án mới (Over-Invest)” và “Đầu tư dự kiến vào các dự án mới (Expect-Invest)”. Đầu tư dự kiến vào các dự án mới là khoản đầu tư dự kiến thông thường của công ty và nó phụ thuộc vào các yếu tố như cơ hội tăng trưởng hay các hạn chế về tài chính ([Richardson, 2006](#)). Phần khác của Đầu tư mới gọi là Đầu tư quá mức. Sử dụng khái niệm này Richardson đã xây dựng một phương trình hồi quy cụ thể để ước tính "Khoản đầu tư dự kiến".

[Richardson \(2006\)](#) lập luận rằng sau khi chạy hồi quy phương trình (*), đường hồi quy ước tính phù hợp cho thấy giá trị “Đầu tư kỳ vọng” của công ty trong khi phần còn lại chính là sai số ước tính của mô hình (*) được gọi là “Đầu tư quá mức”. Thành phần không giải thích được của mô hình hồi quy có thể là tích cực (+) hoặc tiêu cực (-); do đó giá trị âm của phần dư được coi là đầu tư dưới mức trong khi giá trị phần dư dương được coi là đầu tư quá mức. Mặc dù trước đó có những cách tính toán khác nhau, nhưng cách ước tính trên đang được phần lớn nhà nghiên cứu sử dụng [Richardson \(2006\)](#).

Các doanh nghiệp có nhiều cơ hội tăng trưởng nhưng có dòng tiền tự do thấp thường cho thấy dấu hiệu đầu tư dưới mức ([Cai, 2013](#); [Degryse & De Jong, 2006](#)). Dòng tiền tự do thấp khiến cho doanh nghiệp không có đủ nguồn vốn nội bộ để đáp ứng nhu cầu đầu tư cao. Vì vậy, để tài trợ cho các dự án đầu tư, doanh nghiệp phải sử dụng vốn vay từ thị trường vốn. Tuy nhiên, do vấn đề bất cân xứng thông tin giữa người cho vay và doanh nghiệp đối với cơ hội tăng trưởng của dự án đầu tư mà nên bên cho vay thường yêu cầu lãi suất vay vốn cao. Tương tự, khi tài trợ vốn thông qua phát hành cổ phần thì vấn đề bất cân xứng thông tin cũng khiến chi phí phát hành cổ phần của doanh nghiệp gia tăng. Tóm lại, dù vay nợ hay phát hành cổ phần thì doanh nghiệp cũng phải gánh chịu chi phí huy động vốn bên ngoài cao hơn. Vấn đề này làm giảm hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp. Đó là lý do tại sao khi dòng tiền nội bộ dành cho các dự án đầu tư bị thiếu hụt, doanh nghiệp thường chọn cắt giảm các dự án đầu tư (bỏ qua các dự án đầu tư với NPV dương). Trong trường hợp này, doanh nghiệp đầu tư dưới mức tối ưu (chưa tận dụng hết các dự án đầu tư với NPV dương).

Khác với đầu tư dưới mức, khi dòng tiền tự do cao vượt mức cần thiết cho hoạt động doanh nghiệp và các dự án đầu tư với NPV dương, nhà quản trị có động cơ sử dụng dòng tiền tự do dư thừa này để gia tăng đầu tư. Hành vi này được lý giải thông qua vấn đề đại diện do sự khác biệt về lợi ích giữa nhà quản trị và chủ sở hữu doanh nghiệp. Nhà quản trị muốn tối đa hóa lợi ích cá nhân nên gia tăng đầu tư nhằm mở rộng quyền kiểm soát đối với các nguồn lực của doanh nghiệp, nâng cao đặc quyền đặc lợi, và củng cố vị thế trong doanh nghiệp. Có thể thấy dòng tiền tự do cao là chất xúc tác

cho vấn đề đại diện vốn luôn tồn tại trong doanh nghiệp. Nhà quản trị dựa vào dòng tiền sẵn có này để gia tăng hành vi đầu tư quá mức.

Trong phạm vi luận án, tác giả chỉ xem xét đến vấn đề đầu tư quá mức và định nghĩa đầu tư quá mức là khoản đầu tư mà doanh nghiệp tiếp tục gia tăng vượt quá nhu cầu cần thiết để duy trì hoạt động và dành cho các dự án đầu tư sinh lợi theo cách tiếp cận của [Richardson \(2006\)](#), [\(Degryse & De Jong, 2006\)](#), và [\(Cai, 2013\)](#). Cũng có thể cho rằng đầu tư quá mức là đầu tư quá mức tối ưu hay đầu tư vào các dự án kém sinh lợi sau khi đã đầu tư hết cho các dự án sinh lợi sẵn có. Ngoài ra, đầu tư quá mức cũng cho thấy mối liên hệ với chính sách tài trợ, chính sách cổ tức của doanh nghiệp dựa trên dòng tiền tự do. Chẳng hạn, việc gia tăng vay nợ và cổ tức đều làm giảm dòng tiền tự do của doanh nghiệp, nghĩa là nguồn vốn mà nhà quản trị có thể kiểm soát cũng giảm đi. Dòng tiền tự do thấp hơn làm giảm khả năng thực hiện hành vi đầu tư quá mức của nhà quản trị. Chính vì vậy, việc lựa chọn định nghĩa đầu tư quá mức thông qua vấn đề đại diện và dòng tiền tự do tạo điều kiện để tác giả đánh giá tác động điều tiết của chính sách tài trợ và chính sách cổ tức đến vấn đề đầu tư quá mức tại các doanh nghiệp Việt Nam.

2.1.1.3. Các phương pháp đo lường đầu tư quá mức

Để đưa ra cách thức đo lường đầu tư quá mức phù hợp trong luận án, tác giả sẽ đánh giá các quan điểm đã được đề cập trong lý thuyết được sử dụng. Ba trường phái lý thuyết được nghiên cứu bao gồm (1) lý thuyết tân cổ điển (neoclassical theory), (2) lý thuyết đại diện (agency theory), và (3) lý thuyết lựa chọn thực (real options theory). Các lý thuyết tương ứng với ba trường phái này sẽ chỉ ra cách thức xác định đầu tư bất thường của doanh nghiệp. Dựa trên đầu tư bất thường này thì có một số phương pháp nêu ra cách thức đo lường đầu tư quá mức. Tác giả sẽ so sánh các phương pháp đo lường đầu tư quá mức dựa trên từng trường phái và lựa chọn phương pháp phù hợp nhất để áp dụng trong luận án.

Trường phái lý thuyết tân cổ điển đề ra các dòng lý thuyết chính như sau: (1.1) lý thuyết Keynes (Keynes theory). Lý thuyết này cho rằng thị trường nên phân phối nguồn lực cho các doanh nghiệp với lợi nhuận biên trên vốn cao. Sự phân phối vốn như vậy cho thấy hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp; (1.2) lý thuyết Tobin's Q (Tobin's Q

Theory). Lý thuyết này sử dụng độ nhạy và độ phân tán của chỉ số Tobin's Q để đánh giá cơ hội đầu tư của doanh nghiệp. Mức độ phân tán của lợi nhuận cận biên càng lớn thì hiệu quả đầu tư càng thấp. Lý thuyết này giả định rằng lợi nhuận doanh nghiệp không đổi theo quy mô và cạnh tranh trên thị trường là hoàn hảo. Tuy nhiên, trên thực tế thì lợi nhuận doanh nghiệp giảm theo quy mô và tồn tại sức mạnh thị trường thì chỉ số Tobin's Q chỉ tương quan yếu với đầu tư tối ưu. Bên cạnh đó, vì bản thân giá trị Q cận biên theo giả định của lý thuyết không được tính toán trực tiếp mà phải thông qua các cách đo lường đại diện khác nên lỗi đo lường thường hay nảy sinh trong phương pháp này; (1.3) lý thuyết bất cân xứng thông tin (Information asymmetry theory). Lý thuyết này đánh giá tác động của độ nhạy dòng tiền lên hiệu quả đầu tư. Tuy nhiên, độ nhạy dòng tiền không giải thích tốt cho hiệu quả đầu tư bằng độ nhạy của Tobin's Q vì nó không liên hệ trực tiếp với đầu tư. Ngoài ra, độ nhạy dòng tiền không chỉ ra được hành vi đầu tư dưới mức và quá mức của doanh nghiệp; (1.4) lý thuyết gia tốc đầu tư (Investment accelerator theory). Lý thuyết này sử dụng độ co giãn của đầu tư đối với giá trị doanh nghiệp hay sự chênh lệch so với đầu tư mong đợi. Tuy nhiên, tính phù hợp của phương pháp này thấp do nó chỉ xét đến tăng trưởng đầu ra của doanh nghiệp và do đầu tư thường có độ trễ so với tăng trưởng đầu ra nên phương pháp này sẽ đánh giá thấp tác động của đầu tư hiện tại lên đầu tư tương lai của doanh nghiệp; (1.5) phương trình Euler (Euler equation). Phương trình này sử dụng chi phí cận biên và chi phí trì hoãn đầu tư để đánh giá hiệu quả đầu tư. Tuy nhiên, giả định của phương pháp này yếu hơn lý thuyết Tobin's Q và một khi giả định không thỏa mãn thì đo lường không còn chính xác nữa, và xét về thực nghiệm thì phương trình Euler rất khó giải thích; (1.6) lý thuyết Tobin's Q kết hợp với lý thuyết gia tốc đầu tư. Sự kết hợp của hai lý thuyết này đưa ra phương pháp đánh giá hiệu quả đầu tư thông qua cơ hội tăng trưởng. Phương pháp này chia tổng đầu tư thành đầu tư duy trì hoạt động và đầu tư vào tài sản mới. Sau đó, đầu tư vào tài sản mới lại được phân thành đầu tư mong đợi và không mong đợi. Bên cạnh cơ hội tăng trưởng, đặc trưng doanh nghiệp (tiền mặt, đòn bẩy tài chính, quy mô, tỷ suất sinh lợi cổ phiếu, và thời gian hoạt động) cũng được thêm vào mô hình nghiên cứu để giảm thiểu lỗi đo lường. Phần dư từ mô hình nghiên cứu chỉ ra đầu tư không mong đợi (đầu tư kém hiệu quả). Dựa vào phần dư này, giá trị dương và giá trị âm sẽ được phân loại thành đầu tư quá mức và đầu tư dưới mức. Như vậy, trong các lý thuyết tân cổ điển

lý thuyết Tobin's Q kết hợp với lý thuyết gia tốc đầu tư là phương pháp trình bày rõ ràng cách thức xác định đầu tư quá mức. Đây sẽ là cơ sở nền tảng để tác giả lựa chọn áp dụng phương pháp này để đo lường đầu tư quá mức.

Trường phái lý thuyết đại diện đánh giá hiệu quả đầu tư dựa trên rủi ro dự án và dòng tiền tự do. Tuy nhiên, việc chấp nhận rủi ro không đảm bảo giá trị doanh nghiệp sẽ gia tăng. Đối với dòng tiền tự do thì số dư tiền mặt và đòn bẩy tài chính được sử dụng làm biến đại diện cho đầu tư quá mức và dưới mức. Ngoài ra, hiệu quả đầu tư còn bị tác động bởi các nhân tố khác như hạn chế tài chính hay cơ hội đầu tư. Bên cạnh đó, đôi khi việc gia tăng tiền mặt hay đòn bẩy tài chính được doanh nghiệp sử dụng để phục vụ cho mục đích cá nhân chứ không phải đầu tư. Về cơ bản thì lý thuyết này có đề cập đến đầu tư quá mức và dưới mức nhưng chỉ sử dụng tiền mặt và đòn bẩy tài chính để đánh giá. Chẳng hạn, doanh nghiệp với lượng tiền mặt cao cho thấy dấu hiệu đầu tư quá mức. Sử dụng đòn bẩy tài chính có thể giúp hạn chế đầu tư quá mức. Nhưng nếu doanh nghiệp gia tăng đòn bẩy tài chính quá cao thì việc vay vốn của doanh nghiệp sẽ khó khăn hơn và cuối cùng sẽ cho thấy dấu hiệu đầu tư dưới mức của doanh nghiệp (thiếu đi nguồn quỹ đầu tư). Tuy vậy, việc định ra đầu tư dưới mức và quá mức không dựa trên quan điểm đầu tư tối ưu khiến cho lập luận này thiếu chính xác và kết quả ước tính có thể bị thiên lệch.

Trường phái lý thuyết lựa chọn thực đánh giá tác động của tính bất định (uncertainty) lên hiệu quả đầu tư. Hạn chế lớn nhất của phương pháp này là cách thức đo lường tính bất định thường mắc lỗi trong thực tế (các biến đại diện cho tính bất định không hoàn toàn chính xác). Bên cạnh đó, phương pháp này hoàn toàn không chỉ ra cách thức xác định đầu tư tối ưu hay đầu tư quá mức của doanh nghiệp mà đơn thuần chỉ đánh giá liệu doanh nghiệp có đang đầu tư hiệu quả (giảm đầu tư trong tình trạng bất định) hay không hiệu quả (tăng đầu tư trong tình trạng bất định).

Tóm lại thông qua đánh giá quan điểm của ba trường phái, tác giả nhận thấy phương pháp đánh giá hiệu quả dựa trên cơ hội tăng trưởng là phù hợp nhất vì phương pháp này xem xét cả hai lý thuyết là lý thuyết Tobin's Q và lý thuyết gia tốc đầu tư ([Fu, 2010](#); [Richardson, 2006](#)). Ngoài ra, các yếu tố liên quan đến đặc điểm doanh nghiệp có thể được đưa vào mô hình nghiên cứu. Thông qua xem xét nhiều yếu tố trên, mô hình

xác định mức đầu tư mong đợi dựa trên các yếu tố này và xem phần dư là sự chênh lệch so với đầu tư cần thiết (đầu tư tối ưu) của doanh nghiệp. Phần dư mang giá trị dương được ước tính từ mô hình có thể đại diện cho đầu tư quá mức (đầu tư vượt hơn nhu cầu của doanh nghiệp). Ngoài ra, vì mục tiêu của nghiên cứu là xác định đầu tư quá mức của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam nên phương pháp này được xem là phù hợp nhất và mô hình của phương pháp này sẽ được sử dụng để đo lường đầu tư quá mức trong luận án.

Bảng 2.1. Tổng hợp các phương pháp đo lường đầu tư quá mức dựa trên ba trường phái lý thuyết

Đo lường	Lý thuyết	Mô hình	Nhận xét
Trường phái lý thuyết tân cổ điển (Neoclassical Theory)			
Cơ hội tăng trưởng (growth opportunity) (B. Chen và cộng sự, 2007 ; Richardson, 2006)	Lý thuyết Tobin's Q và gia tốc đầu tư (Tobin's Q and Accelerator Theory)	$I_{New,t} = \beta_0 + \beta_1 \frac{V}{P_{t-1}} + \beta_2 Lev_{t-1} + \beta_3 Cash_{t-1} + \beta_4 Age_{t-1} + \beta_5 Size_{t-1} + \beta_6 Stockreturn_{t-1} + \beta_7 I_{New,t} + D_{year} + D_{industry} + \varepsilon_t$ Các nhân tố có liên quan tới quyết định đầu tư cũng được đưa vào mô hình như là biến kiểm soát để xem xét các đặc trưng riêng của doanh nghiệp. Việc này giúp làm giảm lỗi đo lường đối với cơ hội đầu tư. Phần dư từ mô hình hồi quy đại diện cho đầu tư quá mức.	Sử dụng để đánh giá hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp thông qua phân tích đầu tư mong đợi. <i>Nhận xét: có đưa ra mức đầu tư tối ưu mà doanh nghiệp cần, chỉ ra trường hợp đầu tư dưới mức, và đầu tư quá mức dựa trên phần dư ước tính từ mô hình nghiên cứu.</i>
Trường phái lý thuyết đại diện (Agency Theory)			
Đầu tư dưới mức và quá mức (overinvestment and underinvestment)	Dòng tiền tự do (Free Cash Flow)	$I_{it} = \alpha + \beta_1 FRQ_{it} + \beta_2 FRQ_{it} * OVER_{it} + \beta_3 * OVER_{it} + \beta_j X_{itj} + \varepsilon_{it}$ Chất lượng báo cáo tài chính cao hơn có thể giảm vấn đề đại diện và gia tăng hiệu quả đầu tư (đầu tư tăng khi đầu tư dưới mức và đầu tư giảm khi đầu tư quá mức). Hệ số β_1 được mong đợi là dương và β_2 là âm.	Sử dụng để đánh giá hiệu quả đầu tư dựa trên các nhân tố giúp giảm vấn đề bất cân xứng thông tin giữa nhà quản trị và nhà đầu tư.

Đo lường	Lý thuyết	Mô hình	Nhận xét
(Biddle và cộng sự, 2009; Ramalingegowda và cộng sự, 2013)			Nhận xét: <i>Đưa ra cách thức xác định đầu tư quá mức nhưng không dựa trên quan điểm đầu tư tối ưu (đầu tư hiệu quả).</i>
Lý thuyết lựa chọn thực (Real Options Theory)			
Đầu tư trong điều kiện bất định (Investment under uncertainty) (Bulan, 2005)	Lý thuyết lựa chọn thực (Real options theory)	$\left(\frac{I}{K}\right)_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Tobin's } q_{it-1} + \alpha_2 \left(\frac{CF}{K}\right)_{it-1} + \alpha_3 MPK_{it-1} + \alpha_4 \delta_{it} + \varepsilon_{it}$ Độ lệch chuẩn của phần dư từ mô hình hồi quy là giá trị không chắc chắn của doanh nghiệp. Sự không chắc chắn của doanh nghiệp và ngành càng cao thì mức độ đầu tư càng thấp.	Sử dụng để đánh giá các nhân tố làm trì hoãn hoạt động đầu tư của doanh nghiệp khi tương tác giữa các nhân tố khác nhau với tính bất định. Nhận xét: <i>tập trung đánh giá hiệu quả đầu tư, không đưa ra cách thức xác định đầu tư tối ưu hay đo lường đầu tư quá mức.</i>

Nguồn: Tổng hợp của tác giả.

2.1.2. Khái niệm về hiệu quả hoạt động và cách đo lường

2.1.2.1. Khái niệm hiệu quả hoạt động

Vào thập niên 50, hiệu quả hoạt động được hiểu là hiệu quả tổ chức (organizational efficiency) cho thấy một tổ chức có thể đạt được mục tiêu của mình với nguồn lực giới hạn và các thành viên trong tổ chức không cần nỗ lực quá mức. Tiêu chuẩn để đánh giá hiệu quả tổ chức dựa trên năng suất (productivity) và tính linh hoạt (flexibility) ([Georgopoulos & Tannenbaum, 1957](#)). Sau đó vào thập niên 60 và 70, các tổ chức khám phá ra cách thức mới để đánh giá hiệu quả hoạt động. Trong suốt giai đoạn này, hiệu quả hoạt động được định nghĩa là khả năng mà tổ chức có thể tận dụng được môi trường kinh doanh để tiếp cận và sử dụng các nguồn lực giới hạn ([Yuchtman & Seashore, 1967](#)). [Price \(1972\)](#) cho rằng hiệu quả hoạt động tương đồng với hiệu quả tổ chức và chỉ ra các tiêu chuẩn dùng để đánh giá bao gồm năng suất, tính phù hợp (conformity), và thể chế hóa (institutionalization). [Moh \(1972\)](#) cũng đưa ra một số tiêu chuẩn đánh giá hiệu quả hoạt động như là năng suất, tính linh hoạt, và khả năng thích ứng (adaptability). Vào thập niên 80, hiệu quả hoạt động được định nghĩa dựa vào khả năng tạo ra giá trị đối với khách hàng của doanh nghiệp ([Porter, 1986](#)). [Cherrington \(1989\)](#) xem hiệu quả hoạt động là khái niệm của sự thành công và hiệu quả của tổ chức và là dấu hiệu doanh nghiệp đang hoạt động hiệu quả để đạt được mục tiêu một cách thành công. [Adam Jr \(1994\)](#) cho rằng hiệu quả tổ chức phụ thuộc vào chất lượng hoạt động của nhân viên nên để đảm bảo hiệu quả tổ chức cao thì cần phải nâng cao kiến thức và kỹ năng của nhân viên. Việc này giúp nhân viên bắt kịp với sự thay đổi diễn ra trên thị trường và gia tăng hiệu quả hoạt động. [Harrison & Freeman \(1999\)](#) nhấn mạnh rằng một tổ chức hiệu quả với tiêu chuẩn hoạt động cao là tổ chức có thể làm hài lòng nhu cầu của các bên có liên quan (stakeholders).

Bước vào thế kỷ 21, định nghĩa về hiệu quả tổ chức tập trung vào khả năng tổ chức có thể tận dụng hiệu quả các nguồn lực sẵn có để đạt được thành tựu tương xứng với mục tiêu đề ra cũng như đánh giá tính liên quan của những nguồn lực này đối với người sử dụng ([Peterson và cộng sự, 2003](#)). [Verboncu & Zalman \(2005\)](#) cho rằng hiệu quả hoạt động là kết quả cụ thể đạt được trong quản trị (management), kinh tế (economics), và tiếp thị (marketing) đem lại khả năng cạnh tranh (competitiveness) và tính hiệu quả

(effectiveness) cho tổ chức. [Lebans & Euske \(2006\)](#) đưa ra các định nghĩa khác nhau cho khái niệm hiệu quả tổ chức: (1) hiệu quả hoạt động là chỉ số tài chính và phi tài chính cung cấp thông tin về mức độ hoàn thành mục tiêu và kết quả của doanh nghiệp, (2) hiệu quả hoạt động có tính động (dynamic) và đòi hỏi cần phải được đánh giá và giải thích, và (3) hiệu quả hoạt động được giải thích qua việc hành động ở hiện tại sẽ ảnh hưởng đến kết quả tương lai như thế nào. [Taouab & Issor \(2019\)](#) chỉ ra những khái niệm khác nhau của hiệu quả hoạt động bao gồm tăng trưởng (growth), khả năng sinh lời (profitability), tỷ suất sinh lợi (returns), năng suất (productivity), tính hiệu quả (efficiency), và khả năng cạnh tranh (competitiveness). Một quan điểm khác đề cập đến hiệu quả hoạt động dựa trên khía cạnh tài chính, tức là đánh giá hiệu quả hoạt động thông qua các chỉ số kế toán liên quan đến lợi nhuận ([Carton & Hofer, 2006](#); [Combs và công sự, 2005](#); [Richard và công sự, 2009](#)). Hiệu quả tài chính liên qua đến việc huy động, quản lý, và sử dụng nguồn vốn trong quá trình kinh doanh của doanh nghiệp. Hiệu quả tài chính có thể được doanh nghiệp sử dụng để đưa ra quyết định về nguồn vốn và đầu tư. Vì vậy, yếu tố này ảnh hưởng đến hoạt động đầu tư bên trong và bên ngoài doanh nghiệp.

Như vậy khái niệm về hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp đứng trên các quan điểm khác nhau sẽ có các khái niệm khác nhau. Ví dụ như đứng trên góc độ kinh tế học thì hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp có nghĩa là trạng thái mà doanh nghiệp sử dụng ít nhất các yếu tố đầu vào trong khi tối ưu hóa giá trị sản phẩm đầu ra. Hay đứng trên góc độ kinh doanh marketing thì hiệu quả có nghĩa là doanh nghiệp mở rộng được thị trường, gia tăng thị phần với chi phí ít nhất. Tuy nhiên dù cho xem xét trên góc độ nào thì tính hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp *cũng đều thể hiện mối quan hệ giữa “kết quả sản xuất và chi phí bỏ ra”*.

$$\text{Hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp} = \frac{\text{Kết quả đầu ra}}{\text{Chi phí đầu vào}} \quad (\text{PT 2.3})$$

Hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp là thuật ngữ dùng để mô tả việc tổ chức, điều khiển và thực hiện các hoạt động của doanh nghiệp theo những yêu cầu nhất định sao cho các nguồn lực của doanh nghiệp (nhân lực và vật lực) có thể phát huy một cách tối đa vai trò và công suất của nó. Hiệu quả hoạt động được dùng để đánh giá tính hình quản lý và tình hình hoạt động chung của doanh nghiệp trong các thời kỳ khác nhau;

hoặc trong quan hệ so sánh với các doanh nghiệp cùng loại. Tóm lại, hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp phải đạt được sự cân bằng của 4 yếu tố: (1) hiệu quả của quá trình sản xuất, (2) thỏa mãn các cổ đông, đảm bảo thỏa mãn nhu cầu khách hàng và (3) tăng trưởng của doanh nghiệp và (4) cuối cùng là năng lực phát triển, cải cách, tận dụng cơ hội ([Hoàng, 2015a, 2015b](#)). Mặc dù có nhiều khái niệm về hiệu quả hoạt động nhưng tác giả lựa chọn sử dụng định nghĩa về hiệu quả tài chính. Định nghĩa này rất gần với hướng nghiên cứu về hoạt động đầu tư. Hoạt động đầu tư sẽ ảnh hưởng đến hoạt động doanh nghiệp, làm thay đổi các tỷ số tài chính, và phản ánh hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp ([Richard và cộng sự, 2009](#)).

2.1.2.2. Đo lường hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp

Dựa trên khái niệm về hiệu quả tài chính, tác giả chỉ ra hai cách thức đo lường thông qua tiến trình sản xuất (hiệu quả về mặt kỹ thuật) và thông qua chỉ số tài chính (đo lường dựa trên giá trị sổ sách và giá trị thị trường).

2.1.2.2.1. Đo lường hiệu quả hoạt động về mặt kỹ thuật

Để đánh giá hiệu quả hoạt động về mặt kỹ thuật, cần phân biệt khái niệm về hiệu quả và năng suất. Năng suất liên quan đến yếu tố tác động đến đầu ra sản xuất của doanh nghiệp dựa trên lượng đầu vào sẵn có. Trong khi đó, hiệu quả đề cập đến giới hạn khả năng sản xuất của doanh nghiệp. Giới hạn này cho thấy mức độ tối đa của đầu ra sản xuất với lượng đầu vào tương ứng. Doanh nghiệp sản xuất trên đường giới hạn khả năng sản xuất (Production Possibility Frontier – PPF) được cho là hoạt động hiệu quả. Doanh nghiệp không thể sản xuất bên ngoài đường PPF vì nó vượt quá khả năng thực hiện của doanh nghiệp trên thực tế. Ngược lại, doanh nghiệp sản xuất tại một điểm nằm bên trong đường PPF được cho là sản xuất kém hiệu quả. Khoảng cách giữa điểm mà doanh nghiệp sản xuất và đường PPF càng xa thì doanh nghiệp hoạt động càng kém hiệu quả.

Tuy năng suất và hiệu quả là hai khái niệm tách biệt nhau nhưng cả hai lại có mối liên hệ mật thiết với nhau. Vì vậy, doanh nghiệp cần phải cải thiện năng suất để nâng cao hiệu quả hoạt động. Năng suất được điều chỉnh bằng cách thay đổi tỷ lệ của các nhân tố đầu vào (thay đổi tính hiệu quả theo quy mô), cải tiến kỹ thuật (thay đổi về mặt kỹ thuật), hoặc là kết hợp cả hai cách với nhau ([Coelli và cộng sự \(2005\)](#)).

Hiệu quả được định nghĩa là khả năng chuyển đổi đầu vào thành đầu ra sản xuất của doanh nghiệp [Førsund & Hjalmarsson \(1979\)](#). Do đó, tính hiệu quả thường được xem như yếu tố quan trọng quyết định tới năng lực cạnh tranh của các thực thể khác nhau trong nền kinh tế. Tuy nhiên, sự phát triển không ngừng của xã hội đã kéo theo sự thay đổi trong định nghĩa về hiệu quả và nó ngày càng được cụ thể hóa hơn so với trước. Chẳng hạn như, hiệu quả được đo lường dựa trên giá trị đầu ra sản xuất với lượng đầu vào cho sẵn cùng với triển vọng về mặt kỹ thuật qua các giai đoạn khác nhau ([Saha & Ravisankar, 2000](#)). [Koopmans \(1951\)](#) cho rằng sự cân bằng tương xứng giữa đơn vị đầu vào và ra của quá trình sản xuất sẽ giúp doanh nghiệp sản xuất tại điểm hiệu quả. Nói cách khác, lượng đầu vào tương ứng cần được sử dụng để tối đa hóa lượng đầu ra. Từ ý tưởng đó, [Debreu \(1951\)](#) và [Shepard \(1953\)](#) đã phát triển cách thức đo lường hiệu quả của doanh nghiệp thông qua lượng đầu vào và đầu ra tương ứng. [Debreu \(1951\)](#) xem xét sự khác biệt giữa đầu ra được sản xuất và đầu ra dự đoán mà đáng lẽ phải được sản xuất từ lượng đầu vào cho sẵn. Trong khi đó, [Shepard \(1953\)](#) xem xét sự khác biệt giữa lượng đầu ra thực tế và lượng đầu vào tối thiểu có thể có thể có dành cho nó.

[Farrell \(1957\)](#) sau đó đã thiết lập hàm đo lường khoảng cách giữa điểm sản xuất hiệu quả và điểm sản xuất thực tế để đánh giá hiệu quả của doanh nghiệp và đưa ra lý thuyết về đường giới hạn khả năng sản xuất (Production Possibility Frontier - PPF). [Kablan \(2010\)](#) sử dụng lý thuyết PPF để đánh giá hiệu quả của doanh nghiệp bằng cách so sánh giữa các điểm tối ưu (được định nghĩa bởi lý thuyết PPF) và các điểm sản xuất thực tế của doanh nghiệp. Doanh nghiệp được cho là hiệu quả chỉ khi điểm đầu ra sản xuất của doanh nghiệp nằm trên đường giới hạn khả năng sản xuất. Các trường hợp còn lại được cho là sản xuất không hiệu quả. Lý thuyết PPF trình bày hai hướng tiếp cận để đánh giá hiệu quả của doanh nghiệp: hướng tiếp cận dựa trên yếu tố đầu vào (Input-Oriented - IO) và hướng tiếp cận dựa trên sản phẩm đầu ra (Output-Oriented - OO) [Farrell \(1957\)](#). Trong khi IO đo lường lượng đầu vào tối thiểu dùng để sản xuất đơn vị đầu ra thì OO lại sự đoán mức độ đầu ra tối ưu từ lượng đầu vào sẵn trong tiến trình sản xuất. Trong hai phương pháp đo lường tính hiệu quả này thì hướng tiếp cận theo IO được ưa chuộng nhiều hơn là OO bởi vì các doanh nghiệp có thể kiểm soát đầu vào (chi phí) hơn là lệ thuộc vào đầu ra (lợi nhuận) ([Sharma và cộng sự, 2012](#)). Tuy nhiên, một số nghiên cứu vẫn áp dụng cả hai phương pháp và so sánh khả năng đánh giá của chúng

với nhau [Beccalli và công sự \(2006\)](#). Đo lường và phân tích của hiệu quả về mặt kỹ thuật thường được thực hiện thông qua hai mô hình phân tích: Phân tích bao số liệu (DEA-Data Envelopment Analysis) và Phân tích giới hạn sản xuất ngẫu nhiên (SFA-Stochastic Frontier Analysis). Hai mô hình này sẽ được trình bày ngay sau đây. Đối với các doanh nghiệp có tiến trình sản xuất bị kiểm soát chặt chẽ, DEA dường như là lựa chọn tốt hơn của đo lường tính hiệu quả. Điều này là do sự biến động ngẫu nhiên trong những ngành công nghiệp này được tối thiểu hóa và tiến trình sản xuất là rất ổn định (từ lượng đầu vào cho sẵn, số lượng và chất lượng đầu ra rất có khả năng được xác định chính xác). Nhìn chung, cả tiếp cận DEA và SFA có cả thuận lợi và bất lợi. Trong khi phương pháp DEA thì đủ để ước tính tính hiệu quả của doanh nghiệp. [Yin \(2013\)](#) minh họa việc tiếp cận DEA có thể dẫn đến một vài sai số ngẫu nhiên trong môi trường kinh tế mập mờ. Trên thực tế, [C. Jiang và công sự \(2009\)](#) đã đề xuất phương pháp SFA thì đáng tin cậy trong bối cảnh nền kinh tế chuyển đổi.

2.1.2.2.2. Đo lường hiệu quả hoạt động thông qua chỉ số tài chính

Nhiều chỉ số tài chính khác nhau được sử dụng để đánh giá hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Tác giả phân chia các chỉ số thành chỉ số dựa trên giá trị sổ sách kế toán (accounting-based) và dựa trên giá trị thị trường (market-based) trong đo lường đầu tư quá mức hay các yếu tố tác động đến hiệu quả của doanh nghiệp.

- Chỉ số tài chính dựa trên giá trị sổ sách kế toán

Chỉ số tài chính dựa trên giá trị sổ sách thường được xem là chỉ số hiệu quả dùng để đánh giá hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Các chỉ số thường được sử dụng là lợi nhuận trên tổng tài sản (return on assets – ROA), lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (return on equity – ROE), lợi nhuận trên doanh thu (return on sales – ROS), lợi nhuận trên đầu tư (return on investments – ROI), và chỉ số suất sinh lời căn bản (BEP-Basic Earning Power). Ngoài ra còn rất nhiều chỉ số tài chính dựa trên giá trị sổ sách khác được sử dụng trong nhiều bài nghiên cứu khác nhau.

Trong tất cả các chỉ số đó thì ROA là thước đo được nhiều nhà nghiên cứu sử dụng nhất để đo lường hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp ([Klapper & Love \(2004\)](#)).

Chỉ số ROA cao cho thấy hiệu quả của doanh nghiệp trong việc sử dụng tài sản cho lợi ích kinh tế của các cổ đông ([Haniffa & Hudaib, 2006](#); [H. Ibrahim & Samad, 2011](#)).

[Hutchinson & Gul \(2004\)](#) và [Mashayekhi & Bazaz \(2008\)](#) cho rằng đo lường hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp theo các chỉ số tính toán dựa trên giá trị sổ sách sẽ chỉ ra được kết quả đầu ra của hoạt động quản lý và kinh doanh của doanh nghiệp. Phương pháp này thường được ưa chuộng hơn là phương pháp dựa trên giá trị thị trường khi mà mối quan hệ giữa quản trị doanh nghiệp và hiệu quả hoạt động được xem xét. Vì vậy doanh nghiệp với chỉ số ROA dương sẽ cho thấy hiệu quả hoạt động tốt, nhà đầu tư có lời, [Nuryanah và cộng sự \(2011\)](#) còn doanh nghiệp với ROA âm sẽ cho thấy hiệu quả hoạt động kém, nhà đầu tư thua lỗ. Tuy nhiên, sử dụng chỉ số dựa trên giá trị sổ sách cũng có hạn chế riêng có nó. Các chỉ số này được tính toán dựa trên các kết quả trong quá khứ và bị ảnh hưởng nặng nề bởi tiêu chuẩn cũng như thói quen thực hành kế toán của các doanh nghiệp ([Kapopoulos & Lazaretou \(2007\)](#)).

Ngoài ra, chỉ số BEP cũng có mối liên hệ với ROE thông qua công thức sau với mục đích nhằm giúp doanh nghiệp xác định liệu có nên điều chỉnh cơ cấu nợ hay không:

$$ROE = \left[BEP + \frac{D}{E}(BEP - r_d) \right] \times (1 - t) \quad (\text{PT 2.4})$$

Trong đó:

BEP (= EBIT/Tổng tài sản): Lợi nhuận trước lãi vay và thuế trên tổng tài sản.

r_d là lãi suất vay.

t là thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp.

- ✓ Khi $BEP > r_d$: doanh nghiệp càng tăng vay nợ thì giá trị ROE càng tăng, đồng thời rủi ro tài chính của doanh nghiệp cũng gia tăng.
- ✓ Khi $BEP = r_d$: doanh nghiệp càng tăng vay nợ thì giá trị ROE không đổi, đồng thời rủi ro tài chính của doanh nghiệp cũng gia tăng.
- ✓ Khi $BEP < r_d$: doanh nghiệp càng tăng vay nợ thì giá trị ROE suy giảm, đồng thời rủi ro tài chính của doanh nghiệp cũng gia tăng.

Bên cạnh đó, khi dùng chỉ số BEP tránh những khác biệt của các doanh nghiệp có sử dụng đòn bẩy tài chính khác nhau hay được hưởng các thuế suất thu nhập doanh nghiệp khác nhau (thật sự các doanh nghiệp niêm yết có những doanh nghiệp với thuế

suất thu nhập khác nhau, hay ngay cả một doanh nghiệp có thực hiện nhiều dự án khác nhau, trong đó lại có những dự án được hưởng ưu đãi thuế như những dự án đầu tư tại khu kinh tế, khu công nghiệp, địa bàn khó khăn, dự án mà nhà nước khuyến khích đầu tư). Do vậy cũng có nhiều nghiên cứu sử dụng chỉ số BEP đại diện cho biến đo lường tính hiệu quả của doanh nghiệp, điển hình có một số nghiên cứu như ([Diep & Phong, 2013](#); [Makris, 2014](#); [Venkatraman & Ramanujam, 1987](#)).

- Chỉ số tài chính dựa trên giá trị thị trường

Chỉ số tài chính dựa trên giá trị thị trường đánh giá hoạt động trong tương lai của doanh nghiệp. Chỉ số này phản ánh sự mong đợi của nhà đầu tư đối với hoạt động trong tương lai của doanh nghiệp dựa trên hoạt động của doanh nghiệp trong quá khứ và hiện tại ([Ganguli & Agrawal, 2009](#); [Shan & McIver, 2011](#)). Các chỉ số thường được sử dụng là Tobin's Q, giá trị thị trường tăng thêm (Market Value Added – MVA), hay giá trị thị trường trên giá trị sổ sách (Market-to-Book value – MTBV). Ngoài ra còn có các chỉ số khác nhau được sử dụng để đo lường hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Trong tất cả các chỉ số đó thì Tobin's Q là thước đo được sử dụng nhiều nhất trong các bài nghiên cứu. Tobin's Q là chỉ số được sử dụng để đánh giá hoạt động của doanh nghiệp trong dài hạn ([Bozec và cộng sự, 2010](#)). Chỉ số Tobin's Q cao cho thấy sự thành công của doanh nghiệp trong việc tài trợ cho dự án đầu tư để mà các nhà đầu tư sẽ định giá thị trường của doanh nghiệp cao hơn giá trị sổ sách ([Kapopoulos & Lazaretou \(2007\)](#)). Khi hoạt động của doanh nghiệp tính theo giá trị thị trường cao hơn chỉ số Tobin's Q thì doanh nghiệp đã thành công trong việc đạt được hoạt động kinh doanh như kế hoạch đã đề ra ([Nuryanah và cộng sự \(2011\)](#)). Còn nếu thấp hơn chỉ số Tobin's Q thì doanh nghiệp cần phải thay đổi kế hoạch kinh doanh để củng cố hoạt động của doanh nghiệp trong ngắn hạn. Tuy nhiên gần đây có những nghiên cứu đã chỉ trích khi cho rằng sử dụng chỉ số Tobin's Q để đo lường hiệu quả sẽ kém hiệu quả vì nhà quản trị có thể làm giảm Tobin's Q bằng cách giảm thiểu đầu tư dưới mức hoặc tăng Tobin's Q bằng cách giảm chi phí nên tác động ròng của quản trị đối với Tobin's Q là không rõ ràng ([Bartlett & Partnoy, 2020](#); [Dybvig & Warachka, 2012](#)).

Để đo lường hiệu quả hoạt động, tác giả tiếp cận dựa trên khía cạnh tài chính sử dụng lợi nhuận trước thuế và lãi vay (earnings before interest and tax – EBIT) trên tổng

tài sản (BEP). Đo lường bằng yếu tố này được cho là không phân biệt các doanh nghiệp được ưu đãi về thuế hay vay vốn. Một yếu tố nữa cũng được sử dụng là lợi nhuận sau thuế (earnings after tax – EAT) trên tổng tài sản (ROA). Khi sử dụng yếu tố này, tác giả nhắc đến vai trò của thuế và lãi vay. Chỉ số này sẽ bị ảnh hưởng mạnh bởi việc doanh nghiệp có nhận được ưu đãi về thuế và lãi suất vay vốn hay không. Tác giả sẽ sử dụng hai yếu tố này làm đại diện cho hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp để kiểm tra các biến độc lập trong mô hình với kỳ vọng sẽ giải thích hiệu quả hơn đối với cách thức đo lường.

2.2. Các lý thuyết liên quan đến đầu tư, đầu tư quá mức, chính sách tài trợ, chính sách cổ tức và hiệu quả hoạt động

Trong phần này, tác giả sẽ trình bày các lý thuyết chính liên quan đến đầu tư quá mức, chính sách tài trợ và chính sách cổ tức. Đặc biệt, tác giả sẽ lý giải cho tác động của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động dưới sự điều tiết của chính sách tài trợ và chính sách cổ tức dựa trên lập luận về mặt lý thuyết. Các lập luận này sau đó có thể được sử dụng để so sánh với các công trình thực nghiệm để làm nổi bật khoảng trống nghiên cứu đưa ra từ luận án. Phần này sẽ trình bày lý thuyết đại diện và lý thuyết bất cân xứng thông tin để lý giải cho vấn đề đầu tư quá mức và dưới mức của doanh nghiệp, kết hợp lý thuyết đại diện và dòng tiền tự do để chỉ ra sự can thiệp của chính sách tài trợ và chính sách cổ tức đối với đầu tư quá mức, lý thuyết cấu trúc vốn và lý thuyết chính sách cổ tức, và cuối cùng lý thuyết lợi nhuận động làm cơ sở cho việc phát triển mô hình nghiên cứu trong chương tiếp theo của luận án.

2.2.1. Lý thuyết đại diện và dòng tiền tự do (Agency Theory & Free Cash Flow Theory)

Lý thuyết đại diện đề cập đến hai xung đột chính là (1) xung đột giữa nhà quản trị và chủ sở hữu và (2) xung đột giữa chủ nợ và chủ sở hữu. Xung đột thứ nhất nảy sinh do sự chênh lệch về lợi ích giữa hai nhóm đối tượng. Nhà quản trị có động cơ gia tăng các nguồn lực có thể kiểm soát để củng cố quyền điều hành và nâng cao khoản đền bù cho năng lực quản trị của mình ([Gaver & Gaver \(1993\)](#)). Động thái này lý giải cho việc nhà quản trị rất quan tâm đến hoạt động đầu tư. Trong trường hợp, doanh nghiệp có nguồn quỹ nội bộ sẵn có, nhà quản trị có thể sử dụng chính nguồn quỹ này để thúc đẩy

hoạt động đầu tư. Xung đột thứ hai nảy sinh khi nhà quản trị chuyển lợi ích của chủ nợ sang cho cổ đông. Vì nhà quản trị được giả định là có lợi ích giống với cổ đông nên trong trường hợp này nhà quản trị sẽ đầu tư vào các dự án rủi ro cao, vay nợ cao để tài trợ cho dự án đầu tư, và chi trả cổ tức nhiều hơn cho cổ đông.

Theo lý thuyết đại diện, trong trường hợp doanh nghiệp có lượng tiền mặt vượt quá nhu cầu nguồn quỹ để tài trợ cho các dự án đầu tư, lượng tiền mặt này nên được phân phối cho cổ đông thông qua chi trả cổ tức vì động thái này sẽ giúp gia tăng tài sản của cổ đông. Tuy nhiên, việc phân phối dòng tiền tự do cho cổ đông sẽ làm giảm nguồn lực dưới sự điều hành của nhà quản trị, người mà sử dụng dòng tiền tự do để xây dựng đế chế cho riêng mình (empire building) nhằm gia tăng lợi ích cá nhân. Vì lẽ đó, nhà quản trị có động cơ giữ lại và tận dụng dòng tiền tự do để đầu tư nguồn quỹ dư thừa này vào các dự án với NPV âm (dự án mang lại lợi ích cho nhà quản trị nhưng cũng đồng thời tạo ra chi phí cho cổ đông). Việc gia tăng đầu tư vào các dự án khác nhau giúp nhà quản trị kiểm soát được nhiều nguồn lực hơn, được thưởng nhiều bổng lộc hơn, và có thể gia tăng quyền lực của mình trong doanh nghiệp. Đặc biệt, tại các doanh nghiệp với dòng tiền tự do cao nhưng triển vọng tăng trưởng lại thấp thì động cơ thực hiện hành vi đầu tư quá mức của nhà quản trị lại càng rõ ràng hơn. Vì vậy, lý thuyết đại diện và dòng tiền tự do kết hợp cho thấy doanh nghiệp với dòng tiền tự do lớn nhiều khả năng thực hiện hành vi đầu tư quá mức. Đầu tư quá mức giúp gia tăng lợi ích cá nhân của nhà quản trị nhưng lại giảm giá trị của cổ đông, suy cho cùng sẽ ảnh hưởng xấu đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

2.2.2. Lý thuyết bất cân xứng thông tin (Information Asymmetry Theory)

Đầu tư dưới mức nhiều khả năng sẽ nảy sinh khi nhà quản trị bỏ qua các dự án sinh lợi với NPV dương. Nhà quản trị không thực hiện các dự án đầu tư sinh lợi thường được gọi là những nhà quản trị thụ động (passive managers) bởi vì (1) họ muốn tối thiểu hóa rủi ro, (2) họ muốn giảm rủi ro, và (3) họ không thể xác định, đánh giá, hay tài trợ cho các cơ hội đầu tư có giá trị ([R. A. Brealey và cộng sự, 2008](#)). Nhà quản trị lựa chọn hành vi quản trị bị động (passive managerial behaviors) để tránh tính bất định cũng như sai lầm trong việc đưa ra quyết định trong suốt quá trình vận hành dự án ([Voicu, 2014](#)).

Sự khác biệt trong hiệu quả quản trị nợ đi kèm với vấn đề đầu tư dưới mức của doanh nghiệp. Vấn đề đại diện nảy sinh giữa chủ nợ và chủ sở hữu khi doanh nghiệp sử dụng dòng chảy tài chính và cấu trúc kỳ hạn nợ là nguyên nhân khiến nhà quản trị bỏ qua việc đầu tư vào các dự án với lợi nhuận cao ([S. C. Myers, 1977](#)). Vì chủ nợ là đối tượng được ưu tiên nhận lãi suất khi dự án đầu tư thực hiện hiệu quả, nhà quản trị thường bỏ qua một số dự án với NPV dương. Điều này dẫn đến đầu tư dưới mức ([Lyandres & Zhdanov, 2005](#)).

Vấn đề bất cân xứng thông tin có ảnh hưởng lớn đến vấn đề đầu tư dưới mức của doanh nghiệp. Bất cân xứng thông tin đề cập đến các quyết định được đưa ra trong giao dịch khi mà một trong hai bên có nhiều thông tin hơn hay có thông tin thuận lợi hơn bên còn lại. Chính vì vậy, vấn đề bất cân xứng thông tin khiến cho giao dịch không thành công vì nó dẫn đến sự khác biệt về quyền lợi giữa hai bên trong giao dịch. Bất cân xứng thông tin được xem như là một dạng thất bại thị trường và hai hành vi thường được quan sát thấy là lựa chọn nghịch (adverse selection) và nguy hại đạo đức (moral hazard). Lựa chọn nghịch chỉ ra thông tin bất cân xứng sẽ ảnh hưởng đến việc tham gia của một đối tượng nào đó vào thị trường. Bên có lợi thế về thông tin sẽ tham gia vào giao dịch mang lại lợi ích cho họ. Bên còn lại không được thông tin đầy đủ thường cho rằng họ đang thực hiện giao dịch không công bằng và có thể bị kiểm soát bởi bên còn lại nên họ sẽ chọn rút ra khỏi giao dịch hiện tại. Ngược lại, nguy hại đạo đức lại diễn ra khi cá nhân chấp nhận rủi ro khi tham gia vào giao dịch nếu biết đã có bên còn lại gánh chịu chi phí của rủi ro đó cho mình.

Xét về các nguồn tài trợ nợ thì nợ tư (private debt) chẳng hạn như nợ ngân hàng sẽ hiệu quả hơn trong việc cắt giảm và giám sát hành vi quản trị hơn là nợ công (public debt). Vì vậy, chủ nợ và nhà đầu tư bên ngoài thường không thể quan sát được triển vọng tăng trưởng cao đối với các dự án của doanh nghiệp sẽ có khuynh hướng yêu cầu tỷ suất sinh lợi cao. Trái phiếu phát hành ra công chúng của doanh nghiệp có thể truyền tải tín hiệu tiêu cực về chất lượng của doanh nghiệp đến thị trường vốn. Điều này làm giảm giá IPO (Initial Public Offering – phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng) cũng như là gia tăng chi phí tài trợ vốn cổ phần của doanh nghiệp. Vì vậy, trong trường hợp bất cân xứng thông tin, doanh nghiệp với khoản vay ngân hàng hay tài trợ bằng vốn cổ

phần sẽ có chi phí tài trợ vốn bên ngoài cao hơn so với chi phí tài trợ vốn nội bộ. Kết quả là, doanh nghiệp càng sử dụng nhiều nguồn quỹ bên ngoài để tài trợ cho dự án đầu tư thì hiệu quả đầu tư càng thấp.

Phát hành cổ phần mới có thể đem lại tín hiệu tiêu cực về chất lượng của doanh nghiệp tới thị trường vốn thể hiện qua giảm giá cổ phiếu và gia tăng chi phí tài trợ vốn cổ phần của doanh nghiệp. Vì vấn đề bất cân xứng thông tin, doanh nghiệp sử dụng tài trợ nợ hay tài trợ vốn cổ phần có chi phí vốn đối với tài trợ ngoài cao hơn tài trợ bên trong. Doanh nghiệp càng sử dụng nguồn vốn bên ngoài để tài trợ cho đầu tư thì hiệu quả đầu tư càng thấp. Tóm lại, khi nguồn quỹ nội bộ không đủ cho hoạt động đầu tư, doanh nghiệp phải giảm số lượng dự án đầu tư với NPV dương để đảm bảo quyền lợi cho các cổ đông hiện tại. Điều này hàm ý rằng doanh nghiệp đang đối mặt với vấn đề đầu tư dưới mức.

2.2.3. Lý thuyết cấu trúc vốn (Capital Structure Theories)

Trong phần này, tác giả trình bày các lý thuyết về cấu trúc vốn bao gồm lý thuyết M&M (cấu trúc vốn không liên quan đến giá trị doanh nghiệp), lý thuyết đánh đổi (khi sử dụng nợ doanh nghiệp phải đánh đổi lợi ích từ lá chắn thuế và chi phí từ vấn đề kiệt quệ tài chính hay rủi ro phá sản), và lý thuyết trật tự phân hạng (tài trợ vốn theo thứ tự nguồn quỹ bên trong rồi đến nguồn quỹ bên ngoài để hạn chế chi phí tài trợ).

2.2.3.1. Lý thuyết M&M (M&M Theory)

Các lý thuyết liên quan tới tài chính doanh nghiệp hiện đại bắt đầu với lý thuyết của [Modigliani & Miller \(1958\)](#) về sự không liên quan của cấu trúc vốn đối với giá trị thị trường của doanh nghiệp. Trước khi lý thuyết này được đưa ra thì vẫn chưa có lý thuyết nào về cấu trúc vốn thực sự được công nhận rộng rãi bởi giới hàn lâm. Khi đưa ra lý thuyết này, Modigliani & Miller giả định doanh nghiệp có những dòng tiền mong đợi khác nhau trong tương lai. Khi doanh nghiệp lựa chọn nợ hay vốn chủ sở hữu để tài trợ cho dự án đầu tư thì công việc mà doanh nghiệp làm là phân chia dòng tiền này cho các nhà đầu tư khác nhau. Những nhà đầu tư này là chủ nợ, người đầu tư vào trái phiếu, hay là chủ sở hữu, người đầu tư vào cổ phiếu của doanh nghiệp.

Ngoài ra, [Modigliani & Miller \(1958\)](#) cũng giả định nhà đầu tư và doanh nghiệp có sự tiếp cận giống nhau đối với thông tin trên thị trường tài chính. Điều này cho phép nhà đầu tư có thể quyết định mức đòn bẩy mà họ muốn sử dụng. Nhà đầu tư có thể đặt ra mức đòn bẩy mà họ mong muốn chứ không cần theo mức đòn bẩy đã được đề xuất bởi doanh nghiệp. Hơn nữa, nhà đầu tư có thể bác bỏ mức đòn bẩy mà doanh nghiệp sử dụng khi họ không mong muốn. Cuối cùng thì đòn bẩy tự tạo của nhà đầu tư không tác động tới giá thị trường của doanh nghiệp. Theo lý thuyết này thì cấu trúc vốn sẽ không liên quan tới giá trị của doanh nghiệp. Lý thuyết này còn có ba giả định sau: Một là, doanh nghiệp hoạt động trong thị trường hoàn hảo. Thị trường hoàn hảo là thị trường mà doanh nghiệp không phải chịu chi phí khi thực hiện các giao dịch trên thị trường, không chịu thuế đối với lợi nhuận mà doanh nghiệp thu được từ hoạt động kinh doanh, không chịu chi phí tăng thêm khi doanh nghiệp rơi vào tình trạng kiệt quệ tài chính, không chịu chi phí phá sản khi doanh nghiệp bị phá sản và phải thực hiện các tiến trình thanh lý tài sản. Hai là, không tồn tại thông tin bất cân xứng giữa nhà đầu tư và nhà quản trị doanh nghiệp. Nhà quản trị doanh nghiệp là chủ thể trực tiếp quản lý doanh nghiệp vì thế họ thường hiểu rõ thông tin về hoạt động cũng như tình trạng của doanh nghiệp hơn là các nhà đầu tư trên thị trường. Khi nhà quản trị và doanh nghiệp có sự tiếp cận công bằng đối với thông tin hoạt động của doanh nghiệp thì lúc này thị trường sẽ hiệu quả. Ba là, doanh nghiệp và nhà đầu tư, khi sử dụng nợ, sẽ chịu cùng mức chi phí đi vay trên thị trường vốn.

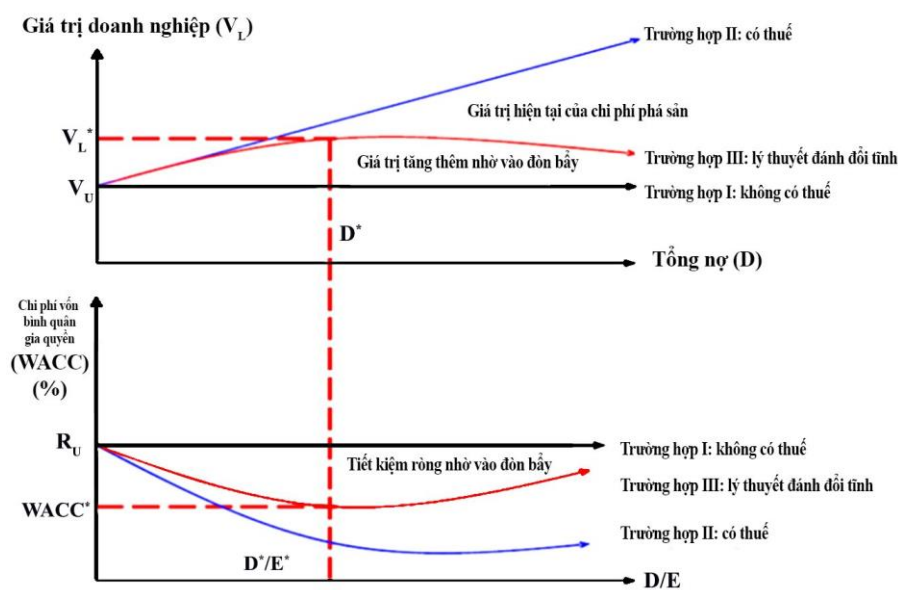
Có hai lý thuyết về cấu trúc vốn không liên quan tới giá trị của doanh nghiệp và cả hai lý thuyết này khá khác nhau. Một là lý thuyết không liên quan dựa trên kinh doanh chênh lệch giá cổ điển (classic arbitrage-based irrelevance propositions). Lý thuyết này chỉ ra việc kinh doanh chênh lệch giá của nhà đầu tư trên thị trường giữ cho giá trị của doanh nghiệp độc lập với đòn bẩy tài chính mà doanh nghiệp sử dụng. Hai là lý thuyết không liên quan của cấu trúc vốn dựa trên cân bằng đa điểm (multiple equilibria). Theo lý thuyết này, điểm cân bằng được xác định dựa trên tổng nợ và vốn chủ sở hữu cộng gộp trên thị trường. Tuy nhiên, lý thuyết này không chỉ ra cách mà tổng nợ và vốn chủ sở hữu cộng gộp này được phân chia giữa các doanh nghiệp.

Với những giả định như vậy thì [Modigliani & Miller \(1958\)](#) lập luận giá trị thị trường của doanh nghiệp độc lập dù doanh nghiệp có đòn bẩy tài chính hay không. Tuy nhiên, trong thế giới thực doanh nghiệp thường phải đối diện với thuế, chi phí giao dịch, và chi phí phá sản với việc tài trợ bằng nợ, những giả định phi thực tế này không giải thích được mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và giá trị của doanh nghiệp. Sự thất bại của lý thuyết không liên quan của cấu trúc vốn dẫn tới sự ra đời của một lý thuyết mới về cấu trúc vốn.

2.2.3.2. Lý thuyết đánh đổi (Trade-off Theory)

2.2.3.2.1. Lý thuyết đánh đổi tĩnh (static theory)

[Bradley và cộng sự \(1984\)](#) đưa ra quan điểm về lý thuyết đánh đổi tĩnh chỉ ra sự đánh đổi giữa lợi ích và chi phí của việc sử dụng nợ. Khi tỷ lệ nợ vay vượt quá mức tối ưu trong cấu trúc vốn thì rủi ro của doanh nghiệp sẽ gia tăng. Mặc dù việc vay nợ có thể đem lại lợi ích lá chắn thuế cho doanh nghiệp nhưng gia tăng nợ vay cũng đi kèm với chi phí đại diện, chi phí kiệt quệ tài chính, và chi phí phá sản. Vì vậy, trong trường hợp doanh nghiệp sử dụng tài trợ bên ngoài cho dự án đầu tư của mình thì doanh nghiệp nên phát hành cổ phiếu nếu đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp cao hơn mức đòn bẩy tài chính mục tiêu và nên phát hành trái phiếu để vay nợ nếu đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp thấp hơn mức đòn bẩy tài chính mục tiêu.



Hình 2.2. Minh họa lý thuyết đánh đổi tĩnh

Hình 2.2 cho thấy trường hợp của lý thuyết M&M và lý thuyết đánh đổi tĩnh. Trường hợp I là lý thuyết M&M với giả định là không có thuế. Hình vẽ cho thấy khi doanh nghiệp không phải chịu thuế thì giá trị thị trường của nó trước và sau khi doanh nghiệp sử dụng nợ không đổi và chi phí vốn của doanh nghiệp cũng không đổi. Ta có quan sát ngược lại khi xem xét trường hợp II trên hình vẽ. Đối với trường hợp III, tồn tại cấu trúc vốn tối ưu với chi phí vốn trung bình có trọng số thấp nhất. Chi phí vốn của doanh nghiệp sẽ gia tăng khi nợ vượt quá điểm tối ưu.

2.2.3.2.2. Lý thuyết đánh đổi động (dynamic theory)

[Fischer và cộng sự \(1989\)](#) là những nhà tiên phong đưa ra lý thuyết này. Lý thuyết Đánh Đổi động chứng minh quyết định cấu trúc tài trợ của doanh nghiệp không chỉ liên quan tới lợi ích và chi phí của nợ mà còn liên quan tới quyết định đầu tư và chi phí tái cấu trúc của doanh nghiệp. Chi phí điều chỉnh cấu trúc vốn của doanh nghiệp có thể làm chậm lại thời gian mà doanh nghiệp có thể thay đổi cấu trúc vốn của mình. Điều này có nghĩa là mỗi doanh nghiệp sẽ có một phạm vi điều chỉnh nhất định và doanh nghiệp sẽ điều chỉnh cấu trúc vốn của mình nội trong phạm vi này mãi cho đến khi cấu trúc vốn đạt tới điểm tối ưu. Doanh nghiệp tại mức tỷ lệ nợ cao hay thấp sẽ có khuynh hướng điều chỉnh cấu trúc vốn của mình hơn là các doanh nghiệp với tỷ lệ nợ tối ưu.

2.2.3.3. Lý thuyết trật tự phân hạng (Pecking-order Theory)

Lý thuyết Trật Tự Phân Hạng được đưa ra bởi [S. C. Myers & Majluf \(1984\)](#). Họ cho rằng khi tìm nguồn vốn để tài trợ dự án đầu tư thì doanh nghiệp sẽ lựa chọn nguồn vốn theo một trật tự nhất định. Trong lý thuyết này [S. C. Myers & Majluf \(1984\)](#) giả định thị trường vốn hoàn hảo nhưng nhà đầu tư lại không có thông tin về trị giá thực của các dự án đầu tư của doanh nghiệp. Dựa trên lý thuyết này, doanh nghiệp ưu tiên nguồn vốn bên trong hơn là nguồn vốn bên ngoài khi đưa ra quyết định. Vì lý do này nên nhà đầu tư không đánh giá được chính xác giá trị của doanh nghiệp khi doanh nghiệp thực hiện những dự án đầu tư mới. Khi doanh nghiệp phát hành cổ phần để tài trợ cho dự án nhà đầu tư thì thường phát tín hiệu tiêu cực là doanh nghiệp đang bị định giá cao, nên giá cổ phiếu của doanh nghiệp sẽ giảm khi doanh nghiệp phát hành cổ phần mới. Tuy nhiên, nếu doanh nghiệp tiết lộ về cơ hội tăng trưởng cũng như là giá trị hiện tại thuần dương của dự án thì đó sẽ là một tín hiệu tích cực đối với nhà đầu tư trên thị

trường. Giả định thứ hai là nhà quản trị sẽ hành động vì lợi ích của chủ sở hữu và thường từ chối phát hành cổ phần mới khi cổ phiếu của công ty đang bị định giá thấp vì việc phát hành sẽ làm giảm giá mạnh cổ phiếu của doanh nghiệp [Asquith & Wizman \(1990\)](#). Điều này đôi khi khiến doanh nghiệp bỏ qua những dự án tiềm năng và đem lại lợi nhuận cao cho doanh nghiệp. Xét cho cùng thì sự thay đổi trong giá cổ phiếu không phải thay đổi theo mức cầu của nhà đầu tư mà là do thông tin mà nhà đầu tư cảm nhận trên thị trường.

Ngược lại với cổ phiếu, thì nợ là phần vốn mà chủ nợ sẽ nhận được trước khi tính lợi nhuận của doanh nghiệp. Do đó tuyên bố phát hành trái phiếu sẽ có tác động tới sự giảm giá trị của doanh nghiệp ít hơn là tuyên bố phát hành cổ phiếu. Theo các nhà đầu tư thì phát hành trái phiếu sẽ giúp hạn chế lợi thế về mặt thông tin của nhà quản trị doanh nghiệp. Doanh nghiệp thường ưu tiên phát hành nợ hơn là cổ phiếu trừ khi nợ trở nên quá tốn kém đối với doanh nghiệp. Khi mà tỷ lệ nợ của doanh nghiệp quá cao và nhà quản trị thấy được nguy cơ vô cùng lớn của kiệt quệ tài chính hay là phá sản thì doanh nghiệp sẽ tài trợ bằng cổ phần mới phát hành.

Những quan điểm như trên cho thấy một trật tự sử dụng nguồn vốn của doanh nghiệp. Doanh nghiệp thường thích tài trợ cho dự án đầu tư bằng nguồn vốn bên trong hơn là bên ngoài. Lợi nhuận giữ lại, hay là nguồn vốn bên trong, là lựa chọn đầu tiên của doanh nghiệp bởi vì nguồn này giúp doanh nghiệp tránh chi phí phát hành nợ và vốn chủ sở hữu cũng như là vấn đề thông tin bất cân xứng. Đối với nguồn vốn bên ngoài, nợ được ưu chuộng hơn do chi phí phát hành thấp so với chi phí phát hành vốn chủ sở hữu. Nói tóm lại, doanh nghiệp sẽ ưu tiên từ chứng khoán an toàn cho tới ít an toàn nhất: nợ, cổ phiếu chuyển đổi, cổ phiếu ưu đãi, và cổ phiếu thường [S. C. Myers \(2001\)](#).

Mô hình lựa chọn nghịch là nền tảng cho lý thuyết Trật Tự Phân Hạng. Mô hình lựa chọn nghịch đề cập tới vấn đề của thông tin bất cân xứng. [Asquith & Mullins Jr \(1986\)](#) thấy rằng sự chênh lệch thông tin giữa nhà quản trị bên trong và nhà đầu tư bên ngoài khiến cho giá cổ phiếu của doanh nghiệp rớt dần theo sau sự phát hành của cổ phần mới của doanh nghiệp trên thị trường. Mô hình này cho thấy thông tin bất cân

xứng luôn tồn tại giữa nhà quản trị và nhà đầu tư. Khi doanh nghiệp tăng trưởng cao phát hành cổ phần mới, điều này sẽ mang lại lợi ích cho nhà đầu tư bên ngoài.

Vì nhà quản trị thường hiểu về hoạt động, tài sản, cơ hội tăng trưởng, triển vọng cũng như rủi ro của doanh nghiệp rõ hơn là nhà đầu tư nên nhà đầu tư nghi ngờ là doanh nghiệp sẽ phát hành cổ phần khi nó đang được định giá cao trên thị trường. Đó là lý do khiến nhà đầu tư bên ngoài đặt mức giá thấp lên giá trị cổ phần mới phát hành của doanh nghiệp. Trong trường hợp này, doanh nghiệp nên thường xuyên công khai thông tin về hoạt động của mình thông qua các báo cáo về hoạt động của doanh nghiệp và dự án hay là báo cáo tài chính thường niên [D'Mello & Ferris \(2000\)](#). Một biện pháp khác giúp giữ cho doanh nghiệp xa khỏi vấn đề bất cân xứng thông tin này là bằng cách sử dụng nguồn vốn bên trong tài trợ cho dự án đầu tư mới. Việc làm này sẽ buộc nhà đầu tư tiết lộ thông tin về doanh nghiệp đối với nhà đầu tư bên ngoài.

Tài trợ từ bên ngoài chứa rất nhiều thông tin bất cân xứng và doanh nghiệp thường mất nhiều chi phí đến nỗi mà doanh nghiệp không thể sử dụng nguồn này để tài trợ các dự án lợi nhuận của nó. Đối với doanh nghiệp, lợi nhuận giữ lại là nguồn vốn bên trong, nợ và vốn chủ sở hữu là nguồn vốn bên ngoài. Nếu nợ không có rủi ro, khoản nợ này giống như nguồn tài trợ bên trong. Nếu khoản nợ rủi ro, nó có thể nằm giữa lợi nhuận giữ lại và vốn chủ sở hữu [S. Myers \(1984\)](#).

Tuy nhiên, trật tự của nguồn vốn thay đổi theo những hoàn cảnh khác nhau. Khi chỉ nhà quản trị có thông tin về doanh nghiệp (thông tin bất cân xứng một chiều), lợi nhuận giữ lại là lựa chọn tốt nhất. Ngược lại, khi nhà quản trị và nhà đầu tư bên ngoài không có đủ thông tin (thông tin bất cân xứng từ hai phía), vốn chủ sở hữu hay là sự kết hợp của vốn chủ sở hữu và lợi nhuận giữ lại được ưa chuộng. Nếu doanh nghiệp có khuynh hướng thực hiện sáp nhập, vốn chủ sở hữu là ưu tiên hàng đầu [S. C. Myers & Majluf \(1984\)](#).

Ngoài ra, theo lý thuyết Trật Tự Phân Hạng, nếu lựa chọn nghịch đề cập tới giá trị, nợ được ưa chuộng hơn là vốn chủ sở hữu và nếu lựa chọn nghịch đề cập tới rủi ro, vốn chủ sở hữu chứ không phải nợ được lựa chọn. Hai khía cạnh khác nhau này cho thấy lý thuyết Trật Tự Phân Hạng chỉ là một trong vô số các trường hợp của mô hình lựa chọn nghịch [Heider & Halov \(2005\)](#). Cuối cùng, mô hình ủng hộ trật tự: lợi nhuận

giữ lại với không có lựa chọn nghịch, nợ với lựa chọn nghịch thấp, và vốn chủ sở hữu với lựa chọn nghịch cao.

Bên cạnh mô hình lựa chọn nghịch, lý thuyết Đại Diện cũng là nền tảng của lý thuyết Trật Tự Phân Hạng. Lý thuyết Đại Diện giả định có sự cân bằng giữa lợi ích của nhà quản trị và chủ sở hữu của doanh nghiệp. Vì lý do đó, nhà quản trị không bao giờ phát hành cổ phần mới khi cổ phiếu của doanh nghiệp bị đánh giá thấp ([S. C. Myers & Majluf, 1984](#)). Khi doanh nghiệp sử dụng lợi nhuận giữ lại để tài trợ cho dự án đầu tư thì doanh nghiệp có thể tránh được sự giám sát của nhà đầu tư. Đồng thời, việc sử dụng lợi nhuận giữ lại của doanh nghiệp thay vì phát hành cổ phần mới cũng giúp nhà đầu tư bên ngoài tránh được rủi ro của việc mua phải cổ phiếu bị định giá cao quá mức của doanh nghiệp trên thị trường vốn [Butters & Niland \(1949\)](#)

Nhìn chung, việc tài trợ vốn đầu tư từ nguồn vốn bên trong của doanh nghiệp không những mang lại lợi ích cho nhà quản trị mà còn lợi ích cho nhà đầu tư bên ngoài. Nợ cũng mang lại tín hiệu tốt cho nhà đầu tư khi nó báo cho họ biết là doanh nghiệp đang hoạt động hiệu quả. Vì chỉ có doanh nghiệp hoạt động nhiều lợi nhuận mới tự tin gia tăng nợ trong cấu trúc vốn của nó. Ngược lại, vốn chủ sở hữu lại truyền tải tín hiệu xấu khi nó làm cho nhà đầu tư bên ngoài nhận thấy công ty đang bị định giá cao quá mức trên thị trường. Kết quả là giá cổ phiếu của doanh nghiệp trên thị trường giảm ngay khi doanh nghiệp phát hành cổ phần mới. Xét cho cùng thì việc sử dụng quỹ theo trật tự: lợi nhuận giữ lại, nợ, vốn cổ phần giúp doanh nghiệp giữ sự kiểm soát của họ đối với doanh nghiệp, cắt giảm chi phí đại diện, và tránh xa các phản ứng tiêu cực của nhà đầu tư bên ngoài đối với giá cổ phiếu trên thị trường ngay khi có sự thông báo phát hành cổ phiếu mới [Hawawini & Viallet \(1999\)](#).

Nói tóm lại, lý thuyết Trật Tự Phân Hạng được đưa ra nhằm mục đích giải thích tại sao hầu hết các doanh nghiệp có lợi nhuận lại có khuynh hướng sử dụng ít nợ trong cấu trúc vốn và tại sao doanh nghiệp lại sử dụng vốn chủ sở hữu chứ không phải nợ như là nguồn cuối cùng trong các nguồn tài trợ từ bên ngoài. Doanh nghiệp có lợi nhuận thường có nguồn lợi nhuận giữ lại lớn. Vì vậy, họ tài trợ cho dự án đầu tư từ nguồn bên trong. Trong khi đó, doanh nghiệp ít lợi nhuận sẽ sử dụng nợ để tài trợ cho dự án đầu tư và tích lũy nhiều nợ trong cấu trúc vốn. Như vậy, thông tin bất cân xứng giữa nhà

quản trị và nhà đầu tư bên ngoài là động lực điều hành cho doanh nghiệp trong việc sử dụng tài trợ bên trong để tối đa hóa giá trị thị trường của nó. Tuy nhiên, lý thuyết Trật Tự Phân Hạng có nhược điểm của riêng nó. So với lý thuyết Đánh Đổi, nó không tính đến thuế, kiệt quệ tài chính, chi phí phát hành cổ phần, chi phí đại diện, và sự tích lũy tài sản với tính thanh khoản cao của nhà quản trị. Những nhược điểm này chứng minh lý thuyết Trật Tự Phân Hạng có thể bổ sung nhưng không thể thay thế cho lý thuyết Đánh Đổi.

2.2.4. Lý thuyết chính sách cổ tức (Dividen Policy Theories)

Trong phần này, tác giả trình bày các lý thuyết liên quan đến chính sách cổ tức bao gồm lý thuyết M&M (quyết định chi trả cổ tức không liên quan đến giá trị doanh nghiệp), lý thuyết nắm giữ tiền mặt (nhà đầu tư thích nhận cổ tức ở hiện tại hơn là tăng trưởng trong tương lai), và lý thuyết tín hiệu (chi trả cổ tức tạo ra tín hiệu tốt về doanh nghiệp trên thị trường).

2.2.4.1. Lý thuyết M&M (M&M Theory)

[M. H. Miller & Modigliani \(1961\)](#) cho rằng chính sách cổ tức của doanh nghiệp không tác động tới giá trị của nó nếu thị trường vốn hoàn hảo và nhà đầu tư có lý trí. Trong đó, lý thuyết M&M đặt ra những giả định sau:

- ✓ Không có thuế, cả thuế thu nhập cá nhân và doanh nghiệp, được áp đặt lên thu nhập của cá nhân và doanh nghiệp.
- ✓ Không có chi phí giao dịch và chi phí phát hành cổ phiếu được bao gồm trong mỗi giao dịch.
- ✓ Không tồn tại tình trạng thông tin bất cân xứng trên thị trường.
- ✓ Không có xung đột đại diện giữa nhà quản trị và chủ doanh nghiệp.
- ✓ Không có sự kiểm soát đối với giá thị trường xảy ra.

Theo những giả định này thì giá cổ phiếu của doanh nghiệp dựa trên lợi nhuận từ dự án đầu tư có lợi nhuận nhưng không dựa vào cách mà doanh nghiệp chi trả cổ tức đối với chủ sở hữu. Lý thuyết M&M ủng hộ mối quan hệ không có liên quan giữa giá trị của doanh nghiệp và chính sách cổ tức.

2.2.4.2. Lý thuyết nắm giữ tiền mặt (Birds-in-hand Theory)

Lý thuyết nắm giữ tiền mặt cho rằng sự gia tăng trong việc chi trả cổ tức đi kèm với sự gia tăng trong giá trị của doanh nghiệp. Vì chi trả cổ tức có thể giảm thiểu sự không chắc chắn của dòng tiền của doanh nghiệp trong tương lai, nhà đầu tư có khuynh hướng thích nắm giữ tiền mặt ở hiện tại hơn là nhận được lợi nhuận cao hơn từ phần vốn tăng thêm trong tương lai. [Gordon & Shapiro \(1956\)](#), [Gordon \(1963\)](#), [Lintner \(1962\)](#), và [Walter \(1963\)](#) ủng hộ lý thuyết này khi họ tìm thấy tác động đáng kể của cổ tức chứ không phải lợi nhuận giữ lại trên giá trị của doanh nghiệp. Đôi khi, nhà đầu tư lo lắng doanh nghiệp sẽ chi trả cổ tức để đem lại cho nhà đầu tư dấu hiệu giả là doanh nghiệp đang hoạt động hiệu quả [Friend & Puckett \(1964\)](#). Tuy nhiên, [Rozeff \(1982\)](#) và [G. R. Jensen và cộng sự \(1992\)](#) chứng minh doanh nghiệp càng rủi ro thì doanh nghiệp càng chi trả ít cổ tức hơn.

2.2.4.3. Lý thuyết tín hiệu (Signalling Theory)

Giả định của lý thuyết M&M, cả nhà quản trị và nhà đầu tư bên ngoài có thể có cùng sự tiếp cận đối với thông tin bên trong công ty. Tuy nhiên, trên thực tế, nhà quản trị thường hiểu doanh nghiệp của họ tốt hơn là nhà đầu tư bên ngoài bởi vì họ trực tiếp quản lý hoạt động của doanh nghiệp. Sự khác biệt về thông tin giữa hai đối tượng này làm giá thị trường của doanh nghiệp bị thiên lệch. Để giải quyết vấn đề này, nhà quản trị cần phải chia sẻ thông tin với người bên ngoài để họ có thể có sự đo lường chính xác đối với giá trị thực sự của doanh nghiệp. Tuy nhiên, thông tin sẵn có đối với cổ đông hiếm khi hoàn chỉnh, chính xác, và kịp thời. Trong trường hợp này, cổ tức là cách để truyền tải thông tin cá nhân bởi vì chủ sở hữu thường lệ thuộc vào dòng tiền họ nhận được từ vốn chủ sở hữu để đánh giá doanh nghiệp ([J. Baskin & Miranti Jr, 1997](#)).

Lý thuyết tín hiệu thị trường giả định nhà quản trị sở hữu thông tin bên trong doanh nghiệp và có động lực để đưa thông tin này tới thị trường và không có tín hiệu giả trên thị trường. Có nghĩa là doanh nghiệp với hoạt động kém không thể gia tăng chi trả cổ tức. Theo lý thuyết này, sự gia tăng trong chi trả cổ tức đưa ra tín hiệu tốt cho lợi nhuận của doanh nghiệp trong tương lai và giá thị trường sẽ phản ứng một cách có lợi. Trong khi đó sự giảm chi trả cổ tức có lẽ mang tín hiệu xấu đối với doanh nghiệp và giá cổ phiếu sẽ phản ứng không có lợi. [Lintner \(1956\)](#) và [Lipson và cộng sự \(1998\)](#) ủng hộ

lý thuyết này bằng giả định doanh nghiệp gia tăng chi trả cổ tức chỉ khi nó có thể duy trì lợi nhuận và tăng trưởng ổn định trong tương lai.

2.2.5. Lý thuyết lợi nhuận động (Dynamic Theory of Profit)

Lợi nhuận là sự khác biệt giữa giá bán và chi phí sản xuất ([Clark, 1955](#)). Nghiên cứu cho rằng mặc dù xã hội có trạng thái tĩnh và động nhưng lợi nhuận chỉ gia tăng trong trạng thái động. Trong trạng thái tĩnh, tất cả các thành tố đều cố định, thời gian và tính bất định không được xét đến, và đặc điểm kinh doanh của doanh nghiệp không khác nhau qua thời gian. Chính vì vậy, doanh nghiệp không phải đối mặt với bất kỳ rủi ro nào, mức giá và chi phí sản xuất không thay đổi, và lợi nhuận cũng không tăng. Trong thị trường cạnh tranh hoàn hảo, giá và chi phí sản xuất thường bằng nhau. Nếu giá cao hơn chi phí sản xuất thì sự cạnh tranh sẽ khiến cho giá giảm bằng với chi phí sản xuất và lợi nhuận không tồn tại. Trong trạng thái động, xã hội thường trải qua thay đổi về (1) quy mô dân số, (2) lượng cung vốn, (3) kỹ thuật sản xuất, (4) ngành công nghiệp, và (5) kỳ vọng. Chính những sự thay đổi này ảnh hưởng đến cung – cầu và hình thành nên lợi nhuận. Dựa trên nền tảng lý thuyết này, tác giả cho rằng nên sử dụng mô hình động để đánh giá các nhân tố tác động đến lợi nhuận doanh nghiệp. Lợi nhuận ở hiện tại của doanh nghiệp không những bị chi phối bởi các nhân tố về đặc điểm doanh nghiệp mà còn bởi chính lợi nhuận trong quá khứ. Điều này cho thấy sự điều chỉnh của lợi nhuận của doanh nghiệp qua thời gian.

Bảng 2.2. Tổng hợp các lý thuyết nghiên cứu

Lý thuyết	Nội dung	Nhận xét
Lý thuyết đại diện và dòng tiền tự do (Agency Theory & Free Cash Flow)	<i>Xung đột lợi ích giữa nhà quản trị và chủ sở hữu.</i> Nhà quản trị hành động vì lợi ích của mình và đưa ra quyết định không có lợi cho chủ sở hữu. <i>Xung đột lợi ích giữa chủ nợ và chủ sở hữu.</i> Khi nhà quản trị và chủ sở hữu có cùng lợi ích thì nhà quản trị thường tìm cách chuyển lợi ích từ chủ nợ sang chủ sở hữu.	Chỉ ra nguyên nhân dẫn đến hành vi đầu tư quá mức của doanh nghiệp. Đánh giá ảnh hưởng của đầu tư quá mức đến doanh nghiệp. Đánh giá vai trò của dòng tiền tự do đối với vấn đề đầu tư quá mức. <i>Nhận xét: sử dụng để đánh giá tác động của đầu tư quá mức và các yếu tố tác động đến đầu tư quá mức</i>
Lý thuyết bất cân xứng thông tin (Information Asymmetry Theory)	Bất cân xứng thông tin dẫn đến tình trạng lựa chọn nghịch (đối tượng rút ra khỏi giao dịch khi cho rằng không có lợi thế thông tin so với bên còn lại) và tình trạng nguy hại đạo đức (đối tượng tham gia vào giao dịch khi biết bên còn lại gánh chịu chi phí rủi ro cho mình).	Chỉ ra nguyên nhân dẫn đến hành vi đầu tư dưới mức. Đánh giá ảnh hưởng của đầu tư dưới mức đến doanh nghiệp. <i>Nhận xét: không nghiên cứu khía cạnh đầu tư dưới mức của doanh nghiệp.</i>
Lý thuyết về cấu trúc vốn (Capital Structure Theories)	<i>Lý thuyết M&M (M&M Theory)</i>	Chỉ ra ảnh hưởng của chính sách tài trợ đến hoạt động doanh nghiệp.

Lý thuyết	Nội dung	Nhận xét
	Trong điều kiện thị trường hoàn hảo thì quyết định sử dụng nợ không ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp. Lý thuyết đánh đổi (Trade-off Theory) Việc sử dụng nợ cho thấy sự đánh đổi giữa lợi ích (lá chắn thuế) và chi phí (kiệt quệ tài chính hay phá sản). Lý thuyết trật tự phân hạng (Pecking-order Theory) Nhà quản trị ưu tiên sử dụng nguồn tài trợ theo thứ tự: (1) lợi nhuận giữ lại, (2) nợ, và (3) vốn chủ sở hữu.	<u>Nhận xét:</u> sử dụng để đánh giá ảnh hưởng của chính sách tài trợ đến hiệu quả hoạt động và đầu tư quá mức.
Lý thuyết về chính sách cổ tức (Dividend Policy Theories)	Lý thuyết M&M (M&M Theory) Dưới điều kiện thị trường hoàn hảo thì quyết định chi trả cổ tức không ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp. Lý thuyết nắm giữ tiền mặt (Birds-in-hand Theory) Doanh nghiệp hoạt động tốt có thể gia tăng chi trả cổ tức. Doanh nghiệp với rủi ro cao ít chi trả cổ tức. Lý thuyết tín hiệu (Signalling Theory)	Chỉ ra ảnh hưởng của chính sách cổ tức đến hoạt động doanh nghiệp. <u>Nhận xét:</u> sử dụng để đánh giá ảnh hưởng của chính sách cổ tức đến hiệu quả hoạt động và đầu tư quá mức.

Lý thuyết	Nội dung	Nhận xét
	Chi trả cổ tức là tín hiệu tốt mà doanh nghiệp gửi đến thị trường.	
Lý thuyết lợi nhuận động (Dynamic Theory of Profit)	Lợi nhuận chỉ tồn tại ở trạng thái động khi mà các yếu tố trong xã hội liên tục thay đổi chẳng hạn như quy mô dân số, vốn, kỹ thuật, ngành, và kỳ vọng.	Chỉ ra mối quan hệ động của lợi nhuận (sự phụ thuộc của lợi nhuận hiện tại vào lợi nhuận quá khứ). <i>Nhận xét: sử dụng để đưa ra mô hình động về các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động.</i>

Nguồn: Tổng hợp các nghiên cứu lý thuyết của tác giả.

Tóm lại, tác giả đã trình bày các lý thuyết nền tảng quan trọng giúp lý giải cho mối quan hệ giữa các yếu tố trong nghiên cứu. Đầu tiên, dựa trên lý thuyết đại diện và lý thuyết bất cân xứng thông tin, nghiên cứu chỉ ra được hành vi đầu tư bất thường của doanh nghiệp. Sự xung đột đại diện giữa nhà quản trị và chủ sở hữu tạo điều kiện cho nhà quản trị gia tăng đầu tư nhằm mở rộng khả năng kiểm soát doanh nghiệp và nâng cao lợi ích cá nhân. Ngoài ra, bất cân xứng thông tin khiến cho chủ sở hữu không nắm rõ thông tin về tình hình hoạt động của doanh nghiệp. Từ đó, chủ sở hữu không thể can thiệp kịp thời để hạn chế vấn đề đại diện. Dựa trên nền tảng lập luận này, tác giả chỉ ra hành vi đầu tư quá mức của doanh nghiệp nảy sinh từ vấn đề đại diện. Khi nhà quản trị gia tăng đầu tư quá mức cần thiết vì mục đích cá nhân thì các dự án đầu tư này được xem là kém hiệu quả và ảnh hưởng xấu đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Các lý thuyết về cấu trúc vốn và chính sách cổ tức được đưa ra nhằm giải thích ảnh hưởng của chính sách tài trợ và chính sách cổ tức đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Tuy nhiên, lý thuyết dòng tiền tự do lại giúp lý giải cho tác động điều tiết của chính sách tài trợ và chính sách cổ tức đối với vấn đề đầu tư quá mức. Việc gia tăng vay nợ và chi trả cổ tức khiến cho dòng tiền tự do của doanh nghiệp giảm. Mà dòng tiền tự do là công cụ mà nhà quản trị có thể sử dụng để gia tăng đầu tư. Chính vì vậy, chính sách tài trợ và chính sách cổ tức có thể điều tiết ảnh hưởng của đầu tư quá mức lên hiệu quả hoạt động. Cuối cùng, tác giả trình bày lý thuyết lợi nhuận động để chỉ ra ảnh hưởng của lợi nhuận trong quá khứ đến lợi nhuận hiện tại của doanh nghiệp, từ đó làm nền tảng cho việc ứng dụng tiếp cận động cho mô hình nghiên cứu.

2.3. Tổng quan các nghiên cứu thực nghiệm và khoảng trống nghiên cứu

Trong phần này, tác giả trình bày các nghiên cứu trước đây lý giải cho mối quan hệ giữa đầu tư, chính sách tài trợ, và chính sách cổ tức đối với hiệu quả hoạt động. Ngoài ra, tác giả còn tổng hợp các nghiên cứu chỉ ra ảnh hưởng của chính sách tài trợ và chính sách cổ tức đến đầu tư của doanh nghiệp cũng như các khoảng trống nghiên cứu để đưa ra cơ sở cho phần giả thuyết nghiên cứu sau đó.

2.3.1. Đầu tư quá mức và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp

Xét trên phạm vi quốc gia, chính sách đầu tư phù hợp giúp thúc đẩy tăng trưởng kinh tế và mở rộng thị trường lao động ([Grazzi và cộng sự, 2016](#)). Còn đối với doanh

ngành, chính sách đầu tư, nếu được thực thi một cách hiệu quả, giúp góp phần vào mục tiêu đa hóa lợi nhuận của doanh nghiệp. Gia tăng đầu tư của doanh nghiệp đi kèm với việc mở rộng dây chuyền sản xuất, thay thế máy cũ bằng máy mới, và ứng dụng công nghệ ([Licandro và cộng sự, 2004](#); [Nilsen và cộng sự, 2009](#)). Đầu tư vào nghiên cứu và phát triển (R&D) cũng đi kèm với việc gia tăng năng suất và lợi nhuận của doanh nghiệp.

Trong tiến trình đưa ra quyết định đầu tư, nhà quản trị đóng vai trò chính yếu. Quyết định đầu tư thường hiệu quả khi không tồn tại xung đột lợi ích nghiêm trọng giữa chủ sở hữu và nhà quản trị. Tuy nhiên, nhà quản trị thường hành động vì lợi ích của mình nhằm mở rộng khả năng quản lý đối với tài sản của doanh nghiệp thay vì tối đa hóa lợi ích của chủ sở hữu ([Gaver & Gaver, 1993](#); [M. C. Jensen, 1986](#); [M. C. Jensen & Meckling, 1976](#)). Trong trường hợp hành vi của nhà quản trị được kiểm soát bởi chủ sở hữu hay các bên có liên quan thì nhà quản trị sẽ ngần ngại trong việc thực hiện các dự án đầu tư hay thậm chí bỏ qua các dự án đầu tư sinh lợi. Điều này gây ra vấn đề đầu tư dưới mức của doanh nghiệp. Nếu hành vi của nhà quản trị bị kiểm soát lỏng lẻo thì nhà quản trị dễ dàng tận dụng quyền tự quyết đối với dòng tiền để mở rộng quyền điều hành của họ với nguồn lực của doanh nghiệp thông qua gia tăng đầu tư, thậm chí đầu tư vào các dự án không sinh lợi. Điều này dẫn đến hành vi đầu tư quá mức của doanh nghiệp ([R. Brealey & Franks, 2009](#)). [Guariglia & Yang \(2016\)](#) đánh giá tác động đầu tư đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp khi chỉ ra hai dạng đầu tư kém hiệu quả là đầu tư dưới mức và đầu tư quá mức. Đầu tư tối ưu được xem là đầu tư hiệu quả và giúp nâng cao hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Trong khi đó cả đầu tư dưới mức và đầu tư quá mức đều làm suy giảm hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp ([Farooq và cộng sự, 2014](#); [K. S. Lee & Jeon, 2021](#); [N. Liu & Bredin, 2010](#); [X. Shi và cộng sự, 2021](#); [Titman và cộng sự, 2004](#)).

[Farooq và cộng sự \(2015\)](#) khi kiểm tra mô hình dữ liệu bảng điều khiển (kiểm tra LM, kiểm tra Hausman, kiểm tra hiệu ứng không cố định), sử dụng phương pháp hồi quy hiệu ứng cố định trong phân tích. Kết quả của họ cho thấy 52% doanh nghiệp trong mẫu đang tham gia vào các dự án đầu tư thích hợp, 29% doanh nghiệp đang đầu tư quá mức, trong khi 19% doanh nghiệp không đầu tư. Đầu tư quá mức tối đa đang diễn ra trong lĩnh vực Vật liệu cơ bản trong khi đầu tư dưới mức tối đa đang diễn ra trong lĩnh

vực Chăm sóc sức khỏe. Các thử nghiệm sâu hơn cho thấy cả đầu tư quá mức và đầu tư dưới mức đều có tác động tiêu cực nghiêm trọng đến hoạt động của công ty. [Richardson \(2006\)](#), xem xét mức độ đầu tư quá mức của công ty đối với dòng tiền tự do. Sử dụng khuôn khổ kế toán đo lường hàm đầu tư bằng ước lượng tính toán phần dư từ mô hình để đo lường đầu tư quá mức và dòng tiền tự do, đã tìm thấy bằng chứng phù hợp với các giải thích về chi phí đại lý. Đầu tư quá mức tập trung ở các công ty có dòng tiền tự do cao nhất. Các thử nghiệm sâu hơn sẽ xem xét liệu cấu trúc quản trị của các công ty có liên quan đến việc đầu tư quá mức vào dòng tiền tự do hay không. Bằng chứng cho thấy rằng một số cấu trúc quản trị nhất định, chẳng hạn như sự hiện diện của các cổ đông hoạt động, dường như làm giảm thiểu đầu tư quá mức.

2.3.2. Tác động của chính sách tài trợ và chính sách cổ tức đến hiệu quả hoạt động

2.3.2.1. Chính sách tài trợ và hiệu quả hoạt động

Đòn bẩy tài chính có tác động như thế nào đối với hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp là một trong những câu hỏi mà rất nhiều nhà khoa học đã tìm cách trả lời thông qua các nghiên cứu của mình. Dù kết quả nghiên cứu giữa các tác giả có sự khác nhau qua từng giai đoạn và phạm vi nghiên cứu tuy nhiên nhìn chung thì kết quả hình thành ba kết luận là (1) đòn bẩy tài chính không tác động tới hiệu quả của doanh nghiệp, (2) đòn bẩy tài chính giúp doanh nghiệp hoạt động hiệu quả hơn, và (3) đòn bẩy tài chính làm doanh nghiệp hoạt động kém hiệu quả.

Trong nghiên cứu về chi phí vốn và hoạt động đầu tư của các doanh nghiệp tại Mỹ, [Modigliani & Miller \(1958\)](#) chỉ ra đòn bẩy tài chính không tác động tới giá trị của doanh nghiệp với giả định là thị trường vốn hoàn hảo. Từ kết quả nghiên cứu, tác giả đưa ra lý thuyết M&M đề cập tới sự không liên quan của cấu trúc vốn tới giá trị của doanh nghiệp (Capital Structure Irrelevance Hypothesis). Lý thuyết này sau đó phần nào được ủng hộ bởi một số bài nghiên cứu thực nghiệm tại các thị trường khác nhau và trong các giai đoạn khác nhau. [Krishnan & Moyer \(1997\)](#) nghiên cứu các doanh nghiệp tại Malaysia, Hong Kong, và Singapore và chỉ ra hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp không bị chi phối bởi đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp. Trong nghiên cứu gần đây thì [Phillips & Sipahioglu \(2004\)](#) cũng không tìm thấy mối quan hệ có ý nghĩa giữa tỷ lệ nợ trong cấu trúc vốn và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Dù lý thuyết M&M có cơ sở và giả định riêng của nó và cũng được ủng hộ bởi một số kết quả nghiên cứu thực nghiệm nhưng đôi khi lý thuyết này cũng có một số điểm bất hợp lý so với tình hình thực tế. Trên thực tế thì rất khó để thị trường vốn đạt được trạng thái hoàn hảo và nếu có đạt được thì trạng thái này diễn ra cũng rất nhanh và khó quan sát được khiến giả định về thị trường vốn hoàn hảo đã làm cho lý thuyết của [Modigliani & Miller \(1958\)](#) không phù hợp trên thực tế. Ngoài ra, khi quan sát động thái hoạt động của các doanh nghiệp cho thấy doanh nghiệp khá quan tâm tới việc lựa chọn cấu trúc vốn của mình vì cấu trúc vốn sẽ ảnh hưởng tới mức nợ mà doanh nghiệp sử dụng, mức thuế mà doanh nghiệp phải trả, và rủi ro mà doanh nghiệp phải gánh chịu. Doanh nghiệp thường hay xem xét những yếu tố này với mục đích là tối ưu hóa giá trị của công ty và tối thiểu hóa chi phí vốn phải sử dụng từ đó giúp doanh nghiệp hoạt động hiệu quả hơn. Điều này cho thấy đòn bẩy tài chính chắc hẳn phải có ảnh hưởng nhất định tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp thì doanh nghiệp mới quan tâm nhiều đến yếu tố này như vậy. Nếu đòn bẩy tài chính thực sự không có tác động theo lý thuyết M&M thì việc tập trung phân tích để đưa ra quyết định cấu trúc vốn của doanh nghiệp có lẽ không có ý nghĩa và sẽ lãng phí rất nhiều nguồn lực.

Sự thất bại của lý thuyết M&M tạo tiền đề cho các lý thuyết khác ra đời, trong đó nổi lên hai lý thuyết là “Lý thuyết Đánh Đổi” (Trade-off Theory) và “Lý thuyết Trật Tự Phân Hạng” (Pecking-order Theory). Lý thuyết Đánh Đổi thì ủng hộ đối với việc gia tăng tỷ lệ nợ trong cấu trúc vốn để gia tăng hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Ngược lại, lý thuyết Trật Tự Phân Hạng thì lại cho rằng doanh nghiệp hoạt động hiệu quả khi đòn bẩy tài chính thấp. Nói tóm lại cả hai lý thuyết này đều đề cập đến việc đòn bẩy tài chính sẽ có ảnh hưởng nhất định lên hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Đòn bẩy tài chính liên quan tới việc doanh nghiệp sẽ tài trợ cho cấu trúc vốn của mình bằng bao nhiêu là nợ và bao nhiêu là vốn chủ sở hữu. Chính việc phân chia tỷ lệ nợ và vốn chủ sở hữu trong cấu trúc vốn của mình mà doanh nghiệp có thể đạt được hiệu quả thông qua hoạt động đầu tư cũng như tiết kiệm chi phí và nguồn lực của doanh nghiệp. Nghiên cứu của [Nerlove \(1968\)](#) về các nhân tố tác động đến lợi nhuận trên mỗi cổ phần của doanh nghiệp tại Mỹ từ 1950 đến 1964, nghiên cứu của [Baker \(1973\)](#) đối với lợi nhuận và rủi ro của doanh nghiệp thuộc các ngành khác nhau trong nền kinh tế

Mỹ trong giai đoạn 10 năm, và nghiên cứu của [Petersen & Rajan \(1994\)](#) với mẫu nghiên cứu gồm 3404 doanh nghiệp tại Mỹ được phân theo các ngành khác nhau có cùng kết quả nghiên cứu là đòn bẩy tài chính có mối tương quan đối với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. [Champion \(1999\)](#) cũng cho rằng sử dụng đòn bẩy tài chính là một cách giúp doanh nghiệp cải thiện hoạt động kinh doanh của mình. [Hadlock & James \(2002\)](#) tìm thấy trong mẫu nghiên cứu gồm 500 doanh nghiệp tại Mỹ trong giai đoạn 1980-1993, các doanh nghiệp có xu hướng sử dụng đòn bẩy tài chính trong cấu trúc vốn để gia tăng lợi nhuận trong tương lai.

Tuy nhiên, việc gia tăng đòn bẩy tài chính sẽ tác động cùng chiều hay ngược chiều đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp là một vấn đề cần phải được xem xét kỹ lưỡng vì bản thân hai lý thuyết về cấu trúc vốn đã đưa các đề xuất hoàn toàn trái chiều nhau. Lý thuyết Đánh Đổi thì cho rằng doanh nghiệp cần gia tăng đòn bẩy tài chính còn lý thuyết Trật Tự Phân Hạng thì lại ủng hộ giảm đòn bẩy tài chính để hoạt động hiệu quả hơn. Sự phức tạp về mối liên hệ giữa đòn bẩy tài chính và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp được minh chứng qua một số nghiên cứu. Sau khi phân tích cấu trúc vốn của doanh nghiệp tại Mỹ trong giai đoạn 1963-1987, [Masulis \(1983\)](#) thấy rằng gia tăng đòn bẩy tài chính có tác động cùng chiều chiều đối với giá cổ phiếu cũng như hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. [Jermias \(2008\)](#) và [Margaritis & Psillaki \(2010\)](#) giải thích rõ hơn bằng việc chỉ ra lợi ích cụ thể của đòn bẩy tài chính trong việc tạo ra lá chắn thuế cho doanh nghiệp và tạo ra các điều kiện ràng buộc từ chủ nợ, từ đó thúc đẩy doanh nghiệp hoạt động hiệu quả hơn. Tiếp cận mối quan hệ này từ khía cạnh khác, [Kyereboah-Coleman \(2007\)](#) cho rằng các doanh nghiệp sử dụng đòn bẩy tài chính cao thường tiếp xúc với các nhóm khách hàng lớn hơn và tận dụng được nhiều lợi ích kinh tế hơn là các doanh nghiệp với đòn bẩy tài chính thấp. Vì vậy, gia tăng đòn bẩy tài chính giúp doanh nghiệp hoạt động hiệu quả.

Ngược lại cũng có nhiều bài nghiên cứu ủng hộ cho tác động tiêu cực của đòn bẩy tài chính tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. [Majumdar & Chhibber \(1999\)](#) và [Gleason và cộng sự \(2000\)](#) tìm thấy tác động âm của đòn bẩy tài chính tới hoạt động của doanh nghiệp. [Graham \(2000\)](#) cho rằng quy mô và lợi nhuận của doanh nghiệp thường đi kèm với một tỷ lệ nợ thấp trong cấu trúc vốn của nó. [Hovakimian và cộng sự](#)

(2001) cũng thấy được mối tương quan ngược chiều giữa lợi nhuận và đòn bẩy tài chính nhưng lại cho rằng chính là do lợi nhuận cao và tỷ lệ nợ thấp làm tăng khả năng phát hành nợ hơn là vốn chủ sở hữu trong cấu trúc vốn của doanh nghiệp. [Singh & Faircloth \(2005\)](#) chứng minh tác động âm của đòn bẩy tài chính tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp thông qua tác động của nó đến quỹ đầu tư và phát triển. Tác giả cho rằng đòn bẩy tài chính có tác động âm tới quỹ đầu tư và phát triển của doanh nghiệp. Đòn bẩy tài chính cao thì khoản chi cho quỹ đầu tư và phát triển của doanh nghiệp càng thấp. Việc cắt giảm quỹ đầu tư và phát triển giảm sẽ làm giảm lợi nhuận và kiềm hãm cơ hội phát triển của doanh nghiệp.

Đa phần các nghiên cứu tại các quốc gia phát triển ủng hộ cho lý thuyết Đánh Đổi trừ nghiên cứu của [Fama & French \(2002\)](#) khi cho rằng các doanh nghiệp tại Mỹ trong giai đoạn 1965 – 1999 lại có xu hướng tăng lợi nhuận và giảm tỷ lệ đòn bẩy như theo lý thuyết Trật Tự Phân Hạng. Ngược lại, các nghiên cứu về lựa chọn cấu trúc vốn của doanh nghiệp tại các quốc gia đang phát triển thường ủng hộ lý thuyết Trật Tự Phân Hạng [Booth và cộng sự \(2001\)](#). Một doanh nghiệp hoạt động có lợi nhuận sẽ sử dụng lợi nhuận giữ lại cho hoạt động kinh doanh của mình thay vì sử dụng nguồn tài trợ từ nợ vay bên ngoài bởi vì nguồn này thường sẽ tiêu tốn nhiều chi phí hơn của doanh nghiệp. Vì nguyên nhân này mà doanh nghiệp với đòn bẩy tài chính thấp thường là các doanh nghiệp hoạt động hiệu quả và sinh lợi. Nghiên cứu của [Ratha và cộng sự \(2003\)](#) tại các quốc gia đang phát triển cũng chỉ ra đòn bẩy tài chính tác động âm đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. [Sogorb Mira \(2002\)](#) cũng chứng minh được lý thuyết Trật Tự Phân Hạng qua bằng chứng tăng đòn bẩy tài chính làm giảm lợi nhuận của các doanh nghiệp tại Tây Ban Nha giai đoạn 1994 – 1998. Tóm lại kết quả của các nghiên cứu phụ thuộc khá nhiều vào phạm vi và thời gian của các nghiên cứu thực nghiệm. Không phải tất cả các doanh nghiệp đều luôn theo một lý thuyết nhất định mà sẽ sử dụng linh hoạt các lý thuyết tùy thuộc điều kiện vận dụng thực tế.

Trong các nghiên cứu về tác động của đòn bẩy tài chính lên hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp trong thời gian gần đây thì đa phần các tác giả nhận ra là nguyên nhân dẫn tới tác động lúc âm lúc dương của đòn bẩy tài chính lên hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp có thể xuất phát từ loại đòn bẩy tài chính mà doanh nghiệp sử dụng: đòn

bẫy tài chính sử dụng nợ ngắn hạn và đòn bẫy tài chính sử dụng nợ dài hạn. [Ooi \(1999\)](#) cho rằng công ty với tin tốt về lợi nhuận tiềm năng trong tương lai sẽ sử dụng nhiều nợ ngắn hạn hơn trong cấu trúc vốn của nó. Những doanh nghiệp lớn có lợi nhuận cao thường sử dụng nợ dài hạn trong cấu trúc vốn của nó. [De Mesquita & Lara \(2003\)](#) thấy rằng trong khi nợ ngắn hạn có tác động dương thì nợ dài hạn có tác động âm tới lợi nhuận của doanh nghiệp khi nghiên cứu các doanh nghiệp tại Brazil. [Abor \(2005\)](#) đã sử dụng mẫu nghiên cứu gồm 22 doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Ghana trong giai đoạn 5 năm từ 1988 tới 2002 và phát hiện ra tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản tỷ lệ thuận với lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp trong khi đó tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản và tỷ lệ tổng nợ trên tổng tài sản tỷ lệ nghịch với lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu. [R. B. A. Saeed & Badar \(2013\)](#) cũng ủng hộ cho những nghiên cứu trước đó bằng các bằng chứng cho mối quan hệ dương giữa nợ ngắn hạn với ROA và mối quan hệ âm giữa nợ dài hạn với ROA và ROE. Khác với những nghiên cứu trước đó, [Salawu và cộng sự \(2012\)](#) lại chỉ ra mối quan hệ dương có ý nghĩa giữa nợ dài hạn và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. [F.-M. Chang và cộng sự \(2014\)](#) ủng hộ cho kết quả của [Salawu và cộng sự \(2012\)](#) khi tìm thấy tác động âm của nợ ngắn hạn tới các chỉ số kế toán và tác động dương của nợ dài hạn tới các chỉ số thị trường dùng để đo lường hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Việc phân đòn bẫy tài chính thành đòn bẫy tài chính sử dụng nợ ngắn hạn và đòn bẫy tài chính sử dụng nợ dài hạn đôi khi làm mất đi tính tổng quát tác động của đòn bẫy tài chính khi có doanh nghiệp thì sử dụng nhiều nợ ngắn hạn trong khi có doanh nghiệp lại sử dụng nhiều nợ dài hạn trong cấu trúc vốn của mình. Bên cạnh đó mức độ nợ qua từng năm cũng có sự khác biệt nên một số nghiên cứu vẫn giữ lại đòn bẫy kinh doanh sử dụng tổng nợ để xem xét chung với đòn bẫy kinh doanh tính toán bằng nợ ngắn hạn và nợ dài hạn. [Ebaid \(2009\)](#) cho rằng không những nợ dài hạn mà tổng nợ cũng có tác động nghịch lên lợi nhuận trên tổng tài sản. Tuy nhiên, đối với lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu thì hai loại nợ này lại không có tác động ý nghĩa. [M. M. Saeed và cộng sự \(2013\)](#) thì cho rằng nợ ngắn hạn và tổng nợ trong cấu trúc vốn của doanh nghiệp đều có tác động cùng chiều tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp và nợ dài hạn lại tác động ngược chiều đến tỷ lệ lợi nhuận trên tổng tài sản, tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu, và lợi nhuận trên mỗi cổ phần. Kết quả nghiên cứu khác nhau về tác động của tổng nợ lên hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp

phần nào chỉ ra tùy vào những điều kiện và môi trường hoạt động khác nhau của doanh nghiệp mà đòn bẩy tài chính sẽ đem lại tác động cùng chiều hay ngược chiều đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp ([Krishnan & Moyer, 1997](#); [Simerly & Li, 2000](#)).

Bên cạnh các nghiên cứu về mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp trên thế giới thì cũng có một số bài nghiên cứu tiêu biểu cho các doanh nghiệp tại Việt Nam. Chẳng hạn nghiên cứu của [Oanh \(2017\)](#) sử dụng phương pháp hồi quy dữ liệu bảng và hồi quy phân vị cho mẫu số liệu gồm 81 doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2009 – 2015 và tìm ra kết quả là đòn bẩy tài chính có tác động dương tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Khi sử dụng phương pháp hồi quy phân vị thì tác giả thấy rằng khi di chuyển lên các phân vị cao hơn thì tác động dương của đòn bẩy tài chính đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp càng mạnh.

2.3.2.2. Chính sách cổ tức và hiệu quả hoạt động

Bên cạnh đòn bẩy tài chính thì chính sách chi trả cổ tức cũng là một trong những quyết định quan trọng có ảnh hưởng trực tiếp đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Chính sách cổ tức đề cập tới tỷ lệ lợi nhuận mà doanh nghiệp dùng để chi trả cho cổ đông của doanh nghiệp. Nếu doanh nghiệp chi trả nhiều cổ tức thì có khả năng là doanh nghiệp đang hoạt động hiệu quả và kiếm được nhiều lợi nhuận. Tuy nhiên, không phải cứ chi trả nhiều cổ tức là doanh nghiệp hoạt động hiệu quả hơn. Nếu doanh nghiệp dùng tiền vay nợ để gia tăng cổ tức chi trả thì doanh nghiệp sẽ hoạt động kém hiệu quả và rơi vào khủng hoảng nợ và có nguy cơ phá sản. Mặt khác chi trả cổ tức quá nhiều cũng làm giảm đi khoản lợi nhuận giữ lại mà doanh nghiệp có thể dùng cho các hoạt động đầu tư giúp gia tăng lợi nhuận của doanh nghiệp trong tương lai. Nhìn chung, kết quả của các bài nghiên cứu thực nghiệm cho thấy chính sách cổ tức có thể không tác động, tác động dương, hay là tác động âm tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Khi đề cập tới vấn đề không liên quan giữa chính sách cổ tức và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp thì không thể nào không đề cập tới bài viết tiêu biểu của [M. H. Miller & Modigliani \(1961\)](#). Hai tác giả chứng minh trong điều kiện thị trường hoàn hảo thì chính sách cổ tức không ảnh hưởng tới giá trị của doanh nghiệp. Tuy nhiên, trên thực tế, chính sách cổ tức vẫn có ảnh hưởng nhất định nào đó khi mà vấn đề thông tin

bất cân xứng giữa nhà quản trị và nhà đầu tư hay giữa nhà quản trị và chủ sở hữu luôn tồn tại trong doanh nghiệp.

Xét về tác động cùng chiều của chính sách cổ tức tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp có một số nghiên cứu sau đây. [Fama & Babiak \(1968\)](#) nhận định rằng chính sách chi trả cổ tức có tác động tới lợi nhuận hàng năm của doanh nghiệp và doanh nghiệp chỉ tăng cổ tức khi mà doanh nghiệp tự tin là có thể chi trả cổ tức cao hơn trong tương lai. Điều này minh chứng cho khả năng hoạt động hiệu quả và sinh lợi của doanh nghiệp khi đưa ra quyết định chi trả cổ tức. [Pruitt & Gitman \(1991\)](#) sử dụng mẫu nghiên cứu gồm 1000 doanh nghiệp lớn nhất tại Mỹ trong năm 1988, đã chứng minh lợi nhuận của doanh nghiệp trong quá khứ và ở thời điểm hiện tại là nhân tố quan trọng đối với chính sách chi trả cổ tức của doanh nghiệp. Ngoài ra, nghiên cứu cũng chỉ ra mối quan hệ giữa biến động trong lợi nhuận và chính sách cổ tức của doanh nghiệp. Doanh nghiệp với lợi nhuận ổn định sẽ chi trả nhiều cổ tức hơn các doanh nghiệp có lợi nhuận biến động thường xuyên. Với cùng bằng chứng tìm được, [Arnott & Asness \(2003\)](#) khẳng định rằng doanh nghiệp chi trả cổ tức ít thường có tăng trưởng lợi nhuận thấp hơn những doanh nghiệp chi trả nhiều cổ tức. Bằng cách sử dụng hai chỉ số đo lường hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp là ROA và Tobin's Q, [Ricardo \(2005\)](#) nghiên cứu 65 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết tại Argentina trong giai đoạn 2000-2003 và tìm thấy mối quan hệ dương giữa chính sách cổ tức và hai biến nghiên cứu này.

Trong nghiên cứu sau đó, [Amidu & Abor \(2006\)](#) cũng chỉ ra tác động dương của tỷ lệ chi trả cổ tức tới hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp tại Ghana. [Ben Naceur và cộng sự \(2006\)](#) giải thích mối quan hệ đồng biến giữa tỷ lệ chi trả cổ tức và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp thông qua dòng tiền và số lượng nhà đầu tư của doanh nghiệp. Tác giả thấy rằng những doanh nghiệp chi trả cổ tức thường có lợi nhuận cao và ổn định cũng như có khả năng quản lý dòng tiền lớn rất tốt. Hơn nữa những doanh nghiệp mà chi trả cổ tức để thu hút nhà đầu tư thường là các doanh nghiệp tăng trưởng nhanh và hoạt động hiệu quả. Hai điều trên chứng minh cho tác động cùng chiều của chính sách cổ tức đối với hoạt động của doanh nghiệp. [Irala \(2006\)](#) cho rằng có mối tương quan thuận chiều giữa chi trả cổ tức và lợi nhuận, quy mô, và khả năng tăng trưởng của các doanh nghiệp. [Michayluk và cộng sự \(2019\)](#) cũng chứng minh các doanh

ngành lớn, nhiều lợi nhuận, và dòng tiền cũng như tăng trưởng cao thường là những doanh nghiệp chi trả cổ tức cho các doanh nghiệp tại Canada. [Akhigbe & Madura \(2008\)](#) lại cho rằng tác động có lợi của chi trả cổ tức của doanh nghiệp không nằm trong ngắn hạn mà có lợi cho doanh nghiệp trong dài hạn. [Howatt và cộng sự \(2009\)](#) sử dụng chỉ số lợi nhuận trên mỗi cổ phần để chứng minh tính hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp và kết luận là sự thay đổi tích cực trong cổ tức chi trả sẽ đi kèm với sự gia tăng trong lợi nhuận trên mỗi cổ phần của doanh nghiệp.

[Valentin \(2014\)](#) chứng minh được mối quan hệ dương của chính sách cổ tức đối với các chỉ số hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp khác nhau như lợi nhuận ròng biên, ROA, và Tobin's Q. ([Ouma, 2012](#)) và [Yegon và cộng sự \(2014\)](#) cùng nghiên cứu hoạt động của các doanh nghiệp tại Kenya và cho rằng chính sách chi trả cổ tức có tác động cùng chiều đến lợi nhuận hoạt động, hoạt động đầu tư, và lợi nhuận trên mỗi cổ phần của doanh nghiệp. Nghiên cứu đề xuất là doanh nghiệp nên sử dụng chính sách chi trả cổ hợp lý để gia tăng hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp và giá trị của cổ đông. [Adediran & Alade \(2013\)](#) cũng cho rằng doanh nghiệp nên có chính sách cổ tức thích hợp để củng cố lợi nhuận của mình khi nghiên cứu tác động của chính sách cổ tức tới hiệu quả hoạt động của 25 doanh nghiệp niêm yết tại Nigeria trong năm 2010.

Xét về tác động tiêu cực của chính sách cổ tức đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, [Amidu \(2007\)](#) nghiên cứu các doanh nghiệp tại Ghana và thấy rằng chính sách cổ tức có tác động tiêu cực tới lợi nhuận trên tổng tài sản. [Maladjian & Khoury \(2014\)](#) đề chính sách cổ tức có mối quan hệ âm đối với lợi nhuận của doanh nghiệp khi mà doanh nghiệp sử dụng cổ tức chi trả cho nhà đầu tư thay vì đầu tư vào các dự án có lợi nhuận.

Tại Việt Nam, cũng có một số nghiên cứu về tác động của chính sách cổ tức lên hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. [T. Nguyen và cộng sự \(2020\)](#) nghiên cứu tác động của chính sách cổ tức tới hiệu quả hoạt động của nhóm công ty hoạt động trong lĩnh vực sản xuất – kinh doanh niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2009 – 2013. Bài nghiên cứu sử dụng dữ liệu bảng và chạy mô hình hồi quy tác động cố định với các biến phụ thuộc là ROE, ROA, và Tobin's Q. Kết quả nghiên cứu chỉ ra động thái chi trả cổ tức sẽ làm cho doanh nghiệp hoạt động tốt hơn nhưng

tăng tỷ lệ chi trả cổ tức sẽ làm cho khả năng hoạt động của doanh nghiệp giảm xuống. Một nghiên cứu khác của [Giang & Tuan \(2016\)](#) về mối quan hệ giữa chi trả cổ tức và giá trị thị trường của 17 doanh nghiệp niêm yết trong ngành công nghiệp thực phẩm trong giai đoạn 2010-2014 tại Việt Nam tìm thấy một số nhân tố có thể áp dụng về mặt thực nghiệm trong tài chính doanh nghiệp và quản lý niêm yết cổ phiếu trong thị trường chứng khoán Việt Nam. Bài nghiên cứu phát triển một mô hình giải thích phản ánh giá trị thị trường của doanh nghiệp trong ngành công nghiệp thực phẩm và nước giải khát tại thị trường chứng khoán Việt Nam trong mối quan hệ đối với chi trả cổ tức của doanh nghiệp. Nghiên cứu chỉ ra các doanh nghiệp sẽ trở nên thu hút hơn trong thị trường chứng khoán nếu những doanh nghiệp này chi trả cổ tức bằng tiền mặt, đạt được lợi nhuận ròng cao, và huy động tỷ lệ vay nợ ít tại mức chi phí huy động thấp.

Bảng 2.3. Tổng hợp các nghiên cứu thực nghiệm về đầu tư, chính sách tài trợ, và chính sách cổ tức đối với hiệu quả hoạt động

Nghiên cứu	Kết quả
Đầu tư và hiệu quả hoạt động	
Grazzi và cộng sự (2016)	Chính sách đầu tư phù hợp sẽ thúc đẩy tăng trưởng kinh tế và mở rộng thị trường lao động.
Nilsen và cộng sự (2008)	Gia tăng đầu tư đồng nghĩa với ứng dụng công nghệ mới, thay thế máy cũ bằng máy mới, và mở rộng dây chuyền sản xuất mà giúp nâng cao năng suất của doanh nghiệp
Guariglia & Yang (2016)	Đầu tư dưới mức là do vấn đề hạn chế tài chính còn đầu tư quá mức là do dòng tiền tự do quá nhiều, và cả hai đều xuất phát từ vấn đề đại diện.
Jensen & Meckling (1976)	Nhà quản trị thường hành động vì lợi ích của họ với mục đích của việc mở rộng quyền điều hành của mình đối với tài sản của doanh nghiệp thay vì đưa ra quyết định để tối đa hóa lợi ích của chủ sở hữu.
Brealey & Franks (2009)	Dưới điều kiện kiểm soát lỏng lẻo thì nhà quản trị dễ dàng sử dụng quyền tự quyết của mình để mở rộng nguồn lực tài chính của doanh nghiệp dưới sự quản lý của họ

Nghiên cứu	Kết quả
	bằng cách đầu tư vào các dự án với giá trị NPV âm, dẫn đến vấn đề đầu tư quá mức.
Liu & Bredin (2010)	Ngoại trừ đầu tư tối ưu là tốt đối với hiệu quả hoạt động thì đầu tư quá mức và đầu tư dưới mức đều có hại đối với doanh nghiệp.
Grazzi và cộng sự (2016)	Chính sách đầu tư phù hợp sẽ thúc đẩy tăng trưởng kinh tế và mở rộng thị trường lao động.
Chính sách tài trợ và hiệu quả hoạt động	
Singh & Faircloth (2005)	Đòn bẩy tài chính tác động âm đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp do tác động của nó lên quỹ đầu tư và phát triển.
Ratha, Mohapatra, & Suttle (2003)	Đòn bẩy tài chính tác động âm đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp
Abor (2005)	Tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản tỷ lệ thuận với lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp trong khi đó tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản và tỷ lệ tổng nợ trên tổng tài sản lại tỷ lệ nghịch với lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu.
Saeed & Badar (2013)	Nợ ngắn hạn có mối quan hệ dương với ROA. Ngược lại, nợ dài hạn có mối quan hệ âm với ROA.
Salawu, Asaolu, & Yinusa (2012)	Mối quan hệ dương có ý nghĩa giữa nợ dài hạn và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp
Salawu và cộng sự (2012)	Nợ ngắn hạn có tác động âm trong khi đó nợ dài hạn lại có tác động dương đến hiệu quả hoạt động.
Ebid (2009)	Cả nợ dài hạn và tổng nợ đều có tác động nghịch lên lợi nhuận trên tổng tài sản.
Saeed, Gull, & Rasheed (2013)	Nợ ngắn hạn và tổng nợ có mối quan hệ cùng chiều tới hiệu quả hoạt động. Ngược lại, nợ dài hạn lại tác động ngược chiều.

Nghiên cứu	Kết quả
Simerly & Li (2000)	Tác động cùng chiều hay ngược chiều của đòn bẩy tài chính đến hiệu quả hoạt động phụ thuộc vào điều kiện và môi trường hoạt động của doanh nghiệp.
Oanh (2017)	Đòn bẩy tài chính có tác động dương đến hiệu quả hoạt động.
Chính sách cổ tức và hiệu quả hoạt động	
Arnott & Asness (2003)	Doanh nghiệp chi trả cổ tức ít thường có tăng trưởng lợi nhuận thấp hơn những doanh nghiệp mà chi trả nhiều cổ tức.
Amidu & Abor (2006)	Tác động dương của tỷ lệ chi trả cổ tức tới hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp tại Ghana
Ben Naceur, Goaied, & Belanes (2006)	Mối quan hệ đồng biến giữa tỷ lệ chi trả cổ tức và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp thông qua dòng tiền và số lượng nhà đầu tư của doanh nghiệp
Irala & Reddy (2006)	Có mối tương quan thuận chiều giữa chi trả cổ tức và lợi nhuận.
Michayluk và cộng sự (2007)	Doanh nghiệp quy mô lớn, nhiều lợi nhuận, và tăng trưởng cao thường là những doanh nghiệp chi trả cổ tức cao.
Akhigbe & Madura (2008)	Chi trả cổ tức có lợi đối với doanh nghiệp trong ngắn hạn và dài hạn.
Howatt và cộng sự (2009)	Sự thay đổi tích cực trong cổ tức đi kèm với sự gia tăng trong lợi nhuận trên mỗi cổ phần của doanh nghiệp.
Costea Valentin (2012)	Mối quan hệ dương của chính sách cổ tức đối với hiệu quả hoạt động.
Yegon, Cheruiyot, & Sang (2014)	Chính sách cổ tức có tác động cùng chiều đến lợi nhuận hoạt động.
Adediran & Alade (2013)	Doanh nghiệp nên có chính sách cổ tức thích hợp để củng cố lợi nhuận của mình.

Nghiên cứu	Kết quả
Amidu (2007)	Chính sách cổ tức có tác động tiêu cực tới lợi nhuận trên tổng tài sản
Maladjian & El Khoury (2014)	Chính sách cổ tức có mối quan hệ âm đối với lợi nhuận doanh nghiệp.

Nguồn: Tổng hợp nghiên cứu thực nghiệm của tác giả.

2.3.3. Tác động của chính sách tài trợ và chính sách cổ tức đến đầu tư quá mức của doanh nghiệp

Trong phần này, tác giả trình bày các nghiên cứu đề cập đến ảnh hưởng của chính sách tài trợ và chính sách cổ tức đến hoạt động đầu tư của doanh nghiệp. [D'Mello & Miranda \(2010\)](#) đánh giá vai trò của chính sách tài trợ đối với đầu tư bất thường của doanh nghiệp. Nghiên cứu cho rằng, khi không sử dụng đòn bẩy tài chính thì doanh nghiệp có xu hướng duy trì dòng tiền cao và ngược lại, khi doanh nghiệp sử dụng đòn bẩy tài chính thì dòng tiền của doanh nghiệp có xu hướng giảm. Như vậy, trong trường hợp doanh nghiệp có biểu hiện hành vi đầu tư quá mức với dòng tiền tự quyết cao thì các ràng buộc khi sử dụng nợ vay sẽ giúp hạn chế vấn đề đầu tư quá mức vì nợ làm giảm đi nguồn quỹ tự quyết dưới sự quản lý của nhà quản trị. Từ đó, nghiên cứu thấy rằng giảm đầu tư quá mức có tác động tốt đến giá trị cổ phần của doanh nghiệp. Cuối cùng, nghiên cứu ủng hộ việc cần phải giảm đầu tư quá mức.

[Yeo \(2018\)](#) chỉ ra vai trò của chính sách cổ tức đối với dòng tiền và hoạt động đầu tư của doanh nghiệp. Nghiên cứu cho rằng dòng tiền tự do lớn là yếu tố giúp doanh nghiệp gia tăng đầu tư sử dụng quan điểm của lý thuyết đại diện để giải thích cho hành vi của nhà quản trị. Tuy nhiên, chính sách cổ tức, cụ thể gia tăng chi trả cổ tức, làm giảm dòng tiền để gia tăng đầu tư của doanh nghiệp. Vì vậy, chính sách cổ tức cũng giúp giảm thiểu vấn đề đầu tư quá mức. Cũng dựa trên nền tảng của lý thuyết đại diện, [Xu & Xu \(2019\)](#) đánh giá sự can thiệp của chính sách cổ tức và mối quan hệ giữa dòng tiền và độ nhạy của đầu tư. Nghiên cứu cho rằng khi nguồn vốn nội bộ cao hơn mức cần thiết cho hoạt động đầu tư thì vấn đề đại diện sẽ dẫn đến hành vi đầu tư quá mức của doanh nghiệp. Trong trường hợp này, gia tăng chi trả cổ tức giúp giảm sự phụ thuộc của nhà quản trị vào nguồn vốn nội bộ từ đó hạn chế đầu tư quá mức. Ngoài ra, nghiên

cứu còn nhấn mạnh vấn đề đầu tư dưới mức gây ra do hạn chế tài chính. Trong trường hợp này, gia tăng chi trả cổ tức khiến cho sự thiếu hụt nguồn quỹ của doanh nghiệp trầm trọng hơn, dẫn đến doanh nghiệp hoạt động kém hiệu quả hơn. V v y

Khác với các nghiên cứu trước, [López-de-Foronda và cộng sự \(2019\)](#) nghiên cứu ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính lên đầu tư quá mức dựa trên tính thanh khoản của hệ thống tài chính sử dụng bộ dữ liệu gồm 12.400 doanh nghiệp từ 25 quốc gia OECD trong giai đoạn 2003 – 2014. Dựa trên kết quả nghiên cứu, tính thanh khoản của hệ thống tài chính cao hàm ý rằng doanh nghiệp có thể dễ dàng tiếp cận với nguồn vốn bên ngoài để gia tăng đòn bẩy tài chính. Nguồn vốn cao từ tài trợ bên ngoài chính là nguyên nhân làm trầm trọng thêm vấn đề đầu tư quá mức của doanh nghiệp. Như vậy, nghiên cứu này chỉ ra ảnh hưởng của nguồn quỹ bên ngoài thông qua đòn bẩy tài chính tác động lên đầu tư quá mức. Trong khi đó, các nghiên cứu trước đây tập trung vào nguồn quỹ nội bộ ảnh hưởng đến đầu tư quá mức dưới sự can thiệp của đòn bẩy tài chính.

Cũng tiếp cận từ phía chính sách tài trợ vay, [J. Jiang và cộng sự \(2019\)](#) chỉ ra ảnh hưởng của cấu trúc vốn đến đầu tư doanh nghiệp dựa trên dữ liệu gồm các doanh nghiệp niêm yết tại Trung Quốc trong giai đoạn 2005 – 2016. Nghiên cứu cho rằng việc tái cấu trúc nợ giúp nâng cao hiệu quả đầu tư đối với doanh nghiệp. Tái cấu trúc nợ giúp gia tăng tỷ lệ nợ vì vậy doanh nghiệp có thể tiếp cận với nguồn quỹ nhiều hơn để gia tăng đầu tư của mình. Điều này làm trầm trọng hơn vấn đề đầu tư quá mức. Tương tự, khi nghiên cứu 337 doanh nghiệp niêm yết tại Hàn Quốc trong giai đoạn 2008 – 2017, [Cho và cộng sự \(2019\)](#) cho rằng tỷ lệ nợ càng cao khiến doanh nghiệp thực hiện các dự án đầu tư rủi ro cao hơn, hàm ý cho việc thực hiện hành vi đầu tư quá mức. Như vậy, các nghiên cứu này đều cho rằng gia tăng đòn bẩy tài chính có nghĩa là doanh nghiệp gia tăng nguồn quỹ sử dụng cho hoạt động đầu tư và có khuynh hướng đầu tư rủi ro hơn. Đây là nguyên nhân giải thích cho hành vi đầu tư quá mức của doanh nghiệp.

Thay vì đánh giá chính sách tài trợ, [Wei và cộng sự \(2019\)](#) phân tích tác động kiềm hãm của chính sách cổ tức đối với đầu tư quá mức. Tại Trung Quốc, chính phủ đưa ra quy định bắt buộc các doanh nghiệp niêm yết phải chi trả cổ tức bằng tiền mặt tối thiểu 30% trong ba năm liên tiếp. Quy định này nhằm giảm việc duy trì dòng tiền tự do quá cao trong các doanh nghiệp Trung Quốc hiện tại. Quy định này khuyến khích

doanh nghiệp chi trả cổ tức nhiều hơn, cải thiện hiệu quả đầu tư, và giảm thiểu vấn đề đầu tư quá mức.

Cuối cùng, nghiên cứu của [Kim và cộng sự \(2020\)](#) đánh giá sự can thiệp của chính sách cổ tức đến tình trạng thông tin trên thị trường chứng khoán. Nghiên cứu đưa ra vấn đề đầu tư quá mức như là thông tin xấu của doanh nghiệp trên thị trường và ảnh hưởng đến giá cổ phiếu của doanh nghiệp. Chính sách cổ tức có thể giúp hạn chế vấn đề đầu tư quá mức và qua đó giảm thiểu thông tin xấu về doanh nghiệp trên thị trường. Cả hai điều này giúp ngăn chặn nguy cơ sụp đổ của thị trường chứng khoán.

Bảng 2.4. Tổng hợp các nghiên cứu thực nghiệm về mối quan hệ giữa chính sách tài trợ và chính sách cổ tức với đầu tư

Nghiên cứu	Kết quả
D'Mello & Miranda (2010)	Đòn bẩy tài chính giúp giảm tác động tiêu cực của đầu tư quá mức.
Yeo (2018)	Tác động của chi trả cổ tức của các doanh nghiệp đóng tàu, minh chứng cho quan điểm của lý thuyết đại diện, và giải thích cho hành vi của nhà quản trị đối với chiến lược đầu tư.
Xu & Xu (2019)	Đánh giá mối quan hệ giữa chính sách cổ tức và độ nhạy của đầu tư – dòng tiền.
López-de-Foronda và cộng sự (2019)	Tác động của khả năng thanh khoản hệ thống tài chính và đòn bẩy tài chính lên vấn đề đầu tư quá mức của doanh nghiệp.
Jiang, Liu, & Yang (2019)	Tác động của cấu trúc nợ lên đầu tư khác nhau theo quyền sở hữu, ngành, và cách thức tái cấu trúc nợ.
Cho, Lee, & Park (2019)	Mối quan hệ giữa tỷ lệ nợ và đảm bảo tài trợ nợ dự án rõ ràng hơn khi khuynh hướng đầu tư quá mức của doanh nghiệp lớn hơn.
Wei, Wang, & Guo (2019)	Tác động của chính sách cổ tức trong việc giúp kiềm hãm đầu tư quá mức tại Trung Quốc.

Nghiên cứu	Kết quả
Kim, Luo, & Xie (2020)	Chi trả cổ tức giúp giảm thiểu rủi ro sụp đổ thị trường chứng khoán và hạn chế tình trạng đầu tư quá mức.

Nguồn: Tổng hợp nghiên cứu thực nghiệm của tác giả.

2.3.4. Khoảng trống nghiên cứu

Qua phần trình bày tổng quan về các kết quả nghiên cứu thực nghiệm về đầu tư quá mức và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, tác giả nhận định chung các nghiên cứu tranh luận về đo lường đầu tư quá mức, tác động của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp và tính tương tác của chính sách tài trợ, chính sách cổ tức và đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp như sau:

- Các nghiên cứu tranh luận về đo lường đầu tư quá mức

Trong phần tổng quan các phương pháp đo lường đầu tư quá mức cho thấy hiện nay đo lường đầu tư quá mức dựa trên 3 khuôn khổ lý thuyết: (1) lý thuyết tân cổ điển (neoclassical theory), (2) lý thuyết đại diện (agency theory), và (3) lý thuyết lựa chọn thực (real option theory). Dựa trên từng khuôn khổ lý thuyết lại có các cách đo lường đầu tư quá mức khác nhau, trong từng cách lại có những nhược điểm nhất định và nó chỉ phù hợp đặc trưng, xu hướng, chính sách từng quốc gia hay từng thời kỳ khác nhau. Đối với trường phái tân cổ điển, lý thuyết Keynes giả định lợi nhuận cận biên không đổi ([Keynes, 1936](#)). Tuy nhiên, trên thực tế thì lợi nhuận doanh nghiệp lại thay đổi theo quy mô. Lý thuyết Tobin's q giả định rằng lợi nhuận doanh nghiệp không đổi theo quy mô và thị trường cạnh tranh hoàn hảo ([Jorgenson, 1963](#)), nhưng trên thực tế sự tồn tại của lợi nhuận doanh nghiệp giảm theo quy mô và sức mạnh thị trường làm giảm tác động của Tobin's q . Ngoài ra, việc tính toán chỉ số Tobin's q cũng mắc phải lỗi đo lường do nó không sử dụng biến đại diện trực tiếp. Lý thuyết bất cân xứng thông tin sử dụng độ nhạy của dòng tiền như là thước đo đánh giá ([Akerlof, 1970](#)). Tuy nhiên, so với Tobin's q thì độ nhạy dòng tiền ít liên hệ trực tiếp với đầu tư và không giúp chỉ ra hành vi đầu tư quá mức của doanh nghiệp. Lý thuyết gia tốc đầu tư sử dụng độ co giãn đầu tư đối với sự chênh lệch của đầu tư kỳ vọng ([Biddle và cộng sự, 2009](#); [Wurgler, 2000](#)). Tuy nhiên, phương pháp này có tính phù hợp thấp do nó chỉ xét tăng trưởng đầu ra của doanh nghiệp và đầu tư thường có độ trễ so với tăng trưởng đầu ra. Lý thuyết cơ

hội tăng trưởng chia tổng đầu tư thành đầu tư duy trì hoạt động và đầu tư vào tài sản mới. Đầu tư vào tài sản mới được phân thành đầu tư mong đợi và không mong đợi ([Campello & Graham, 2013](#); [Richardson, 2006](#)). Bên cạnh đó, các yếu tố đặc trưng doanh nghiệp được thêm vào mô hình để giảm thiểu lỗi đo lường. Phần dư từ mô hình nghiên cứu chỉ ra đầu tư không mong đợi (kém hiệu quả). Dựa vào phần dư này, giá trị dương có thể được xem là đầu tư quá mức.

Như vậy, thực tiễn đang có nhiều phương thức, mô hình và biến số đo lường đầu tư quá mức, tính hợp lý của mỗi phương pháp cũng tùy vào quy định pháp lý, đặc trưng và phương thức đầu tư ở từng quốc gia, từng thời kỳ. Việc chọn lựa phương thức đo lường nào cho phù hợp với đặc trưng, chuẩn mực và các quy định tại Việt Nam cần được nghiên cứu.

- Các nghiên cứu và tranh luận về tác động của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp

Vấn đề đầu tư quá mức thường xuất hiện trong các doanh nghiệp có dòng tiền tự do cao vì nhà quản trị sẽ tận dụng dòng vốn này để gia tăng đầu tư, thậm chí đầu tư vào các dự án có NPV < 0 ([M. C. Jensen, 1986](#); [Stulz, 1990](#)). Thông thường, việc triển khai đầu tư đúng đắn sẽ giúp doanh nghiệp gia tăng lợi nhuận ([Grazzi và cộng sự, 2016](#); [Licandro và cộng sự, 2004](#); [Nilsen và cộng sự, 2009](#)). Tuy nhiên, khi nhà quản trị hướng đến lợi ích cá nhân nhiều hơn ([M. C. Jensen, 1986](#); [M. C. Jensen & Meckling, 1976](#)) và không bị kiểm soát chặt chẽ bởi chủ sở hữu ([R. Brealey & Franks, 2009](#)) thì họ sẽ có xu hướng thực hiện hành vi đầu tư quá mức. Qua đó, nhận thấy đầu tư quá mức dễ gây tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Các nghiên cứu hiện tại đa phần tập trung vào đánh giá hành vi đầu tư quá mức và yếu tố nào giải thích cho hành vi này. [Ding và cộng sự \(2019\)](#) xem xét vấn đề đầu tư quá mức của hơn 100.000 doanh nghiệp niêm yết tại Trung Quốc trong giai đoạn 2000 – 2007. Nghiên cứu cho rằng dòng tiền tự do và cơ chế giám sát kém có thể giải thích cho hành vi đầu tư quá mức. Tuy nhiên, nghiên cứu không đề cập tác động của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động và chỉ thu thập mẫu các doanh nghiệp thuộc ngành sản xuất và khai khoáng. [Bhuiyan & Hooks \(2019\)](#) ủng hộ cho quan điểm của [Ding và cộng sự \(2019\)](#) khi chỉ ra mối quan hệ giữa lượng tiền mặt nắm giữ và đầu tư quá mức cho 1341 doanh nghiệp

niêm yết trên thị trường chứng khoán Mỹ từ năm 2004 đến 2010. Tác giả cho rằng doanh nghiệp giữ lượng tiền mặt lớn nhiều khả năng sẽ tham gia vào hành vi đầu tư quá mức nên tác giả cũng ủng hộ cho vai trò của dòng tiền tự do trong doanh nghiệp. [Zhang và cộng sự \(2016\)](#) cũng ủng hộ cho giả thuyết dòng tiền tự do giúp giải thích cho hành vi đầu tư quá mức đối với các doanh nghiệp niêm yết tại Trung Quốc trong giai đoạn 2001 – 2012. Mặc dù nghiên cứu về mức độ tự tin của nhà quản trị và đầu tư quá mức, [X. Liu \(2017\)](#) cũng chứng minh sự tồn tại của dòng tiền tự do khi cho rằng tự tin quá mức chỉ có thể làm trầm trọng đầu tư quá mức khi doanh nghiệp có khả năng tài chính tốt (nguồn quỹ cao). Cuối cùng, [M. Shi \(2019\)](#) chỉ ra tác động của dòng tiền tự do đến đầu tư quá mức và cho rằng cấu trúc sở hữu có thể làm gia tăng mức độ nhạy cảm của đầu tư quá mức đối với dòng tiền tự do.

Các nghiên cứu về tác động của đầu tư quá mức lên hiệu quả hoạt động còn khá hạn chế trên thế giới. Nghiên cứu của [Ling và cộng sự \(2016\)](#) trên 103 doanh nghiệp ngành bất động sản niêm yết tại Trung Quốc trong giai đoạn 1998 – 2002, cho rằng doanh nghiệp có mối quan hệ chính trị tốt nhiều khả năng sẽ đầu tư quá mức. Điều này giải thích tại sao quan hệ chính trị lại có mối quan hệ ngược chiều với hiệu quả hoạt động. Nghiên cứu này vẫn chưa chứng minh tác động trực tiếp của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động nhưng bước đầu đã đề cập đến cơ chế giải thích cho mối quan hệ này. Nghiên cứu của [Wei và cộng sự \(2019\)](#) gần đây nhắc đến vai trò của chi trả cổ tức đến đầu tư quá mức chọn năm 2008 làm mốc xem xét quy định 30% (doanh nghiệp phải trả cổ tức bằng tiền mặt tối thiểu 30% lợi nhuận trung bình trong 3 năm liên tiếp trước khi phát hành cổ phiếu – SEO). Nghiên cứu phát hiện các doanh nghiệp trả cổ tức thấp trước khi quy định này được ban hành sẽ có hiệu quả hoạt động tốt hơn nhờ vào mức độ đầu tư quá mức giảm. Tuy nhiên, hạn chế của nghiên cứu này là chỉ đánh giá hiện tượng trước và sau sự kiện (event study) và chưa giải thích được chi trả cổ tức giúp giảm hành vi đầu tư quá mức. [C. H. Nguyen \(2020\)](#), [Trong & Nguyen \(2020\)](#), và [Nghia \(2020\)](#) là các nghiên cứu đầu tiên xem xét ảnh hưởng của đầu tư quá mức cũng như vai trò của các yếu tố điều tiết. Tuy nhiên, số liệu của các nghiên cứu này chưa cập nhật đến thời điểm hiện tại và chưa xem xét đến yếu tố ngành trong phương trình nghiên cứu trong khi đầu tư quá mức thường chịu ảnh hưởng lớn từ yếu tố ngành.

Tóm lại, các nghiên cứu về đầu tư quá mức và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp cũng theo hai chiều tác động khác nhau, phần lớn ủng hộ kết quả tác động tiêu cực của đầu tư quá mức lên hiệu quả doanh nghiệp, nhưng một số khác cũng cho rằng đầu tư quá mức đôi khi biết kết hợp với các khía cạnh tài chính khác có thể giúp cải thiện hiệu quả doanh nghiệp. Tuy nhiên các nghiên cứu cũng thực hiện trên mô hình tĩnh, chưa phân tách tác động khác nhau giữa các ngành nghề với những khác biệt về quy mô, vòng quay tài sản, đặc trưng của ngành,...

- Các nghiên cứu và tranh luận về tính tương tác của chính sách tài trợ, chính sách cổ tức và đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp

Trong quá trình đưa ra quyết định đầu tư, nhà quản trị đóng vai trò chính yếu. Quyết định đầu tư thường hiệu quả khi không tồn tại xung đột lợi ích nghiêm trọng giữa chủ sở hữu và nhà quản trị. Tuy nhiên, nhà quản trị thường hành động vì lợi ích của mình nhằm mở rộng khả năng quản lý đối với tài sản của doanh nghiệp thay vì tối đa hóa lợi ích của chủ sở hữu ([Gaver & Gaver, 1993](#); [M. C. Jensen, 1986](#); [M. C. Jensen & Meckling, 1976](#)). Trong trường hợp hành vi của nhà quản trị được kiểm soát bởi chủ sở hữu hay các bên có liên quan thì nhà quản trị sẽ ngăn ngại trong việc thực hiện các dự án đầu tư hay thậm chí bỏ qua các dự án đầu tư sinh lợi. Điều này gây ra vấn đề đầu tư dưới mức của doanh nghiệp. Nếu hành vi của nhà quản trị bị kiểm soát lỏng lẻo thì nhà quản trị dễ dàng tận dụng quyền tự quyết đối với dòng tiền để mở rộng quyền điều hành của họ với nguồn lực của doanh nghiệp thông qua gia tăng đầu tư, thậm chí đầu tư vào các dự án không sinh lợi. Điều này dẫn đến hành vi đầu tư quá mức của doanh nghiệp ([R. Brealey & Franks, 2009](#)). [Guariglia & Yang \(2016\)](#) đánh giá tác động đầu tư đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp khi chỉ ra hai dạng đầu tư kém hiệu quả là đầu tư dưới mức và đầu tư quá mức. Đầu tư tối ưu được xem là đầu tư hiệu quả và giúp nâng cao hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Trong khi đó cả đầu tư dưới mức và đầu tư quá mức đều làm suy giảm hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp ([Farooq và cộng sự, 2014](#); [N. Liu & Bredin, 2010](#); [Titman và cộng sự, 2004](#)).

[Farooq và cộng sự \(2015\)](#) khi kiểm tra mô hình dữ liệu bảng điều khiển (kiểm tra LM, kiểm tra Hausman, kiểm tra hiệu ứng không cố định), sử dụng phương pháp hồi quy hiệu ứng cố định trong phân tích. Kết quả của cho thấy 52% doanh nghiệp trong

mẫu đang tham gia vào các dự án đầu tư thích hợp, 29% doanh nghiệp đang đầu tư quá mức, trong khi 19% doanh nghiệp không đầu tư. Các thử nghiệm sâu hơn cho thấy cả đầu tư quá mức và đầu tư dưới mức đều có tác động tiêu cực nghiêm trọng đến hoạt động của công ty. [Richardson \(2006\)](#), xem xét mức độ đầu tư quá mức của công ty đối với dòng tiền tự do. Sử dụng khuôn khổ kế toán đo lường hàm đầu tư bằng ước lượng tính toán phần dư từ mô hình để đo lường đầu tư quá mức và dòng tiền tự do, đã tìm thấy bằng chứng phù hợp với các giải thích về chi phí đại lý. Đầu tư quá mức tập trung ở các công ty có dòng tiền tự do cao nhất. Các thử nghiệm sâu hơn sẽ xem xét liệu cấu trúc quản trị của các công ty có liên quan đến việc đầu tư quá mức vào dòng tiền tự do hay không. Bằng chứng cho thấy rằng một số cấu trúc quản trị nhất định, chẳng hạn như sự hiện diện của các cổ đông hoạt động, dường như làm giảm thiểu đầu tư quá mức.

Các nghiên cứu về tác động tương tác của đầu tư quá mức đối với các chính sách tài trợ hay chính sách cổ tức hiện nay chưa được thực hiện dưới dạng nghiên cứu tương tác các chính sách mà chỉ dừng lại nghiên cứu tác động của từng chính sách một. Các nghiên cứu cho rằng tăng chi trả cổ tức giúp làm giảm dòng tiền và kiềm chế đầu tư quá mức như các nghiên cứu của [Yeo \(2018\)](#), [Xu & Xu \(2019\)](#), [Kim và cộng sự \(2020\)](#) khi đánh giá sự can thiệp của chính sách cổ tức đến tình trạng thông tin trên thị trường chứng khoán và đầu tư quá mức cho thấy chính sách cổ tức có thể giúp hạn chế vấn đề đầu tư quá mức và qua đó giảm thiểu thông tin xấu về doanh nghiệp trên thị trường. Trái với chính sách cổ tức, các nghiên cứu về chính sách tài trợ cho rằng khi dòng tiền nhiều, thanh khoản của hệ thống tài chính cao, doanh nghiệp có thể dễ dàng tiếp cận với nguồn vốn bên ngoài để gia tăng đòn bẩy tài chính bằng nguồn vốn tài trợ bên ngoài làm trầm trọng thêm vấn đề đầu tư quá mức của doanh nghiệp [López-de-Foronda và cộng sự \(2019\)](#), [J. Jiang và cộng sự \(2019\)](#) hay [Cho và cộng sự \(2019\)](#) cũng cho rằng tỷ lệ nợ càng cao khiến doanh nghiệp thực hiện các dự án đầu tư rủi ro cao hơn và càng có điều kiện thực hiện hành vi đầu tư quá mức. Như vậy, các nghiên cứu này đều cho rằng gia tăng đòn bẩy tài chính có nghĩa là doanh nghiệp gia tăng nguồn quỹ sử dụng cho hoạt động đầu tư và có khuynh hướng đầu tư rủi ro hơn. Đây là nguyên nhân giải thích cho hành vi đầu tư quá mức của doanh nghiệp.

Như vậy, các nghiên cứu mặc dù có đề cập đến tác động của các chính sách tài trợ và chính sách cổ tức đến đầu tư quá mức và hiệu quả doanh nghiệp, tuy nhiên các nghiên cứu cũng dừng lại ở một chính sách cụ thể, chưa đánh giá trong điều kiện tác động tương hỗ giữa các chính sách sẽ như thế nào. Ngoài ra các nghiên cứu cũng chưa phân tích sự khác biệt ngành nghề và phương pháp ước lượng bằng động đảm bảo tính phù hợp của nghiên cứu.

Từ các nhận định nêu trên và đánh giá những hạn chế từ các nghiên cứu trước, tác giả nhận thấy hiện nay đang tồn tại các hạn chế và khoảng trống cho nghiên cứu như sau:

- Thứ nhất, việc đo lường đầu tư quá mức được thực hiện bằng nhiều phương pháp khác nhau, về thực nghiệm dùng phương pháp khảo sát chẩn đoán hoặc bằng phương pháp kinh tế lượng. Ngoài ra biến đầu tư được đo lường bằng tổng đầu tư (ngắn hạn và dài hạn) trên bảng cân đối kế toán, đôi khi một số nghiên cứu chỉ sử dụng đầu tư vào tài sản cố định hay đầu tư vào R&D, các các đo lường biến đầu tư là tùy vào đặc tính doanh nghiệp của thị trường và xu hướng chung doanh nghiệp tại các quốc gia. Tại Việt Nam vấn đề đầu tư quá mức thể hiện thông qua việc nhiều doanh nghiệp đầu tư trái ngành, đa ngành, đầu tư tài chính vượt quá quy mô và tầm kiểm soát làm giảm hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Do vậy, việc nghiên cứu đầu tư quá mức thông qua dùng hàm cầu đầu tư với đo lường đầu tư quá mức dựa trên đầu tư tài chính phù hợp với đặc trưng của các doanh nghiệp tại Việt Nam.

Thứ hai, các nghiên cứu trước đây chỉ tập trung vào nghiên cứu tác động của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, hoặc nghiên cứu tác động của từng chính sách như chính sách cổ tức, chính sách tài trợ đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, chưa đánh giá tính tương tác của đầu tư quá mức với chính sách tài trợ và chính sách cổ tức. Trong luận án, tác giả này đồng thời đánh giá vai trò điều tiết của chính sách tài trợ và chính sách cổ tức đối với mối quan hệ giữa đầu tư quá mức và hiệu quả hoạt động hiện chưa có tại Việt Nam.

Thứ ba, các nghiên cứu trước đây phần lớn thực hiện dựa trên ước lượng bằng mô hình tĩnh, chưa giải quyết vấn đề nội sinh tối ưu hóa mô hình đánh giá. Các nghiên cứu chưa đề cập đến dạng mô hình động trong phương trình các nhân tố tác động đến

hiệu quả hoạt động, trong khi hiệu quả hoạt động trong quá khứ được xác định trong các nghiên cứu khác có thể giải thích cho hiệu quả hoạt động hiện tại của doanh nghiệp và biến độ trễ của biến phụ thuộc là yếu tố gây ra nội sinh, trong luận án này và tác giả sẽ sử dụng kỹ thuật SGMM để khắc phục hiện tượng nội sinh.

Thứ tư, doanh nghiệp với các ngành nghề là khác nhau có nhu cầu vốn, cấu trúc tài chính, các chính sách về đầu tư, sử dụng nợ, phân chia cổ tức, cơ hội tăng trưởng và vòng đời khác nhau. Trong khi các nghiên cứu cùng chủ đề chưa xem xét tính khác biệt theo ngành nghề kinh doanh, do vậy có những hạn chế khi phân tích dữ liệu gộp. Do vậy nghiên cứu tính khác biệt giữa đầu tư quá mức, tính hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp phân theo các nhóm ngành nghề khác nhau là cần thiết bổ sung trong lý luận thực tiễn cho các nghiên cứu trước có cùng chủ đề nhưng chưa phân tích sự khác biệt giữa ngành nghề kinh doanh của doanh nghiệp.

2.4. Xây dựng giả thuyết nghiên cứu

Từ các khoảng trống nghiên cứu đã phát hiện nêu trên, tác giả xây dựng các giả thuyết nghiên cứu liên quan để giải quyết các khoảng trống này. Cụ thể, các giả thuyết nghiên cứu 1,2,3 sẽ lần lượt dùng để giải quyết các khoảng trống 1,2,4 (Riêng khoảng trống nghiên cứu 3, tác giả ứng dụng trực tiếp phương pháp SGMM của kinh tế lượng nên không có khoảng trống nghiên cứu tương ứng).

2.4.1. Giả thuyết nghiên cứu 1

Mối quan hệ giữa đầu tư quá mức và hiệu quả hoạt động có thể được lý giải thông qua quan điểm của lý thuyết đại diện. Lý thuyết cho rằng tồn tại sự phân tích về quyền lợi giữa chủ sở hữu và nhà quản trị doanh nghiệp [M. C. Jensen & Meckling \(1976\)](#). Nhà quản trị thường đưa ra quyết định đem lại lợi ích cá nhân (tăng lương, thăng chức, và gia tăng quyền điều hành). Chính những động cơ này khiến họ gia tăng đầu tư của doanh nghiệp. Trong trường hợp, chủ sở hữu không giám sát và can thiệp kịp thời thì vấn đề đại diện sẽ tồi tệ hơn ([R. A. Brealey và cộng sự, 2008](#); [S. C. Myers & Majluf, 1984](#)). Hành vi gia tăng đầu tư này cuối cùng sẽ dẫn đến đầu tư quá mức (doanh nghiệp vẫn tiếp tục đẩy mạnh đầu tư dù đã hết các dự án đầu tư sinh lợi) ([Badavar Nahandi &](#)

[Taghizadeh Khanqah, 2018](#); [Ding và cộng sự, 2019](#); [Fu, 2010](#); [N. Liu & Bredin, 2010](#)).

Chính hành vi đầu tư này khiến cho hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp suy giảm.

Một số công trình thực nghiệm trên thế giới cũng chỉ ra tác động của đầu tư quá mức đến lợi nhuận doanh nghiệp. Theo mẫu dữ liệu gồm các doanh nghiệp Singapore trong giai đoạn 2005 – 2011, [Shima \(2010\)](#) chỉ ra tác động tiêu cực của đầu tư quá mức đối với tỷ lệ lợi nhuận. Tương tự, [N. Liu & Bredin \(2010\)](#) cũng ủng hộ cho lập luận trên khi chỉ ra mối quan hệ ngược chiều giữa đầu tư quá mức và lợi nhuận. [Farooq và cộng sự \(2014\)](#) nghiên cứu cho thị trường Trung Quốc từ năm 1998 đến 2014 và phân loại đầu tư thành đầu tư tối ưu, đầu tư dưới mức, và đầu tư quá mức. Kết quả của nghiên cứu cho rằng chỉ có đầu tư tối ưu là đầu tư hiệu quả đối với doanh nghiệp. Gần đây nhất, [Guariglia & Yang \(2016\)](#) kết luận rằng đầu tư của doanh nghiệp hiếm khi nào đạt mức tối ưu do vấn đề đại diện và thông tin bất cân xứng vì vậy đầu tư luôn làm suy giảm hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Như vậy, dựa trên các nghiên cứu thực nghiệm trước đây và lý thuyết đại diện, tác giả đưa ra giả thuyết thứ nhất cho tác động của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam theo ngữ cảnh hiện tại khi mà tăng trưởng kinh tế tạo điều kiện cho các doanh nghiệp Việt Nam gia tăng đầu tư.

Giả thuyết 1: Đầu tư quá mức tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

2.4.2. Giả thuyết nghiên cứu 2

Theo lý thuyết đại diện và lý thuyết dòng tiền tự do thì dòng tiền tự do nội bộ cao tạo điều kiện cho nhà quản trị gia tăng hành vi chấp nhận rủi ro (risk taking behaviour) và hành vi xây dựng đế chế (empire-building behaviour) thông qua hoạt động đầu tư vì nguồn quỹ nội bộ thuộc quyền tự quyết của nhà quản trị ([Hao và cộng sự, 2020](#); [J. Shi & Gao, 2018](#); [M. Shi, 2019](#); [Yeo, 2018](#)). Nếu dựa trên quan điểm này thì việc can thiệp vào dòng tiền tự do là giải pháp hạn chế tác động tiêu cực của đầu tư quá mức trong doanh nghiệp vì điều này giúp hạn chế hành vi trưng dụng (expropriating behaviour) dòng tiền nội bộ cho mục đích cá nhân ([Ali và cộng sự, 2020](#); [M. C. Jensen, 1986](#)).

Theo một số công trình thực nghiệm, đối với dòng tiền nội bộ thì chính sách tài trợ (gia tăng nợ vay) và chính sách cổ tức (tăng chi trả cổ tức) đều giúp hạn chế dòng tiền tự do và nâng cao khả năng giám sát từ các bên có liên quan trên thị trường ([Al-Najjar & Kilincarslan, 2019](#); [Biddle và cộng sự, 2009](#); [Cho và cộng sự, 2019](#); [Easterbrook, 1984](#); [M. C. Jensen, 1986](#); [Rozeff, 1982](#)). [Grossman & Hart \(1982\)](#) cho rằng việc vay nợ có thể dẫn đến tình trạng kiệt quệ tài chính hay phá sản doanh nghiệp nhưng doanh nghiệp đồng thời cũng chịu các điều khoản nợ khe khắt hơn. Nếu tiếp tục đầu tư vào các dự án không sinh lợi thì nhà quản trị sẽ mất định các đặc quyền của mình. Từ đó, nhà quản trị sẽ hạn chế hành vi đầu tư quá mức của mình. Cuối cùng, [Richardson \(2006\)](#) và [Lang & Litzenberger \(1989\)](#) chứng minh rằng việc hạn chế đầu tư quá mức có thể giúp doanh nghiệp hoạt động hiệu quả hơn.

Dựa trên lý thuyết đại diện và dòng tiền tự do cùng với các nghiên cứu thực nghiệm, tác giả lý luận rằng chính sách tài trợ, chính sách cổ tức hoàn toàn có khả năng can thiệp vào tác động của đầu tư quá mức và hạn chế tác động tiêu cực của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động trong doanh nghiệp.

Giả thuyết 2a: Chính sách tài trợ điều tiết làm giảm tác động tiêu cực của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Giả thuyết 2b: Chính sách cổ tức điều tiết làm giảm tác động tiêu cực của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

2.4.3. Giả thuyết nghiên cứu 3

[G. X. Nguyen & Swanson \(2009\)](#) khi nghiên cứu về các yếu tố tác động đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp đã chỉ ra hiệu quả chịu tác động bởi các nhân tố như về quy mô công, đầu tư TSCĐ/Doanh thu,...và sự khác nhau của yếu tố ngành nghề kinh doanh của doanh nghiệp. Theo đó các công ty trong các ngành hoạt động hiệu quả cao lại có hiệu quả kém hơn đáng kể so với danh mục bao gồm các công ty hoạt động ở ngành kém hiệu quả ngay cả sau khi đã điều chỉnh các đặc điểm của công ty và các yếu tố rủi ro. [Shanmin & Xiaochun \(2009\)](#) nghiên cứu 148 trường hợp mua lại có liên quan và 169 trường hợp mua lại không liên quan được thực hiện bởi các công ty niêm yết của Trung Quốc từ năm 2001 đến năm 2004 đã khám phá các đặc điểm công ty và ngành của các công ty này, kết quả cho

thấy ngoại trừ chênh lệch về vốn nội bộ được thể hiện bằng lợi nhuận chưa phân phối trên mỗi cổ phiếu, không có sự khác biệt đáng kể về các khía cạnh khác và hiệu quả hoạt động của ngành. [Diep & Phong \(2013\)](#) khi nghiên cứu về hiệu quả của các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài tại TPHCM cũng cho thấy những doanh nghiệp thuộc các ngành thâm dụng nhân công như giày da, may mặc có hiệu quả kém hơn các ngành thâm dụng vốn như cơ khí, điện tử... [Matyjas \(2014\)](#) nghiên cứu dựa trên dữ liệu của 387 công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Warsaw trong giai đoạn 2007-2010, cho thấy rằng hiệu ứng ngành có ảnh hưởng không đáng kể đến hiệu quả hoạt động của công ty trong khi một trong những mô hình được sử dụng (với ROA là một biến phụ thuộc) cho thấy ảnh hưởng đáng kể đến hiệu quả của công ty. [Islami và cộng sự \(2018\)](#) phân tích ảnh hưởng của các yếu tố công nghiệp và nội bộ đến hiệu quả hoạt động của công ty, dữ liệu đã xử lý của 97 công ty hoạt động tại Cộng hòa Kosovo trong hai khoảng thời gian khác nhau 2015 và 2017. Kết quả cho thấy các yếu tố nội bộ doanh nghiệp có tác động tích cực lớn hơn đến hiệu quả hoạt động của công ty so với các yếu tố trong ngành. Tóm lại các nghiên cứu về ảnh hưởng của yếu tố ngành nghề ở nước ngoài cũng có các kết quả khác nhau, có sự khác biệt lớn hay khác biệt không đáng kể. Tuy nhiên nghiên cứu tại Việt Nam cũng chỉ ra tồn tại khác biệt giữa ngành thâm dụng vốn và thâm dụng lao động, chính vì vậy tác giả đặt ra giả thuyết như sau:

Giả thuyết 3: Có sự khác biệt tính hiệu quả theo ngành nghề khi tích hợp giữa đầu tư quá mức với chính sách tài trợ và chính sách cổ tức của doanh nghiệp, sự khác biệt này là đáng kể giữa các ngành thâm dụng vốn và thâm dụng lao động.

TÓM TẮT CHƯƠNG 2

Trong chương 2, tác giả tổng hợp các lý thuyết và nghiên cứu thực nghiệm liên quan đến chính sách đầu tư, chính sách tài trợ, và chính sách cổ tức của doanh nghiệp. Dựa trên lược khảo này, tác giả nhận ra bốn khoảng trống nghiên cứu là (1) cách đo lường đầu tư quá mức; (2) các nghiên cứu trước bỏ qua việc đánh giá tác động điều tiết của chính sách tài trợ và chính sách cổ tức đến tác động của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp; (3) Phương pháp định lượng chưa đánh giá tác động động dưới tác động của các chính sách; (4) Tác động khác nhau giữa các ngành nghề. Ngoài ra, dựa vào các định nghĩa, phương pháp đo lường các biến, và các lý thuyết nền tảng, tác giả rút ra một số kết luận để áp dụng trong các chương tiếp theo như sau: (1) sử dụng định nghĩa đầu tư quá mức dựa trên quan điểm lý thuyết đại diện và dòng tiền tự do, (2) sử dụng đo lường đầu tư quá mức trên quan điểm của [Richardson \(2006\)](#) ứng dụng lý thuyết Tobin's Q và lý thuyết gia tốc đầu tư, (3) sử dụng tiếp cận động cho mô hình nghiên cứu theo quan điểm của lý thuyết lợi nhuận động, và (4) đánh giá tác động can thiệp của chính sách tài trợ và chính sách cổ tức đối với đầu tư quá mức dựa trên quan điểm của lý thuyết dòng tiền tự do (sự can thiệp của chính sách tài trợ và chính sách cổ tức đến dòng tiền tự do và qua đó điều chỉnh hành vi đầu tư quá mức).

CHƯƠNG 3. MÔ HÌNH, PHƯƠNG PHÁP VÀ DỮ LIỆU NGHIÊN CỨU

Tiếp nối từ chương 2 trong việc tìm ra khoảng trống và đưa ra các giả thuyết nghiên cứu, trong chương 3, tác giả tập trung vào trình bày về mô hình nghiên cứu, cách đo lường biến trong mô hình, quy trình nghiên cứu, và dữ liệu phục vụ cho nghiên cứu.

3.1. Mô hình nghiên cứu

3.1.1. Mô hình đo lường đầu tư quá mức

Trong phần này, tác giả sẽ trình bày cách thức đo lường các biến độc lập trong mô hình nghiên cứu bao gồm biến đầu tư quá mức, và mô hình đánh giá doanh nghiệp có đầu tư quá mức.

Như đã trình bày phần đo lường đầu tư quá mức, hiện có nhiều phương pháp đo lường dựa trên tính đặc trưng về quốc gia, thời kỳ...nhưng tựu trung lại các phương pháp đánh giá dựa trên ba nền tảng lý thuyết. Trong đó, tác giả nhận thấy phương pháp đánh giá hiệu quả dựa trên cơ hội tăng trưởng là phù hợp nhất vì phương pháp này xem xét cả hai lý thuyết là lý thuyết Tobin's Q và lý thuyết gia tốc đầu tư (Fu, 2010; Richardson, 2006). Ngoài ra, (i) đầu tư vào tài sản lưu động (đầu tư ngắn hạn nhằm đảm bảo hoạt động sản xuất – kinh doanh của doanh nghiệp), (ii) đầu tư vào tài sản cố định (đầu tư dài hạn để xây lắp và mua sắm máy móc thiết bị), và (iii) đầu tư vào các tài sản tài chính (đầu tư tài chính thông qua việc mua cổ phiếu, trái phiếu, và góp vốn liên doanh với doanh nghiệp khác) (Brigham & Ehrhardt, 2009; "Luật kế Toán Việt Nam," 2003). Các nghiên cứu trước đo lường đầu tư quá mức dựa trên biến đầu tư ở hạng mục đầu tư vào tài sản lưu động (đầu tư ngắn hạn nhằm đảm bảo hoạt động sản xuất – kinh doanh của doanh nghiệp), hay đầu tư vào tài sản cố định (đầu tư dài hạn để xây lắp và mua sắm máy móc thiết bị), hay đầu tư vào các tài sản tài chính (đầu tư tài chính thông qua việc mua cổ phiếu, trái phiếu, và góp vốn liên doanh với doanh nghiệp khác) (Brigham & Ehrhardt, 2009; "Luật kế Toán Việt Nam," 2003). Việc đo lường đầu tư như vậy có hạn chế là không thể hiện đầu tư quá mức trong điều kiện dòng tiền tự do cao, hơn nữa với đặc trưng của các doanh nghiệp Việt Nam phần lớn xảy ra đầu tư quá mức là do đa dạng hóa đầu tư, đầu tư trái ngành, đầu tư vào xu thế thiếu tính phân tích chuyên nghiệp cũng phù hợp theo khái niệm về đầu tư quá mức của (Richardson, 2006),

Do vậy trong luận án này tác giả sử dụng biến đầu tư tài chính (ngắn hạn và dài hạn) đại diện cho biến đo lường đầu tư quá mức. Việc sử dụng hàm cầu đầu tư ước lượng phần dư và sử dụng biến đầu tư tài chính đại diện cho biến đầu tư để xác định hành vi đầu tư quá mức là tính khác biệt trong nghiên cứu.

Đầu tiên, đầu tư quá mức được đo lường theo mô hình của [Richardson \(2006\)](#) dựa theo lý thuyết Tobin's Q và lý thuyết gia tốc đầu tư. Bên cạnh đó, thông qua tham khảo các nghiên cứu thực nghiệm trước đây sử dụng mô hình của [Richardson \(2006\)](#), tác giả áp dụng hàm cầu đầu tư (Investment Demand Function) để đo lường đầu tư quá mức của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam ([Bokpin & Onumah, 2009](#); [Jangili & Kumar, 2010](#); [Le Ha Diem Chi & Chau, 2015](#); [Nair, 2011](#)) theo phương trình (3.1)

$$INV_{it} = \gamma_1 LEV_{it} + \gamma_2 Risk_{it} + \gamma_3 Size_{it} + \gamma_4 Sales_{it} + \gamma_5 Asset_{it} + \gamma_6 GO_{it} + \gamma_7 CF_{it} + v_{it} \quad (PT\ 3.1)$$

Trong đó, LEV_{it} đại diện cho đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp i tại thời điểm t ; $Risk_{it}$ là rủi ro tài chính xét trên lợi nhuận của doanh nghiệp i tại thời điểm t ; $Size_{it}$ là quy mô của doanh nghiệp i tại thời điểm t ; $Sales_{it}$ là tốc độ tăng trưởng doanh thu của doanh nghiệp i tại thời điểm t ; $Asset_{it}$ là vòng quay tổng tài sản của doanh nghiệp i tại thời điểm t ; GO_{it} đại diện cho cơ hội tăng trưởng giá thị trường của doanh nghiệp i tại thời điểm t ; CF_{it} là dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp i tại thời điểm t ; v_{it} là phần dư ước lượng từ phương trình. Cách đo lường cho từng biến nghiên cứu sẽ được tổng hợp trong bảng 3.1.

Dựa theo hàm cầu đầu tư, tác giả đưa ra quy định xác định biến đầu tư quá mức theo ba bước như sau:

Bước 1: Ước tính phần dư từ mô hình (v_{it}).

Bước 2: Dựa trên phần dư đã tính toán, giá trị âm được xác định là đầu tư dưới mức và giá trị dương là đầu tư quá mức.

Bước 3: Sau khi xác định giá trị phần dư dương đại diện cho đầu tư quá mức, tác giả mã hóa giá trị phần dư thành biến giả mang giá trị 1 (các doanh nghiệp có dấu hiệu đầu tư quá mức). Ngược lại, biến giả mang giá trị 0 đối với các doanh nghiệp không có

dấu hiệu đầu tư quá mức. Biến giả này sẽ được đưa vào mô hình nghiên cứu chính để đánh giá tác động của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Bảng 3.1. Tổng hợp cách đo lường các biến trong hàm cầu đầu tư

Biến phụ thuộc			
Tên biến	Ký hiệu	Đo lường	Nghiên cứu
Tỷ lệ đầu tư	INV_{it}	Tổng đầu tư tài chính (ngắn hạn và dài hạn) chia (/) tổng tài sản.	Wu & Wang (2021)
Biến độc lập			
Tên biến	Ký hiệu	Đo lường	Nghiên cứu
Đòn bẩy tài chính	LEV_{it}	Tổng nợ vay ngân hàng (ngắn hạn và dài hạn) chia (/) tổng tài sản.	X. V. Vo (2019)
Rủi ro tài chính	$Risk_{it}$	Độ lệch chuẩn ba năm liên tiếp của tỷ số lợi nhuận	Trang & Tho (2017)
Quy mô doanh nghiệp	$Size_{it}$	Lấy giá trị $\ln$ của tổng tài sản.	Chi & Choi (2017)
Tăng trưởng doanh thu	$Sales_{it}$	Tốc độ tăng trưởng của doanh thu năm t so với năm $t - 1$.	Phan & Nguyen (2020)
Vòng quay tổng tài sản	$Asset_{it}$	Tổng doanh thu chia (/) tổng tài sản trung bình của doanh nghiệp (tổng tài sản đầu kỳ và cuối kỳ chia 2).	Patin và cộng sự (2020)
Cơ hội tăng trưởng giá thị trường	GO_{it}	Đo lường khả năng tăng trưởng giá trị thị trường dựa trên chỉ số Tobin's Q. Tobin's Q là tỷ lệ giữa giá trị thị trường trên giá trị sổ sách.	Chiang và cộng sự (2019)
Dòng tiền hoạt động kinh doanh	CF_{it}	Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh (operating income) cộng (+) với khấu hao (depreciation) trừ (-) cho thuế (taxes) và cộng (+) sự thay đổi trong vốn lưu động (change in working capital) chia (/) tổng tài sản trung bình của doanh nghiệp (tổng tài sản đầu kỳ và cuối kỳ chia 2).	Abel (2018); Rokhmawati (2019)

Nguồn: Tổng hợp của tác giả.

3.1.2. Mô hình đo lường tác động của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp dưới sự điều tiết của chính sách tài trợ và chính sách cổ tức

Mô hình tiếp cận dạng động (dynamic model) bằng phương pháp ước lượng SGMM, trong giải quyết bài toán nội sinh tìm tính tối ưu cho mô hình, khắc phục được những hạn chế trong mô hình tĩnh mà các nghiên cứu trước thực hiện để đánh giá các nhân tố tác động đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Phương pháp và những thực nghiệm được tác giả tham khảo dựa trên các công trình thực nghiệm gần đây ([Hernandez-Vivanco và cộng sự, 2019](#); [S. R. Miller và cộng sự, 2020](#); [Tuan và cộng sự, 2019](#)). Ngoài sự khác biệt trong việc sử dụng phương pháp ước lượng, mô hình nghiên cứu tác giả cũng đồng thời sử dụng các biến tương tác giữa đầu tư quá mức với chính sách tài trợ, chính sách cổ tức. Bên cạnh đó nghiên cứu cũng đánh giá những tác động khác biệt theo ngành nghề, khắc phục nhược điểm của các nghiên cứu trước và giải quyết các khoảng trống nghiên cứu đã trình bày trong chương 2. Mô hình và các biến được trình bày cụ thể theo phương trình 3.2 sau đây:

$$\begin{aligned}
 PERF_{it} = & \lambda_0 + \lambda_1 PERF_{it-1} + \lambda_2 Sales_{it} + \lambda_3 Risk_{it} + \lambda_4 LIQ_{it} + \lambda_5 TANG_{it} + \lambda_6 Over_{it} + \lambda_7 DIV_{it} \\
 & + \lambda_8 LEV_{it} + \lambda_9 Over_{it} \times LEV_{it} + \lambda_{10} Over_{it} \times DIV_{it} + \lambda_k \sum_{j=1}^7 Industry + \mu_{it}
 \end{aligned}
 \tag{PT 3.2}$$

Trong phương trình 3.2, biến phụ thuộc là hiệu quả hoạt động ($PERF_{it}$); ngoài ra, vì đây là dạng mô hình động nên có sự xuất hiện của biến độ trễ của hiệu quả hoạt động ($PERF_{it-1}$). Tác giả chỉ sử dụng độ trễ một giai đoạn dựa trên tham khảo từ các nghiên cứu trước và từ lập luận rằng biến độ trễ gần nhất sẽ có tác động mạnh nhất đến giá trị hiện tại của hiệu quả hoạt động; biến độc lập chính bao gồm đầu tư quá mức ($Over_{it}$), chính sách cổ tức (DIV_{it}), và chính sách tài trợ (LEV_{it}); trong mô hình còn thêm vào biến tương tác giữa đầu tư quá mức với chính sách tài trợ ($Over_{it} \times LEV_{it}$) và với chính sách cổ tức ($Over_{it} \times DIV_{it}$). Thông qua biến tương tác này, tác giả có thể đánh giá tác động của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động thông qua can thiệp của chính sách tài trợ và chính sách cổ tức đến đầu tư quá mức; các biến kiểm soát trong mô hình bao gồm tăng trưởng doanh thu ($Sales_{it}$), rủi ro tài chính ($Risk_{it}$), khả năng thanh khoản (LIQ_{it}), và năng lực tài sản ($TANG_{it}$); Các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu được

phân thành 8 ngành ($\sum_{j=1}^7 \text{Industry}$) bao gồm hàng tiêu dùng, dịch vụ tiêu dùng, công nghiệp, dược phẩm - y tế, tiện ích công cộng, nguyên vật liệu, công nghệ thông tin, và dầu khí. Tuy nhiên, mô hình hồi quy chỉ xuất kết quả của 7 ngành vì ngành hàng tiêu dùng được xem là ngành gốc dùng làm thước đo so sánh cho các ngành còn lại; Cuối cùng, phần dư của mô hình thể hiện cho các yếu tố ngẫu nhiên khác không được thêm vào mô hình (μ_{it}).

Ngoài ra, về các biến phụ thuộc trong luận án, tác giả tiếp cận các biến hiệu quả đo lường dựa trên giá trị sổ sách bao gồm hai biến chính là ROA và BEP. Tác giả không sử dụng các thước đo thị trường bởi vì các thước đo này có những hạn chế nhất định như nhà quản trị có thể điều tiết bằng cách “đánh bóng” hay đôi khi sự tăng/giảm giá thị trường là do tình hình kinh tế nói chung đang tốt/xấu mà chưa hẳn bản thân doanh nghiệp đó thật sự tốt/xấu nên tác động ròng của quản trị đối với các chỉ số thị trường thường là không rõ ràng ([Bartlett & Partnoy, 2020](#); [Dybvig & Warachka, 2012](#)), đây cũng là điểm đo lường khác biệt với các nghiên cứu trước.

Cách thức đo lường biến độc lập và biến phụ thuộc trong mô hình nghiên cứu được tóm tắt qua bảng 3.2 dưới đây.

Bảng 3.2. Bảng tổng hợp các biến nghiên cứu trong mô hình

Biến phụ thuộc			
Tên biến	Ký hiệu	Định nghĩa	Nghiên cứu
Hiệu quả hoạt động	$PERF_{it}^{BEP}$	Lợi nhuận trước thuế và lãi vay chia (/) tổng tài sản.	Taouab & Issor (2019) ; Buallay và cộng sự (2017)
	$PERF_{it}^{ROA}$	Lợi nhuận sau thuế chia (/) tổng tài sản.	
Biến độc lập			
Tên biến	Ký hiệu	Định nghĩa	
Độ trễ của hiệu quả hoạt động	$PERF_{it-1}^{BEP}$	Biến độ trễ của lợi nhuận trước thuế và lãi vay chia (/) tổng tài sản.	Nadeem và cộng sự (2017) ; Torres và cộng sự (2018)
	$PERF_{it-1}^{ROA}$	Biến độ trễ của lợi nhuận sau thuế chia (/) tổng tài sản.	

Tăng trưởng doanh thu	$Sales_{it}$	Sự chênh lệch của doanh thu ở năm t và năm $t - 1$ chia (/) doanh thu ở năm $t - 1$	Wang và cộng sự (2019) ; I. G. A. P. T. Putri & Rahyuda (2020) .
Rủi ro tài chính	$Risk_{it}$	Độ lệch chuẩn của ba năm liên tiếp của tỷ số lợi nhuận chia (/) tổng tài sản.	Rehman và cộng sự (2020) ; Florio & Leoni (2017) .
Khả năng thanh khoản	LIQ_{it}	Tỷ lệ tài sản ngắn hạn trên nợ ngắn hạn của doanh nghiệp	Batten & Vo (2019) Chia và cộng sự (2020) .
Năng lực tài sản	$TANG_{it}$	Tổng tài sản cố định, bất động sản, và hàng tồn kho chia (/) tổng tài sản của doanh nghiệp.	Özcan (2019) ; Irungu và cộng sự (2018) .
Chính sách cổ tức	DIV_{it}	Tỷ lệ chi trả cổ tức của doanh nghiệp.	Rajverma và cộng sự (2019) ; Hafeez và cộng sự (2018) .
Chính sách tài trợ	LEV_{it}	Tổng nợ (ngắn hạn và dài hạn) chia (/) tổng tài sản	T. P. V. Le & Phan (2017) ; Li và cộng sự (2019) .
Đầu tư quá mức	$Over_{it}$	Từ hàm cầu đầu tư, nghiên cứu sẽ ước tính sai số chuẩn của mô hình. Phần dư với giá trị sau khi đã điều chỉnh cho độ lệch chuẩn của phần dư mang giá trị dương được sử dụng để đại diện cho đầu tư quá mức của doanh nghiệp.	Richardson (2006)
Ngành	$\sum_{j=1}^7 Industry$	Biến giả bao gồm 8 ngành: hàng tiêu dùng, dịch vụ tiêu dùng, công nghiệp, dược phẩm - y tế, tiện ích công cộng, nguyên vật liệu, công nghệ thông tin, và dầu khí. Trong đó, ngành hàng tiêu dùng đóng vai trò là ngành gốc.	Bernstein và cộng sự (2017) ; Grant & Yeo (2018)

Nguồn: Tổng hợp của tác giả.

Dựa trên phần định nghĩa và cách thức đo lường hiệu quả hoạt động trong chương 2, hiện tại các nghiên cứu vẫn chưa chỉ ra được cách thức đo lường nào có thể giải thích các khía cạnh của hiệu quả hoạt động ([Abu-Shanab & Subaih, 2019](#); [Q. Ibrahim và cộng sự, 2010](#)). Việc sử dụng các cách thức đo lường khác nhau cho hiệu quả hoạt động phụ thuộc vào mục tiêu của từng nghiên cứu và mức độ phù hợp của cách thức đo lường với dữ liệu thu thập.

Các nghiên cứu trước đây nhìn chung sử dụng hai nhóm chỉ số để đo lường hiệu quả hoạt động là chỉ số kế toán (accounting-based measures) và chỉ số thị trường (market-based measures) ([Gentry & Shen, 2010](#)). Các chỉ số kế toán phụ thuộc vào số liệu trên báo cáo tài chính của doanh nghiệp nên các chỉ số này bị ảnh hưởng bởi tiêu chuẩn kế toán, năng lực và đạo đức của kế toán viên, và quy trình kế toán trong doanh nghiệp [Kapopoulos & Lazaretou \(2007\)](#). Ngược lại, các chỉ số thị trường được tính toán dựa trên triển vọng của doanh nghiệp trong tương lai ([Ganguli & Agrawal, 2009](#); [Shan & McIver, 2011](#)).

Việc đo lường những chỉ số này giúp nhà đầu tư đánh giá được năng lực tài chính của doanh nghiệp và so sánh năng lực tài chính giữa các doanh nghiệp khác nhau ([Stittle, 1997](#)). Các chỉ số kế toán chủ yếu xét trên lợi nhuận mà doanh nghiệp kiếm được ([Alexander, 2001](#); [Elliott & Elliott, 2005](#); [Walton, 2000](#); [Warner & Hennell, 2001](#)). Đơn cử chỉ số lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA) giúp đánh giá lợi nhuận mà doanh nghiệp tạo ra trên tài sản ([L. T. Stickney, 2008](#); [R. R. Stickney, 1996](#)). Chỉ số này càng cao thì doanh nghiệp được cho là sử dụng tài sản của mình càng hiệu quả và có thể đáp ứng tốt hơn lợi ích của các cổ đông ([Haniffa & Hudaib, 2006](#); [H. Ibrahim & Samad, 2011](#)). Ngược lại, các chỉ số thị trường phản ánh sự mong đợi của chủ thể tham gia thị trường đối với cổ phiếu của doanh nghiệp thông qua giá cả thị trường. Các chỉ số thị trường đánh giá hiệu quả hoạt động thường hay sử dụng là tỷ lệ giá trên thu nhập (P/E), tỷ lệ giá thị trường trên giá trị sổ sách (P/B), và Tobin's Q. Chẳng hạn, giá trị Tobin's Q càng cao có nghĩa rằng doanh nghiệp đã thực hiện những dự án đầu tư thành công và nâng cao giá trị của doanh nghiệp [Kapopoulos & Lazaretou \(2007\)](#).

Dựa vào mục tiêu và dữ liệu nghiên cứu, tác giả cho rằng việc sử dụng chỉ số kế toán sẽ phù hợp hơn chỉ số thị trường do ba lý do chính. Thứ nhất, mục tiêu của nghiên

cứu là xác định tác động của đòn bẩy tài chính, đầu tư, và chi trả cổ tức đến hiệu quả hoạt động. Cả ba chính sách tài chính này đều liên quan trực tiếp đến cách thức quản trị doanh nghiệp. Trong trường hợp này, chỉ số kế toán đề cập đến hành vi quản trị của nhà doanh nghiệp nên sẽ là biến đo lường phù hợp hơn ([Hutchinson & Gul, 2004](#); [Mashayekhi & Bazaz, 2008](#)). Thứ hai, khi doanh nghiệp đầu tư kém hiệu quả, để tâm lý nhà đầu tư không bị ảnh hưởng thì doanh nghiệp thường phóng đại các chỉ số thị trường lên khiến cho hiệu quả hoạt động bị thiên lệch so với thực tế ([Dybvig & Warachka, 2015](#)). Thứ ba, các chỉ số thị trường cũng thường xem xét đến nợ trong công thức tính toán. Tuy nhiên, ở Việt Nam do thị trường nợ chưa phát triển và thống kê đầy đủ nên giá trị thị trường của nợ trong công thức thường được thay bằng giá trị sổ sách. Điều này dẫn đến các chỉ số đo lường bị thiếu tính chính xác. Vì những lý do nêu trên mà nghiên cứu sử dụng chỉ số kế toán thay vì chỉ số thị trường.

Biến ROA được dùng để làm biến phụ thuộc đại diện cho hiệu quả hoạt động dựa theo các nghiên cứu trước đây về các nhân tố tác động đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp ([Chan Kim và công sự, 1989](#); [Daniels & Bracker, 1989](#); [Lall, 1976](#); [Palmer, 1973](#); [Peng và công sự, 2003](#); [Pleshko & Souiden, 2003](#)). Yếu tố lợi nhuận trong ROA được tính toán thông qua lợi nhuận sau thuế (Earnings after tax – EAT).

Tuy nhiên, lợi nhuận cũng có thể được đánh giá dựa trên lợi nhuận trước thuế (Earnings before tax – EBT) và lợi nhuận trước thuế và lãi vay (Earnings before interest and tax – EBIT) ([Mansoori & Muhammad, 2012](#); [Mohamad & Saad, 2010](#); [Raheman, 2012](#)). Để kiểm tra tính vững cho mô hình nghiên cứu, tác giả sử dụng EBIT để đại diện cho yếu tố lợi nhuận và gọi tỷ lệ EBIT trên tổng tài sản là BEP (Basic Earnings Power). Tỷ lệ này mang tính khái quát hơn vì loại đi trường hợp doanh nghiệp được ưu đãi về vay vốn (lãi vay thấp) cũng như là ưu đãi về thuế (mức thuế thấp). Thông qua đánh giá thêm biến đại diện này, tác giả muốn làm sáng tỏ vấn đề đầu tư quá mức sẽ ảnh hưởng đến lợi nhuận trong trường hợp không có lãi vay và thuế và trong trường hợp gánh chịu chi phí lãi vay và thuế như thế nào. Tóm lại, tác giả sử dụng chỉ số ROA và BEP để làm biến phụ thuộc trong mô hình nghiên cứu vì chỉ số này phù hợp với mục tiêu nghiên cứu và dựa trên các nghiên cứu gần đây ([Mazlan & Leng, 2018](#); [Mishra & Dasgupta,](#)

[2019](#); [Odusanya và cộng sự, 2018](#); [Ramli và cộng sự, 2019](#); [Vu và cộng sự, 2019](#); [Welsh và cộng sự, 2018](#)).

Theo các nghiên cứu trước đây, tăng trưởng doanh thu là nhân tố có ảnh hưởng đáng kể đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp ([Agustinus & Rachmadi, 2008](#); [Almajali và cộng sự, 2012](#); [Hovakimian và cộng sự, 2001](#)). Một số nghiên cứu cho rằng tăng trưởng giúp doanh nghiệp giảm chi phí nhờ vào tính kinh tế theo quy mô và gia tăng khả năng thương thuyết ([Coad, 2007](#); [Markman & Gartner, 2002](#)). Vì vậy, các nghiên cứu này cho rằng tăng trưởng doanh thu sẽ có tác động dương lên lợi nhuận doanh nghiệp ([Federico & Capelleras, 2015](#); [S. Lee, 2014](#); [Yoo & Kim, 2015](#)). Ngược lại, một số công trình lại cho rằng tăng trưởng làm giảm khả năng quản trị doanh nghiệp ([Davidsson và cộng sự, 2009](#)). Tăng trưởng khiến cho cấu trúc doanh nghiệp trở nên phức tạp hơn và nhà quản trị phải quản lý chi phí vận hành. Điều này khiến cho tỷ lệ lợi nhuận suy giảm. Chính vì vậy, một số nghiên cứu chỉ ra tác động tiêu cực của tăng trưởng doanh thu đến lợi nhuận doanh nghiệp ([Coad và cộng sự, 2013](#); [Federico & Capelleras, 2015](#); [Goddard và cộng sự, 2004](#); [Jang & Park, 2011](#); [C.-Y. Lee, 2018](#); [S. Lee, 2014](#)). Trong mô hình, nghiên cứu đo lường tăng trưởng doanh thu dựa vào sự chênh lệch giữa doanh thu kỳ trước và kỳ sau chia (/) doanh thu kỳ trước.

Rủi ro tài chính cũng là biến kiểm soát quan trọng có liên quan đến hiệu quả hoạt động. Doanh nghiệp đối mặt với rủi ro khi lợi nhuận của nó liên tục biến đổi qua thời gian ([Joni & Lina, 2010](#)). Rủi ro tài chính của doanh nghiệp sẽ càng cao khi doanh nghiệp không thể duy trì lợi nhuận hiện tại của mình ([Harjanti & Tandelilin, 2007](#)). Điều này khiến cho nhà đầu tư ngần ngại đầu tư vào doanh nghiệp, giá cổ phiếu trên thị trường rớt xuống, và giá trị doanh nghiệp giảm. Do đó, một số nghiên cứu cho rằng gia tăng rủi ro tài chính khiến doanh nghiệp hoạt động kém hiệu quả hơn ([Sari & Wirajaya, 2017](#); [Vakilifard & Oskouei, 2014](#); [Wiagustini & Pertamawati, 2015](#)). Ngược lại, một số nghiên cứu cho rằng rủi ro thường đi kèm với lợi nhuận thông qua lý thuyết đánh đổi giữa lợi nhuận và rủi ro ([Bashir và cộng sự, 2013](#); [Florio & Leoni, 2017](#); [Öztürk và cộng sự, 2016](#)). Vì thế, các nghiên cứu này ủng hộ cho tác động dương của rủi ro tài chính lên hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Trong luận án này, rủi ro tài chính được đo

lượng bằng cách lấy độ lệch chuẩn ba giai đoạn (3 năm liên tiếp) của lợi nhuận doanh nghiệp.

Khả năng thanh khoản cũng đóng vai trò quan trọng quyết định đến lợi nhuận doanh nghiệp. Doanh nghiệp có lượng tiền mặt cao ít có nguy cơ phá sản vì doanh nghiệp có thể đáp ứng nhu cầu tiền mặt trong giai đoạn khó khăn và bất định. Vì vậy, mức thanh khoản cao có ảnh hưởng dương đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp ([Browne & Hoyt, 1995](#); [Maina & Muturi, 2013](#)). Tuy nhiên, cũng có một số nghiên cứu cho rằng thanh khoản cao khiến doanh nghiệp thực hiện các dự án đầu tư rủi ro hơn vì có tiền mặt dư thừa để đầu tư và từ đó ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động ([Fama và cộng sự, 1993](#); [M. Khan và cộng sự, 2011](#); [Vishnani & Shah, 2007](#)). Để đo lường khả năng thanh khoản, tác giả sử dụng tỷ lệ tài sản ngắn hạn trên nợ ngắn hạn của doanh nghiệp.

Biến kiểm soát cuối cùng trong mô hình nghiên cứu là năng lực tài sản. Một số nghiên cứu chứng minh tác động dương của năng lực tài sản lên hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp ([Bashir và cộng sự, 2013](#); [Chinaemerem & Anthony, 2012](#); [Mehari & Aemiro, 2013](#); [Sambasivam & Ayele, 2013](#)) do tài sản hữu hình cao có thể giúp ([Campello & Giambona, 2010](#)) tăng giá trị doanh nghiệp (nhà đầu tư đánh giá doanh nghiệp cao vì họ có thể thu hồi được khoản đầu tư thông qua thanh lý tài sản trong trường hợp doanh nghiệp phá sản). Tham khảo từ các nghiên cứu trước ([Almeida & Campello, 2007](#); [Chinaemerem & Anthony, 2012](#); [Mehari & Aemiro, 2013](#)), tác giả sử dụng tỷ số tài sản cố định hữu hình trên tổng tài sản để đại diện cho năng lực tài sản của doanh nghiệp.

Các nghiên cứu về tác động của đòn bẩy tài chính lên hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp có hai kết quả trái ngược nhau: đòn bẩy tài chính có thể tác động tích cực hay tiêu cực đến hiệu quả hoạt động. [De Mesquita & Lara \(2003\)](#) nhận thấy nợ ngắn hạn có tác động dương tới lợi nhuận của doanh nghiệp khi nghiên cứu các doanh nghiệp tại Brazil. [R. B. A. Saeed & Badar \(2013\)](#) cũng ủng hộ cho những nghiên cứu trước đó bằng các bằng chứng cho mối quan hệ dương giữa nợ ngắn hạn với ROA. [Salawu và cộng sự \(2012\)](#) chỉ ra mối quan hệ dương có ý nghĩa giữa nợ dài hạn và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. [F.-M. Chang và cộng sự \(2014\)](#) ủng hộ cho kết quả của [Salawu](#)

[và công sự \(2012\)](#) khi tìm thấy tác động dương của nợ dài hạn tới các chỉ số thị trường dùng để đo lường hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. [Ebaid \(2009\)](#) cho rằng không những nợ dài hạn mà tổng nợ cũng có tác động ngược chiều lên lợi nhuận trên tổng tài sản. Tuy nhiên, đối với lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu thì hai loại nợ này lại không có tác động ý nghĩa. [M. M. Saeed và cộng sự \(2013\)](#) cho rằng nợ ngắn hạn và tổng nợ trong cấu trúc vốn của doanh nghiệp đều có tác động cùng chiều tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp và nợ dài hạn lại tác động ngược chiều đến tỷ lệ lợi nhuận trên tổng tài sản, tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu, và lợi nhuận trên mỗi cổ phần. [T. P. V. Le & Phan \(2017\)](#) sử dụng dữ liệu bảng không cân đối từ tất cả các doanh nghiệp niêm yết phi tài chính trong giai đoạn 2007–2012 để điều tra ảnh hưởng của cấu trúc vốn đối với hoạt động của doanh nghiệp tại Việt Nam. Kết quả cho thấy tất cả các tỷ lệ nợ đều có mối quan hệ tiêu cực đáng kể đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Kết quả này không phù hợp với hầu hết các nghiên cứu được thực hiện ở các nước phát triển, vốn đặt ra mối quan hệ thuận chiều giữa cấu trúc vốn và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp; tuy nhiên, nó phù hợp với một số nghiên cứu trong bối cảnh thị trường đang phát triển.

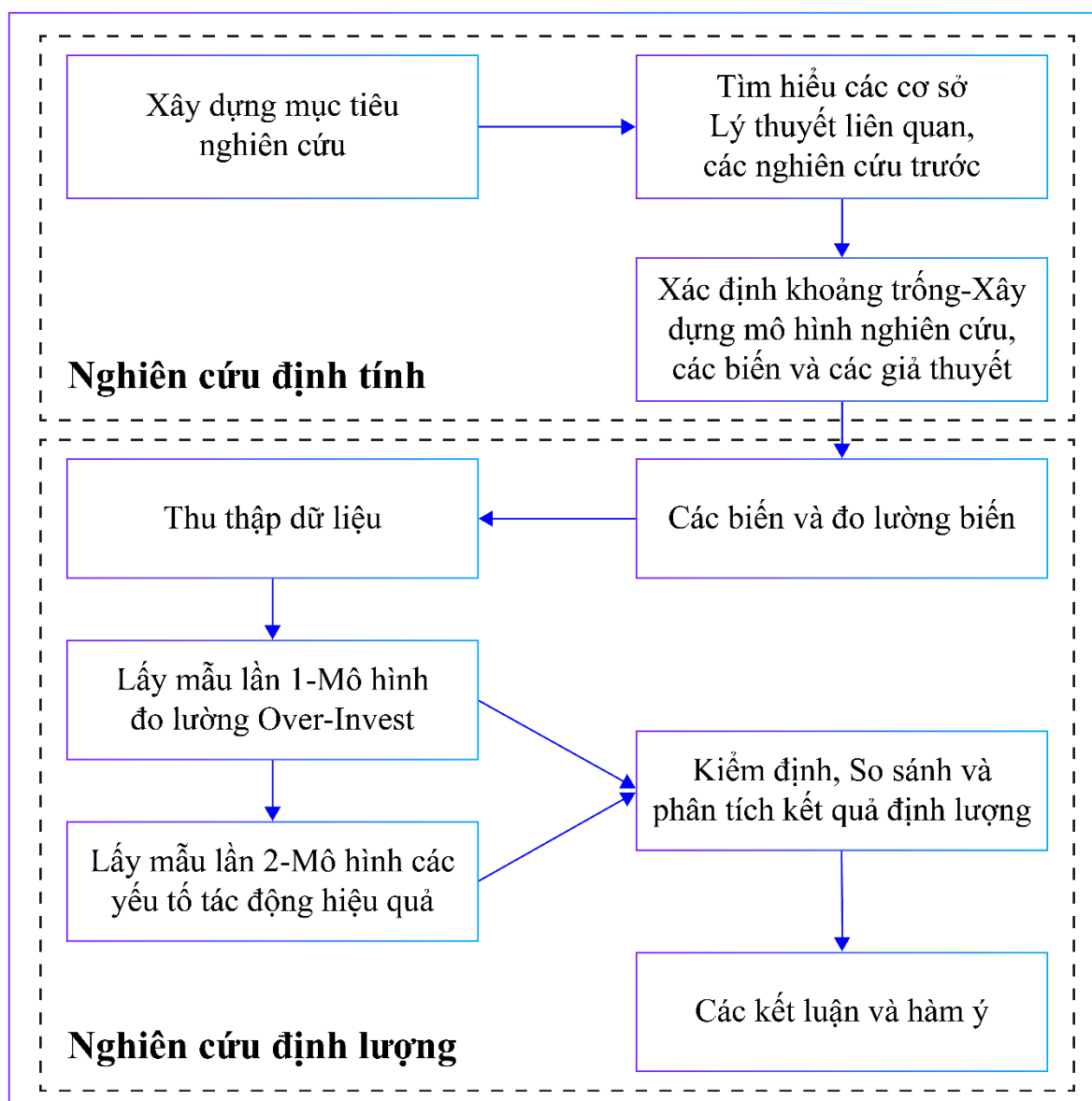
Kết quả nghiên cứu khác nhau về tác động của tổng nợ lên hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp phần nào chỉ ra tùy vào những điều kiện và môi trường hoạt động khác nhau của doanh nghiệp mà đòn bẩy tài chính sẽ đem lại tác động tích cực hay tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp ([Krishnan & Moyer, 1997](#); [Simerly & Li, 2000](#)).

Nghiên cứu về tác động của chính sách cổ tức đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp cũng có hai hướng kết quả khác biệt. Nhóm nghiên cứu cho kết quả tác động tích cực và nhóm nghiên cứu cho kết quả tác động tiêu cực. [Valentin \(2014\)](#) chứng minh được mối quan hệ dương của chính sách cổ tức đối với các chỉ số hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp khác nhau như lợi nhuận ròng biên, ROA, và Tobin's Q. [Ouma, 2012](#) và [Yegon và cộng sự \(2014\)](#) cùng nghiên cứu hoạt động của các doanh nghiệp tại Kenya và cho rằng chính sách chi trả cổ tức có tác động tích cực tới lợi nhuận hoạt động, hoạt động đầu tư, và lợi nhuận trên mỗi cổ phần của doanh nghiệp. [Rajverma và cộng sự \(2019\)](#), [Hafeez và cộng sự \(2018\)](#) cũng xác nhận rằng các công ty trả cổ tức thường xuyên ít rủi ro hơn và do đó, yêu cầu mức phí định giá cao hơn. Trái lại, [Amidu \(2007\)](#)

ngiên cứu các doanh nghiệp tại Ghana và thấy rằng chính sách cổ tức có tác động tiêu cực tới lợi nhuận trên tổng tài sản. [Maladjian & Khouiry \(2014\)](#) thấy rằng chính sách cổ tức có mối quan hệ âm đối với lợi nhuận của doanh nghiệp khi doanh nghiệp sử dụng cổ tức chi trả cho nhà đầu tư thay vì đầu tư vào các dự án có lợi nhuận.

3.2. Quy trình nghiên cứu

Quy trình nghiên cứu được mô tả theo sơ đồ ở hình 3.1. Quy trình đi từ nghiên cứu định tính đến định lượng. Trước hết tác giả đi từ việc thiết lập các mục tiêu nghiên cứu từ đó tìm hiểu tổng quan lý thuyết và các nghiên cứu trước có liên quan đến vấn đề và mục tiêu nghiên cứu. Bằng việc lược khảo các nghiên cứu trước tác giả đưa ra các khoảng trống nghiên cứu từ đó tiến hành đo lường các biến và thu thập dữ liệu. Các dữ liệu được dùng cho 2 mô hình nghiên cứu: mô hình 1 bằng cách xác định các doanh nghiệp có đầu tư quá mức hay không, kết quả này được dùng tiếp cho mô hình 2 trong xác định các yếu tố tác động lên hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Các kết quả nghiên cứu được kiểm chứng lại lý thuyết, các nghiên cứu trước và các giả thuyết đưa ra xem xét lại mục tiêu và các khoảng trống ban đầu có phù hợp. Các kết quả phù hợp sẽ được sử dụng để đưa ra các hàm ý chính sách.



Sơ đồ 3.1. Sơ đồ quy trình nghiên cứu

3.3. Phương pháp ước lượng và quy trình xử lý mô hình nghiên cứu định lượng

Dựa trên dữ liệu thu thập cho các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam qua giai đoạn 10 năm, tác giả đưa ra phương pháp ước lượng mô hình dành cho dữ liệu bảng với tiếp cận tĩnh và tiếp cận động. Mô hình tiếp cận tĩnh không xét đến biến độ trễ của biến phụ thuộc như là biến độc lập trong phương trình hồi quy. Ngược lại, tiếp cận động có bao gồm độ trễ của biến phụ thuộc trong mô hình. Sự xuất hiện của biến độ trễ của biến phụ thuộc dẫn đến hiện tượng nội sinh do tương quan giữa phần dư và biến độ trễ này. Tuy trình bày cả hai cách thức tiếp cận đối với mô hình nghiên cứu, tác giả sẽ áp dụng tiếp cận động dựa trên những phân tích đã đề cập trong phần lý thuyết và thực

nghiệm vì cho rằng hiệu quả hoạt động trong quá khứ sẽ ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp ở hiện tại. Trong phần dưới đây, tác giả sẽ trình bày các ước lượng đối với tiếp cận tĩnh và tiếp cận động.

3.3.1. Tiếp cận mô hình tĩnh

Ước lượng tĩnh đối với dữ liệu bảng sử dụng phương pháp bình phương nhỏ nhất bao gồm ba kỹ thuật là hồi quy gộp (POLS – Pooled Ordinary Least Square), tác động cố định (FE – Fixed Effects), và tác động ngẫu nhiên (RE – Random Effects). Kỹ thuật POLS xem xét tất cả đối tượng chung với nhau và không chỉ ra đặc điểm riêng của từng đối tượng. Kỹ thuật FE thêm vào mô hình hệ số chặn. Hệ số này sẽ khác nhau giữa các cá thể và đại diện cho đặc điểm riêng cố định của từng cá thể. Điều này giúp phản ánh kết quả chính xác hơn vì bản thân tất cả các cá thể không thể nào có cùng một đặc trưng được. Kỹ thuật RE đưa vào mô hình hệ số chặn và một yếu tố ngẫu nhiên. Do yếu tố ngẫu nhiên này luôn thay đổi nên đặc điểm của mỗi doanh nghiệp không phải là yếu tố cố định mà sẽ biến đổi qua thời gian. Điều này cũng giúp phản ánh chính xác hơn kết quả nghiên cứu so với kỹ thuật POLS. Tuy nhiên, việc so sánh giữa kỹ thuật FE và RE thì cần phải dựa trên kiểm định Hausman. Kiểm định này sẽ giúp chỉ ra xem kỹ thuật nào hiệu quả hơn. Đối với giai đoạn thời gian ngắn thì kỹ thuật FE dường như phù hợp hơn vì đặc điểm cá thể ít thay đổi, nhưng điều này cần phải dựa trên kết quả của kiểm định để có cái nhìn rõ ràng hơn. Trong luận án này, tác giả sử dụng phương pháp FE để ước tính giá trị phần dư từ mô hình xác định đầu tư quá mức.

3.3.2. Tiếp cận mô hình động

Kỹ thuật ước lượng động đưa độ trễ của biến phụ thuộc vào trong mô hình nghiên cứu để xem xét ảnh hưởng của giá trị quá khứ lên hiện tại và mức độ điều chỉnh của biến phụ thuộc qua thời gian ([Karanasos, 2001](#); [Karanasos & Kim, 2003](#)). Thực tế cho thấy rằng có biến số kinh tế thường chịu tác động của chính nó trong quá khứ bên cạnh các nhân tố khác trên thị trường ([Walker, 1931](#); [Yule, 1927](#)). Việc sử dụng độ trễ của biến phụ thuộc trong mô hình nghiên cứu chỉ ra tính động của một yếu tố kinh tế nhất định. Tính động cho thấy sự điều chỉnh của yếu tố dựa vào chính nó và các yếu tố tác động khác ([Karanasos, 2001](#); [Karanasos & Kim, 2003](#)).

Kỹ thuật ước lượng động ban đầu được phát triển dựa trên phương pháp bình phương nhỏ nhất (OLS – Ordinary Least Square) và phương pháp moment (MM – Method of Moments). Tuy nhiên, ([Kiviet, 1995](#)) và [Nickell \(1981\)](#) cho rằng vấn đề nội sinh khiến cho hệ số ước lượng từ hai phương pháp trên bị thiên lệch và dự báo bị thiếu tính chính xác. Vì biến nội sinh cần phải có biến công cụ đại diện cho nó nên phương pháp moment thất bại khi số ẩn trong phương trình nhiều hơn số phương trình trong hệ. Thất bại này được khắc phục bởi phương pháp moment tổng quát (GMM) vì nó có thể giải thành công hệ phương trình trên. Nhờ vậy GMM giải quyết được nội sinh do tương quan giữa phần dư và biến độc lập và hạn chế thiên lệch trong ước tính bằng ma trận hồi quy tối ưu [Hansen \(1982\)](#). Yếu điểm của phương pháp này là chưa giải quyết được ước lượng cho mô hình động có độ trễ của biến phụ thuộc. Hai phương pháp mới được nêu ra để giải quyết vấn đề này: (1) phương trình sai phân bậc nhất và hồi quy hai giai đoạn (DGMM) (2SLS – Two Stage Least Square) với biến công cụ là độ trễ biến phụ thuộc [Anderson & Hsiao \(1982\)](#); (2) phương pháp SGMM với sự kết hợp của DGMM và hồi quy dường như không liên quan (Seemingly Unrelated Regression – SUR) cho phương trình gốc và sai phân bậc 1 [Arellano & Bond \(1991\)](#). Trong hai phương pháp thì phương pháp DGMM ước lượng mô hình với tính hiệu quả và tính vững thấp do tương quan của biến độc lập với phần dư chưa được giải quyết. Phương pháp SGMM giúp tăng tính hiệu quả của mô hình thông qua tăng tính hiệu quả của biến công cụ (sử dụng độ trễ của phương trình bậc gốc làm biến công cụ cho phương trình sai phân và độ trễ của phương trình sai phân làm biến công cụ cho phương trình bậc gốc). Tuy nhiên, ràng buộc của phương pháp này là biến phụ thuộc không có tự tương quan từ bậc hai trở đi.

Tóm lại, ([Baltagi, 2008](#)) nhấn mạnh rằng phương pháp ước lượng tĩnh bao gồm POLS, FE, và RE không giảm thiểu được hiện tượng nội sinh gây ra do tương quan giữa độ trễ của biến phụ thuộc và sai số. Vì vậy, nghiên cứu cần phải sử dụng kỹ thuật khác để khắc phục hiện tượng nội sinh. Hai kỹ thuật thường được nhắc đến là IV – 2SLS và SGMM. Kỹ thuật IV – 2SLS sử dụng độ trễ của các biến độc lập khác trong mô hình để làm biến công cụ cho biến nội sinh (biến độ trễ của biến phụ thuộc) ([Diggle và cộng sự, 2002](#); [Fitzmaurice và cộng sự, 2012](#)). Khác với IV – 2SLS, kỹ thuật SGMM xét hệ phương trình bao gồm phương trình gốc (level equation) và phương trình sai phân

(difference equation). Biến độc lập trong phương trình gốc sẽ làm biến công cụ cho biến nội sinh trong phương trình sai phân, và biến độc lập trong phương trình sai phân làm biến công cụ cho biến nội sinh trong phương trình gốc. Cách làm này giúp giải quyết hiện tượng triệt để hơn kỹ thuật IV – 2SLS. Tuy nhiên, kỹ thuật SGMM chỉ cho kết quả hợp lý khi thỏa mãn một số tiêu chuẩn (kiểm định Hansen, kiểm định tự tương quan, và so sánh số biến công cụ và số nhóm). Bên cạnh đó, vì sử dụng hệ phương trình nên vấn đề đa cộng tuyến trong kỹ thuật SGMM sẽ nghiêm trọng hơn.

Các kỹ thuật ước lượng đã trình bày có cả ưu và nhược điểm nhất định. Để sử dụng một phương pháp thì cần phải đánh đổi một số tiêu chuẩn để giải quyết vấn đề mình mong muốn. Vì lý do đó, sự phối hợp của các kỹ thuật ước lượng khác nhau được vận dụng vào trong nghiên cứu. Sự nhất quán giữa các phương pháp là dấu hiệu cho thấy tính vững và độ tin cậy cao của ước lượng. Trong luận án này, tác giả trình bày tiếp cận động với kỹ thuật ước lượng SGMM để giải quyết hiện tượng nội sinh phù hợp với dữ liệu nghiên cứu trong điều kiện có nhiều (id) nhưng số năm quan sát ngắn, ngoài ra độ trễ là biến có ý nghĩa quan trọng trong nghiên cứu các mô hình về tài chính.

3.3.3. Kiểm định hiện tượng nội sinh

Sự xuất hiện của hiện tượng nội sinh khiến cho giả định của mô hình hồi quy bị vi phạm nghiêm trọng. Hiện tượng nội sinh xảy ra do ba nguyên nhân chính sau: (1) thiếu biến quan trọng trong mô hình nghiên cứu, (2) mối quan hệ đồng thời giữa biến độc lập và biến phụ thuộc, và (3) sai lệch trong lựa chọn đo lường biến.

Trường hợp 1, khi một biến khác ngoài mô hình có tác động đến biến độc lập nhưng lại không được đưa vào thì biến này sẽ nằm trong phần sai số. Khi yếu tố cần được đưa vào mô hình bị bỏ qua thì điều này gây ra hiện tượng nội sinh. Trên thực tế thì điều này rất dễ xảy ra vì cách tiếp cận nghiên cứu khác nhau vô tình sót các biến quan trọng. Ví dụ, chi phí đại diện và thông tin bất cân xứng có tác động đến quyết định tài chính tuy nhiên hai biến này lại khó đo lường. Ngoài ra, việc thiếu biến còn do nhà nghiên cứu bị giới hạn về mặt thông tin và thu thập số liệu. Hiện tượng nội sinh sẽ ít nghiêm trọng khi biến quan trọng nằm trong sai số nhưng ít có tương quan với các biến độc lập trong mô hình. Trong tình huống ngược lại thì tính hiệu quả của mô hình thấp vì hệ số của các biến trong mô hình bị thiên lệch và không vững.

Trường hợp 2, mối quan hệ đồng thời giữa biến độc lập và biến phụ thuộc (biến độc lập tác động đến biến phụ thuộc và ngược lại). Mối quan hệ này làm giảm độ tin cậy của các hệ số ước lượng trong mô hình. Quan hệ đồng thời này thường được chứng minh dựa trên các nghiên cứu thực nghiệm và quan sát thực tế về mối quan hệ giữa hai yếu tố đó.

Trường hợp 3, cách thức đo lường biến trong mô hình không phù hợp. Nguyên nhân có thể là do yếu tố đó không thể được định lượng một cách chính xác mà phải thông qua một đo lường mang tính tương đối. Định lượng mang tính tương đối là do điểm yếu liên quan đến định nghĩa biến và phương pháp thu thập dữ liệu trong nghiên cứu. Khi biến quan trọng bị định lượng không chính xác thì sẽ dẫn đến đo lường sai trong mô hình.

Trên thực tế, các yếu tố trong nền kinh tế thường cho thấy diễn biến phức tạp và sự phụ thuộc lẫn nhau. Vì vậy, các mô hình kinh tế thường hay tồn tại hiện tượng nội sinh. Hiện tượng nội sinh khiến cho kết quả của các kỹ thuật dựa trên bình phương nhỏ nhất (ordinary least squares) như POLS, FE, và RE có thể bị thiên lệch. Hệ số ước lượng của các biến cũng bị chệch và kết luận liên quan đến quyết định tài chính doanh nghiệp rút ra từ mô hình có thể sẽ kém chính xác khi dựa trên độ lớn của hệ số ước lượng ([Roberts & Whited, 2013](#)). Khi biến trong mô hình bị nội sinh thì phương pháp ước lượng với biến công cụ (instrumental variables – IV) thường được sử dụng. Trong trường hợp này, biến công cụ hiệu quả sẽ giúp khắc phục một phần vấn đề này. Biến công cụ phù hợp là biến thỏa mãn hai điều kiện sau: (1) biến được chọn làm biến công cụ không có tương quan với phần dư (điều kiện cần) và (2) biến công cụ này chỉ có thể tác động đến biến bị nội sinh và biến bị nội sinh không thể tác động đến biến công cụ (điều kiện đủ).

Trong luận án, mối quan hệ tương quan giữa phần dư và độ trễ của biến phụ thuộc gây ra hiện tượng nội sinh. Bằng kỹ thuật hồi quy SGMM, tác giả sử dụng độ trễ của các biến trong phương trình gốc làm biến công cụ cho biến nội sinh trong phương trình sai phân và ngược lại. Hệ phương trình (phương trình gốc và phương trình sai phân) giúp giải quyết vấn đề nội sinh trong mô hình hồi quy triệt để hơn.

3.4. Thu thập và mô tả dữ liệu

Dữ liệu phục vụ nghiên cứu được thu thập từ Báo cáo tài chính của tất cả các doanh nghiệp niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh (HOSE) và Hà Nội (HNX). Tác giả chỉ lựa chọn phân tích các doanh nghiệp niêm yết vì số liệu báo cáo được kiểm soát khá chặt chẽ bởi thị trường thông qua quy trình hạch toán và kiểm toán nghiêm ngặt. Dữ liệu doanh nghiệp được trích xuất từ FiinPro. Xét về thời gian, tác giả thu thập dữ liệu doanh nghiệp trong giai đoạn 11 năm từ 2009 đến 2019. Trong đó tính biến rủi ro bằng độ lệch chuẩn của 3 năm đầu, do vậy sau khi tính toán biến rủi ro, dữ liệu hồi quy còn lại là từ năm 2011 đến 2019. Tác giả lựa chọn mốc thời gian từ năm 2011 để loại bỏ đi ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu vào năm 2008 – 2009 lên thị trường chứng khoán Việt Nam, khiến cho tình hình kinh doanh của doanh nghiệp bị biến động mạnh sẽ có khả năng ảnh hưởng đến mục tiêu nghiên cứu về đầu tư quá mức và hiệu quả của doanh nghiệp.

Ban đầu, số liệu doanh nghiệp niêm yết qua các năm được thu thập lên đến 800 doanh nghiệp. Tuy nhiên, tác giả chỉ xem xét các doanh nghiệp phi tài chính (không xét đến các doanh nghiệp tài chính như ngân hàng và công ty bảo hiểm) vì bản thân các doanh nghiệp tài chính có sự khác biệt lớn về cấu trúc tài sản và nguồn vốn với các doanh nghiệp phi tài chính. Ngoài ra, tỷ lệ các doanh nghiệp tài chính trong mẫu khá thấp nên để thuận tiện nhất, nghiên cứu chỉ xét các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết.

Bảng 3.3 thống kê số doanh nghiệp niêm yết qua từng năm. Nhìn chung, tổng số lượng doanh nghiệp trên cả hai sở chứng khoán tăng khá mạnh trong giai đoạn 2009 – 2019. Tổng số doanh nghiệp tăng thêm gần 100 (từ 458 lên 547 doanh nghiệp). Dòng 2 bảng 3.3 cho thấy số lượng các công ty được chọn mẫu nghiên cứu là các công ty phi tài chính (không tính các ngân hàng, công ty chứng khoán và bảo hiểm). Số lượng các công ty trong mẫu nghiên cứu bình quân chiếm khoảng 80%, điều này cho thấy mẫu dữ liệu thu thập có thể mang tính đại diện.

Bảng 3.3. Thống kê số doanh nghiệp phi tài chính niêm yết và mẫu lựa chọn

Năm	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Tổng doanh nghiệp niêm yết	453	642	694	704	678	670	684	696	728	749	743
Số doanh nghiệp chọn mẫu	430	464	492	511	523	546	570	578	591	593	593
Tỷ lệ (%) chọn mẫu	94,92	72,27	70,89	72,58	77,14	81,49	83,33	83,04	81,18	79,17	79,82

Nguồn: UBCK Nhà nước và tính toán của tác giả

Trong luận án này, tác giả áp dụng phân chia doanh nghiệp theo các ngành nghề khác nhau, để xem sự khác biệt về nhóm ngành có ảnh hưởng thế nào đến đầu tư quá mức và hiệu hiệu quả hoạt động. Việc phân ngành dự theo chuẩn phân ngành cấp 3 của ICB (Industry Classification Benchmark). ICB phân chia các ngành kinh tế thành 4 cấp gồm: 10 nhóm ngành (Industries), 19 phân ngành lớn (Super sectors), 41 phân ngành chính (Sectors), 114 phân ngành phụ (Sub sectors). Các nhóm ngành được xây dựng trong ICB bao gồm: Dầu khí, nguyên vật liệu, công nghiệp, hàng tiêu dùng, y tế, dịch vụ tiêu dùng, viễn thông, dịch vụ tiện ích và tài chính. Bảng 3.4 mô tả chi tiết các doanh nghiệp trong mẫu theo phân ngành như sau:

Bảng 3.4. Thống kê số lượng mẫu nghiên cứu theo ngành

Ngành	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Công nghệ thông tin	16	18	19	18	17	17	18	18	18	18	17
Công nghiệp	194	208	224	233	234	239	247	251	255	254	256
Dầu khí	3	3	4	5	5	5	5	5	5	5	5
Dịch vụ tiêu dùng	40	43	47	49	51	56	57	58	59	61	61
Dược phẩm, y tế	18	29	21	21	22	22	23	23	24	24	24
Hàng tiêu dùng	74	77	80	78	82	86	90	91	93	93	94
Nguyên vật liệu	57	66	66	72	76	83	87	89	93	94	93
Tiện ích cộng đồng	28	29	31	35	36	38	43	43	44	44	43
Tổng số doanh nghiệp	430	464	492	511	523	546	570	578	591	593	593

Nguồn: UBCK Nhà nước và tính toán của tác giả

Bảng 3.4 cho thấy trong mẫu các doanh nghiệp được chọn thì số lượng các doanh nghiệp thuộc ngành công nghiệp, hàng tiêu dùng, nguyên vật liệu chiếm phần lớn, mẫu

này cũng là đặc trưng cho toàn bộ mẫu các doanh nghiệp niêm yết hiện nay. Số lượng doanh nghiệp thuộc ngành dầu khí rất ít, một số ngành không có.

Tuy nhiên, để tính đầu tư quá mức, tác giả tính toán biến rủi ro bằng cách tính độ lệch chuẩn của 3 năm liên tiếp, ngoài ra trong mô hình tính toán tác động các yếu tố đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp có sử dụng biến độ trễ, do vậy có một số năm sẽ bị khuyết dữ liệu. Bảng 3.5 thể hiện dữ liệu các doanh nghiệp còn lại sau khi xử lý vấn đề trên.

Bảng 3.5. Thống kê số lượng mẫu nghiên cứu theo ngành sau xử lý

Ngành	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Công nghệ thông tin	19	18	17	17	18	18	18	18	17
Công nghiệp	224	233	234	239	247	251	255	254	256
Dầu khí	4	5	5	5	5	5	5	5	5
Dịch vụ tiêu dùng	47	49	51	56	57	58	59	61	61
Dược phẩm, y tế	21	21	22	22	23	23	24	24	24
Hàng tiêu dùng	80	78	81	86	90	91	93	93	94
Nguyên vật liệu	66	72	77	83	87	89	93	94	93
Tiện ích cộng đồng	31	35	36	38	43	43	44	44	43
Tổng số doanh nghiệp	492	511	523	546	570	578	591	593	593

Nguồn: UBCK Nhà nước và tính toán của tác giả

Bảng mô tả thống kê 3.6 dựa trên phần tính toán doanh nghiệp có đầu tư quá mức theo phương trình 3.1 với dữ liệu chỉ lấy những doanh nghiệp phi tài chính, giai đoạn 2011-2019. Bảng 3.6 mô tả các doanh nghiệp có đầu tư quá mức theo ngành nghề, theo đó các doanh nghiệp hoạt động lĩnh vực công nghiệp chiếm số lượng doanh nghiệp có đầu tư quá mức cao nhất (chiếm 50,25%), tiếp đến là ngành hàng tiêu dùng chiếm 14,51%, xếp thứ ba là ngành sản xuất nguyên vật liệu chiếm 12,43% và thấp nhất là ngành dầu khí chỉ có 0,5%. Kết quả này cũng cho ta thấy rằng những doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực có tính chuyên môn cao ít có hoạt động đầu tư quá mức như dầu khí, CNTT, y dược. Trong khi các doanh nghiệp hoạt động cung cấp các sản phẩm phổ biến dễ có hoạt động đầu tư quá mức như sản xuất, cung ứng nguyên vật liệu.

Bảng 3.6. Thống kê số doanh nghiệp có đầu tư quá mức

Doanh nghiệp Năm	DN đầu tư quá mức				Doanh nghiệp đầu tư quá mức theo ngành			
	Tổng số doanh nghiệp		Đầu tư quá mức		Tổng số doanh nghiệp		Đầu tư quá mức	
	Số lượng	Tỷ lệ %	Số lượng	Tỷ lệ %	Ngành	Tổng số quan sát tính từ 2011 đến 2019	Số lượng	Tỷ lệ %
2011	492	100	158	32,11	Công nghệ thông tin	160	57	35,62
2012	511	100	163	31,89	Công nghiệp	2193	823	37,52
2013	523	100	174	33,26	Dầu khí	44	8	18,18
2014	546	100	179	32,78	Dịch vụ tiêu dùng	499	167	33,46
2015	570	100	181	31,75	Dược phẩm, y tế	204	44	21,56
2016	578	100	192	33,22	Hàng tiêu dùng	786	224	28,49
2017	591	100	206	34,86	Nguyên vật liệu	754	222	29,44
2018	593	100	209	35,24	Tiện ích cộng đồng	357	144	40,33
2019	593	100	230	38,78	Cộng	4997	1689	100

Nguồn: Tính toán của tác giả.

TÓM TẮT CHƯƠNG 3

Trong chương 3, tác giả trình bày về mô hình, phương pháp và quy trình nghiên cứu. Thứ nhất, tác giả trình bày phương pháp ước lượng SGMM để khắc phục hiện tượng nội sinh. Bằng cách lựa chọn mô hình, cách thức đo lường biến, và phương pháp ước lượng, tác giả có thể đưa ra kết quả hồi quy phù hợp với dữ liệu nghiên cứu. Thứ hai, tác giả trình bày quy trình nghiên cứu gồm các bước và sử dụng phối hợp phương pháp định tính và phương pháp định lượng tương ứng với từng bước cụ thể. Thứ ba, tác giả trình bày phương pháp ước lượng và quy trình xử lý mô hình nghiên cứu định lượng. Thứ tư, tác giả trình bày chi tiết về cách thu thập và xử lý dữ liệu phục vụ cho nghiên cứu. Chương 3 được xem là nền tảng để nghiên cứu phân tích kết quả trong chương tiếp theo và đạt được mục tiêu nghiên cứu của luận án.

CHƯƠNG 4. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ THẢO LUẬN

Chương này trình bày kết quả nghiên cứu dựa trên phương pháp nghiên cứu từ chương 3, gồm các nội dung: Phân tích thống kê mô tả biến; Phân tích kết quả định tính dựa trên phân nhóm doanh nghiệp đầu tư quá mức và đánh giá ảnh hưởng của chính sách tài trợ và chính sách cổ tức đến vấn đề đầu tư quá mức của doanh nghiệp; Giải thích kết quả định lượng của mô hình hồi quy sử dụng kỹ thuật ước lượng SGMM; Kiểm định giả thuyết nghiên cứu dựa trên kết quả nghiên cứu và thảo luận về kết quả nghiên cứu này.

4.1. Phân tích thống kê mô tả

4.1.1. Thống kê mô tả biến

Trong phần này, tác giả tập trung vào mô tả thống kê đối với biến độc lập và biến phụ thuộc trong mô hình nghiên cứu. Trong nhóm biến độc lập, các biến chính bao gồm chính sách cổ tức (tỷ lệ chi trả cổ tức), chính sách tài trợ (đòn bẩy tài chính), và đầu tư quá mức (đo lường dựa trên Hàm cầu đầu tư). Các biến kiểm soát bao gồm tăng trưởng doanh thu, rủi ro tài chính, khả năng thanh khoản, và tỷ lệ tài sản cố định. Những yếu tố này đã được chứng minh là giúp giải thích cho hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Đối với biến phụ thuộc, nghiên cứu sử dụng tỷ lệ EAT trên tổng tài sản (ROA) và tỷ lệ EBIT trên tổng tài sản (BEP). Sự khác nhau của hai biến đại diện này nằm ở chi phí lãi vay và chi phí thuế. Tác giả đánh giá hai biến phụ thuộc này để giải thích liệu các biến độc lập lựa chọn cho thể giải thích cho lợi nhuận của doanh nghiệp bình thường và doanh nghiệp có ưu đãi về thuế và lãi vay hay không.

Bảng 4.1 trình bày thống kê mô tả biến đối với mẫu dữ liệu gồm tất cả các doanh nghiệp niêm yết. Trong bảng 4.1, lợi nhuận hoạt động trung bình của các doanh nghiệp tại Việt Nam không cao, dao động trong khoảng từ 0.0606 (ROA) đến 0.0914 (BEP). Sự chênh lệch giữa BEP và ROA (3%) có thể được giải thích bởi chi phí lãi vay và chi phí thuế. Phần chênh lệch này cũng khá cao vì nó chiếm đến 30% lợi nhuận doanh nghiệp tính theo BEP. Bên cạnh đó, mức độ biến động về lợi nhuận giữa các doanh nghiệp cũng khá cao (5.6%: BEP và 4.8%: ROA). Như vậy, trên thị trường chứng khoán Việt

Nam, một số doanh nghiệp sẽ có tỷ lệ lợi nhuận rất cao (25.3%: BEP) và một số doanh nghiệp có tỷ lệ lợi nhuận rất thấp (-0.6%: BEP; -0.5%: ROA).

Xem xét biến đòn bẩy tài chính, tỷ lệ nợ thấp nhất là 0% (doanh nghiệp không vay nợ) và cao nhất là 84.5% (doanh nghiệp vay nợ quá cao). Tuy nhiên, về trung bình thì tỷ lệ nợ duy trì ở mức hợp lý (khoảng 51%). Như vậy, để tài trợ cho hoạt động đầu tư của mình doanh nghiệp sử dụng phân nửa là vốn vay và phân nửa là vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp. Việc duy trì tỷ lệ nợ ở mức vừa phải giúp doanh nghiệp có thể tận dụng lợi ích từ việc vay nợ cũng như tránh được các rủi ro kiệt quệ tài chính hay phá sản do vay nợ quá mức. Dựa trên độ lệch chuẩn, có thể nhận thấy 68% số quan sát (các doanh nghiệp niêm yết) có tỷ lệ nợ trong cấu trúc vốn dao động trong khoảng 30% đến 70%. Điều này chứng tỏ rằng đa phần các doanh nghiệp niêm yết cũng rất thận trọng đối với việc vay nợ của mình.

Xem xét biến tỷ lệ chi trả cổ tức, cho thấy chính sách cổ tức cũng được giữ ở mức 51% trên tổng lợi nhuận doanh nghiệp. Như vậy, về trung bình lợi nhuận sẽ được doanh nghiệp giữ lại một nửa và nửa còn lại dùng để chi trả cổ tức. Độ lệch chuẩn cao (0.33) là dấu hiệu cho thấy sự chênh lệch lớn về mức chi trả cổ tức giữa các doanh nghiệp. Có một số doanh nghiệp chi trả cổ tức cao (chiếm 178% so với lợi nhuận mà họ kiếm được) hoặc không chi trả cổ tức. Ngoài ra, 68% số quan sát doanh nghiệp có tỷ lệ chi trả cổ tức dao động trong khoảng từ 17% đến 83%. Đây cũng là mức chi trả cổ tức khá cao nên có thể nhận xét rằng các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam vẫn xem chính sách cổ tức là công cụ cần thiết để làm hài lòng nhà đầu tư trên thị trường. Doanh nghiệp sẽ thiên về chi trả cổ tức hơn là giữ lại lợi nhuận tiếp tục tái đầu tư mở rộng sản xuất. Các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam vẫn muốn duy trì mức độ chi trả cổ tức cao để báo tín hiệu tốt cho thị trường rằng họ vẫn đang hoạt động hiệu quả và sinh lợi nhằm giữ chân nhà đầu tư không rút vốn ra khỏi doanh nghiệp. Các biến còn lại dẫn đến kết luận như sau: (1) các doanh nghiệp tăng trưởng không cao, (2) doanh nghiệp duy trì rủi ro tài chính ở mức thấp, (3) khả năng thanh khoản hợp lý ở mức 1.6, và (4) tỷ lệ tài sản cố định không cao. Tất cả điều này minh chứng cho việc rằng các doanh nghiệp Việt Nam nhìn chung e ngại chấp nhận rủi ro (rủi ro tài chính thấp) và luôn duy trì tỷ lệ thanh khoản nhất định để tránh việc mất khả năng chi trả (insolvency). Vì không

chấp nhận rủi ro nên tăng trưởng doanh thu không cao về tỷ lệ tài sản cố định thấp (doanh nghiệp không mở rộng sản xuất).

Bảng 4.1. Mô tả thống kê các biến trong mô hình

Chỉ tiêu	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
<u>Biến phụ thuộc</u>					
BEP	4,997	0.0914	0.0556	-0.0061	0.2530
ROA	4,997	0.0606	0.0480	-0.0053	0.2066
<u>Biến giải thích</u>					
Sales	4,997	0.1883	0.3331	-0.4033	1.5286
Risk	4,729	0.0739	0.0580	0.0073	0.2745
LIQ	4,997	1.5961	0.9598	0.3607	4.9196
TANG	4,997	0.2456	0.1784	0.0107	0.7070
DIV	4,997	0.5052	0.3327	0.0000	1.7832
LEV	4,997	0.5095	0.1958	0.0000	0.8454

Nguồn: Tính toán của tác giả.

Để phân tích sự khác biệt các biến theo ngành nghề kinh doanh, tác giả tính toán mô tả giá trị trung bình các biến dựa theo hai giá trị cần so sánh, đó là giá trị chung và giá trị trung bình của các doanh nghiệp có đầu tư quá mức, kết quả chi tiết theo bảng 4.2.

Bảng 4.2. Mô tả các chỉ tiêu tài chính theo nhóm ngành của các doanh nghiệp

Ngành	ROA	ROA-Over	BEP	BEP-Over	Sales	Sales-Over	Risk	Risk-Over
Hàng tiêu dùng	0.0591	0.0516	0.0957	0.0952	0.2746	0.3341	0.0275	0.0282
Dịch vụ tiêu dùng	0.0646	0.0632	0.0975	0.0969	0.1600	0.3100	0.0276	0.0325
Công nghiệp	0.0630	0.0625	0.0950	0.0940	0.3344	0.3353	0.0271	0.0275
Dược, y tế	0.0632	0.0020	0.0980	0.0460	0.3440	0.3870	0.0275	0.0447
Tiện ích cộng đồng	0.0649	0.0601	0.0978	0.0896	0.3290	1.3080	0.0277	0.0370
Nguyên vật liệu	0.0629	0.0371	0.0958	0.0648	0.3397	0.6965	0.0276	0.0281
Công nghệ thông tin	0.0605	0.0601	0.0906	0.0902	0.3523	0.3528	0.0278	0.0280
Dầu khí	0.0598	0.0440	0.0925	0.0678	0.2700	0.2150	0.0274	0.0275

Ngành	Liq	Liq-Over	Tang	Tang-Over	Div	Div-Over	Lev	Lev-Over
Hàng tiêu dùng	2.5645	2.6410	0.4649	0.4776	0.0696	0.0630	0.0584	0.0652
Dịch vụ tiêu dùng	2.5756	3.0090	0.4739	0.4994	0.0671	0.0569	0.0607	0.0802
Công nghiệp	2.5516	2.5632	0.4651	0.4660	0.0690	0.0692	0.0586	0.0589
Dược, y tế	2.5541	2.8940	0.0492	0.8150	0.0680	0.0100	0.0603	0.4859
Tiện ích cộng đồng	2.5870	2.5960	0.4764	0.4839	0.0673	0.0620	0.0620	0.0650
Nguyên vật liệu	2.5550	2.9450	0.4694	0.5665	0.0684	0.0609	0.0597	0.0655
Công nghệ thông tin	2.5680	2.5682	0.4615	0.4618	0.0697	0.0695	0.0571	0.0573
Dầu khí	2.3580	2.8100	0.4766	0.3145	0.0660	0.0973	0.0562	0.0565

Nguồn: Tính toán của tác giả

Bảng 4.2 mô tả chi tiết các chỉ tiêu tài chính phân theo 8 nhóm ngành cấp 1. Kết quả một lần nữa cho thấy cho dù có phân theo nhóm ngành nhưng nhìn chung kết quả giống nhau ở chỗ hiệu quả (ROA và BEP) của những doanh nghiệp không có đầu tư quá mức có hiệu quả hơn những doanh nghiệp có đầu tư quá mức. Chính việc đầu tư quá mức trong lúc dòng tiền cao do thanh khoản (Liq) tốt hơn, lúc tăng trưởng tốt hơn (Sales) thôi thúc các doanh nghiệp tăng cường đầu tư quá mức và gia tăng rủi ro (Risk) bằng cách gia tăng nợ vay (Lev cao hơn), giảm chi trả cổ tức (Div thấp), chính vì thế mà rủi ro hoạt động của các doanh nghiệp trong các ngành đều cao hơn doanh nghiệp không có đầu tư quá mức. Đặc biệt kết quả phân tích theo ngành ở bảng trên cho thấy có 3 nhóm ngành có sự chênh lệch về hiệu quả quá khác biệt ở nhóm có đầu tư quá mức và không đầu tư quá mức, cụ thể là nhóm ngành: y dược, nguyên liệu và dầu khí. Việc đầu tư quá mức các ngành này làm lợi nhuận giảm mạnh, nhưng rủi ro lại tăng đáng kể.

4.1.2. Ma trận hệ số tương quan

Bảng ma trận hệ số tương quan 4.3 trình bày mối quan hệ giữa các biến trong mô hình nghiên cứu. Quan hệ tương quan giữa nhóm biến đại diện cho biến phụ thuộc chỉ ra liệu các biến này có thể sử dụng để cùng đại diện cho hiệu quả hoạt động được không. Quan hệ tương quan giữa biến độc lập và biến phụ thuộc là kết quả bước đầu cho mối quan hệ hồi quy đơn biến giữa từng biến độc lập với biến phụ thuộc. Quan hệ tương quan giữa các biến độc lập giúp xác định mô hình có hiện tượng đa cộng tuyến hay không. Đầu tiên, các biến đại diện cho hiệu quả hoạt động có mức độ tương quan

khá cao với nhau (0.977). Điều này thể hiện đúng bản chất mối quan hệ vì bản thân ROA và BEP khác nhau ở hai yếu tố là lãi vay và thuế. Như vậy, cả hai biến này có thể được sử dụng lần lượt để đại diện cho hiệu quả hoạt động do mức độ tương tự của chúng.

Thứ hai, trong nhóm biến độc lập, tăng trưởng doanh thu, khả năng thanh khoản, chi trả cổ tức, và rủi ro tài chính có mối quan hệ dương với hiệu quả hoạt động. Các biến còn lại (tỷ lệ tài sản cố định, đòn bẩy tài chính, và đầu tư quá mức) đều cho thấy mối quan hệ tương quan âm với hiệu quả hoạt động. Tuy nhiên, mối quan hệ giữa các yếu tố cần được xác định lại trong phần phân tích định lượng khi đưa tất cả các biến vào chung trong một mô hình.

Cuối cùng, mối quan hệ tương quan giữa các biến độc lập dường như rất thấp (đa phần các biến đều nhỏ hơn 0.4). Riêng có biến khả năng thanh khoản và tỷ lệ tài sản cố định có mức tương quan cao là -0.76 . Tuy nhiên, số này vẫn thấp hơn 0.8 (cao hơn mức này được cho là xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến). Cho nên, có thể kết luận hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến độc lập trong mô hình là không nghiêm trọng. Một điểm cần lưu ý là mối quan hệ tương quan giữa đòn bẩy tài chính là 0.33 trong khi đó tỷ lệ chi trả cổ tức chỉ có -0.002 . Sự chênh lệch này hàm ý khi xem xét tác động điều tiết của chính sách tài trợ và chính sách chi trả cổ tức thì chính sách cổ tức nhiều khả năng sẽ không can thiệp nhiều trong khi chính sách tài trợ lại đóng vai trò quan trọng.

Bảng 4.3. Ma trận hệ số tương quan

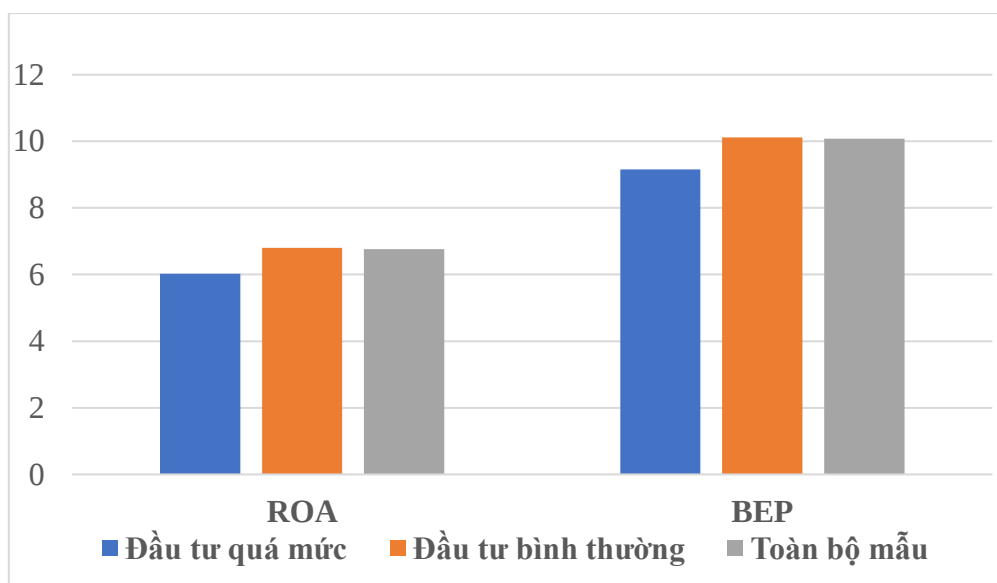
Hệ số tương quan	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
(1) ROA	1.0000	0.977***	0.0176	0.0221	0.0484***	-0.0656***	0.2237***	-0.1356***	-0.0296**
(2) BEP	0.977***	1.0000	0.0217	0.0084	0.0304**	0.002	0.2396***	-0.0924***	-0.0307**
(3) Risk	0.0176	0.0217	1.0000	0.0767***	0.0461***	-0.0581***	-0.0436***	-0.0675***	0.0546***
(4) Sales	0.0221	0.0084	0.0767***	1.0000	0.0058	-0.0649***	-0.0184	-0.0124	0.0055
(5) LIQ	0.0484***	0.0304**	0.0461***	0.0058	1.0000	-0.0567***	-0.0196	-0.1063***	0.0741***
(6) TANG	-0.0656***	0.002	-0.0581***	-0.0649***	-0.0567***	1.0000	0.0087	0.3169***	-0.1911***
(7) DIV	0.2237***	0.2396***	-0.0436***	-0.0184	-0.0196	0.0087	1.0000	-0.0327**	-0.0376***
(8) LEV	-0.1356***	-0.0924***	-0.0675***	-0.0124	-0.1063***	0.3169***	-0.0327**	1.0000	-0.0324**
(9) OVER	-0.0296**	-0.0307**	0.0546***	0.0055	0.0741***	-0.1911***	-0.0376***	-0.0324**	1.0000

Nguồn: Tính toán của tác giả

4.2. Kết quả phân tích định tính

Trong phần kết quả định tính, tác giả sẽ phân tích mối quan hệ giữa đầu tư quá mức và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Sau đó, tác giả sẽ chỉ nghiên cứu riêng các doanh nghiệp đầu tư quá mức và đánh giá sự thay đổi của chính sách tài trợ và chính sách cổ tức đối với hiệu quả hoạt động của nhóm doanh nghiệp này. Trước khi tiến hành phân tích, tác giả trình bày thống kê mô tả đối với mẫu dữ liệu thu thập. Như đã đề cập trong chương 3, doanh nghiệp đầu tư quá mức sẽ được xác định dựa trên hàm cầu đầu tư. Phần dư ước tính sau khi điều chỉnh theo độ lệch chuẩn mang giá trị dương đại diện cho dấu hiệu đầu tư quá mức của doanh nghiệp. Các giá trị phần dư còn lại được phân loại là đầu tư bình thường của doanh nghiệp. Dựa trên cách thức này, tác giả phân ra nhóm các doanh nghiệp có hay không có đầu tư quá mức, doanh nghiệp theo các ngành nghề nào có đầu tư quá mức cao.

Sau khi tiến hành phân loại doanh nghiệp thành hai nhóm: (1) các doanh nghiệp có dấu hiệu đầu tư quá mức và (2) các doanh nghiệp còn lại, tác giả tiến hành phân tích hiệu quả hoạt động của hai nhóm doanh nghiệp này.



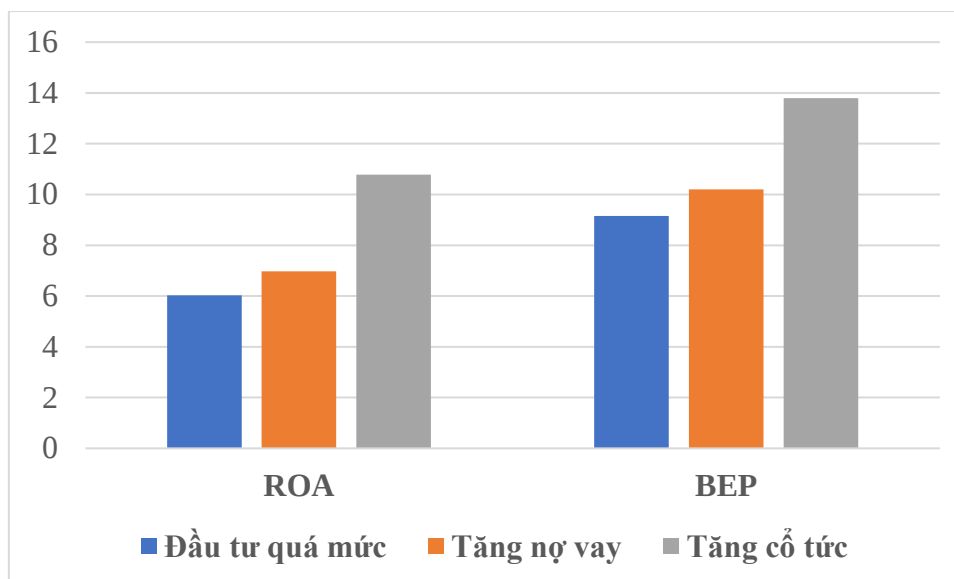
Biểu đồ 4.1. So sánh hiệu quả hoạt động giữa nhóm doanh nghiệp đầu tư quá mức và đầu tư bình thường

Trong biểu đồ 4.1, tác giả đánh giá hiệu quả hoạt động của 2 nhóm doanh nghiệp (nhóm 1: các doanh nghiệp đầu tư quá mức – cột màu xanh và nhóm 2: các doanh nghiệp còn lại – cột màu cam). Ngoài ra, biểu đồ còn trình bày thêm cột hiệu quả hoạt động

trung bình của toàn bộ mẫu nghiên cứu. Từng cụm ba cột sẽ tương ứng với các biến đại diện khác nhau cho hiệu quả hoạt động (BEP và ROA). Dựa vào biểu đồ so sánh, có thể quan sát thấy các doanh nghiệp cho thấy dấu hiệu đầu tư quá mức đều có hiệu quả hoạt động thấp hơn các doanh nghiệp còn lại. Ngoài ra, xét trên toàn bộ mẫu dữ liệu thì lợi nhuận trung bình của tất cả các doanh nghiệp cũng cao hơn các doanh nghiệp cho thấy dấu hiệu đầu tư quá mức. Kết quả này nhất quán đối với hai biến đại diện khác nhau cho hiệu quả hoạt động. Theo như phần thống kê mô tả thì các doanh nghiệp đầu tư quá mức chỉ chiếm một tỷ lệ phần trăm nhỏ trong tổng số doanh nghiệp vì vậy nên hiệu quả hoạt động trung bình của toàn bộ mẫu và của các doanh nghiệp còn lại dường như là bằng nhau (hiệu quả hoạt động trung bình chênh lệch rất ít).

Qua biểu đồ, có thể nhận định đầu tư quá mức là nguyên nhân khiến cho hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp thấp hơn. Bằng chứng này được thể hiện rõ ràng thông qua lợi nhuận thấp hơn đối với nhóm các doanh nghiệp có dấu hiệu đầu tư quá mức. Như vậy, đối với mẫu dữ liệu bao gồm tất cả các doanh nghiệp niêm yết thì các doanh nghiệp có dấu hiệu đầu tư quá mức cho thấy tỷ lệ lợi nhuận thấp hơn và hoạt động kém hiệu quả hơn. Thực vậy, đầu tư quá mức hàm ý doanh nghiệp đầu tư vào các dự án không sinh lợi hoặc các dự án gây lỗ cho doanh nghiệp. Đó là lý do khiến lợi nhuận doanh nghiệp suy giảm do đầu tư không hiệu quả. Ngược lại, nhóm doanh nghiệp có thể duy trì đầu tư ở mức độ bình thường sẽ hoạt động hiệu quả hơn.

Sau đó, để đánh giá ảnh hưởng của chính sách tài trợ và chính sách cổ tức đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp đầu tư quá mức, tác giả đưa ra cách thức phân loại dữ liệu như sau: (1) lựa chọn riêng các doanh nghiệp đầu tư quá mức trong mẫu, (2) phân các doanh nghiệp này thành 2 nhóm dựa trên chính sách tài trợ là doanh nghiệp đầu tư quá mức tăng nợ trong cấu trúc vốn và doanh nghiệp đầu tư quá mức giảm nợ trong cấu trúc vốn (việc tăng nợ hay giảm nợ được so sánh vào thời điểm doanh nghiệp cho thấy dấu hiệu đầu tư quá mức so với năm trước đó), và (3) phân các doanh nghiệp thành 2 nhóm dựa trên chính sách cổ tức là doanh nghiệp đầu tư quá mức tăng chi trả cổ tức và doanh nghiệp đầu tư quá mức giảm chi trả cổ tức (việc tăng cổ tức hay giảm cổ tức được so sánh vào thời điểm mà doanh nghiệp cho thấy dấu hiệu đầu tư quá mức so với năm trước đó).



Biểu đồ 4.2. So sánh hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp đầu tư quá mức với sự khác biệt về chính sách tài trợ và chính sách cổ tức

Trong biểu đồ 4.2, tác giả chỉ xem xét mẫu dữ liệu gồm các doanh nghiệp đầu tư quá mức. Biểu đồ đánh giá sự khác biệt về lợi nhuận của các doanh nghiệp tăng vay nợ cũng như là tăng chi trả cổ tức đối với trung bình lợi nhuận của các doanh nghiệp trong mẫu doanh nghiệp đầu tư quá mức.

Đầu tiên, doanh nghiệp đầu tư quá mức tăng chi trả cổ tức sẽ có lợi nhuận cao hơn doanh nghiệp không tăng chi trả cổ tức. Theo như biểu đồ thì lợi nhuận đối với trường hợp tăng cổ tức cao hơn gần gấp đôi so bình thường ở cả hai biến đại diện cho hiệu quả hoạt động (BEP và ROA). Tiếp theo, đối với biến đòn bẩy tài chính thì doanh nghiệp đầu tư quá mức tăng vay nợ trong cấu trúc vốn có lợi nhuận lớn hơn doanh nghiệp mà không tăng mức nợ vay. Như vậy, doanh nghiệp đầu tư quá mức biết phối hợp đòn bẩy tài chính sẽ hoạt động hiệu quả hơn doanh nghiệp không biết cách phối hợp. Tóm lại, đây là các dấu hiệu cho thấy trong các doanh nghiệp có dấu hiệu đầu tư quá mức thì doanh nghiệp chi trả cổ tức nhiều hơn và có tỷ lệ đòn bẩy tài chính cao hơn thì sẽ có mức lợi nhuận cao hơn các doanh nghiệp giảm chi trả cổ tức và duy trì tỷ lệ đòn bẩy tài chính thấp.

Kết hợp với nhận định từ biểu đồ 4.1 có thể nhận định chung là đầu tư quá mức khiến cho lợi nhuận doanh nghiệp suy giảm. Tuy nhiên, nếu doanh nghiệp phối hợp chính sách tài trợ và chính sách cổ tức hợp lý (tăng cổ tức và tăng nợ) thì hiệu quả hoạt

động của doanh nghiệp sẽ tốt hơn các doanh nghiệp không thực hiện như vậy. Đây là dấu hiệu cho thấy tác động điều tiết của chính sách tài trợ và chính sách cổ tức đến mối quan hệ giữa đầu tư quá mức và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Thực tế, doanh nghiệp được cho là đầu tư quá mức khi chủ doanh nghiệp có nguồn quỹ sẵn có tự quyết để đưa ra quyết định đầu tư của mình. Tuy nhiên, chi trả cổ tức nhiều hơn làm giảm dòng tiền tự do của doanh nghiệp từ đó doanh nghiệp có ít nguồn quỹ hơn để có thể thực hiện hành vi đầu tư quá mức. Nợ cũng giúp làm giảm dòng tiền tự do của doanh nghiệp do doanh nghiệp phải chi trả lãi suất cũng như là doanh nghiệp sẽ bị giám sát bởi các bên khác nhau trên thị trường. Suy cho cùng, chính sách tài trợ và chính sách cổ tức đều giúp ngăn chặn hành vi đầu tư quá mức của doanh nghiệp.

4.3. Kết quả phân tích định lượng

Trong phần này, tác giả sẽ trình bày kết quả ước lượng đối với mô hình tiếp cận động. Tác giả cho rằng hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp trong quá khứ có ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động ở hiện tại. Nếu trước đây doanh nghiệp hoạt động hiệu quả tức là doanh nghiệp biết cách phân phối nguồn lực và đưa ra quyết định tài chính hợp lý thì ở hiện tại doanh nghiệp vẫn sẽ tiếp tục duy trì hoạt động hiệu quả như vậy ít nhất là trong ngắn hạn. Tác giả cho rằng tiếp cận động sẽ phù hợp hơn khi sử dụng biến phụ thuộc là hiệu quả hoạt động. Tuy nhiên, đối với tiếp cận động, việc thêm biến độ trễ của biến phụ thuộc vào phương trình lại gây ra hiện tượng nội sinh. Hiện tượng nội sinh xuất hiện do phần dư sẽ tác động đến biến độ trễ của biến phụ thuộc. Vì vậy, trước khi vào phân tích kết quả hồi quy thì tác giả sẽ thực hiện kiểm định hiện tượng nội sinh cho mô hình nghiên cứu.

4.3.1. Kiểm định nội sinh

([Baum và cộng sự, 2007](#)) đề ra phương thức xác định hiện tượng nội sinh trong mô hình nghiên cứu thông qua kiểm định Wu – Hausman. Kiểm định này có giả thuyết gốc (H_0) là hệ số ước lượng theo phương pháp Bình phương nhỏ nhất (OLS) không bị thiên lệch và giả thuyết còn lại (H_1) là hệ số ước lượng theo phương pháp OLS bị thiên lệch. Nguyên nhân khiến cho hệ số các biến ước lượng theo phương pháp OLS bị thiên lệch là do hiện tượng nội sinh.

Tác giả sẽ thực hiện kiểm định nội sinh cho 4 mô hình lần lượt là (1) mô hình không có biến tương tác và biến phụ thuộc là ROA, (2) mô hình có biến tương tác và biến phụ thuộc là ROA, (3) mô hình không có biến tương tác và biến phụ thuộc là BEP, và (4) mô hình có biến tương tác và biến phụ thuộc là BEP. Ngoài ra, nghiên cứu còn trình bày hai cách thức kiểm định thông qua phân phối F và phân phối Chi bình phương để kiểm tra tính vững của kết quả kiểm định.

Bảng 4.4. Kiểm định nội sinh trong mô hình

Biến phụ thuộc	Biến tương tác	Wu-Hausman Test	
		Chi-squared	F-statistics
ROA	Không	231.351***	245.041***
	Có	499.962***	570.028***
BEP	Không	247.023***	262.736***
	Có	2261.75***	5209.00***

Nguồn: Tính toán của tác giả.

Bảng 4.4 cho thấy kết quả kiểm định của cả 4 mô hình và qua 2 cách thức kiểm định đều có ý nghĩa thống kê tại mức ý nghĩa 1%. Điều này bác bỏ giả thuyết H0 của kiểm định Wu-Hausman.

Khi có sự xuất hiện của hiện tượng nội sinh dẫn đến thiên lệch hệ số hồi quy trong mô hình thì tác giả đề xuất kỹ thuật ước lượng sử dụng phương pháp hệ phương trình moment tổng quát (SGMM). Kỹ thuật này sử dụng biến độ trễ của phương trình sai phân làm biến công cụ cho biến độ trễ trong phương trình gốc, và biến độ trễ của phương trình gốc làm biến công cụ cho biến độ trễ trong phương trình sai phân.

Trong phần tiếp theo, tác giả sẽ trình bày kết quả ước lượng của kỹ thuật ước lượng SGMM² đối với đánh giá tác động của các nhân tố đến biến phụ thuộc ROA và BEP. Ngoài ra, tác giả còn xem xét thành hai mô hình riêng biệt – không có sự hiện diện và có sự hiện diện của biến tương tác. Mục đích này để kiểm tra tính vững của mô

² Xem phần phụ lục – Kết quả STATA

hình nghiên cứu khi thay thế biến phụ thuộc, thêm biến độc lập, và đổi kỹ thuật ước lượng.

Trước khi giải thích kết quả thì tác giả cần phải đánh giá sự phù hợp của mô hình nghiên cứu thông qua các kiểm định đối với kỹ thuật SGMM. Khi tất cả các kiểm định này đều thỏa mãn thì kết quả hồi quy có mức độ phù hợp cao và có thể sử dụng để đưa ra kết luận cho mối quan hệ giữa các yếu tố.

Thứ nhất, tác giả đánh giá mức độ phù hợp của các biến trong mô hình thông qua kiểm định F với giả định gốc là các biến độc lập trong mô hình đồng thời bằng không. Tất cả các mô hình trong 2 bảng đều bác bỏ giả thuyết gốc và cho rằng không có đủ cơ sở để cho rằng hệ số của các biến độc lập trong mô hình đều đồng thời bằng không. Thứ hai, nghiên cứu sử dụng kiểm định Hansen để đánh giá sự phù hợp của biến công cụ sử dụng trong mô hình. Khi có biến bị nội sinh trong mô hình thì kỹ thuật SGMM sẽ sử dụng chính các biến ngay trong mô hình để làm biến công cụ cho biến này. Kỹ thuật sẽ sử dụng biến trễ của các biến trong phương trình gốc (level equation) để làm biến công cụ cho biến nội sinh trong phương trình sai phân (difference equation) và ngược lại. Giả định gốc của kiểm định Hansen cho rằng biến công cụ sử dụng trong mô hình là phù hợp. Trong tất cả mô hình nghiên cứu thì giá trị p-value đối với kiểm định Hansen đều chấp nhận giả thuyết gốc. Điều này khẳng định mạnh mẽ cho việc mô hình sử dụng các biến công cụ phù hợp cho biến độ trễ của biến phụ thuộc. Thứ ba, mô hình xem xét đến tự tương quan bậc 1 và bậc 2 của biến phụ thuộc. Mô hình nghiên cứu đưa biến độ trễ 1 giai đoạn của biến phụ thuộc vào phương trình để làm biến độc lập cho nên kiểm định đối với hiện tượng tự tương quan phù hợp khi trong mô hình có hiện tượng tương quan chuỗi bậc 1 và không có hiện tượng tương quan chuỗi bậc 2. Giả định gốc của kiểm định Arellano – Bond AR(1) là tương quan chuỗi bậc 1 tồn tại. Giá trị p-value ở hai mô hình đều chấp nhận giả thuyết gốc tức là mô hình có tương quan chuỗi bậc 1. Giả định gốc của kiểm định Arellano – Bond AR(2) là tương quan chuỗi bậc 2 tồn tại. Giá trị p-value ở hai mô hình đều bác bỏ giả thuyết gốc tức là mô hình không có tương quan chuỗi bậc 2. Kiểm định này đã giúp gia tăng thêm tính vững và tính phù hợp của phương pháp SGMM. Cuối cùng, trong phương pháp này, số biến công cụ được cho là phải nhỏ hơn số nhóm trong mô hình nghiên cứu. Qua cả hai mô hình có biến

tương tác và không có biến tương tác thì số biến công cụ luôn nhỏ hơn rất nhiều so với số nhóm. Cuối cùng, khi tất cả các điều kiện trên đều được thỏa mãn thì mô hình sử dụng kỹ thuật ước lượng SGMM được đánh giá là phù hợp.

Tiếp theo, tác giả sẽ giải thích kết quả nghiên cứu. Tác giả phân thành 2 bảng nghiên cứu tương ứng với 2 biến đại diện khác nhau cho hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Trong mỗi bảng, nghiên cứu sẽ trình bày kết quả cho 2 mô hình gồm (1) mô hình không xuất hiện biến tương tác giữa đầu tư quá mức với chính sách tài trợ và chính sách cổ tức và (2) mô hình có xuất hiện biến tương tác giữa đầu tư quá mức với chính sách tài trợ và chính sách cổ tức.

4.3.2. Kết quả hồi quy với biến phụ thuộc ROA

Bảng 4.5 trình bày kết quả ước lượng mô hình nghiên cứu đối với biến phụ thuộc ROA cho hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp cho kỹ thuật ước lượng SGMM. Đầu tiên, biến độ trễ của ROA cho thấy tác động dương ý nghĩa thống kê ở cả 2 mô hình. Tác động này hàm ý rằng doanh nghiệp với hiệu quả hoạt động cao trong quá khứ sẽ tiếp tục hoạt động hiệu quả hơn ở hiện tại. Trong thực tế, các doanh nghiệp trong quá khứ có hoạt động tốt thường cho thấy kinh nghiệm và năng lực trong quản lý của đội ngũ quản trị, cho nên nếu không có các biến cố bất thường thì khả năng doanh nghiệp sẽ duy trì hiệu quả trong các năm tiếp theo. Như vậy, kết quả này ủng hộ cho lý thuyết phát tín hiệu ([J. B. Baskin & Miranti Jr, 1999](#)), cũng như chứng minh cho tính phù hợp của mô hình động đối với dữ liệu nghiên cứu. Mọi quan hệ động của hiệu quả hoạt động cũng đã được minh chứng trong các nghiên cứu trước đây ([Aziz & Abbas, 2019](#); [Iqbal và cộng sự, 2020](#); [Nadeem và cộng sự, 2017](#)).

Xét các biến kiểm soát trong mô hình, rủi ro tài chính không có ý nghĩa thống kê ở mô hình với biến tương tác và không tương tác nhưng biến này vẫn mang tác động dương đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Các nghiên cứu trước đưa ra ý kiến trái chiều rằng doanh nghiệp chỉ có thể kiếm được lợi nhuận cao khi chấp nhận các dự án với rủi ro lớn. Tuy nhiên, nếu dự án không thành công thì doanh nghiệp cũng gánh chịu rủi ro lớn ([Berger và cộng sự, 2011](#); [Berríos, 2013](#); [Boahene và cộng sự, 2012](#); [Gizaw và cộng sự, 2015](#)). Kết quả này ủng hộ cho lý thuyết đánh đổi ([Bradley và cộng sự, 1984](#)), mặc dù theo kết quả nghiên cứu này thì tác động của việc chấp nhận rủi ro

không đủ mạnh để giải thích cho lợi nhuận của doanh nghiệp. Thực tiễn trong và ngoài nước cũng minh chứng cho thấy nhiều doanh nghiệp vay nợ quá mức làm gia tăng rủi ro tài chính và dẫn đến mất thanh khoản hay phá sản (ví dụ như công ty Quốc Cường Gia Lai hay tập đoàn Mai Linh,...)

Đối với biến tăng trưởng doanh thu thì các nghiên cứu trước cho rằng doanh nghiệp có thể gia tăng doanh số nhiều khả năng cũng có thể gia tăng lợi nhuận ([Coleman, 2007](#); [Deloof, 2003](#); [Fitzsimmons và cộng sự, 2005](#); [Heras và cộng sự, 2002](#)). Tăng trưởng doanh thu không có ý nghĩa thống kê trong mô hình 1 và có ý nghĩa thống kê trong mô hình 2, nhưng xét về dấu của biến này thì ở cả hai mô hình đều mang dấu dương. Điều này khẳng định mạnh mẽ cho tác động cùng chiều của tăng trưởng doanh thu đối với hiệu quả hoạt động, kết quả này phù hợp trong thực tế khi mà doanh thu và tăng trưởng doanh thu là yếu tố then chốt để đánh giá sự tăng trưởng của doanh nghiệp ở hiện tại và tiềm năng trong tương lai. Tăng trưởng doanh thu là yếu tố quan trọng tạo ra dòng tiền và lợi nhuận, do vậy kết quả này ủng hộ cho các lý thuyết dòng tiền tự do ([M. C. Jensen, 1986](#)) hay lý thuyết phát tín hiệu ([J. B. Baskin & Miranti Jr, 1999](#); [Ross, 1977](#); [Spence, 1978](#)).

Tính thanh khoản không có ý nghĩa thống kê ở mô hình 1 và có ý nghĩa thống kê trong mô hình còn lại. Nhưng ở cả 2 mô hình thì biến này đều mang dấu dương. Theo các nghiên cứu trước thì khả năng thanh khoản cao đem lại cho doanh nghiệp một dòng tiền nội bộ lớn để có thể sử dụng cho các dự án đầu tư sinh lợi nếu cần thiết ([Bolek, 2013](#); [Bolek & Wolski, 2012](#); [Samiloglu & Demirgunes, 2008](#); [Uremadu, 2012](#); [Vieira, 2010](#); [Vijayakumar, 2011](#); [Zainudin, 2006](#)). Kết quả của nghiên cứu này cũng ủng hộ cho lý thuyết dòng tiền tự do ([M. C. Jensen, 1986](#)) hay lý thuyết phát tín hiệu ([Ross, 1977](#); [Spence, 1978](#)) và phù hợp với các nghiên cứu trước khi chỉ ra tác động cùng chiều của khả năng thanh khoản đối với hiệu quả hoạt động.

Kết quả ước lượng cũng chỉ ra tác động dương ý nghĩa thống kê của tỷ lệ tài sản cố định trong mô hình với biến tương tác. Dựa trên quan điểm từ các nghiên cứu trước, gia tăng tỷ lệ tài sản cố định cho thấy việc doanh nghiệp đang mở rộng đầu tư sản xuất để có thể gia tăng lợi nhuận trong tương lai ([Bhutta & Hasan, 2013](#); [Boadi và cộng sự, 2013](#); [Kebewar, 2012, 2013](#); [Pratheepan, 2014](#); [Vătavu, 2014](#)). Tác giả cũng ủng hộ cho

quan điểm của các nghiên cứu trước rằng gia tăng tỷ lệ tài sản cố định có thể giúp doanh nghiệp cải thiện hiệu quả hoạt động. Tài sản nói chung và trong đó có tài sản cố định nói riêng là bộ phận phục vụ cho sản xuất kinh doanh chính, ngoài ra tại Việt Nam các doanh nghiệp có tài sản cố định cao thường có lợi thế trong chính sách vay mượn nợ từ các tổ chức tín dụng với chi phí thấp so với những doanh nghiệp đi vay từ các loại hình khác như phát hành trái phiếu hay vay tín chấp, chính vì thế sẽ tạo ra lợi thế, làm tăng hiệu quả hoạt động.

Xét đến các biến chính trong mô hình nghiên cứu thì chính sách tài trợ và chính sách cổ tức đều có tác động ý nghĩa thống kê lên hiệu quả hoạt động và dấu của mô hình có biến tương tác và không có biến tương tác đều nhất quán với nhau.

Tỷ lệ chi trả cổ tức cho thấy tác động dương ý nghĩa thống kê. Kết quả này phù hợp theo lý thuyết dòng tiền tự do ([M. C. Jensen, 1986](#)), lý thuyết phát tín hiệu ([J. B. Baskin & Miranti Jr, 1999](#); [Ross, 1977](#); [Spence, 1978](#)). Điều này lý giải rằng doanh nghiệp chỉ chi trả cổ tức khi họ thực sự hoạt động hiệu quả và đạt được mức lợi nhuận vượt mức mong đợi. Ngoài ra, doanh nghiệp sẽ duy trì được hình ảnh tốt đối với các bên khác nhau trên thị trường. Về phía doanh nghiệp, sẽ chiếm được lòng tin của cổ đông, gia tăng số lượng cổ đông trung thành, sẵn sàng đồng hành cùng doanh nghiệp khi có khó khăn điều này giúp cho doanh nghiệp có thể đủ vốn để có thể thực hiện các dự án đầu tư sinh lợi. Vấn đề này khiến doanh nghiệp hoạt động có hiệu quả do nắm bắt được các dự án đầu tư tốt ([Amidu, 2007](#); [Kalay & Michaely, 2000](#); [Maladjian & Khoury, 2014](#)).

Đòn bẩy tài chính mang tác động âm tác động ý nghĩa đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Dấu âm của hệ số hồi quy nhất quán cho mô hình có tương tác và không tương tác, cho rằng khi doanh nghiệp gia tăng tỷ lệ nợ trong cấu trúc vốn thì lợi nhuận sẽ giảm và doanh nghiệp hoạt động kém hiệu quả hơn. Dựa vào kết quả này, khi tỷ lệ nợ trong doanh nghiệp càng cao thì doanh nghiệp sẽ phải gánh chịu chi phí lãi vay cao hơn, rủi ro gia tăng do khả năng vỡ nợ cao, và lợi nhuận vì thế cũng giảm đi. Khi doanh nghiệp hoạt động với khoản nợ quá cao thì quyết định tài chính sẽ bị kiểm soát bởi nhiều bên và doanh nghiệp mất khả năng để đưa ra quyết định giúp cải thiện hiệu quả hoạt động. Tác động âm của đòn bẩy tài chính được nhắc đến khá nhiều trong

các nghiên cứu trước ([Fama & French, 2002](#); [Gleason và cộng sự, 2000](#); [Graham, 2000](#); [Singh & Faircloth*, 2005](#)).

Dấu âm có ý nghĩa thống kê của biến đầu tư quá mức hàm ý là đầu tư quá mức làm giảm hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Kết quả này phù hợp với các nghiên cứu của ([Farooq và cộng sự, 2014](#); [N. Liu & Bredin, 2010](#); [Titman và cộng sự, 2004](#); [k. S. Lee & Jeon, 2021](#); [X. Shi và cộng sự, 2021](#)). Khi doanh nghiệp đầu tư vượt ngưỡng tối ưu thì năng suất sẽ giảm đi và chi phí đại diện cũng ảnh hưởng tiêu cực đến hoạt động hiệu quả của doanh nghiệp. Trên thực tế thì mối quan hệ đại diện giúp giải thích cho hành vi đầu tư kém hiệu quả của doanh nghiệp. Vì vậy phát hiện ra mối quan hệ âm giữa đầu tư quá mức và hiệu quả hoạt động mở ra cơ chế cho mối quan hệ cùng chiều giữa chi phí đại diện và đầu tư, đồng thời ủng hộ thêm quan điểm doanh nghiệp với chi phí đại diện cao thì lợi nhuận thấp được nhắc đến trong các nghiên cứu trước đây ([R. A. Brealey và cộng sự, 2012](#); [Guariglia & Yang, 2016](#); [N. Liu & Bredin, 2010](#)). Trong thực tế tại Việt Nam khi chính sách mở cửa, thu hút đầu tư nước ngoài, nhất là từ khi Việt Nam gia nhập AEC-2015 cùng với bối cảnh tăng trưởng kinh tế, Việt Nam đã trở thành tâm điểm thu hút các nhà đầu tư trực tiếp lẫn gián tiếp. Khi luồng vốn chảy vào nhiều theo lý thuyết dòng tiền tự do ([M. C. Jensen, 1986](#)) sẽ tạo tâm lý y lại, nhà quản trị gia tăng đầu tư quá mức, đầu tư trái ngành dẫn đến làm giảm hiệu quả hoạt động.

Trong 2 mô hình, tác giả xem xét thêm tác động tương tác của chính sách cổ tức và chính sách tài trợ đối với đầu tư quá mức. Kết quả biến tương tác giữa đầu tư quá mức và chính sách cổ tức mang tác động dương có ý nghĩa thống kê. Điều này chứng tỏ chính sách cổ tức sẽ điều tiết làm giảm tác động âm của biến đầu tư quá mức. Khi doanh nghiệp đang có dòng tiền tự do lớn và chủ sở hữu không kiểm soát tốt hành vi quản trị thì đầu tư quá mức sẽ gia tăng. Tuy nhiên, khi doanh nghiệp chi trả cổ tức cho cổ đông thì phần tiền dư trong dòng tiền tự do sẽ giảm xuống. Nhà quản trị sẽ không có nguồn quỹ tự quyết để tăng đầu tư quá mức.

Bên cạnh chính sách cổ tức thì chính sách tài trợ cũng là một nhân tố để điều tiết tác động của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Hệ số của tương tác giữa chính sách tài trợ và đầu tư quá mức của doanh nghiệp mang dấu dương có ý nghĩa thống kê, hàm ý là chính sách tài trợ có thể giúp điều tiết tác động của đầu tư quá

mức đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Vì tác động của đầu tư quá mức mang dấu âm mà dấu của tương tác là dấu dương nên chính sách tài trợ sẽ giúp giảm thiểu tác động tiêu cực gây ra bởi đầu tư quá mức. Khi doanh nghiệp vay nợ thì phải dành một phần tiền để chi trả lãi vay cũng như là vốn gốc. Phần chi trả này làm giảm dòng tiền tự do của doanh nghiệp. Nhà quản trị không có quá nhiều nguồn quỹ dồi dào để có thể đầu tư quá mức. Ngoài ra, khi vay nợ trên thị trường vốn doanh nghiệp sẽ bị giám sát bởi chủ nợ, nhà đầu tư, và các bên trên thị trường. Khác với chi trả cổ tức thì khi doanh nghiệp vay nợ thì doanh nghiệp sẽ bị giám sát nhiều hơn vì nợ là nghĩa vụ tài chính bắt buộc doanh nghiệp phải thanh toán.

Trong luận án, tác giả còn đánh giá sự khác biệt tính hiệu quả trong bối cảnh nghiên cứu dưới tác động của đầu tư quá mức và tính tương tác giữa các chính sách tài chính. Kết quả nghiên cứu trong mô hình khi có đánh giá tương tác giữa các chính sách (mô hình 2) chứng tỏ tính nhất quán và ổn định hơn khi các biến ngành đều có ý nghĩa thống kê. Trong luận án này, tác giả sử dụng ngành hàng tiêu dùng làm ngành chuẩn trong so sánh với 7 nhóm ngành còn lại. Kết quả cho thấy hầu hết các ngành đều có hiệu quả cao hơn so với ngành hàng tiêu dùng, trong đó xếp theo thứ tự từ cao đến thấp thì: ngành tiện ích công cộng cao hơn 4,08%; ngành dược phẩm, y tế cao hơn 3,9%; dịch vụ tiêu dùng 2,6%; dầu khí 1,47%; sản xuất công nghiệp 1,18%; công nghệ thông tin 1,14% và cuối cùng là ngành nguyên vật liệu chỉ cao hơn 0,7%.

Bảng 4.5. Kết quả hồi quy theo phương pháp SGMM với biến phụ thuộc ROA

ROA	Không tương tác	Có tương tác
$PERF_{it-1}^{ROA}$	0.836*** (0.165)	0.417*** (0.0734)
$Risk_{i,t}$	0.00432 (0.0705)	0.0105 (0.0377)
$Sales_{it}$	0.00113 (0.000722)	0.00125*** (0.000237)
LIQ_{it}	0.000500 (0.000371)	0.00104*** (0.000357)
$TANG_{it}$	-0.00695 (0.00889)	0.0170*** (0.00640)
DIV_{it}	0.120*** (0.0388)	0.144*** (0.0321)
LEV_{it}	-0.0129 (0.0133)	-0.0616*** (0.0167)
$Over_{it}$	-0.0266*** (0.00857)	-0.118*** (0.0311)
$Over_{it} \times LEV_{it}$		0.277** (0.113)
$Over_{it} \times DIV_{it}$		0.150*** (0.0432)
Dịch vụ tiêu dùng	0.00325 (0.00813)	0.0260*** (0.00642)
Công nghiệp	0.00151 (0.00404)	0.0118*** (0.00349)
Dược phẩm, y tế	0.0148 (0.0101)	0.0390*** (0.00867)

Tiện ích công cộng	0.0138 (0.0102)	0.0408*** (0.00764)
Nguyên vật liệu	-0.00411 (0.00503)	0.00766* (0.00456)
Công nghệ thông tin	-0.000668 (0.00555)	0.0114** (0.00561)
Dầu khí	0.00157 (0.00584)	0.0147*** (0.00502)
Số quan sát	4,140	4,140
Số biến công cụ	24	43
Số nhóm	548	548
F-Statistics	285.7	148.2
Prob.	1.65E-247	3.83E-192
Hansen test of overid.	8.52	31.17
Prob.	0.483	0.222
Arellano-Bond test for AR(1)	-3.88	-5.243
Prob.	0.000104	0.000000158
Arellano-Bond test for AR(2)	1.354	1.094
Prob.	0.176	0.274

Standard errors in parentheses

Nguồn: Tính toán của tác giả

*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

4.3.3. Kết quả hồi quy với biến phụ thuộc BEP

Bảng 4.6 xem xét biến đại diện khác của hiệu quả hoạt động là lợi nhuận trước thuế và lãi vay trên tổng tài sản (BEP). Khi xét các biến kiểm soát thì tăng trưởng doanh số có tác động dương ý nghĩa thống kê lên hiệu quả hoạt động trong cả hai mô hình. Các nghiên cứu trước cho thấy rằng doanh nghiệp sẽ có lợi nhuận cao hơn nếu họ có thể gia tăng được doanh số ([Dedman & Lennox, 2009](#); [Jang & Park, 2011](#); [Lu & Beamish, 2006](#); [Mani và cộng sự, 2015](#); [Ramezani và cộng sự, 2002](#); [Soininen và cộng sự, 2012](#)). Trong luận án, tác giả cũng có cùng quan điểm rằng doanh số tăng là dấu

hiệu cho thấy doanh nghiệp đang hoạt động hiệu quả, kết quả này phù hợp với lý thuyết phát tín hiệu ([Ross, 1977](#); [Spence, 1978](#)).

Rủi ro tài chính trong các mô hình đều không có ý nghĩa thống kê. Dù vậy, dấu dương của biến này cũng chứng minh rằng rủi ro tài chính càng cao thì doanh nghiệp hoạt động càng hiệu quả. Theo quan điểm của các nghiên cứu trước thì rủi ro sẽ đi kèm với lợi nhuận. Doanh nghiệp thường thực hiện các dự án rủi ro cao để gia tăng lợi nhuận trong tương lai ([Bitar và cộng sự, 2018](#); [Brighi & Venturelli, 2016](#); [Z. Chen và cộng sự, 2018](#); [Fredriksson & Moro, 2014](#); [Imani & Pracoyo, 2018](#)).

Tính thanh khoản có tác động dương ý nghĩa thống kê lên hiệu quả hoạt động nhất quán đối trong các mô hình nghiên cứu. Dấu dương hàm ý rằng doanh nghiệp với khả năng thanh khoản cao sẽ hoạt động hiệu quả hơn. Các nghiên cứu trước cũng chứng minh rằng thanh khoản cao giúp doanh nghiệp có đủ nguồn quỹ để phòng vệ đối với các cú sốc từ thị trường. Bên cạnh đó, doanh nghiệp cũng có nguồn quỹ để có thể thực hiện các dự án đầu tư sinh lời ([Abdillah và cộng sự, 2016](#); [Bhatt & Verghese, 2018](#); [Bibi & Amjad, 2017](#); [Dahiyat, 2016](#); [Mathuva, 2015](#); [Olarewaju & Adeyemi, 2015](#)).

Tương tự, tỷ lệ tài sản cố định cũng có tác động dương nhưng không có ý nghĩa thống kê đến hiệu quả hoạt động ở cả mô hình có biến tương tác và không có biến tương tác. Dấu dương của 2 mô hình chứng tỏ tỷ lệ tài sản cố định càng cao sẽ giúp doanh nghiệp hoạt động hiệu quả hơn. Kết quả này phù hợp với quan điểm của các nghiên cứu trước khi chỉ ra mở rộng sản xuất hoặc gia tăng đầu tư đi kèm với tăng tài sản cố định và hành động sẽ giúp doanh nghiệp tăng trưởng và gia tăng lợi nhuận trong tương lai ([C.-C. Chang và cộng sự, 2019](#); [T. Khan và cộng sự, 2018](#); [Maroa & Kioko, 2016](#); [Murhadi & Wijaya, 2017](#); [Odusanya và cộng sự, 2018](#); [Razaq & Akinlo, 2017](#)).

Trong mô hình tiếp cận động thì giá trị quá khứ của biến phụ thuộc (BEP) sẽ ảnh hưởng đến giá trị hiện tại của chính nó. Cả 2 mô hình trong bảng đều cho thấy biến độ trễ có tác động dương ý nghĩa thống kê lên biến phụ thuộc. Điều này hàm ý nếu doanh nghiệp hoạt động hiệu quả trong quá khứ thì họ sẽ có cơ sở để tiếp tục nâng cao hiệu quả hoạt động ở hiện tại. Tác động dương có ý nghĩa thống kê này cũng chứng minh rằng việc sử dụng mô hình động đối với các biến nghiên cứu là hoàn toàn phù hợp.

Đối với nhóm các biến nghiên cứu chính thì tỷ lệ chi trả cổ tức có tác động dương ý nghĩa thống kê ở cả hai mô hình. Trong các nghiên cứu trước thì tỷ lệ chi trả cổ tức đánh giá hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Doanh nghiệp nào có khả năng chi trả cổ tức càng cao thì doanh nghiệp hoạt động càng hiệu quả vì chỉ khi có lợi nhuận cao thì doanh nghiệp mới quyết định gia tăng chi trả cổ tức ([Dewasiri và cộng sự, 2019](#); [Henry & Koski, 2017](#); [C.-S. Huang và cộng sự, 2017](#); [F. A. Khan & Ahmad, 2017](#); [Kumar & Ranjani, 2018](#); [Rajverma và cộng sự, 2019](#)).

Đòn bẩy tài chính có tác động âm ý nghĩa lên hiệu quả hoạt động. Kết quả này nhất quán qua cả hai mô hình có biến tương tác và không có biến tương tác. Các nghiên cứu trước cũng nhấn mạnh rằng tỷ lệ nợ trong cấu trúc vốn càng cao thì doanh nghiệp sẽ gánh chịu chi phí vay lớn hơn. Ngoài ra, doanh nghiệp nhiều khả năng cũng sẽ rơi vào tình trạng kiệt quệ tài chính hay thậm chí phá sản trong trường hợp doanh nghiệp không đáp ứng nghĩa vụ nợ ([Andritani và cộng sự, 2019](#); [Floros & Voulgaris, 2016](#); [Kartikasari & Merianti, 2016](#); [Manahan, 2018](#); [Reddy & Narayan, 2018](#); [Riantani & Nurzamzam, 2015](#); [Sen & Ranjan, 2018](#)). Kết quả nghiên cứu này cũng đưa ra quan điểm như các nghiên cứu trước đây rằng gia tăng nợ sẽ làm suy giảm hiệu quả hoạt động do chi phí và rủi ro cao hơn.

Một lần nữa đối với biến phụ thuộc BEP thì đầu tư quá mức cũng có tác động âm ý nghĩa thống kê lên hiệu quả hoạt động. Các nghiên cứu trước nhấn mạnh rằng đầu tư kém hiệu quả sẽ làm suy giảm hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp ([Huberts và cộng sự, 2019](#); [K. S. Lee & Jeon, 2021](#); [Lian và cộng sự, 2017](#); [Pellicani & Kalatzis, 2019](#); [Rozenbaum, 2016](#); [Saki và cộng sự, 2018](#); [X. Shi và cộng sự, 2021](#); [Vahedi & Mohammadi, 2018](#)). Trong luận án này, đầu tư quá mức cũng được xem là đầu tư kém hiệu quả vì để gia tăng lợi ích của mình nhà quản trị thậm chí đầu tư vào các dự án với giá trị NPV < 0. Dấu và mức ý nghĩa của biến đầu tư quá mức cũng nhất quán đối với mô hình có biến tương tác và không có biến tương tác. Điều này giúp củng cố cho tác động thực sự của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động. Riêng đối với mô hình có sử dụng biến tương tác thì tác giả còn xem xét tác động tương tác của đầu tư quá mức lần lượt với chính sách tài trợ và chính sách cổ tức. Đầu tiên, tương tác giữa chính sách tài trợ và đầu tư quá mức mang dấu dương ý nghĩa thống kê. Điều này hàm ý rằng gia tăng

tỷ lệ nợ trong cấu trúc vốn có thể làm giảm tác động tiêu cực của đầu tư quá mức. Tương tự, tương tác giữa đầu tư quá mức và chính sách cổ tức cũng cho thấy tác động dương ý nghĩa thống kê. Chi trả cổ tức cũng làm giảm tác động tiêu cực của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động.

Đối với tác động của các biến ngành lên BEP, có một số khác biệt so với tác động lên ROA, trong đó cụ thể xếp theo thứ tự từ cao đến thấp thì: ngành dược phẩm, y tế cao hơn 2,7%; tiện ích công cộng 2,5%; dịch vụ tiêu dùng 1,4%; công nghiệp 0,6%; dầu khí 0,3%; công nghệ thông tin 0,2% và cuối cùng là ngành nguyên vật liệu chỉ cao hơn 0,08%. Sở dĩ có sự khác biệt vì chính sách sử dụng đòn bẩy tài chính (nợ vay) hay các ưu đãi về thuế cũng có sự khác biệt, kết quả là các hệ số tác động có khác nhau.

Bảng 4.6. Kết quả hồi quy theo phương pháp SGMM với biến phụ thuộc BEP

BEP	Không tương tác	Có tương tác
$PERF_{it-1}^{BEP}$	0.674*** (0.0790)	0.688*** (0.156)
$Risk_{it}$	0.106 (0.0653)	0.0879 (0.0890)
$Sales_{it}$	0.00179*** (0.000507)	0.00213*** (0.000500)
LIQ_{it}	0.000582* (0.000328)	0.000809* (0.000477)
$TANG_{it}$	0.00991 (0.00807)	0.0107 (0.0145)
DIV_{it}	0.162*** (0.0349)	0.146*** (0.0452)
LEV_{it}	-0.0199* (0.0106)	-0.0370* (0.0210)
$Over_{it}$	-0.0203*** (0.00678)	-0.122*** (0.0401)

	$Over_{it} \times LEV_{it}$	0.251*
		(0.140)
	$Over_{it} \times DIV_{it}$	0.142***
		(0.0507)
Dịch vụ tiêu dùng	0.0140**	0.0142
	(0.00622)	(0.0109)
Công nghiệp	0.00650*	0.00688
	(0.00357)	(0.00588)
Dược phẩm, y tế	0.0251***	0.0273*
	(0.00798)	(0.0141)
Tiện ích công cộng	0.0223***	0.0247**
	(0.00704)	(0.0121)
Nguyên vật liệu	-0.000652	0.000809
	(0.00420)	(0.00692)
Công nghệ thông tin	0.00192	0.00203
	(0.00484)	(0.00723)
Dầu khí	0.00377	0.00397
	(0.00527)	(0.00710)
Số quan sát	4,140	4,140
Số biến công cụ	50	31
Số nhóm	548	548
F-Statistics	612.6	297.5
Prob.	0.0000	1.48E-263
Hansen test of overid.	38.9	12.82
Prob.	0.299	0.541
Arellano-Bond test for AR(1)	-4.393	-5.429
Prob.	0.0000112	5.66E-08
Arellano-Bond test for AR(2)	1.286	1.328
Prob.	0.199	0.184

Standard errors in parentheses

Nguồn: Tính toán của tác giả

*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

4.4. Kiểm định giả thuyết và thảo luận

Trong phần này, tác giả sẽ kiểm định các giả thuyết đề ra và thảo luận sâu hơn về kết quả mà nghiên cứu tìm được. Ở chương 2, dựa trên các lý thuyết nền tảng và công trình thực nghiệm thì tác giả đã đề ra ba giả thuyết là (1) Đầu tư quá mức có tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, (2) Chính sách tài trợ, chính sách cổ tức điều tiết làm giảm tác động tiêu cực của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp và (3) Có sự khác biệt tính hiệu quả theo ngành nghề khi tích hợp giữa đầu tư quá mức với chính sách tài trợ và chính sách cổ tức của doanh nghiệp, sự khác biệt này là đáng kể giữa các ngành thâm dụng vốn và thâm dụng lao động. Kết quả định tính và định lượng trong chương này đưa ra bằng chứng giúp kiểm định 3 giả thuyết này.

Trong phần phương pháp định tính, biểu đồ đầu tiên chứng minh rằng hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp đầu tư quá mức thấp hơn hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp đầu tư bình thường và thậm chí là thấp hơn cả hiệu quả hoạt động trung bình toàn bộ mẫu. Kết quả biểu đồ ủng hộ cho giả thuyết thứ nhất về việc đầu tư quá mức khiến cho hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp suy giảm. Sau đó, trong phần phương pháp định lượng sử dụng mô hình hồi quy với kỹ thuật ước lượng SGMM, tác giả tìm thấy tác động âm ý nghĩa thống kê của đầu tư quá mức đến cả 2 biến đại diện cho hiệu quả hoạt động (ROA và BEP). Kết quả này một lần nữa giúp gia tăng mức độ chắc chắn cho giả thuyết thứ nhất. Các nghiên cứu trước đây đã phần xem xét vai trò của chi phí đại diện và chỉ ra tác động âm của yếu tố này đến hiệu quả hoạt động ([R. A. Brealey và cộng sự, 2012](#); [Guariglia & Yang, 2016](#); [N. Liu & Bredin, 2010](#); [Shima, 2010](#)). Bên cạnh đó, cũng có một số nghiên cứu đề cập đến đầu tư và chỉ ra đầu tư kém hiệu quả làm suy giảm lợi nhuận doanh nghiệp ([Huberts và cộng sự, 2019](#); [Lian và cộng sự, 2017](#); [Pellicani & Kalatzis, 2019](#); [Rozenbaum, 2016](#); [Saki và cộng sự, 2018](#); [Vahedi & Mohammadi, 2018](#)). Khác với các nghiên cứu thực nghiệm trước, kết quả của luận án chứng minh được kết quả của các nghiên cứu trước đây qua tác động âm của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động. Thứ nhất, theo như lý thuyết đại diện ([M. C. Jensen &](#)

[Meckling, 1976](#)), vấn đề đại diện nảy sinh vấn đề đầu tư quá mức và dẫn đến gia tăng chi phí đại diện của doanh nghiệp. Thứ hai, đầu tư quá mức được xem là đầu tư kém hiệu quả vì nhà quản trị có xu hướng đầu tư vào các dự án không sinh lợi để đạt được lợi ích cá nhân là bành trướng quyền điều hành đối với doanh nghiệp ([Farooq và cộng sự, 2014](#); [K. S. Lee & Jeon, 2021](#); [N. Liu & Bredin, 2010](#); [X. Shi và cộng sự, 2021](#); [Titman và cộng sự, 2004](#)). Như vậy, đầu tư quá mức là sự tổng hợp của đầu tư kém hiệu quả và gia tăng chi phí đại diện, làm giảm hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Sau đó, biểu đồ thứ hai trong phần kết quả định tính đánh giá việc áp dụng chính sách tài trợ và chính sách cổ tức đối với các doanh nghiệp đầu tư quá mức. Biểu đồ cho thấy nhóm doanh nghiệp đầu tư quá mức có gia tăng nợ hay tăng chi trả cổ tức đều cho thấy hiệu quả hoạt động tốt hơn hiệu quả hoạt động trung bình của toàn bộ các doanh nghiệp đầu tư quá mức trong mẫu. Kết quả này phần nào chứng minh cho giả thuyết thứ hai thông qua việc chứng minh hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp đầu tư quá mức và sử dụng nợ vay hay chi trả cổ tức sẽ tốt hơn, hàm ý việc chính sách tài trợ và chính sách cổ tức có thể can thiệp vào vấn đề đầu tư quá mức của doanh nghiệp. Thực tế tại Việt Nam trong các năm qua cho thấy những doanh nghiệp lớn, cam kết chi trả cổ tức cao với chính sách tài trợ hợp lý sẽ ít đầu tư trái ngành, đầu tư quá mức, luôn hoạt động có hiệu quả, ví dụ như Vinamilk, dược Hậu Giang,... Kết quả định lượng cũng khẳng định cho nhận định này khi đưa ra hệ số dương ý nghĩa thống kê cho biến tương tác giữa chính sách tài trợ hay chính sách cổ tức với đầu tư quá mức. Kết quả của luận án chứng minh quan điểm của lý thuyết đại diện ([M. C. Jensen & Meckling, 1976](#)) và lý thuyết dòng tiền tự do ([M. C. Jensen, 1986](#)) đã được đề cập trong các nghiên cứu trước đây ([Dawar, 2014](#); [A. Khan và cộng sự, 2012](#); [Webb, 2005](#)). Tuy nhiên, khác với các nghiên cứu trước chỉ đơn thuần đánh giá tác động của đòn bẩy tài chính hay chi trả cổ tức lên tỷ lệ đầu tư ([Aivazian và cộng sự, 2005](#); [Biddle và cộng sự, 2009](#); [Odit & Chitto, 2008](#); [Ozdogli, 2012](#); [Rizqia & Sumiati, 2013](#)), kết quả nghiên cứu của luận án chỉ ra mối liên hệ giữa chính sách tài trợ và chính sách cổ tức với đầu tư quá mức thông qua mối quan hệ giữa dòng tiền tự do và chi phí đại diện đối với đầu tư quá mức cũng như mối quan hệ giữa nợ và lãi vay trong việc giúp hạn chế dòng tiền tự do và chi phí đại diện. Cuối cùng, tác giả tổng hợp bảng kiểm định sự phù hợp của giả thuyết so với kết quả định tính và định lượng trong luận án này.

Bảng 4.7. So sánh giả thuyết và kết quả kiểm định

Giả thuyết	Kết quả định tính	Kết quả định lượng	Đánh giá
Thứ nhất: Đầu tư quá mức tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.	Lợi nhuận của doanh nghiệp đầu tư quá mức thấp hơn lợi nhuận doanh nghiệp đầu tư bình thường. ⇒ Tác động âm.	Đầu tư quá mức có tác động âm ý nghĩa thống kê đến hiệu quả hoạt động. ⇒ Tác động âm.	Phù hợp với giả thuyết đề ra.
Thứ hai: Chính sách tài trợ và chính sách cổ tức điều tiết tác động tiêu cực của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.	Doanh nghiệp đầu tư quá mức có tăng nợ vay hay chi trả cổ tức có hiệu quả hoạt động tốt hơn hiệu quả hoạt động trung bình các doanh nghiệp đầu tư quá mức. ⇒ Chính sách tài trợ và chính sách cổ tức giúp cải thiện hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp đầu tư quá mức.	Tương tác giữa chính sách tài trợ cũng như chính sách cổ tức với đầu tư quá mức mang dấu dương có ý nghĩa thống kê. ⇒ Chính sách tài trợ và chính sách cổ tức điều tiết tác động âm của đầu tư quá mức.	Phù hợp với giả thuyết đề ra.
Thứ ba: Có sự khác biệt tính hiệu quả theo ngành nghề khi tích hợp giữa đầu tư quá mức với chính sách tài trợ và chính sách cổ tức của doanh nghiệp, sự khác biệt này là đáng kể giữa các ngành thâm dụng vốn và thâm dụng lao động	Các doanh nghiệp có đầu tư quá mức cao tập trung ở các ngành thâm dụng lao động như hàng tiêu dùng, cung ứng nguyên liệu, và hiệu quả các doanh nghiệp trong ngành thâm dụng lao động như hàng tiêu dùng, cung ứng nguyên vật liệu có hiệu quả thấp hơn các ngành khác	Ngành thâm dụng lao động như hàng tiêu dùng, cung ứng nguyên liệu có hiệu quả thấp hơn các ngành khác	Phù hợp với giả thuyết đề ra.

Nguồn: Tổng hợp của tác giả.

TÓM TẮT CHƯƠNG 4

Trong chương 4, tác giả sử dụng phương pháp định tính và phương pháp định lượng để đánh giá mối quan hệ giữa đầu tư quá mức và hiệu quả hoạt động cũng như là sự điều tiết của chính sách tài trợ và chính sách cổ tức đối với mối quan hệ giữa đầu tư quá mức và hiệu quả hoạt động. Phân tích định tính chứng minh được quan hệ ngược chiều giữa đầu tư quá mức và hiệu quả hoạt động. Ngoài ra, khi xét các doanh nghiệp đầu tư quá mức, thì doanh nghiệp duy trì chi trả cổ tức cao và tỷ lệ nợ cao sẽ có hiệu quả hoạt động tốt hơn nhóm còn lại. Kết quả định tính chỉ ra sự khác biệt giữa doanh nghiệp đầu tư quá mức và không có đầu tư quá mức, cũng như có sự khác biệt đối với từng nhóm ngành. Phân tích định lượng chỉ ra tác động âm ý nghĩa thống kê của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động. Tương tác giữa đầu tư quá mức với chính sách tài trợ và chính sách cổ tức mang dấu dương và ý nghĩa thống kê. Điều này chỉ ra hai chính sách này có thể điều tiết giúp giảm tác động tiêu cực của đầu tư quá mức. Phân tích cũng cho thấy một số ngành xảy ra đầu tư quá mức cao có hiệu quả thấp hơn là doanh nghiệp trong các ngành có thâm dụng lao động như hàng tiêu dùng, nguyên vật liệu. Sự thống nhất giữa kết quả định tính và định lượng giúp gia tăng tính xác thực khi sử dụng kết quả hồi quy để đưa ra hàm ý chính sách trong chương tiếp theo.

CHƯƠNG 5. KẾT LUẬN VÀ HÀM Ý CHÍNH SÁCH

Chương này gồm các nội dung: (1) Rút ra kết luận chung dựa trên kết quả định tính và định lượng trong chương trước, (2) Đưa ra hàm ý chính sách cho hai nhóm đối tượng là nhà đầu tư và doanh nghiệp dựa trên kết quả chứng minh được, và (3) Nêu ra một số điểm hạn chế của luận án và hướng tiếp cận mở rộng cho các nghiên cứu về sau.

5.1. Kết luận

Luận án xem xét tác động của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp và đồng thời đánh giá tác động điều tiết của chính sách tài trợ và chính sách cổ tức đến mối quan hệ giữa đầu tư quá mức và hiệu quả hoạt động. Để chứng minh cho mối quan hệ giữa các yếu tố này thì tác giả thu thập số liệu gồm các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên sở chứng khoán Hồ Chí Minh và Hà Nội trong giai đoạn 2009 – 2019. Tác giả sử dụng cả phương pháp định tính và phương pháp định lượng để chứng minh cho giả thuyết nghiên cứu đã đề ra. Phân tích định tính sử dụng biểu đồ trình bày sự biến động của các biến nghiên cứu cùng với nhau. Đầu tiên, tác giả đánh giá mối liên hệ giữa đầu tư quá mức và hiệu quả hoạt động. Sau đó, xét riêng các doanh nghiệp đầu tư quá mức, tác giả tiếp tục đánh giá sự thay đổi của hiệu quả hoạt động khi có sự can thiệp của nợ vay và cổ tức. Phân tích định lượng sử dụng mô hình hồi quy để xem xét tác động của đầu tư quá mức, chính sách tài trợ và chính sách cổ tức lên hiệu quả hoạt động dựa trên kỹ thuật hồi quy SGMM.

Các kết quả nghiên cứu, phân tích bằng cả hai phương pháp định tính và định lượng đều giải quyết được các khoảng trống và mục tiêu nghiên cứu đã đề ra, cụ thể như sau:

Thứ nhất, về đo lường biến đầu tư quá mức và phân loại các doanh nghiệp có đầu tư quá mức. Tác giả đã sử dụng hàm cầu đầu tư và mô hình định lượng xác định phần dư từ đó tìm ra các doanh nghiệp nào có đầu tư quá mức, trong đó đầu tư quá mức được đo lường thông qua các hoạt động đầu tư tài chính (đây là các khoản đầu tư ngoài ngành chính đối với các doanh nghiệp phi tài chính).

Thứ hai, đầu tư quá mức có tác động tiêu cực (làm giảm hiệu quả) trong cả hai trường hợp không có tương tác và có tương tác với chính sách tài trợ và chính sách cổ

tức. Tác động này cũng phù hợp với giả thiết và các nghiên cứu trước, khẳng định lại trong điều kiện của Việt Nam, việc đầu tư ngoài ngành, trái ngành, đầu tư tài chính quá nguồn lực hay tầm kiểm soát dẫn đến đầu tư quá mức và làm giảm hiệu quả.

Thứ ba, Bằng phương pháp SGMM, cho thấy biến độ trễ có tác động dương ý nghĩa thống kê ở cả 2 mô hình. Điều này cho thấy việc sử dụng phương pháp SGMM là phù hợp và tác động này hàm ý rằng doanh nghiệp với hiệu quả hoạt động cao trong quá khứ sẽ tiếp tục hoạt động hiệu quả hơn ở hiện tại. Trong các mô hình, tác giả đều xét thêm tác động tương tác của (1) chính sách tài trợ và (2) chính sách cổ tức đối với đầu tư quá mức. (1) Kết quả biến tương tác giữa chính sách tài trợ và đầu tư quá mức của doanh nghiệp mang dấu dương có ý nghĩa thống kê, cho thấy chính sách tài trợ có thể giúp điều tiết tác động của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Khi doanh nghiệp vay nợ thì phải dành một phần tiền để chi trả lãi vay cũng như là vốn gốc. Phần chi trả này làm giảm dòng tiền tự do của doanh nghiệp. Nhà quản trị không có quá nhiều nguồn quỹ dồi dào để có thể đầu tư quá mức. (2) Kết quả biến tương tác giữa đầu tư quá mức và chính sách cổ tức mang tác động dương có ý nghĩa thống kê. Điều này chứng tỏ chính sách cổ tức sẽ điều tiết làm giảm tác động âm của biến đầu tư quá mức. Khi doanh nghiệp đang có dòng tiền tự do lớn và chủ sở hữu không kiểm soát tốt hành vi quản trị thì đầu tư quá mức sẽ gia tăng nhưng khi doanh nghiệp chi trả cổ tức cho cổ đông thì phần tiền dư trong dòng tiền tự do sẽ giảm xuống. Nhà quản trị sẽ không có nguồn quỹ tự quyết để tăng đầu tư quá mức.

Thứ tư, về tác động khác biệt ngành nghề, kết quả nhận định về mặt thực tiễn và lý luận cho thấy tính phù hợp đối với các doanh nghiệp tại Việt Nam, kết quả cũng chỉ ra các doanh nghiệp trong lĩnh vực sản xuất công nghiệp, tiện ích cộng đồng, công nghệ thông tin và dịch vụ tiêu dùng chiếm tỷ lệ cao về số lượng các doanh nghiệp có đầu tư quá mức. Trong khi xét về hiệu quả thì các doanh nghiệp nghiêng về nhóm ngành thâm dụng lao động như hàng tiêu dùng, cung ứng nguyên vật liệu có hiệu quả thấp hơn nhóm ngành còn lại.

Nhìn chung, kết quả định tính chỉ ra doanh nghiệp đầu tư quá mức có hiệu quả hoạt động thấp hơn hiệu quả hoạt động trung bình toàn thị trường. Ngoài ra, khi xét riêng các doanh nghiệp đầu tư quá mức, doanh nghiệp tăng chi trả cổ tức và tăng nợ

trong cấu trúc vốn có hiệu quả hoạt động cao hơn các doanh nghiệp giảm chi trả cổ tức và giảm nợ trong cấu trúc vốn. Kết quả phân tích định tính cũng cho thấy những ngành mang tính thâm dụng vốn và mang tính chất chuyên môn cao như dầu khí, y dược và ngành nguyên liệu là không nên đầu tư quá mức vì làm giảm hiệu quả và gia tăng rủi ro. Kết quả phân tích định lượng dựa trên thống kê giúp khẳng định mối quan hệ giữa các yếu tố rõ ràng hơn khi chỉ ra được chiều và mức ý nghĩa của tác động. Tác giả nhận thấy đầu tư quá mức tác động âm đến hiệu quả hoạt động có ý nghĩa thống kê. Điều này phù hợp với lý thuyết đại diện khi cho rằng đầu tư quá mức làm gia tăng vấn đề đại diện và làm suy giảm hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Biến tương tác giữa đầu tư quá mức và chính sách sách cổ tức và chính sách tài trợ chỉ ra tác động dương có ý nghĩa thống kê. Điều này cho thấy tăng vay nợ và tăng chi trả cổ tức có thể giúp hạn chế tác động tiêu cực của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động. Quan điểm này ủng hộ lý thuyết dòng tiền tự do khi cho rằng nợ và chi trả cổ tức làm giảm dòng tiền tự do và tăng khả năng giám sát của các bên khác nhau từ đó hạn chế vấn đề đầu tư quá mức của doanh nghiệp.

Với những kết quả phân tích, tác giả đã giải quyết được các mục tiêu và các giả thuyết nghiên cứu nêu ra về ảnh hưởng của đầu tư quá mức, cũng như tính tương tác của các chính sách tài chính lên hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Tác giả cũng giải quyết được các khoảng trống nghiên cứu và trả lời được cho các câu hỏi nghiên cứu đã nêu ra trong chương 1.

5.2. Hàm ý chính sách

Qua quy trình nghiên cứu luận án, tác giả đã trả lời được câu hỏi nghiên cứu cho tác động của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động dưới vai trò điều tiết của chính sách tài trợ và chính sách cổ tức. Dựa trên kết quả nghiên cứu tìm được, tác giả đề xuất một số hàm ý chính sách đối với 2 nhóm đối tượng là doanh nghiệp và nhà đầu tư.

5.2.1. Đối với doanh nghiệp

Đầu tiên, kết quả nghiên cứu chứng minh tác động tiêu cực của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động. Sự tồn tại của vấn đề đầu tư quá mức hàm ý cho vấn đề đại

diện nghiêm trọng trong các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam. Vì vậy, các đề xuất sau đây sẽ giúp khắc phục vấn đề xung đột đại diện tồn tại trong doanh nghiệp.

Trước hết, xét về khái niệm của đầu tư quá mức, cho thấy các doanh nghiệp có dòng tiền cao cộng với hành vi tự tin của nhà quản trị khi không có các chính sách khác kiểm soát dễ dẫn đến hành vi đầu tư quá mức. Để nhận diện lại theo định nghĩa này, tác giả đã tính toán tỷ lệ các doanh nghiệp đầu tư quá mức phân theo hai đặc trưng: đặc trưng dòng tiền cao, và trong quá khứ có hoạt động tốt (đại diện cho tính tự tin của nhà quản trị). Kết quả thể hiện trong bảng 5.1

Bảng 5.1. Nhận diện dấu hiệu doanh nghiệp có đầu tư quá mức

Đặc trưng doanh nghiệp	Tỷ lệ	Tỷ lệ	Dấu hiệu đầu tư quá mức
Doanh nghiệp có dòng tiền cao	50	55.4	Doanh nghiệp có đầu tư quá mức
Doanh nghiệp có dòng tiền thấp	50	44.6	Doanh nghiệp không có đầu tư quá mức
Doanh nghiệp có hiệu quả trong quá khứ cao	50	52.3	Doanh nghiệp có đầu tư quá mức
Doanh nghiệp có hiệu quả trong quá khứ thấp	50	47.7	Doanh nghiệp không có đầu tư quá mức

Nguồn: Tính toán của tác giả từ dữ liệu nghiên cứu.

Theo bảng 5.1 khi phân nhóm doanh nghiệp thành nhóm có dòng tiền cao và nhóm có dòng tiền thấp cho thấy nhóm có dòng tiền cao có tỷ lệ đầu tư quá mức chiếm 55,4% trong tổng số, ngoài ra nhóm doanh nghiệp có hiệu quả hoạt động tốt trong quá khứ chiếm tỷ lệ đầu tư quá mức là 52,3%. Kết quả này cũng khẳng định lại vấn đề phát sinh đầu tư quá mức đối với các doanh nghiệp Việt Nam, đó là khi thanh khoản cao, dòng tiền tốt cộng với thái độ tự tin của nhà quản trị dễ dẫn đến quyết định đầu tư quá mức làm giảm hiệu quả trong tương lai. Kết quả phân tích định lượng cũng cho thấy biến hiệu quả trong quá khứ có ảnh hưởng tích cực, trong khi biến đầu tư quá mức có tác động tiêu cực, điều này cũng khẳng định hành vi tự tin đầu tư quá mức làm giảm hiệu quả trong tương lai. Như vậy với các nhận định này, cho thấy nhà quản trị doanh nghiệp cần quan tâm đến hiệu quả dự án nhiều hơn là nhìn vào sự thành công trong quá khứ để mạnh tay đầu tư vào các dự án thậm chí kém hiệu quả khi doanh nghiệp đang thừa tài chính.

Thứ hai, kết quả nghiên cứu khẳng định đầu tư quá mức xảy ra đều có tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp mà nguyên nhân là do trong điều kiện lạc quan, lợi nhuận cao, tạo dòng tiền tốt làm doanh nghiệp mở rộng và đa dạng hóa đầu tư, đầu tư trái ngành vào lĩnh vực tài chính, bất động sản,... làm gia tăng rủi ro và giảm hiệu quả trong tương lai. Như vậy các nhà quản trị doanh nghiệp cần quyết liệt trong vấn đề hạn chế đầu tư tràn lan, đầu tư trái ngành vượt ngoài tầm kiểm soát hiện tại. Kết quả nghiên cứu chỉ ra những ngành hết sức nhạy cảm với hoạt động đầu tư quá mức, nghĩa là khi đầu tư quá mức làm giảm nhanh hiệu quả và gia tăng nhanh về rủi ro, bao gồm các ngành: (1) Dược và y tế (Nếu không có đầu tư quá mức trung bình là 6,32%, nhưng khi có đầu tư quá mức ROA trung bình chỉ còn 0,2%; trong khi rủi ro tăng từ 2,75% lên 4,5% khi có đầu tư quá mức); (2) Dầu khí (chỉ số ROA trung bình giảm từ 5,9% còn 4,4% khi có đầu tư quá mức, hay BEP giảm từ 9,2% còn 6,7% nếu đầu tư quá mức); (3) Cung ứng nguyên vật liệu (ROA giảm từ 6,3% còn 3,7% hay BEP giảm từ 9,6% còn 6,4% nếu có đầu tư quá mức).

Thứ ba, kết quả nghiên cứu chỉ ra cách điều tiết cho đầu tư quá mức bằng hai chính sách tài chính quan trọng khác là chính sách tài trợ và chính sách phân chia cổ tức. Các tác động (+) khi có tương tác chính sách có ý nghĩa quan trọng khi điều chỉnh hành vi đầu tư quá mức của nhà quản trị và ban giám đốc công ty. Kết quả định lượng cho thấy nếu không có điều tiết các chính sách thì nếu đầu tư quá mức sẽ làm giảm ROA bình quân là (-11,8%) và BEP là (-12,2%), trong khi nếu dùng chính sách tài trợ tăng nợ vay sẽ làm tăng hiệu quả trở lại của ROA là +27,7%, BEP là +25,1%, và như vậy hiệu ứng này làm cải thiện cho hiệu quả, cụ thể nếu dùng chính sách tài trợ kết hợp kiểm chế cho đầu tư quá mức sẽ làm ROA tăng bình quân ($27,7 - 11,8 = +15,9\%$) và BEP tăng bình quân ($25,1 - 12,2 = 12,9\%$). Kết quả tương tự khi sử dụng chính sách cổ tức để điều tiết hành vi đầu tư quá mức, kết quả tương tự làm ROA tăng bình quân ($15 - 11,8 = 3,2\%$) và BEP tăng bình quân ($14,2 - 12,2 = 2\%$). Các kết quả tính toán này chỉ ra rằng cả hai chính sách tài trợ và chính sách cổ tức đều có thể gia giảm và kiểm chế hành vi đầu tư quá mức của doanh nghiệp. Tuy nhiên, nếu doanh nghiệp chỉ sử dụng 1 trong 2 chính sách để điều tiết cho hoạt động đầu tư quá mức thì nên ưu tiên chọn chính sách tài trợ (nghĩa là xem xét tăng khoản vay dài hạn) hơn là chia cổ tức vì tác động gia tăng biên của chính sách tài trợ tỏ ra hiệu quả hơn chính sách cổ tức.

Thứ tư, các kết quả cho thấy rủi ro có ảnh hưởng (+) đến hiệu quả kể cả khi có kết hợp hay không kết hợp các chính sách. Việc này nghĩa là doanh nghiệp cũng không nên kỳ vọng các chỉ số ROA, BEP cao bằng cách đầu tư xu hướng (cụ thể là đầu tư tài chính), gia tăng nợ vay làm giảm hiệu quả (vì nợ vay có tương quan (-) khi không tác động tương tác) đồng thời làm gia tăng rủi ro giảm hiệu quả cho doanh nghiệp, cụ thể là nếu rủi ro tăng 1% chỉ làm gia tăng ROA 0,43% khi không có tương tác các chính sách. Tuy nhiên nếu sử dụng các chính sách khác điều tiết thì tăng rủi ro 1% làm ROA tăng 1,05%. Kết quả này đối với BEP như sau: rủi ro tăng 1% làm BEP tăng 10,6% nếu không có chính sách tương tác, nếu có tương tác tăng 1% rủi ro làm gia tăng BEP 8,8%. Tuy nhiên nếu doanh nghiệp có đầu tư quá mức sẽ khác, khi doanh nghiệp có đầu tư quá mức làm ROA giảm ($0,43 - 11,8 = -11,37\%$), và BEP giảm ($1,05 - 12,2 = -11,15\%$). Rõ ràng nếu cùng chấp nhận một mức rủi ro giống nhau nhưng nếu không có đầu tư quá mức làm tăng chỉ số sinh lời, trong khi có đầu tư quá mức sẽ làm giảm hiệu quả. Kết quả này hàm ý cho doanh nghiệp nếu muốn chấp nhận rủi ro khuyết đại các chỉ số sinh lời thì không nên đầu tư quá mức.

Ngoài ra còn có một số vấn đề cần lưu ý cho doanh nghiệp như sau:

Thứ nhất, doanh nghiệp cần phải soạn thảo hợp đồng lao động với bên đại diện (nhà quản trị) một cách hợp lý để gắn chất lượng quản trị với hiệu quả kinh doanh.

Thứ hai, doanh nghiệp cần phải phân định trách nhiệm rõ ràng cho từng bên để xác định liệu bên đại diện có hoàn thành tốt nhiệm vụ và có năng lực tốt để nhận đãi ngộ hay là vô trách nhiệm và có hành vi tư lợi để xử phạt.

Thứ ba, doanh nghiệp cần phải đưa ra chế độ đãi ngộ xứng đáng với năng lực của nhà quản trị. Ngoài các phần thưởng về tài chính thì cần phải có chính sách thăng chức cũng như là trao quyền và trách nhiệm cho bên hoàn thành việc tốt.

Thứ tư, doanh nghiệp cần phải xử phạt nghiêm minh đối với các hành vi quản trị thiếu năng lực và hành vi tư lợi gây ảnh hưởng đến kết quả hoạt động, đồng thời tổ chức họp hội đồng để bầu chọn người xứng đáng với vị trí quản trị.

Thứ năm, doanh nghiệp cần thiết có ban thẩm định và hoạch định đầu tư, thậm chí thuê mướn các nhà chuyên gia độc lập trong đánh giá chiến lược, chính sách đầu tư

cũng như các chính sách khác. Việc này để mang tính khách quan, độc lập tránh tình trạng nhà quản trị doanh nghiệp có những phân tích đánh giá phiến diện thiếu khách quan trong trường hợp doanh nghiệp kinh doanh tốt, dòng tiền dồi dào.

Thứ sáu, đối với các doanh nghiệp hoạt động trong một số ngành mang tính chuyên môn hóa cao như y dược, dầu khí, công nghệ,...nhà quản trị cần hết sức thận trọng khi ra quyết định đầu tư dẫn đến đầu tư quá mức gây tình trạng giảm sâu tính hiệu quả, đặc biệt nhất là khi mà việc đầu tư quá mức vào các ngành nghề, lĩnh vực mà doanh nghiệp thiếu kinh nghiệm và am hiểu chuyên môn.

Cuối cùng, doanh nghiệp cần phải đưa ra cơ chế giám sát hành vi và quyết định của nhà quản trị để đảm bảo rằng các quyết định đầu tư được đưa ra một cách thận trọng, phù hợp với hoàn cảnh của doanh nghiệp, và tối đa hóa lợi nhuận của cổ đông.

5.2.2. Đối với nhà đầu tư

Khác với doanh nghiệp thì nhà đầu tư họ quan tâm đến tính hiệu quả trong dòng vốn đầu tư, tính hiệu quả này thể hiện thông qua việc chọn lựa doanh nghiệp nào hoạt động có sinh lời cao với rủi ro chấp nhận được tương xứng với rủi ro. Một số hàm ý chính sách cho nhà đầu tư từ kết quả phân tích như sau:

Thứ nhất, về nhận diện doanh nghiệp có dấu hiệu đầu tư quá mức và khả năng làm giảm hiệu quả và giá trị doanh nghiệp trong tương lai, kết quả thống kê bảng 5.1 cho thấy nếu doanh nghiệp thanh khoản cao, dòng tiền dồi dào nhiều trong khi phân chia cổ tức ít đi để mở rộng đầu tư nhiều thì các nhà đầu tư cần lưu ý, vì đây là dấu hiệu cho thấy khả năng doanh nghiệp có dấu hiệu đầu tư quá mức, và do đó trong phân tích lựa chọn danh mục cổ phiếu đầu tư cần bổ sung thêm chỉ tiêu cảnh báo về dấu hiệu đầu tư quá mức.

Thứ hai, về lựa chọn doanh nghiệp quan tâm đầu tư: kết quả nghiên cứu chỉ ra tác động tiêu cực của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động. Chính vì vậy, nhà đầu tư cần phải đánh giá hành vi đầu tư của doanh nghiệp trước khi ra quyết định đầu tư. Chẳng hạn, nhà đầu tư cần phải xem xét liệu doanh nghiệp có nhiều cơ hội đầu tư hay không, khả năng tài trợ cho các dự án đầu tư của doanh nghiệp, các dự án đầu tư hiện tại có hiệu quả hay không, và doanh nghiệp có đang đầu tư vào nhiều dự án kém hiệu quả

cùng một lúc hay không. Để nắm rõ những thông tin này thì nhà đầu tư cần phải theo dõi số liệu trên báo cáo tài chính cũng như các thông tin khác về doanh nghiệp trên thị trường. Ngoài ra, sau khi đánh giá hoạt động đầu tư cho từng doanh nghiệp thì nhà đầu tư cần tránh bỏ vốn vào các doanh nghiệp cho thấy dấu hiệu đầu tư quá mức vì điều này sẽ ảnh hưởng xấu đến vốn đầu tư.

Thứ ba, kết quả nghiên cứu nhấn mạnh nợ vay và chi trả cổ tức có thể giúp hạn chế tác động tiêu cực của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động. Kết quả này đưa ra hai gợi ý cho tiến trình ra quyết định của nhà đầu tư: (1) trong trường hợp nhà đầu tư vẫn muốn đầu tư vào các doanh nghiệp cho thấy dấu hiệu đầu tư quá mức thì cần phải xét thêm chính sách tài trợ và chính sách cổ tức của doanh nghiệp. Nhà đầu tư cần phải xem xét liệu doanh nghiệp sử dụng nguồn quỹ nội bộ dựa vào dòng tiền tự do hay là tăng vay nợ để tài trợ cho dự án đầu tư. Nếu doanh nghiệp tăng vay nợ để tài trợ dự án đầu tư thì ảnh hưởng xấu của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động sẽ giảm đi và doanh nghiệp đang dần dần điều chỉnh hoạt động đầu tư theo hướng hiệu quả hơn. Vì vậy, nhà đầu tư có thể cân nhắc đầu tư vào doanh nghiệp này với mong đợi rằng doanh nghiệp sẽ chuyển biến tích cực trong tương lai. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng có thể quan sát hành vi chi trả cổ tức của doanh nghiệp. Nếu doanh nghiệp gia tăng đầu tư nhưng vẫn duy trì mức cổ tức hay gia tăng cổ tức so với mức cũ thì doanh nghiệp cũng đang trong quá trình điều chỉnh lại dòng tiền tự do để hạn chế vấn đề đầu tư quá mức. Vì thế, nhà đầu tư cũng có thể cân nhắc bỏ vốn vào doanh nghiệp này. (2) trong trường hợp nhà đầu tư hiện đang là cổ đông của doanh nghiệp mà phát hiện hành vi đầu tư quá mức thì nhà đầu tư có thể tập hợp các cổ đông khác đề xuất ý kiến tại cuộc họp cổ đông liên quan đến quyết định tài trợ dự án đầu tư của doanh nghiệp. Đề xuất nhà quản trị sử dụng vốn tài trợ bằng nợ vay để gia tăng cơ chế giám sát của các bên khác trên thị trường và hạn chế dòng tiền tự do gây ra đầu tư quá mức. Bên cạnh đó, nhà đầu tư cũng có thể gây áp lực lên doanh nghiệp đối với việc chi trả cổ tức thường niên nhằm hạn chế dòng tiền tự do mà nhà quản trị doanh nghiệp có thể tùy ý sử dụng nhằm tư lợi cá nhân.

Thứ tư về lựa chọn ngành nghề đầu tư: Trong quyết định đầu tư vào cổ phiếu một doanh nghiệp thì yếu tố ngành nghề kinh doanh của doanh nghiệp cũng cần phải được xem xét, bên cạnh các yếu tố khác như dòng tiền, thanh khoản, rủi ro,... Kết quả

phân tích cho thấy hiện nhóm doanh nghiệp trong ngành sản xuất công nghiệp có số lượng doanh nghiệp đầu tư quá mức cao nhất trong khi đầu tư quá mức chưa mang lại tác động tích cực, do vậy trước khi ra quyết định cần có sự sàng lọc đánh giá doanh nghiệp nào có dấu hiệu đầu tư quá mức và đầu tư vào lĩnh vực gì, có đúng ngành nghề chính hay trái ngành. Ngoài ra cần lưu ý các doanh nghiệp hoạt động trong ba nhóm ngành sau: (1) Dược và y tế; (2) Dầu khí và (3) Cung ứng nguyên vật liệu là các ngành có độ nhạy cảm cao đối với đầu tư quá mức vì gia tăng nhỏ trong đầu tư quá mức có thể làm rủi ro tăng cao và giảm nhanh tính hiệu quả.

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

Mặc dù kết quả luận án đem lại đóng góp về khía cạnh lý thuyết, thực nghiệm, và thực tiễn về vấn đề đầu tư quá mức, chính sách tài trợ, và chính sách cổ tức cho các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam, nhưng do một số khó khăn trong quá trình nghiên cứu, luận án tồn tại một số hạn chế như sau:

Thứ nhất, xét về dữ liệu nghiên cứu, tác giả thu thập số liệu của các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên HOSE và HNX trong giai đoạn 2009 – 2019. Mặc dù đã cố gắng mở rộng phạm vi nghiên cứu so với các nghiên cứu trước đây nhưng nhìn chung chuỗi thời gian 11 năm vẫn chưa đủ dài để có thể kiểm chứng tác động của đầu tư quá mức trong dài hạn và gợi ý chính sách trên mẫu nghiên cứu này không thể kết luận cho toàn bộ các doanh nghiệp tại Việt Nam, Vì vậy, tác giả đề xuất các nghiên cứu sau nên mở rộng phạm vi nghiên cứu bằng việc (1) xem xét giai đoạn thời gian dài hơn (lớn hơn 11 năm) hay xem xét khoảng thời gian trước khủng hoảng tài chính 2008 và so sánh với giai đoạn hiện tại, (2) mở rộng nghiên cứu cho các doanh nghiệp tài chính niêm yết để so sánh với các doanh nghiệp phi tài chính, (3) và cuối cùng tại vì các doanh nghiệp niêm yết thường là các doanh nghiệp lớn tại Việt Nam nên các nghiên cứu về sau nên mở rộng ra thêm các doanh nghiệp vừa và nhỏ (SMEs) để có thể đưa ra kết luận mang tính tổng quát hơn cho toàn bộ các doanh nghiệp tại Việt Nam.

Thứ hai, xét về biến nghiên cứu, tác giả sử dụng ROA và BEP để đại diện cho biến phụ thuộc hiệu quả hoạt động. Biến phụ thuộc này được xác định dựa trên nền tảng kế toán (tính toán chỉ số lấy từ số liệu trong báo cáo tài chính của doanh nghiệp). Mặc dù tác giả đã chỉ ra sự phù hợp của việc áp dụng chỉ số kế toán trong luận án so với chỉ

số thị trường (dựa trên giá cổ phiếu doanh nghiệp) nhưng trong một số trường hợp cũng cần phải sử dụng cả hai loại chỉ số này để so sánh xem đầu tư quá mức sẽ có ảnh hưởng đến chỉ số nào nhiều hơn vì đôi khi đầu tư quá mức dựa trên chỉ số kế toán khiến cho lợi nhuận suy giảm nhưng hành vi gia tăng đầu tư lại đem lại tín hiệu tốt cho doanh nghiệp trên thị trường, khiến cho giá trị thị trường của doanh nghiệp tăng lên do giá cổ phiếu thường phụ thuộc vào hành vi mua – bán của nhà đầu tư. Tác giả hy vọng các nghiên cứu trong tương lai sẽ xem xét hai khía cạnh này và chỉ ra phản ứng khác nhau của hiệu quả hoạt động đối với đầu tư quá mức trong doanh nghiệp.

Ngoài ra, nghiên cứu cũng chỉ ra một số hạn chế trong việc đo lường biến độc lập đầu tư quá mức. Đầu tư quá mức là biến được đo lường từ phương trình Hàm cầu đầu tư. Phương trình này sẽ đưa vào các nhân tố quan trọng ảnh hưởng đến mức đầu tư của doanh nghiệp để từ đó định ra mức đầu tư tối ưu. Tuy nhiên, có rất nhiều yếu tố liên quan đến đầu tư nên việc chỉ bao gồm một số biến quan trọng không thể nào giúp dự đoán được chính xác mức cầu đầu tư và việc đưa thêm nhiều biến vào mô hình cũng không thực sự hiệu quả. Tác giả hy vọng các nghiên cứu sắp tới có thể cải thiện phương trình Hàm cầu đầu tư bằng việc thêm một số yếu tố khác vào hay điều chỉnh dạng mô hình để giúp cải thiện khả năng dự báo mức cầu đầu tư. Ngoài ra, nếu được, các nghiên cứu mới có thể chỉ ra cách thức đo lường đầu tư quá mức hiệu quả hơn phương pháp Hàm cầu đầu tư.

Đối với biến tương tác, hiện tại tác giả chỉ tương tác biến chính sách cổ tức hay chính sách tài trợ với đầu tư quá mức. Tuy nhiên, trên thực tế thì doanh nghiệp thường phối hợp 2 chính sách này chung với nhau. Vì vậy, việc xem xét tương tác cả ba biến chính sách tài trợ, chính sách cổ tức với đầu tư quá mức nên được giải thích trong các nghiên cứu tiếp theo. Một khía cạnh khác cần phải đề cập là dòng tiền tự do cao là yếu tố ảnh hưởng đến hành vi đầu tư quá mức của doanh nghiệp và việc vay nợ hay chi trả cổ tức có thể giúp giảm dòng tiền tự do này. Dù vậy, tác giả chưa đề cập đến biến dòng tiền tự do trong mô hình nghiên cứu. Chính vì vậy, các nghiên cứu trong tương lai có thể xem xét đến yếu tố này bằng việc tương tác giữa dòng tiền tự do và đầu tư quá mức rồi sau đó tương tác giữa dòng tiền tự do, đầu tư quá mức, và chính sách tài trợ hay chính sách cổ tức của doanh nghiệp. Cuối cùng, trong phần giải thích ý nghĩa của biến

tương tác, tác giả đề cập việc gia tăng nợ vay hay chi trả cổ tức sẽ giúp giảm tác động tiêu cực của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động. Thiếu sót ở đây là tác giả vẫn chưa đề cập đến các mức chi trả cổ tức hay vay nợ khác nhau (phân theo cao – trung bình – thấp) sẽ điều chỉnh ảnh hưởng của đầu tư quá mức như thế nào. Đây là điểm mới mà các nghiên cứu về sau có thể khai thác.

Cuối cùng, xét về phương pháp nghiên cứu, tác giả đã đưa ra tiếp cận mô hình động dựa trên xem xét lý thuyết lợi nhuận động và bằng chứng thực nghiệm từ các nghiên cứu trước đây. Bên cạnh đó, để giải quyết hiện tượng nội sinh gây ra do sự xuất hiện của biến độ trễ của hiệu quả hoạt động như là biến độc lập trong mô hình, tác giả đã áp dụng kỹ thuật ước lượng SGMM giúp đưa ra kết quả hồi quy tốt hơn các kỹ thuật ước lượng dựa trên nền tảng OLS. Tuy nhiên, điểm hạn chế ở đây chính là biến công cụ sử dụng cho biến bị nội sinh trong mô hình. Vì trong lý thuyết cũng như nghiên cứu thực nghiệm chưa đề cập đến một biến cụ thể để làm biến công cụ cho biến độ trễ của hiệu quả hoạt động nên tác giả sử dụng chính độ trễ của các biến trong mô hình để làm biến công cụ cho biến bị nội sinh. Kết quả ước lượng hệ số sẽ chính xác hơn nếu có thể tìm được một biến công cụ ngoài mô hình mà có thể giúp khắc phục hiện tượng nội sinh triệt để hơn. Bên cạnh đó, tác giả vẫn chưa xét đến các trường hợp nội sinh của những biến khác trong mô hình nghiên cứu. Nếu tồn tại một biến nội sinh khác thì nghiên cứu sẽ phải giải quyết biến nội sinh này để gia tăng tính chính xác của kết quả hồi quy. Các nghiên cứu về sau có thể đưa ra các kỹ thuật hồi quy với biến công cụ khác để khắc phục vấn đề nội sinh tốt hơn so với phương pháp mà tác giả đã sử dụng.

TÓM TẮT CHƯƠNG 5

Trong chương 5, tác giả tóm tắt nội dung của các chương trước để đưa ra kết luận chung là đầu tư quá mức có tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động và chính sách cổ tức cũng như chính sách tài trợ có thể điều tiết làm giảm tác động tiêu cực của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động. Dựa trên những kết luận này, tác giả đưa ra gợi ý chính sách cụ thể đối với nhà đầu tư khi đưa ra quyết định đầu tư vào doanh nghiệp và bản thân doanh nghiệp khi đưa ra quyết định đầu tư nhằm cải thiện hiệu quả hoạt động. Cuối cùng, tác giả trình bày một số hạn chế có thể được cải thiện thông qua các nghiên cứu về sau trong lĩnh vực này.

DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Abdillah, R., Hosen, M. N., & Muhari, S. (2016). The determinants factor of Islamic bank's profitability and liquidity in indonesia. *Knowledge Horizons. Economics*, 8(2), 140.
- Abel, A. B. (2018). The effects of q and cash flow on investment in the presence of measurement error. *Journal of financial economics*, 128(2), 363-377.
- Abor, J. (2005). The effect of capital structure on profitability: an empirical analysis of listed firms in Ghana. *The journal of risk finance*.
- Abu-Shanab, E., & Subaih, A. (2019). The role of knowledge sharing and employees' satisfaction in predicting organisational innovation. *Journal of Information & Knowledge Management*, 18(03), 1950026.
- Adam Jr, E. E. (1994). Alternative quality improvement practices and organization performance. *Journal of Operations Management*, 12(1), 27-44.
- Adediran, S., & Alade, S. (2013). Dividend policy and corporate performance in Nigeria. *American journal of social and management sciences*, 4(2), 71-77.
- Agrawal, A., & Jayaraman, N. (1994). The dividend policies of all-equity firms: A direct test of the free cash flow theory. *Managerial and decision economics*, 15(2), 139-148.
- Agustinus, P., & Rachmadi, P. (2008). Determinants of corporate performance of listed companies in Indonesia.
- Aivazian, V. A., Ge, Y., & Qiu, J. (2005). The impact of leverage on firm investment: Canadian evidence. *Journal of Corporate Finance*, 11(1-2), 277-291.
- Akerlof, G. A. (1970). Quality uncertainty and the. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488-500.
- Akhigbe, A., & Madura, J. (2008). Industry signals relayed by corporate earnings restatements. *Financial Review*, 43(4), 569-589.
- Al-Najjar, B., & Kilincarslan, E. (2019). What do we know about the dividend puzzle?—A literature survey. *International Journal of Managerial Finance*.
- Alexander, D. (2001). The over-riding importance of internationalism: a reply to Nobes. *Accounting and Business Research*, 31(2), 145-149.
- Ali, M. J., Balachandran, B., Michael, M., & Theobald, M. (2020). *Do corporate general counsels mitigate agency problems? Evidence from dividend policy decisions*. Paper presented at the 2019 Financial Markets & Corporate Governance Conference.
- Almajali, A. Y., Alamro, S. A., & Al-Soub, Y. Z. (2012). Factors affecting the financial performance of Jordanian insurance companies listed at Amman Stock Exchange. *Journal of Management research*, 4(2), 266.
- Almeida, H., & Campello, M. (2007). Financial constraints, asset tangibility, and corporate investment. *The review of financial studies*, 20(5), 1429-1460.
- Amidu, M. (2007). How does dividend policy affect performance of the firm on Ghana stock Exchange. *Investment management and financial innovations*, 4(2), 103-112.
- Amidu, M., & Abor, J. (2006). Determinants of dividend payout ratios in Ghana. *The journal of risk finance*.
- Anderson, T. W., & Hsiao, C. (1982). Formulation and estimation of dynamic models using panel data. *Journal of econometrics*, 18(1), 47-82.
- Andritani, L., Fathoni, A., & Amboningtyas, D. (2019). The Effect Of Company Size, Company Age And Leverage On The Equipment Of Profitability As A Variable Mediation. *Journal of management*, 5(5).
- Anwar, S., & Nguyen, L. P. (2018). Channels of monetary policy transmission in Vietnam. *Journal of Policy Modeling*, 40(4), 709-729.

- Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *The review of economic studies*, 58(2), 277-297.
- Arnott, R. D., & Asness, C. S. (2003). Surprise! Higher dividends= higher earnings growth. *Financial Analysts Journal*, 59(1), 70-87.
- Asquith, P., & Mullins Jr, D. W. (1986). Equity issues and offering dilution. *Journal of financial economics*, 15(1-2), 61-89.
- Asquith, P., & Wizman, T. A. (1990). Event risk, covenants, and bondholder returns in leveraged buyouts. *Journal of financial economics*, 27(1), 195-213.
- Aziz, S., & Abbas, U. (2019). Effect of Debt Financing on Firm Performance: A Study on Non-Financial Sector of Pakistan. *Open Journal of Economics and Commerce*, 2(1), 8-15.
- Badavar Nahandi, Y., & Taghizadeh Khanqah, V. (2018). The impact of political connections on overinvestment and firm performance. *Accounting and Auditing Review*, 25(2), 181-198.
- Baker, S. H. (1973). Risk, leverage and profitability: an industry analysis. *The Review of economics and Statistics*, 503-507.
- Baltagi, B. (2008). *Econometric analysis of panel data*: John Wiley & Sons.
- Bartlett, R., & Partnoy, F. (2020). The Misuse of Tobin's q. *Vand. L. Rev.*, 73, 353.
- Bashir, T., Uppal, S. T., Hanif, K., Yaseen, S. M., & Saraj, K. (2013). Financial risk tolerant attitude: Empirical evidence from Pakistan. *European scientific journal*, 9(19).
- Baskin, J., & Miranti Jr, P. (1997). History of Corporate Finance [w:] Cambridge University Press, 263–270. DOI: [http://dx. doi. org/10.1017/CBO9780511665219](http://dx.doi.org/10.1017/CBO9780511665219).
- Baskin, J. B., & Miranti Jr, P. J. (1999). *A history of corporate finance*: Cambridge University Press.
- Batten, J., & Vo, X. V. (2019). Liquidity and firm value in an emerging market. *The Singapore Economic Review*, 64(02), 365-376.
- Baum, C., Schaffer, M., & Stillman, S. (2007). IVENDOG: Stata module to calculate Durbin-Wu-Hausman endogeneity test after ivreg.
- Beccalli, E., Casu, B., & Girardone, C. (2006). Efficiency and stock performance in European banking. *Journal of Business Finance & Accounting*, 33(1-2), 245-262.
- Ben Naceur, S., Goaied, M., & Belanes, A. (2006). On the determinants and dynamics of dividend policy. *International review of Finance*, 6(1-2), 1-23.
- Berg, J. (2016). Corporate diversification and firm performance: The effect of the global financial crisis on diversification in India.
- Berger, A. N., Cowan, A. M., & Frame, W. S. (2011). The surprising use of credit scoring in small business lending by community banks and the attendant effects on credit availability, risk, and profitability. *Journal of Financial Services Research*, 39(1-2), 1-17.
- Bernstein, S., Lerner, J., Sorensen, M., & Strömberg, P. (2017). Private equity and industry performance. *Management science*, 63(4), 1198-1213.
- Berríos, M. R. (2013). The relationship between bank credit risk and profitability and liquidity. *The International Journal of Business and Finance Research*, 7(3), 105-118.
- Bhatt, S., & Verghese, N. (2018). Influence of Liquidity on Profitability: Evidence from Nepalese Banks. *Int. J. of Multidisciplinary and Current research*, 6.
- Bhuiyan, M. B. U., & Hooks, J. (2019). Cash holding and over-investment behavior in firms with problem directors. *International Review of Economics & Finance*, 61, 35-51.
- Bhutta, N. T., & Hasan, A. (2013). Impact of firm specific factors on profitability of firms in food sector.

- Bibi, N., & Amjad, S. (2017). The relationship between liquidity and firms' profitability: A case study of Karachi Stock Exchange. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 9(1), 54-67.
- Biddle, G. C., Hilary, G., & Verdi, R. S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of accounting and economics*, 48(2-3), 112-131.
- Bitar, M., Pukthuanthong, K., & Walker, T. (2018). The effect of capital ratios on the risk, efficiency and profitability of banks: Evidence from OECD countries. *Journal of international financial Markets, Institutions and Money*, 53, 227-262.
- Blundell, R., & Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of econometrics*, 87(1), 115-143.
- Boadi, E. K., Antwi, S., & Lartey, V. C. (2013). Determinants of profitability of insurance firms in Ghana. *International journal of business and social research (IJBSR)*, 3(3), 43-50.
- Boahene, S. H., Dasah, J., & Agyei, S. K. (2012). Credit risk and profitability of selected banks in Ghana. *Research Journal of Finance and Accounting*, 3(7), 6-14.
- Bokpin, G. A., & Onumah, J. M. (2009). An empirical analysis of the determinants of corporate investment decisions: Evidence from emerging market firms.
- Bolek, M. (2013). Profitability as a liquidity and risk function basing on the new connect market in Poland. *European scientific journal*, 9(28).
- Bolek, M., & Wolski, R. (2012). Profitability or liquidity: Influencing the market value. The case of Poland. *International Journal of Economics and Finance*, 4(9), 182-190.
- Booth, L., Aivazian, V., Demirguc-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2001). Capital structures in developing countries. *The journal of finance*, 56(1), 87-130.
- Bouras, A., Bouras, D., & Ajuzie, E. (2014). An Empirical Analysis Of The Effect Of Diversification On Financial Performance: The Case Of The Us Grocery Store Industry. *Review of Applied Economics*, 10(1076-2017-2382), 69-81.
- Bozec, R., Dia, M., & Bozec, Y. (2010). Governance–performance relationship: a re-examination using technical efficiency measures. *British Journal of Management*, 21(3), 684-700.
- Bradley, M., Jarrell, G. A., & Kim, E. H. (1984). On the existence of an optimal capital structure: Theory and evidence. *The journal of finance*, 39(3), 857-878.
- Brealey, R., & Franks, J. (2009). Indexation, investment, and utility prices. *Oxford review of economic policy*, 25(3), 435-450.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2008). Brealey, Myers, and Allen on real options. *Journal of Applied Corporate Finance*, 20(4), 58-71.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., Allen, F., & Mohanty, P. (2012). *Principles of corporate finance*: Tata McGraw-Hill Education.
- Brigham, E., & Ehrhardt, M. (2009). Financial management: Text and cases. *New Delhi: Cengage Learning India*.
- Brighi, P., & Venturelli, V. (2016). How functional and geographic diversification affect bank profitability during the crisis. *Finance Research Letters*, 16, 1-10.
- Browne, M. J., & Hoyt, R. E. (1995). Economic and market predictors of insolvencies in the property-liability insurance industry. *Journal of Risk and Insurance*, 309-327.
- Buallay, A., Hamdan, A., & Zureigat, Q. (2017). Corporate governance and firm performance: evidence from Saudi Arabia. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 11(1), 78-98.
- Bulan, L. T. (2005). Real options, irreversible investment and firm uncertainty: new evidence from US firms. *Review of Financial Economics*, 14(3-4), 255-279.
- Butters, J. K., & Niland, P. (1949). *Effects of taxation: Inventory accounting and policies*: Boston, Mass.: Division of Research, Graduate School of Business

- Cai, C. (2013). Trans-Pacific Partnership and the Multilateralization of International Investment Law. *JE Asia & Int'l L.*, 6, 385.
- Campello, M., & Giambona, E. (2010). Asset tangibility and capital structure. Retrieved March, 18, 2019.
- Campello, M., & Graham, J. R. (2013). Do stock prices influence corporate decisions? Evidence from the technology bubble. *Journal of financial economics*, 107(1), 89-110.
- Carroll, C., & Griffith, J. M. (2001). Free cash flow, leverage, and investment opportunities. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 141-153.
- Carton, R. B., & Hofer, C. W. (2006). *Measuring organizational performance: Metrics for entrepreneurship and strategic management research*: Edward Elgar Publishing.
- Champion, D. (1999). The joy of leverage. *Harvard Business Review*, 77(4), 19-19.
- Chan Kim, W., Hwang, P., & Burgers, W. P. (1989). Global diversification strategy and corporate profit performance. *Strategic management journal*, 10(1), 45-57.
- Chang, C.-C., Batmunkh, M.-U., Wong, W.-K., & Jargalsaikhan, M. (2019). Relationship between capital structure and profitability: Evidence from Four Asian Tigers. *Journal of Management Information and Decision Sciences*.
- Chang, F.-M., Wang, Y., Lee, N. R., & La, D. T. (2014). Capital structure decisions and firm performance of vietnamese soes. *Asian Economic and Financial Review*, 4(11), 1545-1563.
- Chen, B., Paterson, M., & Zhang, G. (2007). *Combinatorics, Algorithms, Probabilistic and Experimental Methodologies: First International Symposium, ESCAPE 2007, Hangzhou, China, April 7-9, 2007, Revised Selected Papers* (Vol. 4614): Springer.
- Chen, Z., Lan, Y., & Zhao, R. (2018). Impacts of risk attitude and outside option on compensation contracts under different information structures. *Fuzzy Optimization and Decision Making*, 17(1), 13-47.
- Cherrington, D. J. (1989). *The Management of Individual and Organizational Performance: Instructor's Manual for Organizational Behavior*: Allyn and Bacon.
- Chi, C. K., & Choi, K. J. (2017). The impact of firm size on dynamic incentives and investment. *The RAND Journal of Economics*, 48(1), 147-177.
- Chia, Y.-E., Lim, K.-P., & Goh, K.-L. (2020). Liquidity and firm value in an emerging market: Nonlinearity, political connections and corporate ownership. *The North American Journal of Economics and Finance*, 52, 101169.
- Chiang, K. C., Wachtel, G. J., & Zhou, X. (2019). Corporate social responsibility and growth opportunity: The case of real estate investment trusts. *Journal of Business Ethics*, 155(2), 463-478.
- Chinaemerem, O. C., & Anthony, O. (2012). Impact of capital structure on the financial performance of Nigerian firms. *Arabian Journal of Business and Management Review (OMAN Chapter)*, 1(12), 43.
- Cho, E. J., Lee, J. H., & Park, J. S. (2019). The impact of leverage and overinvestment on project financing: evidence from South Korea. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 1-23.
- Chuẩn mực Kế Toán Việt Nam. (2005). (100/2005/QĐ-BTC).
- Clark, D. E. (1955). Association of irradiation with cancer of the thyroid in children and adolescents. *Journal of the American Medical Association*, 159(10), 1007-1009.
- Coad, A. (2007). Testing the principle of 'growth of the fitter': the relationship between profits and firm growth. *Structural Change and Economic Dynamics*, 18(3), 370-386.
- Coad, A., Frankish, J., Roberts, R. G., & Storey, D. J. (2013). Growth paths and survival chances: An application of Gambler's Ruin theory. *Journal of business venturing*, 28(5), 615-632.

- Coelli, T. J., Rao, D. S. P., O'Donnell, C. J., & Battese, G. E. (2005). *An introduction to efficiency and productivity analysis*: springer science & business media.
- Coleman, S. (2007). The role of human and financial capital in the profitability and growth of women-owned small firms. *Journal of Small Business Management*, 45(3), 303-319.
- Colombo, J. A., & Caldeira, J. F. (2018). The role of taxes and the interdependence among corporate financial policies: Evidence from a natural experiment. *Journal of Corporate Finance*, 50, 402-423.
- Combs, J. G., Crook, T. R., & Shook, C. L. (2005). The dimensionality of organizational performance and its implications for strategic management research *Research methodology in strategy and management*: Emerald Group Publishing Limited.
- D'Mello, R., & Ferris, S. P. (2000). The information effects of analyst activity at the announcement of new equity issues. *Financial Management*, 78-95.
- D'Mello, R., & Miranda, M. (2010). Long-term debt and overinvestment agency problem. *Journal of Banking & Finance*, 34(2), 324-335.
- Dahiyat, A. (2016). Does liquidity and solvency affect banks profitability? Evidence from listed banks in Jordan. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, 6(1), 35-40.
- Daniels, J. D., & Bracker, J. (1989). Profit performance: do foreign operations make a difference? *Management International Review*, 46-56.
- Davidsson, P., Steffens, P., & Fitzsimmons, J. (2009). Growing profitable or growing from profits: Putting the horse in front of the cart? *Journal of business venturing*, 24(4), 388-406.
- Dawar, V. (2014). Agency theory, capital structure and firm performance: some Indian evidence. *Managerial Finance*.
- De Mesquita, J. M. C., & Lara, J. E. (2003). *Capital structure and profitability: the Brazilian case*. Paper presented at the Academy of Business and Administrative Science Conference, Vancouver, Canada.
- Debreu, G. (1951). The coefficient of resource utilization. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 273-292.
- Dedman, E., & Lennox, C. (2009). Perceived competition, profitability and the withholding of information about sales and the cost of sales. *Journal of accounting and economics*, 48(2-3), 210-230.
- Degryse, H., & De Jong, A. (2006). Investment and internal finance: Asymmetric information or managerial discretion? *International Journal of Industrial Organization*, 24(1), 125-147.
- Deloof, M. (2003). Does working capital management affect profitability of Belgian firms? *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(3-4), 573-588.
- Dewasiri, N. J., Koralalage, W. B. Y., Azeez, A. A., Jayarathne, P., Kuruppuarachchi, D., & Weerasinghe, V. (2019). Determinants of dividend policy: evidence from an emerging and developing market. *Managerial Finance*.
- Diep, N. N., & Phong, N. A. (2013). The Factors Effect to the Financial Efficiency of FDI (Foreign Direct Investment) Enterprises Located in Ho Chi Minh City-Viet Nam. *Asian Economic and Financial Review*, 3(6), 703.
- Diggle, P., Diggle, P. J., Heagerty, P., Liang, K.-Y., Heagerty, P. J., & Zeger, S. (2002). *Analysis of longitudinal data*: Oxford University Press.
- Ding, S., Knight, J., & Zhang, X. (2019). Does China overinvest? Evidence from a panel of Chinese firms. *The European Journal of Finance*, 25(6), 489-507.
- Dogru, T. (2017). Under-vs over-investment: Hotel firms' value around acquisitions. *International Journal of Contemporary Hospitality Management*.

- Dybvig, P. H., & Warachka, M. (2012). Tobin's Q does not measure firm performance: Theory, empirics, and alternative measures. *SSRN eLibrary*. <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm>.
- Dybvig, P. H., & Warachka, M. (2015). Tobin's q does not measure firm performance: Theory, empirics, and alternatives. *Empirics, and Alternatives* (March 5, 2015).
- Easterbrook, F. H. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *The American economic review*, 74(4), 650-659.
- Ebaid, I. E. S. (2009). The impact of capital-structure choice on firm performance: empirical evidence from Egypt. *The journal of risk finance*.
- Elliott, B., & Elliott, J. (2005). Financial accounting and reporting Essex: Pearson Education Ltd.
- Fairchild, R. (2010). Dividend policy, signalling and free cash flow: an integrated approach. *Managerial Finance*.
- Fama, E. F., & Babiak, H. (1968). Dividend policy: An empirical analysis. *Journal of the American statistical Association*, 63(324), 1132-1161.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *The review of financial studies*, 15(1), 1-33.
- Fama, E. F., French, K. R., Booth, D. G., & Siquefield, R. (1993). Differences in the risks and returns of NYSE and NASD stocks. *Financial Analysts Journal*, 49(1), 37-41.
- Farooq, S., Ahmed, S., & Saleem, K. (2014). Impact of Overinvestment & Underinvestment on Corporate Performance: Evidence from Singapore Stock Market. Available at SSRN 2512436.
- Farooq, S., Ahmed, S., & Saleem, K. (2015). Overinvestment, growth opportunities and firm performance: evidence from singapore stock market. *Corporate Ownership & Control*, 454.
- Farrell, M. J. (1957). The measurement of productive efficiency. *Journal of the Royal Statistical Society: Series A (General)*, 120(3), 253-281.
- Federico, J. S., & Capelleras, J.-L. (2015). The heterogeneous dynamics between growth and profits: the case of young firms. *Small Business Economics*, 44(2), 231-253.
- Fischer, E. O., Heinkel, R., & Zechner, J. (1989). Dynamic capital structure choice: Theory and tests. *The journal of finance*, 44(1), 19-40.
- Fitzmaurice, G. M., Laird, N. M., & Ware, J. H. (2012). *Applied longitudinal analysis* (Vol. 998): John Wiley & Sons.
- Fitzsimmons, J., Steffens, P., & Douglas, E. (2005). Growth and profitability in small and medium sized Australian firms. *Proceedings AGSE Entrepreneurship Exchange, Melbourne*.
- Florio, C., & Leoni, G. (2017). Enterprise risk management and firm performance: The Italian case. *The British Accounting Review*, 49(1), 56-74.
- Floros, C., & Voulgaris, F. (2016). Efficiency, leverage and profitability: the case of Greek manufacturing sector. *Global Business and Economics Review*, 18(3-4), 385-401.
- Førsund, F. R., & Hjalmarsson, L. (1979). Generalised Farrell measures of efficiency: an application to milk processing in Swedish dairy plants. *The Economic Journal*, 89(354), 294-315.
- Fredriksson, A., & Moro, A. (2014). Bank-SMEs relationships and banks' risk-adjusted profitability. *Journal of Banking & Finance*, 41, 67-77.
- Friend, I., & Puckett, M. (1964). Dividends and stock prices. *The American economic review*, 54(5), 656-682.
- Fu, F. (2010). Overinvestment and the operating performance of SEO firms. *Financial Management*, 39(1), 249-272.

- Gamayuni, R. R. (2015). The effect of intangible asset, financial performance and financial policies on the firm value. *International Journal of scientific and technology research*, 4(1), 202-212.
- Ganguli, S. K., & Agrawal, S. (2009). Ownership Structure and Firm Performance: An Empirical Study on Listed Mid-Cap Indian Companies. *IUP Journal of Applied Finance*, 15(12).
- Gaver, J. J., & Gaver, K. M. (1993). Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of accounting and economics*, 16(1-3), 125-160.
- Gentry, R. J., & Shen, W. (2010). The relationship between accounting and market measures of firm financial performance: How strong is it? *Journal of managerial issues*, 514-530.
- Georgopoulos, B. S., & Tannenbaum, A. S. (1957). A study of organizational effectiveness. *American sociological review*, 22(5), 534-540.
- Giang, N. T., & Tuan, D. A. (2016). Financial performance, dividend payment and firm value an exploratory research on Vietnam listed firms in the food and drink industry. *VNU Journal of Science: Economics and Business*, 32(2).
- Gizaw, M., Kebede, M., & Selvaraj, S. (2015). The impact of credit risk on profitability performance of commercial banks in Ethiopia. *African Journal of Business Management*, 9(2), 59-66.
- Gleason, K. C., Mathur, L. K., & Mathur, I. (2000). The interrelationship between culture, capital structure, and performance: evidence from European retailers. *Journal of business research*, 50(2), 185-191.
- Goddard, J., Molyneux, P., & Wilson, J. O. (2004). Dynamics of growth and profitability in banking. *Journal of money, credit and banking*, 1069-1090.
- Gordon, M. J. (1963). Optimal investment and financing policy. *The journal of finance*, 18(2), 264-272.
- Gordon, M. J., & Shapiro, E. (1956). Capital equipment analysis: the required rate of profit. *Management science*, 3(1), 102-110.
- Graham, J. R. (2000). How big are the tax benefits of debt? *The journal of finance*, 55(5), 1901-1941.
- Grant, D., & Yeo, B. (2018). A global perspective on tech investment, financing, and ICT on manufacturing and service industry performance. *International Journal of Information Management*, 43, 130-145.
- Grazzi, M., Jacoby, N., & Treibich, T. (2016). Dynamics of investment and firm performance: Comparative evidence from manufacturing industries. *Empirical Economics*, 51(1), 125-179.
- Grossman, S. J., & Hart, O. D. (1982). Corporate financial structure and managerial incentives *The economics of information and uncertainty* (pp. 107-140): University of Chicago press.
- Guariglia, A., & Yang, J. (2016). A balancing act: managing financial constraints and agency costs to minimize investment inefficiency in the Chinese market. *Journal of Corporate Finance*, 36, 111-130.
- Guizani, M. (2018). The mediating effect of dividend payout on the relationship between internal governance and free cash flow. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*.
- Hadlock, C. J., & James, C. M. (2002). Do banks provide financial slack? *The journal of finance*, 57(3), 1383-1419.

- Hafeez, M., Shahbaz, S., Iftikhar, I., & Butt, H. (2018). Impact of Dividend Policy on Firm Performance: Evidence from the Manufacturing firms in Pakistan. *International Journal of Advance Study and Research Work*, 1(4), 1-5.
- Haniffa, R., & Hudaib, M. (2006). Corporate governance structure and performance of Malaysian listed companies. *Journal of Business Finance & Accounting*, 33(7-8), 1034-1062.
- Hansen, L. P. (1982). Large sample properties of generalized method of moments estimators. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 1029-1054.
- Hao, Y., Guo, Y., Guo, Y., Wu, H., & Ren, S. (2020). Does outward foreign direct investment (OFDI) affect the home country's environmental quality? The case of China. *Structural Change and Economic Dynamics*, 52, 109-119.
- Harjanti, T. T., & Tandelilin, E. (2007). Pengaruh Firm Size, Tangible Assets, Growth Opportunity, Profitability, dan Business Risk pada Struktur Modal Perusahaan Manufaktur di Indonesia: Studi Kasus Di BEJ. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 1(1), 1-9.
- Harrison, J. S., & Freeman, R. E. (1999). Stakeholders, social responsibility, and performance: Empirical evidence and theoretical perspectives. *Academy of management journal*, 42(5), 479-485.
- Hawawini, G., & Viallet, C. (1999). Finance for Executives (South Western College, Cincinnati, OH).
- Heider, F., & Halov, N. (2005). Capital structure, risk and asymmetric information".
- Henry, T. R., & Koski, J. L. (2017). Ex-dividend profitability and institutional trading skill. *The journal of finance*, 72(1), 461-494.
- Heras, I., Dick, G. P., & Casadesus, M. (2002). ISO 9000 registration's impact on sales and profitability. *International Journal of Quality & Reliability Management*.
- Hernandez-Vivanco, A., Domingues, P., Sampaio, P., Bernardo, M., & Cruz-Cázares, C. (2019). Do multiple certifications leverage firm performance? A dynamic approach. *International Journal of Production Economics*, 218, 386-399.
- Hoàng, L. Đ. (2015a). *Tác động của cấu trúc sở hữu tới hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ở Việt Nam*. Trường Đại học Kinh tế Quốc Dân.
- Hoàng, L. Đ. (2015b). *Tác động của cấu trúc sở hữu tới hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ở Việt Nam*. *Luận án tiến sĩ, Trường Đại học Kinh tế Quốc dân*.
- Hovakimian, A., Opler, T., & Titman, S. (2001). The debt-equity choice. *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 1-24.
- Howatt, B., Zuber, R. A., Gandar, J. M., & Lamb, R. P. (2009). Dividends, earnings volatility and information. *Applied Financial Economics*, 19(7), 551-562.
- Huang, C.-S., You, C.-F., & Hsiao, H.-F. (2017). Dividends and subsequent profitability: An examination of a dual dividend stock market. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 20(01), 1750002.
- Huang, J., Roberts, H., & Tan, E. K. (2018). *The Role of Media on CEO Power and Firm Performance*. Paper presented at the 9th Conference on Financial Markets and Corporate Governance (FMCG).
- Huberts, L. C., Schoonhoven, M., & Does, R. J. (2019). The effect of continuously updating control chart limits on control chart performance. *Quality and Reliability Engineering International*, 35(4), 1117-1128.
- Hutchinson, M., & Gul, F. A. (2004). Investment opportunity set, corporate governance practices and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 10(4), 595-614.
- Huynh, H. T., Tran, K. T., Nguyen, P. V., Le, N. T., & Trieu, H. D. (2019). Estimating inward regional FDI spillover in Vietnamese manufacturing firms: Ownership structure and firm characteristics. *Journal for Global Business Advancement*, 12(4), 542-563.

- Ibrahim, H., & Samad, F. A. (2011). Corporate governance mechanisms and performance of public-listed family-ownership in Malaysia. *International Journal of Economics and Finance*, 3(1), 105-115.
- Ibrahim, Q., Rehman, R., & Raoof, A. (2010). Role of corporate governance in firm performance: A comparative study between chemical and pharmaceutical sectors of Pakistan. *International Research Journal of Finance and Economics*, 50(5), 7-16.
- Imani, A., & Pracoyo, A. (2018). Analysis of the effect of capital, credit risk, and liquidity risk on profitability in banks. *Jurnal Ilmu Manajemen & Ekonomika*, 10(2), 44-50.
- Iqbal, U., Gan, C., & Nadeem, M. (2020). Economic policy uncertainty and firm performance. *Applied Economics Letters*, 27(10), 765-770.
- Irala, L. R. (2006). Financial management practices in India. Available at SSRN 964132.
- Irungu, A. M., Muturi, W., Nasieku, T., & Ngumi, P. (2018). Effect of Asset Tangibility on Financial Performance of Listed Firms in the Nairobi Securities Exchange. *Journal of Finance and Accounting*, 2(3), 55-74.
- Islami, X., Mulolli, E., & Mustafa, N. (2018). The Effect of Industrial and Internal Factors to the Firm's Performance. *Acta Universitatis Danubius*, 14(5).
- Jang, S. S., & Park, K. (2011). Inter-relationship between firm growth and profitability. *International Journal of Hospitality Management*, 30(4), 1027-1035.
- Jangili, R., & Kumar, S. (2010). Determinants of private corporate sector investment in India.
- Jensen, G. R., Solberg, D. P., & Zorn, T. S. (1992). Simultaneous determination of insider ownership, debt, and dividend policies. *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 247-263.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- Jermias, J. (2008). The relative influence of competitive intensity and business strategy on the relationship between financial leverage and performance. *The British Accounting Review*, 40(1), 71-86.
- Jiang, C., Yao, S., & Zhang, Z. (2009). The effects of governance changes on bank efficiency in China: A stochastic distance function approach. *China Economic Review*, 20(4), 717-731.
- Jiang, J., Liu, B., & Yang, J. (2019). The impact of debt restructuring on firm investment: Evidence from China. *Economic Modelling*, 81, 325-337.
- Joni, J., & Lina, L. (2010). Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 12(2), 82-97.
- Jorgenson, D. W. (1963). Capital theory and investment behavior. *The American economic review*, 53(2), 247-259.
- Kablan, S. (2010). *Banking efficiency and financial development in Sub-Saharan Africa. International Monetary Fund IMF Working Paper*. Retrieved from
- Kadioglu, E., & Yilmaz, E. A. (2017). Is the free cash flow hypothesis valid in Turkey? *Borsa Istanbul Review*, 17(2), 111-116.
- Kalay, A., & Michaely, R. (2000). Dividends and taxes: A re-examination. *Financial Management*, 55-75.
- Kapopoulos, P., & Lazaretou, S. (2007). Corporate ownership structure and firm performance: evidence from Greek firms. *Corporate Governance: An International Review*, 15(2), 144-158.
- Karanasos, M. (2001). The statistical properties of long-memory and exponential ACD models. *Unpublished Paper, University of York*.

- Karanasos, M., & Kim, J. (2003). Moments of the ARMA–EGARCH model. *The Econometrics Journal*, 6(1), 146-166.
- Kartikasari, D., & Merianti, M. (2016). The effect of leverage and firm size to profitability of public manufacturing companies in Indonesia. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 6(2), 409-413.
- Kebewar, M. (2012). The effect of debt on corporate profitability: Evidence from French service sector. Available at SSRN 2191075.
- Kebewar, M. (2013). Does debt affect profitability? An empirical study of French trade sector. *An Empirical Study of French Trade Sector (January 23, 2013)*.
- Keynes, J. M. (1936). The supply of gold. *The Economic Journal*, 46(183), 412-418.
- Khan, A., Kaleem, A., & Nazir, M. S. (2012). Impact of financial leverage on agency cost of free cash flow: Evidence from the manufacturing sector of Pakistan. *Journal of Basic and Applied Scientific Research*, 2(7), 6694-6700.
- Khan, F. A., & Ahmad, N. (2017). Determinants of dividend payout: an empirical study of pharmaceutical companies of Pakistan stock exchange (PSX). *Journal of Financial Studies & Research*, 16, 77-93.
- Khan, M., Weary, D., & Von Keyserlingk, M. (2011). Hay intake improves performance and rumen development of calves fed higher quantities of milk. *Journal of dairy science*, 94(7), 3547-3553.
- Khan, T., Shamim, M., & Goyal, J. (2018). Panel data analysis of profitability determinants: Evidence from Indian telecom companies. *Theoretical Economics Letters*, 8(15), 3581.
- Kim, J.-B., Luo, L., & Xie, H. (2020). Do Dividends Mitigate Bad News Hoarding, Overinvestment, and Stock Price Crash Risk? *Overinvestment, and Stock Price Crash Risk*.
- Kiviet, J. F. (1995). On bias, inconsistency, and efficiency of various estimators in dynamic panel data models. *Journal of econometrics*, 68(1), 53-78.
- Klapper, L. F., & Love, I. (2004). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, 10(5), 703-728.
- Koopmans, T. C. (1951). Efficient allocation of resources. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 455-465.
- Krishnan, V. S., & Moyer, R. C. (1997). Performance, capital structure and home country: An analysis of Asian corporations. *Global finance journal*, 8(1), 129-143.
- Kumar, S., & Ranjani, K. (2018). Dividend behaviour of Indian-listed manufacturing and service sector firms. *Global business review*, 20(1), 179-193.
- Kyereboah-Coleman, A. (2007). The impact of capital structure on the performance of microfinance institutions. *The journal of risk finance*.
- Lall, S. (1976). Financial and profit performance of MNCs in developing countries: Some evidence from an Indian and Columbian sample. *World development*, 4(9), 713-724.
- Lang, L. H., & Litzenberger, R. H. (1989). Dividend announcements: Cash flow signalling vs. free cash flow hypothesis? *Journal of financial economics*, 24(1), 181-191.
- Le, A. H., & Kim, T. (2020). The effects of economic freedom on firm investment in Vietnam. *The Journal of Asian Finance, Economics, and Business*, 7(3), 9-15.
- Le Ha Diem Chi, N. T., & Chau, M. (2015). Overinvestment and Free Cash Flow: Empirical Evidence from Vietnamese Enterprises.
- Le, T. P. V., & Phan, T. B. N. (2017). Capital structure and firm performance: Empirical evidence from a small transition country. *Research in International Business and Finance*, 42, 710-726.
- Lebens, M., & Euske, K. (2006). A conceptual and operational delineation of performance. Business Performance Measurement. *Theory and Practice*, ed. A. Neely, 25(4).

- Lee, C.-Y. (2018). Geographical clustering and firm growth: Differential growth performance among clustered firms. *Research Policy*, 47(6), 1173-1184.
- LEE, K. S., & JEON, S. I. (2021). Overinvestment Propensity and Firm's Value. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(3), 49-59.
- Lee, S. (2014). The relationship between growth and profit: evidence from firm-level panel data. *Structural Change and Economic Dynamics*, 28, 1-11.
- Li, K., Niskanen, J., & Niskanen, M. (2019). Capital structure and firm performance in European SMEs: Does credit risk make a difference? *Managerial Finance*.
- Lian, L. L., Ramakrishnan, S., Vaicondam, Y., & Hishan, S. S. (2017). Capital investment and profitability across Malaysian consumer products sector. *Advanced Science Letters*, 23(9), 9282-9286.
- Licandro, O., Maroto, R., & Puch, L. A. (2004). Innovation, investment and productivity: evidence from spanish firms.
- Ling, L., Zhou, X., Liang, Q., Song, P., & Zeng, H. (2016). Political connections, overinvestments and firm performance: Evidence from Chinese listed real estate firms. *Finance Research Letters*, 18, 328-333.
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American economic review*, 46(2), 97-113.
- Lintner, J. (1962). Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations. *The Review of economics and Statistics*, 243-269.
- Lipson, M. L., Maquieira, C. P., & Megginson, W. (1998). Dividend initiations and earnings surprises. *Financial Management*, 36-45.
- Liu, N., & Bredin, D. (2010). Institutional Investors, Over-investment and Corporate Performance. *University College Dublin*.
- Liu, X. (2017). Can Overconfident Executives Restrain Overinvestment? *Modern Economy*, 8(8), 1056-1068.
- López-de-Foronda, Ó., López-de-Silanes, F., López-Iturriaga, F. J., & Santamaría-Mariscal, M. (2019). Overinvestment, leverage and financial system liquidity: A challenging approach. *BRQ Business Research Quarterly*, 22(2), 96-104.
- Lu, J. W., & Beamish, P. W. (2006). SME internationalization and performance: Growth vs. profitability. *Journal of international entrepreneurship*, 4(1), 27-48.
- Luật kế Toán Việt Nam. (2003). (03/2003/QH11).
- Luu, H. N., Trinh, V. Q., & Vu, N. H. (2017). Does Foreign Direct Investment Accelerate the Vietnamese Economic Growth?: A Simultaneous Equations Approach. *The Journal of Developing Areas*, 51(4), 331-345.
- Lyandres, E., & Zhdanov, A. (2005). Underinvestment or overinvestment: the effects of financial leverage on investment. *European Finance Association*, 33.
- Maina, G. M., & Muturi, W. (2013). Determinants of financial performance of commercial banks in kenya. *Jomo kenyatta university of agriculture and technology*, 207.
- Majumdar, S. K., & Chhibber, P. (1999). Capital structure and performance: Evidence from a transition economy on an aspect of corporate governance. *Public choice*, 98(3), 287-305.
- Makris, I. A. (2014). What drives firm growth? Evidence from the Greek industry. *International Journal of Economics and Business Research*, 7(1), 17-27.
- Maladjian, C., & Khoury, R. E. (2014). Determinants of the dividend policy: an empirical study on the Lebanese listed banks. *International Journal of Economics and Finance*, 6(4), 240-256.
- Manahan, M. S. (2018). THE EFFECT OF GOOD CORPORATE GOVERNANCE, LEVERAGE AND PROFITABILITY TO PROFIT MANAGEMENT WITH SIZE AS A VARIABLE MODERATING (EMPIRICAL STUDY ON MANUFACTURING

- COMPANY REGISTERED IN IDX). *International Journal of Public Budgeting, Accounting and Finance*, 1(2).
- Mani, V., Kesavan, S., & Swaminathan, J. M. (2015). Estimating the impact of understaffing on sales and profitability in retail stores. *Production and Operations Management*, 24(2), 201-218.
- Mansoori, D. E., & Muhammad, D. (2012). The effect of working capital management on firm's profitability: Evidence from Singapore. *Interdisciplinary journal of contemporary research in business*, 4(5).
- Margaritis, D., & Psillaki, M. (2010). Capital structure, equity ownership and firm performance. *Journal of Banking & Finance*, 34(3), 621-632.
- Markman, G. D., & Gartner, W. B. (2002). The effects of hyper growth on firm profitability. *The Journal of Private Equity*, 5(4), 58-65.
- Maroa, G., & Kioko, W. (2016). Determinants of profitability of agricultural firms listed at the Nairobi Securities Exchange, Kenya. *International Journal of Economics, Commerce and Management*, 4(9), 225-235.
- Mashayekhi, B., & Bazaz, M. S. (2008). Corporate governance and firm performance in Iran. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 4(2), 156-172.
- Masulis, R. W. (1983). The impact of capital structure change on firm value: Some estimates. *The journal of finance*, 38(1), 107-126.
- Mathuva, D. (2015). The Influence of working capital management components on corporate profitability.
- Matyjas, Z. (2014). Industry and firm influences on performance: evidence from Polish public firms. *Journal of Management Policy and Practice*, 15(2), 88.
- Mazlan, A. R., & Leng, C. Y. (2018). The moderating effect of working capital management on the relationship between working capital determinants and firm performance. *Indian-Pacific Journal of Accounting and Finance*, 2(1), 38-48.
- Mehari, D., & Aemiro, T. (2013). Firm specific factors that determine insurance companies' performance in ethiopia. *European scientific journal*, 9(10).
- Michayluk, D., Neuhauser, K., & Walker, S. (2019). Are all dividends created equal? Australian evidence using dividend-increase track records. *Accounting & Finance*, 59(4), 2621-2643.
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *the Journal of Business*, 34(4), 411-433.
- Miller, S. R., Eden, L., & Li, D. (2020). CSR reputation and firm performance: A dynamic approach. *Journal of Business Ethics*, 163(3), 619-636.
- Mishra, S., & Dasgupta, R. (2019). Cross-impact of leverage and firm performance: developed vs frontier bank-based economies. *Managerial Finance*.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 48(3), 261-297.
- Moh, T. (1972). On a general Tauberian theorem. *Proceedings of the American Mathematical Society*, 36(1), 167-172.
- Mohamad, N. E. A. B., & Saad, N. B. M. (2010). Working capital management: The effect of market valuation and profitability in Malaysia. *International journal of Business and Management*, 5(11), 140.
- Murhadi, W. R., & Wijaya, L. I. (2017). The Effect Of Profitability, Tangibility, Size, Growth And Liquidity To Leverage Of Business Entities Listed In Indonesia Stock Exchange On Period 2011-2015.
- Myers, S. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of capital structure puzzle. J. Finance*, 39(3).

- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of financial economics*, 5(2), 147-175.
- Myers, S. C. (2001). Capital structure. *Journal of Economic perspectives*, 15(2), 81-102.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2), 187-221.
- Nadeem, M., Gan, C., & Nguyen, C. (2017). Does intellectual capital efficiency improve firm performance in BRICS economies? A dynamic panel estimation. *Measuring Business Excellence*.
- Nair, P. (2011). Financial liberalization and determinants of investment: a study of indian manufacturing firms. *International Journal of Management of International Business and Economic Systems*, 5(1), 121-133.
- Naseem, M. A., Lin, J., Rehman, R. U., Ahmad, M. I., & Ali, R. (2019). Moderating role of financial ratios in corporate social responsibility disclosure and firm value. *PloS one*, 14(4), e0215430.
- Nerlove, M. (1968). Factors affecting differences among rates of return on investments in individual common stocks. *The Review of economics and Statistics*, 312-331.
- Nghia, N. T. (2020). Overinvestment and firm performance: do financial policies matter ? *Review of Financial Economics*(3), 16-18.
- Nguyen, A., & Nguyen, T. (2018). Free cash flow and corporate profitability in emerging economies: Empirical evidence from Vietnam. *Economics Bulletin*, 38(1), 211-220.
- Nguyen, C. H. (2020). The impact of foreign direct investment, aid and exports on economic growth in Vietnam. *The Journal of Asian Finance, Economics, and Business*, 7(10), 581-589.
- Nguyen, G. X., & Swanson, P. E. (2009). Firm characteristics, relative efficiency, and equity returns. *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 44(1), 213-236.
- Nguyen, H. T., Luu, H. N., & Do, N. H. (2020). The dynamic relationship between greenfield investments, cross-border M&As, domestic investment and economic growth in Vietnam. *Economic Change and Restructuring*, 1-25.
- Nguyen, N. T. K. (2017). The long run and short run impacts of foreign direct investment and export on economic growth of Vietnam. *Asian Economic and Financial Review*, 7(5), 519.
- Nguyen, T., Nguyen, H., Tran, Q., & Le, Q. (2020). Dividend policy and share price volatility: empirical evidence from Vietnam. *Accounting*, 6(2), 67-78.
- Nguyen, T. N., & Tram, T. X. H. (2021). Developing the Stock Market for Economic Growth: Experiences for Vietnam in the ASEAN Regional Financial Integration *Recent Developments in Vietnamese Business and Finance* (pp. 43-61): World Scientific.
- Nickell, S. (1981). Biases in dynamic models with fixed effects. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 1417-1426.
- Nilsen, Ø. A., Raknerud, A., Rybalka, M., & Skjerpen, T. (2009). Lumpy investments, factor adjustments, and labour productivity. *Oxford Economic Papers*, 61(1), 104-127.
- Nurhidayati, N. R., Paramita, R. W. D., & Taufiq, M. (2019). *Influence Policy Loans, Investment Policy And Dividend Policy On Value Of Companies Listed In Indonesia Stock Exchange In 206-2017*. Paper presented at the Proceedings Progress Conference.
- Nuryanah, S., Islam, S., & Armstrong, A. (2011). *Corporate Governance in an Emerging Market: Issues, Practices, Regulations, Compliance and Company Performance*: Lambert Academic Publishing.
- Oanh, T. (2017). Cấu trúc vốn và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp Việt Nam: Tiếp cận bằng hồi quy phân vị. *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*(235), 60-70.

- Odit, M. P., & Chitto, H. B. (2008). Does financial leverage influence investment decisions? The case of Mauritian firms. *Journal of Business Case Studies (JBSCS)*, 4(9), 49-60.
- Odusanya, I. A., Yinusa, O. G., & Ilo, B. M. (2018). Determinants of firm profitability in Nigeria: Evidence from dynamic panel models. *SPOUDAI-Journal of Economics and Business*, 68(1), 43-58.
- Olarewaju, O. M., & Adeyemi, O. K. (2015). Causal relationship between liquidity and profitability of Nigerian deposit money banks. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, 5(2), 165-171.
- Ooi, J. T. (1999). The debt maturity structure of UK property companies. *Journal of Property Research*, 16(4), 293-307.
- Ouma, O. P. (2012). The relationship between dividend payout and firm performance: A study of listed companies in Kenya. *European scientific journal*, 8(9).
- Özcan, İ. Ç. (2019). Capital structure and firm performance. *European Journal of Transport and Infrastructure Research*, 19(3).
- Ozdagli, A. K. (2012). Financial leverage, corporate investment, and stock returns. *The review of financial studies*, 25(4), 1033-1069.
- ÖZTÜRK, M. B., ŞAHİN, E. E., & AKTAN, C. (2016). Relationship Between Financial Risk And Business Risk With Firm Values In The Logistics Industry: An Analysis On Brics-T Countries. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 12(12), 532-547.
- Palmer, J. (1973). The profit-performance effects of the separation of ownership from control in large US industrial corporations. *The Bell Journal of Economics and Management Science*, 293-303.
- Park, K., & Jang, S. S. (2013). Capital structure, free cash flow, diversification and firm performance: A holistic analysis. *International Journal of Hospitality Management*, 33, 51-63.
- Patin, J.-C., Rahman, M., & Mustafa, M. (2020). Impact of total asset turnover ratios on equity returns: dynamic panel data analyses. *Journal of Accounting, Business and Management (JABM)*, 27(1), 19-29.
- Pellicani, A. D., & Kalatzis, A. E. G. (2019). Ownership structure, overinvestment and underinvestment: Evidence from Brazil. *Research in International Business and Finance*, 48, 475-482.
- Peng, M. W., Buck, T., & Filatotchev, I. (2003). Do outside directors and new managers help improve firm performance? An exploratory study in Russian privatization. *Journal of World Business*, 38(4), 348-360.
- Petersen, M. A., & Rajan, R. G. (1994). The benefits of lending relationships: Evidence from small business data. *The journal of finance*, 49(1), 3-37.
- Peterson, W., Gijsbers, G., & Wilks, M. (2003). *An organizational performance assessment system for agricultural research organizations: concepts, methods, and procedures*.
- Phan, D. T., & Nguyen, H. T. (2020). Factors affecting corporate investment decision: Evidence from Vietnamese economic groups. *The Journal of Asian Finance, Economics, and Business*, 7(11), 177-184.
- Phillips, P. A., & Sipahioglu, M. A. (2004). Performance implications of capital structure: evidence from quoted UK organisations with hotel interests. *The Service Industries Journal*, 24(5), 31-51.
- Pleshko, L. P., & Souiden, N. (2003). The profit effects of product-market growth strategy: A financial services example. *Journal of financial services marketing*, 7(3), 258-266.
- Porter, M. E. (1986). Changing patterns of international competition. *California management review*, 28(2), 9-40.

- Pratheepan, T. (2014). A Panel Data Analysis of Profitability Determinants: Empirical Results from Sri Lankan Manufacturing Companies. *International Journal of Economics, Commerce and Management*, 2(12).
- Price, J. L. (1972). The study of organizational effectiveness. *The sociological quarterly*, 13(1), 3-15.
- Pruitt, S. W., & Gitman, L. J. (1991). The interactions between the investment, financing, and dividend decisions of major US firms. *Financial Review*, 26(3), 409-430.
- Putri, I. G. A. P. T., & Rahyuda, H. (2020). Effect of capital structure and sales growth on firm value with profitability as mediation. *International Research Journal of Management, IT and Social Sciences*, 7(1), 145-155.
- Putri, V. R., & Rachmawati, A. (2018). The Effect of Profitability, Dividend Policy, Debt Policy, and Firm Age on Firm Value in The Non-Bank Financial Industry. *Jurnal Ilmu Manajemen & Ekonomika*, 10(1), 14-21.
- Raheman, A. (2012). *Analyzing the working capital management and productivity growth of manufacturing sector in Pakistan*. COMSATS Institute of Information Technology Islamabad-Pakistan.
- Rajverma, A. K., Arrawatia, R., Misra, A. K., & Chandra, A. (2019). Ownership structure influencing the joint determination of dividend, leverage, and cost of capital. *Cogent Economics & Finance*, 7(1), 1600462.
- Ramalingegowda, S., Wang, C.-S., & Yu, Y. (2013). The role of financial reporting quality in mitigating the constraining effect of dividend policy on investment decisions. *The accounting review*, 88(3), 1007-1039.
- Ramezani, C. A., Soenen, L., & Jung, A. (2002). Growth, corporate profitability, and value creation. *Financial Analysts Journal*, 58(6), 56-67.
- Ramli, N. A., Latan, H., & Solovida, G. T. (2019). Determinants of capital structure and firm financial performance—A PLS-SEM approach: Evidence from Malaysia and Indonesia. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 71, 148-160.
- Ratha, D., Mohapatra, S., & Suttle, P. (2003). Corporate financial structures and performance in developing countries. *Crisis*, 120(110), 140.
- Razaq, I. T., & Akinlo, A. E. (2017). Interrelationship Between Size, growth and Profitability of Non-Financial Firms in Nigeria. *European Journal of Business and Management*, 9(7), 76-86.
- Reddy, Y., & Narayan, P. (2018). The Impact of Liquidity and Leverage on Profitability: Evidence from India. *IUP Journal of Accounting Research & Audit Practices*, 17(1).
- Rehman, Z. u., Khan, A., & Rahman, A. (2020). Corporate social responsibility's influence on firm risk and firm performance: the mediating role of firm reputation. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(6), 2991-3005.
- Riantani, S., & Nurzamzam, H. (2015). Analysis of company size, financial leverage, and profitability and it's effect to CSR disclosure. *JDM (Jurnal Dinamika Manajemen)*, 6(2).
- Ricardo, B. (2005). Corporate governance and ownership: Measurement and impact on corporate performance and dividend policies in Argentina. *Center for Financial Stability and Universidad Nacional de la plata*. www.aaep.org.ar/anales/works.
- Richard, O. C., Wu, P., & Chadwick, K. (2009). The impact of entrepreneurial orientation on firm performance: the role of CEO position tenure and industry tenure. *The International Journal of Human Resource Management*, 20(5), 1078-1095.
- Richardson, S. (2006). Over-investment of free cash flow. *Review of accounting studies*, 11(2-3), 159-189.

- Rizqia, D. A., & Sumiati, S. A. (2013). Effect of managerial ownership, financial leverage, profitability, firm size, and investment opportunity on dividend policy and firm value. *Research Journal of Finance and Accounting*, 4(11), 120-130.
- Roberts, M. R., & Whited, T. M. (2013). Endogeneity in empirical corporate finance. *Handbook of the Economics of Finance* (Vol. 2, pp. 493-572): Elsevier.
- Rokhmawati, A. (2019). The Effect of Firm Cash Flow on Investment Decision Moderated by Financial Constraint and Mispricing. *Indonesian Journal of Economics, Social, and Humanities*, 1(2), 77-90.
- Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure: the incentive-signalling approach. *The bell journal of economics*, 23-40.
- Rozeff, M. S. (1982). Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *Journal of financial Research*, 5(3), 249-259.
- Rozenbaum, O. (2016). EBITDA and Overinvestment in Capital.
- Saeed, M. M., Gull, A. A., & Rasheed, M. Y. (2013). Impact of capital structure on banking performance (A case study of Pakistan). *Interdisciplinary journal of contemporary research in business*, 4(10), 393-403.
- Saeed, R. B. A., & Badar, R. (2013). Impact of capital structure on performance empirical evidence from sugar sector of Pakistan. *European Journal of Business and Management*, 5(5), 78-86.
- Saha, A., & Ravisankar, T. (2000). Rating of Indian commercial banks: a DEA approach. *European journal of operational research*, 124(1), 187-203.
- Saki, N., Maghari, A. E., Arab, M., & Heidari, R. (2018). The Relationship of Net Asset Growth and Profitability Index with Stock Returns Evidence from Tehran Stock Exchange. *PACIFIC BUSINESS REVIEW INTERNATIONAL*, 10(10), 57-65.
- Salawu, R. O., Asaolu, T. O., & Yinusa, D. O. (2012). Financial policy and corporate performance: an empirical analysis of Nigerian listed companies. *International Journal of Economics and Finance*, 4(4), 175-181.
- Sambasivam, Y., & Ayele, A. G. (2013). A study on the performance of insurance companies in Ethiopia. *International Journal of Marketing, Financial Services & Management Research*, 2(7), 138-150.
- Samiloglu, F., & Demirgunes, K. (2008). The effect of working capital management on firm profitability: Evidence from Turkey. *The International journal of applied Economics and Finance*, 2(1), 44-50.
- Santarelli, E., & Tran, H. T. (2013). The interplay of human and social capital in shaping entrepreneurial performance: the case of Vietnam. *Small Business Economics*, 40(2), 435-458.
- Sari, N. P. S. P., & Wirajaya, I. G. A. (2017). pengaruh free cash flow, risiko bisnis pada nilai perusahaan dengan kebijakan hutang sebagai variabel intervening pada perusahaan property dan real estate di bei periode 2011-2015. *E-Jurnal Akuntansi*, 18(3), 2260-2289.
- Sarwar, B., Muhammad, N., & Zaman, N. U. (2020). Diversification, industry concentration, and bank margins: Empirical evidence from an emerging south Asian economy. *The Journal of Asian Finance, Economics, and Business*, 7(7), 349-360.
- Sen, G., & Ranjan, R. (2018). Rapport between Leverage and Profitability: A Study of TVS Motor Company. *Journal of Finance and Accounting*, 6(2), 49-55.
- Setianto, R. H., & Pratiwi, A. (2019). Working capital management in Indonesia: An analysis on overinvestment and underinvestment firms. *Gadjah Mada International Journal of Business*, 21(1), 1.

- Shan, Y. G., & McIver, R. P. (2011). Corporate governance mechanisms and financial performance in China: Panel data evidence on listed non financial companies. *Asia Pacific Business Review*, 17(3), 301-324.
- Shanmin, L., & Xiaochun, Z. (2009). Firm characteristics, industry characteristics and acquisition strategy: An empirical study of Chinese listed firms. *Frontiers of Business Research in China*, 3(2), 224-241.
- Sharma, A. K., Sharma, D., & Barua, M. K. (2012). *Efficiency and productivity of indian banks: an application of data envelopment analysis and tobit regression*. Paper presented at the National Conference on Emerging challenges for sustainable Business.
- Shen, H., Wang, D., & Su, Z. (2011). Diversification and firm performance in China. *African Journal of Business Management*, 5(27), 10999-11004.
- Shepard, F. P. (1953). Sedimentation rates in Texas estuaries and lagoons. *AAPG Bulletin*, 37(8), 1919-1934.
- Shi, J., & Gao, Y. (2018). *Ownership concentration, free cash flow and over-investment*. Paper presented at the 2018 5th International Conference on Industrial Economics System and Industrial Security Engineering (IEIS).
- Shi, M. (2019). Overinvestment and corporate governance in energy listed companies: Evidence from China. *Finance Research Letters*, 30, 436-445.
- Shi, X., Zhao, F., Xu, L., Bian, N., & Wang, F. (2021). Does the board's on-site decision inhibit over-investment. *PloS one*, 16(8), e0255453.
- Shima, K. (2010). Lumpy capital adjustment and technical efficiency. *Economics Bulletin*, 30(4), 2817-2824.
- Simerly, R. L., & Li, M. (2000). Environmental dynamism, capital structure and performance: a theoretical integration and an empirical test. *Strategic management journal*, 21(1), 31-49.
- Singh, M., & Faircloth*, S. (2005). The impact of corporate debt on long term investment and firm performance. *Applied economics*, 37(8), 875-883.
- Sogorb Mira, F. (2002). *On capital structure in the small and medium enterprises: the Spanish case*: Madrid: Universidad San Pablo-CEU, Instituto de Estudios Europeos, 2002.
- Soininen, J., Martikainen, M., Puumalainen, K., & Kyläheiko, K. (2012). Entrepreneurial orientation: Growth and profitability of Finnish small-and medium-sized enterprises. *International Journal of Production Economics*, 140(2), 614-621.
- Spence, M. (1978). Job market signaling *Uncertainty in economics* (pp. 281-306): Elsevier.
- Stickney, L. T. (2008). *Contingent workers and competitive position: the effect of contingent worker use on organizational performance*: Temple University.
- Stickney, R. R. (1996). *Aquaculture of the United States: A Historical Survey*: John Wiley & Sons.
- Stittle, J. (1997). *Company Financial Reporting for Business Students: An Introduction for Non-accountants*: Blackwell Business.
- Stulz, R. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of financial economics*, 26(1), 3-27.
- Su, D. T., Nguyen, P. C., & Christophe, S. (2019). Impact of foreign direct investment, trade openness and economic institutions on growth in emerging countries: The case of Vietnam. *Journal of International Studies Vol*, 12(3), 243-264.
- Sukmawardini, D., & Ardiansari, A. (2018). The Influence of Institutional Ownership, Profitability, Liquidity, Dividend Policy, Debt Policy on Firm Value. *Management Analysis Journal*, 7(2), 211-222.
- Tallman, S., & Li, J. (1996). Effects of international diversity and product diversity on the performance of multinational firms. *Academy of management journal*, 39(1), 179-196.

- Taouab, O., & Issor, Z. (2019). Firm performance: Definition and measurement models. *European scientific journal*, 15(1), 93-106.
- Thanatawee, Y. (2011). Life-cycle theory and free cash flow hypothesis: Evidence from dividend policy in Thailand. *International Journal of Financial Research*, 2(2), 52.
- Thuy, T. T. T., & Thom, P. T. (2017). Competition and efficiency among Vietnam's commercial banks. *Journal of Economic Development*(JED, Vol. 24 (1)).
- Titman, S., Wei, K. J., & Xie, F. (2004). Capital investments and stock returns. *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 39(4), 677-700.
- Torres, R., Sidorova, A., & Jones, M. C. (2018). Enabling firm performance through business intelligence and analytics: A dynamic capabilities perspective. *Information & Management*, 55(7), 822-839.
- Tran, L. M., Mai, C. H., Le, P. H., Bui, C. L. V., Nguyen, L. V. P., & Huynh, T. L. D. (2019). Monetary policy, cash flow and corporate investment: empirical evidence from Vietnam. *Journal of Risk and Financial Management*, 12, 72-85.
- Tran, Q. T. (2019). Corporate cash holdings and financial crisis: new evidence from an emerging market. *Eurasian Business Review*, 1-15.
- Trang, P. T. M., & Tho, N. H. (2017). Perceived risk, investment performance and intentions in emerging stock markets. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(1).
- Trong, N. N., & Nguyen, C. T. (2020). Firm performance: the moderation impact of debt and dividend policies on overinvestment. *Journal of Asian Business and Economic Studies*.
- Tuan, T. M., Nha, P. V. T., & Phuong, T. T. (2019). Impact of agency costs on firm performance: evidence from Vietnam. *Organizations and Markets in Emerging Economies*, 10(2), 294-309.
- Uremadu, S. O. (2012). Bank capital structure, liquidity and profitability evidence from the Nigerian banking system. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, 2(1), 98-113.
- Vahedi, A., & Mohammadi, H. (2018). Drop in Overinvestment, Marginal value of Cash Holdings, and Governance System of Companies Listed on Tehran Stock Exchange. *European Journal of Sustainable Development*, 7(3), 445-445.
- Vakilifard, H. R., & Oskouei, M. M. (2014). The Effect of Risk on Firm Performance: Evidence from Automobile Companies Listed in Tehran Stock Exchange (TSE). *Middle-East Journal of Scientific Research*, 19(6), 740-746.
- Valentin, C. (2014). Determinants of corporate financial performance. Retrieved online from www.dafi.asce.ro/revista/6/costea_valentin.pdf on 13th May.
- Vătavu, S. (2014). The Determinants of Profitability in Companies Listed on the Bucharest Stock Exchange. *Annals of the University of Petrosani Economics*, 14(1).
- Venkatraman, N., & Ramanujam, V. (1987). Measurement of business economic performance: an examination of method convergence. *Journal of management*, 13(1), 109-122.
- Verboncu, I., & Zalman, M. (2005). *Management și performanțe*: Editura Universitară.
- Vieira, R. (2010). The relationship between liquidity and profitability: An exploratory study of airline companies between 2005 and 2008.
- Vijayakumar, A. (2011). Management of corporate liquidity and profitability: an empirical study. *Indira Management Review*, 5(2), 19-29.
- Vishnani, S., & Shah, B. K. (2007). Impact of working capital management policies on corporate performance—An empirical study. *Global business review*, 8(2), 267-281.
- Vo, D. H., & Ho, C. M. (2021). Foreign investment, economic growth, and environmental degradation since the 1986 “Economic Renovation” in Vietnam. *Environmental Science and Pollution Research*, 1-11.

- Vo, X. V. (2019). Leverage and corporate investment—Evidence from Vietnam. *Finance Research Letters*, 28, 1-5.
- Voicu, B. (2014). Încrederea în oameni. *Valorile românilor. Newsletter. Seria 2013*(1).
- Vu, T.-H., Nguyen, V.-D., Ho, M.-T., & Vuong, Q.-H. (2019). Determinants of Vietnamese listed firm performance: Competition, wage, CEO, firm size, age, and international trade. *Journal of Risk and Financial Management*, 12(2), 62.
- Walker, C. (1931). The history of the joint stock company. *Accounting Review*, 97-105.
- Walter, J. E. (1963). Dividend policy: its influence on the value of the enterprise. *The journal of finance*, 18(2), 280-291.
- Walton, J. K. (2000). *The British seaside: Holidays and resorts in the twentieth century*: Manchester University Press.
- Wang, K., Miao, Y., Chen, M.-H., & Hu, D. (2019). Philanthropic giving, sales growth, and tourism firm performance: An empirical test of a theoretical assumption. *Tourism Economics*, 25(6), 835-855.
- Warner, A., & Hennell, A. (2001). *Shareholder value explained*: Financial Times Prentice Hall.
- Webb, E. (2005). Agency costs, leverage, and corporate social responsibility: A test of causality. *Financial Decisions*, 3(1), 1-19.
- Wei, X., Wang, C., & Guo, Y. (2019). Does quasi-mandatory dividend rule restrain overinvestment? *International Review of Economics & Finance*, 63, 4-23.
- Welsh, D. H., Kaciak, E., & Shamah, R. (2018). Determinants of women entrepreneurs' firm performance in a hostile environment. *Journal of business research*, 88, 481-491.
- Wiagustini, N. L. P., & Pertamawati, N. P. (2015). Pengaruh risiko bisnis dan ukuran perusahaan terhadap struktur modal dan nilai perusahaan pada perusahaan farmasi di bursa efek Indonesia. *Matrik: Jurnal Manajemen, Strategi Bisnis Dan Kewirausahaan*.
- Wu, X., & Wang, Y. (2021). How does corporate investment react to oil prices changes? Evidence from China. *Energy Economics*, 97, 105215.
- Wurgler, J. (2000). Financial markets and the allocation of capital. *Journal of financial economics*, 58(1-2), 187-214.
- Xu, X., & Xu, H. (2019). Investment-internal capital sensitivity, investment-cash flow sensitivity and dividend payment. *China Finance Review International*.
- Yegon, C., Cheruiyot, J., & Sang, J. (2014). Effects of dividend policy on firm's financial performance: Econometric analysis of listed manufacturing firms in Kenya. *Research Journal of Finance and Accounting*, 5(12), 136-144.
- Yeo, H.-J. (2018). Role of free cash flows in making investment and dividend decisions: The case of the shipping industry. *The Asian Journal of Shipping and Logistics*, 34(2), 113-118.
- Yin, R. K. (2013). Validity and generalization in future case study evaluations. *Evaluation*, 19(3), 321-332.
- Yoo, S., & Kim, J. (2015). The dynamic relationship between growth and profitability under long-term recession: The case of Korean construction companies. *Sustainability*, 7(12), 15982-15998.
- Yu, X., Yao, Y., Zheng, H., & Zhang, L. (2020). The role of political connection on overinvestment of Chinese energy firms. *Energy Economics*, 85, 104516.
- Yuchtman, E., & Seashore, S. E. (1967). A system resource approach to organizational effectiveness. *American sociological review*, 891-903.
- Yule, G. U. (1927). VII. On a method of investigating periodicities disturbed series, with special reference to Wolfer's sunspot numbers. *Philosophical Transactions of the Royal Society of London. Series A, Containing Papers of a Mathematical or Physical Character*, 226(636-646), 267-298.

- Zainudin, N. (2006). Liquidity-profitability trade-off: is it evident among Malaysian SMEs? *International Journal of Management Studies (IJMS)*, 13(2), 107-118.
- Zhang, D., Cao, H., Dickinson, D. G., & Kutan, A. M. (2016). Free cash flows and overinvestment: Further evidence from Chinese energy firms. *Energy Economics*, 58, 116-124.

PHỤ LỤC

PL1. Kết quả ước lượng SGMM cho mô hình không có biến tương tác với biến phụ thuộc ROA

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM

Group variable: code	Number of obs	=	4140
Time variable : year	Number of groups	=	548
Number of instruments = 24	Obs per group: min	=	3
F(15, 548) = 285.68	avg	=	7.55
Prob > F = 0.000	max	=	8

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
roa						
L1.	.8358131	.1646429	5.08	0.000	.5124046	1.159222
Risk	.0043224	.0704614	0.06	0.951	-.1340852	.14273
Sale	.001131	.0007224	1.57	0.118	-.000288	.0025501
LIQ	.0004995	.0003712	1.35	0.179	-.0002297	.0012287
TANG	-.0069452	.0088922	-0.78	0.435	-.0244121	.0105217
DIV	.1204867	.0387578	3.11	0.002	.0443547	.1966188
LEV	-.0128946	.0133248	-0.97	0.334	-.0390685	.0132793
Over	-.0266234	.0085723	-3.11	0.002	-.0434619	-.0097848
dvttd	.0032495	.0081271	0.40	0.689	-.0127145	.0192135
cn	.0015146	.004041	0.37	0.708	-.0064231	.0094523
yt	.0148247	.0101267	1.46	0.144	-.0050671	.0347165
ti	.0137619	.0101571	1.35	0.176	-.0061896	.0337135
nvl	-.0041058	.005034	-0.82	0.415	-.013994	.0057825
cntt	-.0006676	.0055453	-0.12	0.904	-.0115601	.010225
dk	.0015653	.0058423	0.27	0.789	-.0099109	.0130414

Instruments for first differences equation

Standard

D.(Risk Sale LIQ TANG DIV LEV Over dvtd cn yt ti nvl cntt dk)

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

L3.L.roa

Instruments for levels equation

Standard

Risk Sale LIQ TANG DIV LEV Over dvtd cn yt ti nvl cntt dk

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

DL2.L.roa

Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -3.88 Pr > z = 0.000

Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = 1.35 Pr > z = 0.176

Sargan test of overid. restrictions: chi2(9) = 10.00 Prob > chi2 = 0.350
(Not robust, but not weakened by many instruments.)

Hansen test of overid. restrictions: chi2(9) = 8.52 Prob > chi2 = 0.483
(Robust, but weakened by many instruments.)

Difference-in-Hansen tests of exogeneity of instrument subsets:

GMM instruments for levels

Hansen test excluding group: chi2(4) = 4.51 Prob > chi2 = 0.341

Difference (null H = exogenous): chi2(5) = 4.01 Prob > chi2 = 0.548

PL2. Kết quả ước lượng SGMM cho mô hình có biến tương tác với biến phụ thuộc ROA

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM

Group variable: code		Number of obs	=	4140
Time variable : year		Number of groups	=	548
Number of instruments = 43		Obs per group: min	=	3
F(17, 548)	=	148.22	avg	= 7.55
Prob > F	=	0.000	max	= 8

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
roa						
L1.	.4174216	.0733752	5.69	0.000	.2732905	.5615527
Risk	.0104665	.0377467	0.28	0.782	-.0636794	.0846124
Sale	.0012523	.0002368	5.29	0.000	.0007872	.0017174
LIQ	.0010366	.000357	2.90	0.004	.0003353	.0017378
TANG	.0170305	.0064019	2.66	0.008	.0044553	.0296058
DIV	.1439005	.0320504	4.49	0.000	.0809438	.2068572
LEV	-.0615777	.0166622	-3.70	0.000	-.0943073	-.028848
Over	-.1181648	.0311134	-3.80	0.000	-.1792809	-.0570486
c.Over#c.Lev	.2773702	.1126198	2.46	0.014	.0561508	.4985896
c.Over#c.Div	.1497347	.0431512	3.47	0.001	.0649728	.2344967
dvt	.0260195	.0064154	4.06	0.000	.0134178	.0386212
cn	.0117873	.0034905	3.38	0.001	.0049309	.0186436
yt	.0389723	.0086735	4.49	0.000	.0219349	.0560096
ti	.0407784	.0076392	5.34	0.000	.0257728	.0557841
nvl	.0076567	.0045601	1.68	0.094	-.0013006	.016614
cntt	.0113989	.0056108	2.03	0.043	.0003777	.0224202
dk	.0146532	.0050241	2.92	0.004	.0047843	.0245221

Instruments for first differences equation

Standard

D.(Risk Sale LIQ TANG DIV LEV Over dvtd cn yt ti nvl cntt dk)

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

L5.L.roa

L3.L.roa

L2.L.roa

Instruments for levels equation

Standard

cL.Over#c.Div

Risk Sale LIQ TANG DIV LEV Over dvtd cn yt ti nvl cntt dk

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

DL4.L.roa

DL4.L.roa

DL2.L.roa

DL.L.roa

Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -5.24 Pr > z = 0.000

Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = 1.09 Pr > z = 0.274

Sargan test of overid. restrictions: chi2(26) = 107.82 Prob > chi2 = 0.000
(Not robust, but not weakened by many instruments.)

Hansen test of overid. restrictions: chi2(26) = 31.17 Prob > chi2 = 0.222
(Robust, but weakened by many instruments.)

Difference-in-Hansen tests of exogeneity of instrument subsets:

GMM instruments for levels

Hansen test excluding group: chi2(10) = 4.69 Prob > chi2 = 0.911

Difference (null H = exogenous): chi2(16) = 26.48 Prob > chi2 = 0.048

gmm(L.roa, lag(2 2))

Hansen test excluding group: chi2(19) = 27.13 Prob > chi2 = 0.102

Difference (null H = exogenous): chi2(7) = 4.05 Prob > chi2 = 0.775

gmm(L.roa, lag(3 3))

Hansen test excluding group: chi2(14) = 19.11 Prob > chi2 = 0.161

Difference (null H = exogenous): chi2(12) = 12.06 Prob > chi2 = 0.441

gmm(L.roa, eq(level) lag(4 4))

Hansen test excluding group: chi2(23) = 28.01 Prob > chi2 = 0.215

Difference (null H = exogenous): chi2(3) = 3.16 Prob > chi2 = 0.368

gmm(L.roa, lag(5 5))

Hansen test excluding group: chi2(20) = 24.69 Prob > chi2 = 0.213

Difference (null H = exogenous): chi2(6) = 6.48 Prob > chi2 = 0.371

iv(Risk Sale LIQ TANG DIV LEV Over dvtd cn yt ti nvl cntt dk)

Hansen test excluding group: chi2(12) = 13.13 Prob > chi2 = 0.360

Difference (null H = exogenous): chi2(14) = 18.04 Prob > chi2 = 0.205

iv(cL.Over#c.Div, eq(level))

Hansen test excluding group: chi2(25) = 29.67 Prob > chi2 = 0.237

Difference (null H = exogenous): chi2(1) = 1.51 Prob > chi2 = 0.220

PL3. Kết quả ước lượng SGMM cho mô hình không có biến tương tác với biến phụ thuộc BEP

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM

Group variable: code	Number of obs	=	4140
Time variable : year	Number of groups	=	548
Number of instruments = 50	Obs per group: min	=	3
F(15, 548) = 612.59	avg	=	7.55
Prob > F = 0.000	max	=	8

bep	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
bep						
L1.	.674334	.0790272	8.53	0.000	.5191007	.8295673
Risk	.1061257	.0653145	1.62	0.105	-.0221717	.234423
Sale	.0017872	.0005072	3.52	0.000	.0007909	.0027836
LIQ	.0005815	.0003285	1.77	0.077	-.0000638	.0012268
TANG	.0099074	.0080729	1.23	0.220	-.0059502	.025765
DIV	.1617929	.0349296	4.63	0.000	.0931806	.2304051
LEV	-.0199312	.0105978	-1.88	0.061	-.0407485	.000886
Over	-.0203155	.0067768	-3.00	0.003	-.0336271	-.007004
dvttd	.0139588	.0062201	2.24	0.025	.0017407	.026177
cn	.0065029	.0035726	1.82	0.069	-.0005148	.0135206
yt	.0250674	.0079837	3.14	0.002	.0093851	.0407497
ti	.0223296	.0070426	3.17	0.002	.0084959	.0361634
nvl	-.0006519	.0042016	-0.16	0.877	-.0089051	.0076012
cntt	.0019204	.0048424	0.40	0.692	-.0075916	.0114324
dk	.0037706	.0052714	0.72	0.475	-.0065841	.0141252

Instruments for first differences equation

Standard

D.(Risk Sale LIQ TANG DIV LEV Over dvtd cn yt ti nvl cntt dk)

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

L2.L.LEV

L5.L.bep

L4.L.bep

L3.L.bep

Instruments for levels equation

Standard

Risk Sale LIQ TANG DIV LEV Over dvtd cn yt ti nvl cntt dk

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

DL.L.LEV

DL4.L.bep

DL3.L.bep

DL2.L.bep

Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -4.39 Pr > z = 0.000

Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = 1.29 Pr > z = 0.199

Sargan test of overid. restrictions: chi2(35) = 68.52 Prob > chi2 = 0.001
(Not robust, but not weakened by many instruments.)

Hansen test of overid. restrictions: chi2(35) = 38.90 Prob > chi2 = 0.299
(Robust, but weakened by many instruments.)

Difference-in-Hansen tests of exogeneity of instrument subsets:

GMM instruments for levels

Hansen test excluding group: chi2(16) = 12.17 Prob > chi2 = 0.732

Difference (null H = exogenous): chi2(19) = 26.73 Prob > chi2 = 0.111

gmm(L.bep, lag(3 3))

Hansen test excluding group: chi2(30) = 28.81 Prob > chi2 = 0.527

Difference (null H = exogenous): chi2(5) = 10.08 Prob > chi2 = 0.073

gmm(L.bep, lag(4 4))

Hansen test excluding group: chi2(26) = 26.96 Prob > chi2 = 0.412

Difference (null H = exogenous): chi2(9) = 11.94 Prob > chi2 = 0.217

gmm(L.bep, lag(5 5))

Hansen test excluding group: chi2(25) = 28.39 Prob > chi2 = 0.290

Difference (null H = exogenous): chi2(10) = 10.51 Prob > chi2 = 0.397

gmm(L.LEV, lag(2 2))

Hansen test excluding group: chi2(23) = 29.35 Prob > chi2 = 0.169

Difference (null H = exogenous): chi2(12) = 9.54 Prob > chi2 = 0.656

iv(Risk Sale LIQ TANG DIV LEV Over dvtd cn yt ti nvl cntt dk)

Hansen test excluding group: chi2(21) = 24.92 Prob > chi2 = 0.251

Difference (null H = exogenous): chi2(14) = 13.98 Prob > chi2 = 0.451

PL4. Kết quả ước lượng SGMM cho mô hình có biến tương tác với biến phụ thuộc BEP

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM

Group variable: code	Number of obs	=	4140
Time variable : year	Number of groups	=	548
Number of instruments = 31	Obs per group: min	=	3
F(17, 548) = 297.47	avg	=	7.55
Prob > F = 0.000	max	=	8

bep	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
bep						
L1.	.687742	.1557961	4.41	0.000	.3817112	.9937727
Risk	.0879129	.0890376	0.99	0.324	-.086984	.2628097
Sale	.0021305	.0005004	4.26	0.000	.0011476	.0031134
LIQ	.0008088	.0004767	1.70	0.090	-.0001275	.0017452
TANG	.0107278	.0145189	0.74	0.460	-.0177916	.0392473
DIV	.1460301	.0452426	3.23	0.001	.0571599	.2349003
LEV	-.0370196	.0210326	-1.76	0.079	-.0783339	.0042947
Over	-.1217033	.0401005	-3.03	0.003	-.2004727	-.0429338
c.Over#c.Lev	.2508933	.1399217	1.79	0.074	-.0239552	.5257419
c.Over#c.Div	.142129	.0507424	2.80	0.005	.0424556	.2418025
dvtdd	.0141639	.010929	1.30	0.196	-.007304	.0356318
cn	.0068771	.0058751	1.17	0.242	-.0046633	.0184176
yt	.0272672	.0141247	1.93	0.054	-.0004781	.0550124
ti	.0246553	.0121291	2.03	0.043	.0008301	.0484805
nvl	.0008091	.0069187	0.12	0.907	-.0127813	.0143996
cntt	.002032	.0072271	0.28	0.779	-.0121641	.0162281
dk	.0039708	.0071025	0.56	0.576	-.0099806	.0179223

Instruments for first differences equation

Standard

D.(Risk Sale LIQ TANG DIV LEV Over dvtd cn yt ti nvl cntt dk)

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

L5.L.bep

L3.L.bep

Instruments for levels equation

Standard

cL.Over#c.Div

Risk Sale LIQ TANG DIV LEV Over dvtd cn yt ti nvl cntt dk

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

DL4.L.bep

DL4.L.bep

DL2.L.bep

Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -5.43 Pr > z = 0.000

Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = 1.33 Pr > z = 0.184

Sargan test of overid. restrictions: chi2(14) = 36.79 Prob > chi2 = 0.001

(Not robust, but not weakened by many instruments.)

Hansen test of overid. restrictions: chi2(14) = 12.82 Prob > chi2 = 0.541

(Robust, but weakened by many instruments.)

Difference-in-Hansen tests of exogeneity of instrument subsets:

GMM instruments for levels

Hansen test excluding group: chi2(5) = 2.88 Prob > chi2 = 0.719

Difference (null H = exogenous): chi2(9) = 9.94 Prob > chi2 = 0.355

gmm(L.bep, lag(3 3))

Hansen test excluding group: chi2(7) = 9.87 Prob > chi2 = 0.196

Difference (null H = exogenous): chi2(7) = 2.95 Prob > chi2 = 0.889

gmm(L.bep, eq(level) lag(4 4))

Hansen test excluding group: chi2(11) = 9.08 Prob > chi2 = 0.615

Difference (null H = exogenous): chi2(3) = 3.74 Prob > chi2 = 0.291

gmm(L.bep, lag(5 5))

Hansen test excluding group: chi2(8) = 7.23 Prob > chi2 = 0.512

Difference (null H = exogenous): chi2(6) = 5.59 Prob > chi2 = 0.471

iv(Risk Sale LIQ TANG DIV LEV Over dvtd cn yt ti nvl cntt dk)

Hansen test excluding group: chi2(0) = 0.00 Prob > chi2 = .

Difference (null H = exogenous): chi2(14) = 12.82 Prob > chi2 = 0.541

iv(cL.Over#c.Div, eq(level))

Hansen test excluding group: chi2(13) = 12.81 Prob > chi2 = 0.462

Difference (null H = exogenous): chi2(1) = 0.01 Prob > chi2 = 0.928

PL5. Kiểm định Wu - Hausman cho hiện tượng nội sinh

Tests of endogeneity

Ho: variables are exogenous

Durbin (score) $\chi^2(1)$ = 231.351 (p = 0.0000)

Wu-Hausman F(1,3980) = 245.041 (p = 0.0000)

Tests of endogeneity

Ho: variables are exogenous

Durbin (score) $\chi^2(1)$ = 499.962 (p = 0.0000)

Wu-Hausman F(1,3978) = 570.028 (p = 0.0000)

Tests of endogeneity

Ho: variables are exogenous

Durbin (score) $\chi^2(1)$ = 247.023 (p = 0.0000)

Wu-Hausman F(1,3980) = 262.736 (p = 0.0000)

Tests of endogeneity

Ho: variables are exogenous

Durbin (score) $\chi^2(1)$ = 2261.75 (p = 0.0000)

Wu-Hausman F(1,3978) = 5209 (p = 0.0000)

PL6. Dữ liệu nghiên cứu (Trích)

Mã CK	Code	Year	Inv	CF	Asset	Size	Lev	Sales	GO (Tobin'Q)	PERF1 (ROA)	PERF2 (BEP)	Div	Liq	Tangible	Risk	Over	DVTD	CN	YT	TI	NVL	CNTT	DK
AAA	1	2011	0,2258	-0,5098	0,4815	27,4284	0,1497	0,3401	0,3193	0,0804	0,1381	0,0970	0,8607	0,6911	0,0328	1	0	0	0	0	0	0	0
AAA	1	2012	0,0590	-0,4623	0,4249	27,5262	0,0184	0,1122	0,4315	0,0624	0,1066	0,0885	1,2119	0,6954	0,0406	0	0	0	0	0	0	0	0
AAA	1	2013	0,0722	-0,4082	0,5223	27,7713	0,0722	0,1433	0,4117	0,0482	0,0767	0,0885	0,9603	0,6998	0,0161	0	0	0	0	0	0	0	0
AAA	1	2014	0,0880	-0,3936	0,4163	27,9828	0,0898	0,3505	0,5760	0,0336	0,0523	0,0000	1,3678	0,5549	0,0144	0	0	0	0	0	0	0	0
AAA	1	2015	0,0520	-0,2232	0,3939	28,3013	0,0876	0,0328	0,6909	0,0207	0,0382	0,0619	1,6063	0,4352	0,0137	0	0	0	0	0	0	0	0
AAA	1	2016	0,0464	-0,4257	0,6685	28,7552	0,1022	0,3276	0,6820	0,0464	0,0630	0,1770	1,1941	0,6124	0,0128	0	0	0	0	0	0	0	0
AAA	1	2017	0,0308	-0,4917	0,5640	29,1519	0,0661	0,9001	0,6861	0,0576	0,0893	0,1770	1,0763	0,6198	0,0189	0	0	0	0	0	0	0	0
AAA	1	2018	0,2581	-0,2844	0,2742	29,6498	0,0866	0,9670	0,7496	0,0282	0,0505	0,0000	1,2443	0,4066	0,0148	1	0	0	0	0	0	0	0
AAA	1	2019	0,4225	-0,2535	0,2243	29,7089	0,0990	0,1571	0,6610	0,0615	0,1030	0,0885	1,5360	0,4135	0,0182	1	0	0	0	0	0	0	0
AAM	2	2011	0,0229	-0,0557	0,1141	26,5223	0,0093	0,2499	0,4482	0,1939	0,2410	0,3700	6,9655	0,4858	0,0307	0	0	0	0	0	0	0	0
AAM	2	2012	0,0066	-0,1206	0,1175	26,3784	0,0000	-0,2401	0,5041	0,0490	0,0636	0,1322	8,2009	0,5959	0,0731	0	0	0	0	0	0	0	0
AAM	2	2013	0,0690	-0,0223	0,0973	26,4339	0,0000	0,1033	0,5553	0,0271	0,0374	0,0881	5,7760	0,4820	0,0907	0	0	0	0	0	0	0	0
AAM	2	2014	0,1440	-0,0543	0,1019	26,4176	0,0000	-0,1781	0,5573	0,0299	0,0405	0,0881	6,2989	0,4855	0,0119	0	0	0	0	0	0	0	0
AAM	2	2015	0,3421	0,0187	0,1101	26,4976	0,0000	-0,1899	0,5745	0,0080	0,0129	0,0529	3,9123	0,4376	0,0119	1	0	0	0	0	0	0	0
AAM	2	2016	0,1669	-0,0326	0,1235	26,2759	0,0000	-0,2207	0,5854	0,0061	0,0102	0,0441	21,5081	0,5079	0,0132	0	0	0	0	0	0	0	0
AAM	2	2017	0,4031	-0,0444	0,1486	26,2509	0,0000	-0,1897	0,5952	0,0045	0,0047	0,0441	26,0391	0,3214	0,0017	1	0	0	0	0	0	0	0
AAM	2	2018	0,3919	-0,0184	0,1501	26,1612	0,0000	-0,0260	0,5327	0,0417	0,0518	0,0705	12,1569	0,4270	0,0210	1	0	0	0	0	0	0	0
AAM	2	2019	0,2281	0,0008	0,1353	26,1505	0,0000	0,0256	0,6628	0,0365	0,0458	0,0881	12,3662	0,6257	0,0202	1	0	0	0	0	0	0	0
AAT	3	2015	0,2076	-0,5235	1,3561	27,1353	0,1244	3,3003	0,3745	0,0012	0,0060	0,0000	1,0416	0,4986			0	0	0	0	0	0	0
AAT	3	2016	0,2099	-0,7048	5,3954	27,1453	0,1258	-0,6415	0,3854	0,0002	0,0046	0,0000	0,5601	0,7259			0	0	0	0	0	0	0
AAT	3	2017	0,1868	-0,6698	3,2383	27,1372	0,1142	0,5099	0,3952	0,0025	0,0255	0,0000	0,8484	0,6675	0,0011	1	0	0	0	0	0	0	0
AAT	3	2018	0,1753	-0,6136	1,1480	27,1089	0,1551	1,4570	0,3327	0,0404	0,0700	0,0000	1,5352	0,6046	0,0226	1	0	0	0	0	0	0	0
AAT	3	2019	0,1663	-0,5325	1,1570	27,1217	0,0000	0,0027	0,4628	0,0352	0,0605	0,0000	2,0908	0,6112	0,0206	1	0	0	0	0	0	0	0

Mã CK	Code	Year	Inv	CF	Asset	Size	Lev	Sales	GO (Tobin'Q)	PERF1 (ROA)	PERF2 (BEP)	Div	Liq	Tangible	Risk	Over	DVTD	CN	YT	TI	NVL	CNTT	DK
ABS	4	2017	0,1995	-0,0123	0,0302	27,0058	0,0028	0,2502	0,9465	0,0544	0,0845	0,0000	1,2891	0,1186			1	0	0	0	0	0	0
ABS	4	2018	0,1836	-0,0099	0,0343	27,0874	0,0026	-0,1623	0,8709	0,0509	0,0808	0,0000	1,4087	0,0436			1	0	0	0	0	0	0
ABS	4	2019	0,1686	-0,0078	0,0206	27,2206	0,0008	0,6743	0,7995	0,0498	0,0792	0,0446	1,3753	0,0545	0,0024	0	1	0	0	0	0	0	0
ABT	5	2011	0,2322	-0,0525	0,0708	26,8931	0,0000	-0,0332	1,1255	0,2087	0,2380	0,1849	4,1576	0,3220	0,0274	0	0	0	0	0	0	0	0
ABT	5	2012	0,3847	-0,0628	0,0713	26,9696	0,0000	-0,0399	1,1484	0,1533	0,1746	0,1849	3,2851	0,3189	0,0313	1	0	0	0	0	0	0	0
ABT	5	2013	0,7841	-0,0322	0,1042	27,2574	0,0000	-0,1469	1,1036	0,1074	0,1315	0,1849	2,1783	0,2104	0,0507	1	0	0	0	0	0	0	0
ABT	5	2014	0,4297	-0,0209	0,1118	27,2104	0,0000	-0,1640	1,1012	0,1180	0,1439	0,1849	2,4243	0,2367	0,0240	1	0	0	0	0	0	0	0
ABT	5	2015	0,0054	-0,0174	0,1070	27,0944	0,0000	0,0448	1,1130	0,1243	0,1384	0,1602	2,9744	0,3214	0,0086	0	0	0	0	0	0	0	0
ABT	5	2016	0,8937	-0,0108	0,1102	27,1991	0,0000	-0,1041	1,1012	0,0734	0,0934	0,1387	2,5017	0,2427	0,0278	1	0	0	0	0	0	0	0
ABT	5	2017	0,9274	-0,0451	0,1257	27,1759	0,0000	-0,0913	1,1328	0,0445	0,0656	0,0616	1,6394	0,2260	0,0404	1	0	0	0	0	0	0	0
ABT	5	2018	0,5895	-0,0275	0,1294	27,0066	0,0000	0,0303	1,0908	0,1246	0,1546	0,1541	2,4102	0,3252	0,0406	1	0	0	0	0	0	0	0
ABT	5	2019	0,5117	-0,0629	0,1503	27,0120	0,0000	-0,0919	1,1080	0,0904	0,1029	0,0924	2,1512	0,4022	0,0402	1	0	0	0	0	0	0	0
ACC	6	2011	0,0648	-0,2460	0,1543	26,2607	0,0000	0,0619	0,9888	0,2418	0,2462	0,2105	2,8959	0,3515	0,0072	0	0	1	0	0	0	0	0
ACC	6	2012	0,0601	-0,1635	0,1093	26,3470	0,0000	0,1220	0,9174	0,2217	0,2370	0,2105	3,0461	0,4652	0,0119	0	0	1	0	0	0	0	0
ACC	6	2013	0,0630	-0,0971	0,1153	26,2346	0,0000	-0,0431	0,9607	0,1385	0,1540	0,1579	3,8846	0,2748	0,0548	0	0	1	0	0	0	0	0
ACC	6	2014	0,1327	-0,0571	0,1623	26,5405	0,0000	-0,0467	0,9500	0,1170	0,1310	0,1316	2,2543	0,2866	0,0553	0	0	1	0	0	0	0	0
ACC	6	2015	0,1073	-0,0208	0,1475	26,5597	0,0000	0,0171	0,9217	0,1179	0,1389	0,1316	2,4288	0,3732	0,0122	0	0	1	0	0	0	0	0
ACC	6	2016	0,0979	-0,1291	0,1170	26,4979	0,0000	0,1479	0,9699	0,1412	0,1718	0,0947	2,5218	0,3284	0,0137	0	0	1	0	0	0	0	0
ACC	6	2017	0,1085	-0,0957	0,1364	26,5310	0,0000	-0,3118	0,9610	0,0793	0,1031	0,0947	2,5271	0,4918	0,0312	0	0	1	0	0	0	0	0
ACC	6	2018	0,1136	-0,0627	0,0929	26,6288	0,0000	0,3752	0,9293	0,0907	0,1175	0,0947	2,3296	0,5033	0,0329	0	0	1	0	0	0	0	0
ACC	6	2019	0,1067	0,1974	0,1540	26,9319	0,0000	0,2449	0,8620	0,0923	0,1195	0,0000	1,8851	0,3044	0,0071	0	0	1	0	0	0	0	0
ACL	7	2011	0,0121	-0,1531	0,1551	27,3996	0,0082	0,1968	0,7901	0,1448	0,2075	0,3516	1,1964	0,5794	0,0376	0	0	0	0	0	0	0	0
ACL	7	2012	0,0131	-0,1520	0,2159	27,4468	0,0000	-0,2001	0,8557	0,0182	0,0538	0,0352	1,1128	0,6839	0,0633	0	0	0	0	0	0	0	0
ACL	7	2013	0,0097	-0,2782	0,2540	27,3011	0,0332	-0,0415	0,8755	0,0072	0,0451	0,0000	1,0745	0,6205	0,0765	0	0	0	0	0	0	0	0
ACL	7	2014	0,0093	-0,2222	0,2871	27,4535	0,0136	-0,1364	0,8400	0,0147	0,0407	0,0391	1,0676	0,6487	0,0056	0	0	0	0	0	0	0	0

Mã CK	Code	Year	Inv	CF	Asset	Size	Lev	Sales	GO (Tobin'Q)	PERF1 (ROA)	PERF2 (BEP)	Div	Liq	Tangible	Risk	Over	DVTD	CN	YT	TI	NVL	CNTT	DK
ACL	7	2015	0,0054	-0,2259	0,3015	27,8214	0,0729	0,3365	0,7842	0,0241	0,0564	0,0469	1,0053	0,6570	0,0085	0	0	0	0	0	0	0	0
ACL	7	2016	0,0045	-0,2705	0,2914	27,8008	0,0524	0,1293	0,8282	0,0198	0,0682	0,0000	1,0262	0,7082	0,0047	0	0	0	0	0	0	0	0
ACL	7	2017	0,0043	-0,2598	0,2936	27,7260	0,0331	-0,0783	0,7804	0,0196	0,0654	0,0000	1,0441	0,6136	0,0025	0	0	0	0	0	0	0	0
ACL	7	2018	0,0030	-0,1966	0,2107	27,9262	0,0000	0,4226	0,5223	0,1715	0,2240	0,1563	1,2401	0,6098	0,0876	0	0	0	0	0	0	0	0
ACL	7	2019	0,0025	-0,1873	0,2423	28,0103	0,0000	-0,1593	0,4380	0,0970	0,1376	0,1172	1,3846	0,7196	0,0759	0	0	0	0	0	0	0	0
ADS	8	2011	0,1535	-0,4646	0,2676	26,9565	0,0000	0,7891	0,6508	0,0312	0,0852	0,0000	1,0034	0,7649			0	0	0	0	0	0	0
ADS	8	2014	2,5170	-0,2089	0,1686	27,6904	0,1154	0,0332	0,5699	0,0185	0,0482	0,1789	1,0528	0,3788			0	0	0	0	0	0	0
ADS	8	2015	1,5167	-0,1820	0,1578	27,6852	0,0523	-0,0502	0,6863	0,0111	0,0413	0,1053	1,0979	0,3566	0,0102	1	0	0	0	0	0	0	0
ADS	8	2016	1,1373	-0,2768	0,3202	27,8663	0,1113	-0,1522	0,6642	0,0281	0,0584	0,2105	0,9183	0,4408	0,0085	1	0	0	0	0	0	0	0
ADS	8	2017	0,6135	-0,2066	0,3000	28,0790	0,1272	0,3626	0,5900	0,0402	0,0674	0,2105	1,1761	0,4759	0,0146	1	0	0	0	0	0	0	0
ADS	8	2018	0,7778	-0,2463	0,2124	28,1692	0,0830	0,2235	0,5926	0,0330	0,0602	0,2105	1,1427	0,4617	0,0061	1	0	0	0	0	0	0	0
ADS	8	2019	0,8524	-0,2079	0,1942	28,1812	0,0653	-0,0730	0,6644	0,0048	0,0300	0,0000	1,1181	0,4148	0,0187	1	0	0	0	0	0	0	0
AGM	10	2011	0,4525	-0,0588	0,0326	27,5474	0,0014	0,3327	0,6413	0,0765	0,1750	0,0000	1,1896	0,3168	0,0072	1	0	0	0	0	0	0	0
AGM	10	2012	0,5609	-0,0499	0,0626	27,7902	0,0000	-0,1561	0,6233	0,0438	0,0827	0,2016	1,0729	0,3040	0,0165	1	0	0	0	0	0	0	0
AGM	10	2013	0,5261	-0,1084	0,0753	27,6494	0,0000	-0,2048	0,6179	0,0314	0,0683	0,0806	1,0960	0,3214	0,0233	1	0	0	0	0	0	0	0
AGM	10	2014	0,5265	-0,1428	0,0730	27,3215	0,0000	-0,0052	0,6527	0,0071	0,0463	0,0403	1,1385	0,6283	0,0187	1	0	0	0	0	0	0	0
AGM	10	2015	0,0939	-0,1385	0,0714	27,3974	0,0000	0,2005	0,5889	0,0598	0,1025	0,1613	1,5238	0,5034	0,0264	0	0	0	0	0	0	0	0
AGM	10	2016	0,0302	-0,1788	0,0775	27,3317	0,0000	-0,0997	0,6450	0,0087	0,0296	0,0000	1,4782	0,6678	0,0300	0	0	0	0	0	0	0	0
AGM	10	2017	0,1176	-0,1800	0,0639	27,3012	0,0000	0,1852	0,6268	0,0157	0,0306	0,0403	1,5601	0,6507	0,0277	0	0	0	0	0	0	0	0
AGM	10	2018	0,1149	-0,1891	0,0591	27,0365	0,0000	-0,0800	0,5982	0,0496	0,0731	0,0403	2,3901	0,7151	0,0219	0	0	0	0	0	0	0	0
AGM	10	2019	0,5520	-0,1380	0,0575	27,3723	0,0000	0,0218	0,5117	0,0522	0,0751	0,1129	1,8156	0,4851	0,0204	1	0	0	0	0	0	0	0
ANV	13	2011	0,2415	-0,2534	0,3682	28,3981	0,0090	0,2267	0,9944	0,0215	0,0440	0,0413	1,9317	0,4805	0,0655	0	0	0	0	0	0	0	0
ANV	13	2012	0,2856	-0,1338	0,3098	28,5223	0,0000	-0,0027	1,0155	0,0103	0,0366	0,0413	1,4715	0,5428	0,0118	1	0	0	0	0	0	0	0
ANV	13	2013	0,3785	-0,1142	0,2320	28,6646	0,0193	0,4596	1,0544	0,0022	0,0268	0,0413	1,1572	0,5246	0,0097	1	0	0	0	0	0	0	0
ANV	13	2014	0,5364	-0,0913	0,2094	28,8331	0,0000	0,0794	1,0636	0,0184	0,0383	0,0413	1,0293	0,5199	0,0081	1	0	0	0	0	0	0	0

Mã CK	Code	Year	Inv	CF	Asset	Size	Lev	Sales	GO (Tobin'Q)	PERF1 (ROA)	PERF2 (BEP)	Div	Liq	Tangible	Risk	Over	DVTD	CN	YT	TI	NVL	CNTT	DK
ANV	13	2015	0,5826	-0,0734	0,1895	28,8171	0,0452	-0,0905	1,1108	0,0005	0,0266	0,0000	1,1127	0,5441	0,0099	1	0	0	0	0	0	0	0
ANV	13	2016	0,1192	-0,0735	0,1719	28,7356	0,0736	0,1260	1,0945	0,0045	0,0348	0,0413	1,2833	0,5582	0,0094	0	0	0	0	0	0	0	0
ANV	13	2017	0,3428	-0,0931	0,1751	28,6251	0,0282	0,0405	1,9501	0,0533	0,0827	0,0550	1,0688	0,5153	0,0294	1	0	0	0	0	0	0	0
ANV	13	2018	0,4205	-0,0753	0,1327	28,8621	0,0028	0,3962	1,4751	0,1764	0,2149	0,0688	1,3334	0,4412	0,0886	1	0	0	0	0	0	0	0
ANV	13	2019	0,3056	-0,0788	0,1223	29,0504	0,0000	0,0926	1,1653	0,1703	0,2127	0,0917	1,5568	0,5167	0,0694	0	0	0	0	0	0	0	0
APC	14	2011	0,0000	-0,4904	1,4132	26,3437	0,2463	0,7304	1,4556	0,1252	0,1474	0,0914	1,0228	0,5979	0,0494	0	0	0	1	0	0	0	0
APC	14	2012	0,0000	-0,5281	1,5480	26,2402	0,2209	-0,1299	1,4708	0,0521	0,1111	0,0000	0,7440	0,6291	0,0516	0	0	0	1	0	0	0	0
APC	14	2013	0,0000	-0,5313	1,5373	26,1273	0,1748	-0,0921	1,4328	0,0700	0,1128	0,0508	1,2804	0,6355	0,0381	0	0	0	1	0	0	0	0
APC	14	2014	0,0000	-0,4750	1,2877	26,1235	0,1016	0,0663	1,3805	0,1129	0,1565	0,0254	1,3736	0,5698	0,0313	0	0	0	1	0	0	0	0
APC	14	2015	0,0000	-0,3577	1,1292	26,1740	0,0382	0,0422	1,2449	0,1172	0,1639	0,0254	1,1824	0,4947	0,0261	0	0	0	1	0	0	0	0
APC	14	2016	0,0000	-0,3331	1,0493	26,2247	0,0134	0,0841	1,0873	0,1688	0,2128	0,0254	1,7775	0,4732	0,0311	0	0	0	1	0	0	0	0
APC	14	2017	0,0000	-0,2608	0,7036	26,4297	0,0079	0,3936	0,8745	0,2204	0,2819	0,0000	4,1270	0,3601	0,0516	0	0	0	1	0	0	0	0
APC	14	2018	0,0000	-0,1460	0,5947	26,6401	0,0000	0,0779	0,6965	0,2004	0,2531	0,0000	5,3914	0,2660	0,0260	0	0	0	1	0	0	0	0
APC	14	2019	0,0000	0,1293	0,6063	27,6544	0,3222	-0,1360	0,6624	0,0547	0,0688	0,0000	2,7918	0,0850	0,0905	0	0	0	1	0	0	0	0
ASG	17	2019	0,2299	-0,2133	0,4152	27,9763	0,0355	0,3736	2,1755	0,1107	0,1399	0,0411	3,0353	0,2678	0,0735	0	0	1	0	0	0	0	0
ASM	18	2011	0,3365	-0,0130	0,1895	27,9518	0,0882	0,5796	0,5403	0,0482	0,0979	0,0000	1,5234	0,4224	0,0392	1	0	0	0	0	0	0	0
ASM	18	2012	0,3568	-0,0033	0,1998	28,0871	0,0927	0,2809	0,5309	0,0084	0,0510	0,0000	1,3136	0,4383	0,0599	1	0	0	0	0	0	0	0
ASM	18	2013	0,3625	-0,0130	0,2149	28,1459	0,2152	-0,0026	0,6139	0,0152	0,0487	0,0552	1,8886	0,4523	0,0213	1	0	0	0	0	0	0	0
ASM	18	2014	0,2153	-0,0144	0,1170	28,5398	0,1258	0,0346	0,7662	0,0359	0,0634	0,0000	2,5079	0,4047	0,0143	0	0	0	0	0	0	0	0
ASM	18	2015	0,1276	-0,0098	0,1488	28,9942	0,1351	-0,2209	0,8211	0,0220	0,0317	0,0000	3,2753	0,2934	0,0106	0	0	0	0	0	0	0	0
ASM	18	2016	0,4766	-0,0244	0,1347	29,2163	0,1081	0,6123	0,7640	0,0356	0,0545	0,0000	1,9207	0,3004	0,0080	1	0	0	0	0	0	0	0
ASM	18	2017	0,4046	-0,0170	0,1039	29,3557	0,1092	0,4093	0,7887	0,0299	0,0447	0,0000	1,7497	0,2758	0,0069	1	0	0	0	0	0	0	0
ASM	18	2018	0,3925	-0,0384	0,2622	30,1139	0,0000	3,1390	0,6002	0,1000	0,1242	0,0884	1,3623	0,3891	0,0389	1	0	0	0	0	0	0	0
ASM	18	2019	0,2862	-0,2438	0,3990	30,3781	0,1748	0,6081	0,5819	0,0528	0,0721	0,0221	1,1474	0,5545	0,0358	0	0	0	0	0	0	0	0
ASP	19	2011	0,6838	-0,0660	0,0428	27,5666	0,0369	0,2132	0,5403	-0,0137	0,0635	0,0000	0,6382	0,1330	0,0340	1	0	0	0	1	0	0	0

Mã CK	Code	Year	Inv	CF	Asset	Size	Lev	Sales	GO (Tobin'Q)	PERF1 (ROA)	PERF2 (BEP)	Div	Liq	Tangible	Risk	Over	DVTD	CN	YT	TI	NVL	CNTT	DK
ASP	19	2012	0,2545	-0,0070	0,0380	27,4400	0,0109	-0,2081	0,4871	0,0332	0,0874	0,1101	0,8690	0,1263	0,0236	0	0	0	0	1	0	0	0
ASP	19	2013	0,2573	0,0066	0,0320	27,4278	0,0005	-0,0085	0,4891	0,0159	0,0514	0,1101	0,8722	0,1392	0,0237	0	0	0	0	1	0	0	0
ASP	19	2014	0,2507	-0,0125	0,0286	27,5636	0,0000	-0,0713	0,5237	0,0046	0,0359	0,0550	1,0008	0,1058	0,0144	1	0	0	0	1	0	0	0
ASP	19	2015	0,1157	0,0080	0,0317	27,3456	0,0004	-0,2626	0,5562	-0,0231	0,0091	0,0000	0,8083	0,1119	0,0201	0	0	0	0	1	0	0	0
ASP	19	2016	0,1882	0,0139	0,0336	27,4875	0,0000	-0,0022	0,5289	0,0179	0,0468	0,0367	0,7333	0,1018	0,0209	0	0	0	0	1	0	0	0
ASP	19	2017	0,4735	-0,0010	0,0315	27,9283	0,1035	0,4223	0,4828	0,0328	0,0601	0,1101	0,7188	0,0920	0,0290	1	0	0	0	1	0	0	0
ASP	19	2018	0,2842	-0,0314	0,0370	28,0828	0,1727	0,4183	0,4445	0,0350	0,0605	0,0917	0,6641	0,1126	0,0093	1	0	0	0	1	0	0	0
ASP	19	2019	0,2390	-0,0593	0,0367	28,1178	0,0000	-0,0261	0,4251	0,0246	0,0568	0,0917	0,6415	0,1685	0,0055	0	0	0	0	1	0	0	0
AST	20	2016	0,0000	-0,1484	0,3067	26,6314	0,0936	7,1966	4,1090	0,1186	0,1560	0,0484	1,4404	0,3210			0	1	0	0	0	0	0
AST	20	2017	0,1219	-0,1748	0,2039	27,1634	0,0330	1,0797	4,0004	0,2365	0,2975	0,0870	1,9633	0,2788			0	1	0	0	0	0	0
AST	20	2018	0,2713	-0,1568	0,1638	27,2247	0,0000	0,3124	3,3896	0,2451	0,3099	0,0290	1,7817	0,2766	0,0707	1	0	1	0	0	0	0	0
AST	20	2019	0,4281	-0,0604	0,1355	27,4960	0,0000	0,3192	3,9444	0,2431	0,3015	0,0580	2,0304	0,2940	0,0045	1	0	1	0	0	0	0	0
ATG	21	2015	0,0000	-0,0102	0,0367	25,9187	0,0333	33,2506	0,0589	0,0300	0,0466	0,0000	8,6040	0,0179			0	0	0	0	1	0	0
ATG	21	2016	0,0122	-0,0100	0,0467	26,0553	0,0290	-0,2996	0,0587	0,0018	0,0056	0,0000	3,9687	0,0450			0	0	0	0	1	0	0
ATG	21	2017	0,0000	-0,0066	0,0159	26,0373	0,0295	1,5842	0,0584	0,0057	0,0093	0,0000	4,2462	0,0084	0,0153	0	0	0	0	0	1	0	0
ATG	21	2018	0,0000	-0,0061	0,1581	26,0287	0,0298	-0,9124	0,0631	-0,0589	-0,0516	0,0000	3,2852	0,0074	0,0362	0	0	0	0	0	1	0	0
ATG	21	2019	0,0000	-0,0054	0,6773	25,9914	0,0000	-0,7964	0,0687	-0,0624	-0,0433	0,0000	0,5307	0,0067	0,0384	0	0	0	0	0	1	0	0
BBC	23	2011	0,0081	-0,4150	0,3409	27,3905	0,0000	0,2734	1,3372	0,0590	0,0789	0,0241	2,0147	0,5913	0,0121	0	0	0	0	0	0	0	0
BBC	23	2012	0,0049	-0,4422	0,3978	27,3675	0,0000	-0,0697	1,3262	0,0337	0,0428	0,0241	2,0296	0,6425	0,0136	0	0	0	0	0	0	0	0
BBC	23	2013	0,0283	-0,3815	0,3210	27,4182	0,0000	0,1281	1,2909	0,0555	0,0711	0,0241	2,1260	0,5290	0,0137	0	0	0	0	0	0	0	0
BBC	23	2014	0,0581	-0,2972	0,2463	27,5180	0,0000	0,0693	1,1977	0,0647	0,0852	0,0241	2,3816	0,4095	0,0159	0	0	0	0	0	0	0	0
BBC	23	2015	0,1860	-0,1726	0,2037	27,6379	0,0000	0,0401	1,0884	0,0852	0,1048	0,0241	2,5643	0,3212	0,0152	0	0	0	0	0	0	0	0
BBC	23	2016	0,2876	-0,1703	0,1625	27,6713	0,0000	0,0790	1,0201	0,0781	0,0932	0,0241	2,9501	0,2953	0,0104	1	0	0	0	0	0	0	0
BBC	23	2017	0,2232	-0,2227	0,1944	27,7439	0,0000	0,0221	0,9372	0,0869	0,1057	0,0241	2,9283	0,3192	0,0047	1	0	0	0	0	0	0	0
BBC	23	2018	0,1935	-0,1522	0,1538	27,8579	0,0000	0,1037	0,8370	0,0873	0,1064	0,0000	2,3384	0,2564	0,0052	0	0	0	0	0	0	0	0

Mã CK	Code	Year	Inv	CF	Asset	Size	Lev	Sales	GO (Tobin'Q)	PERF1 (ROA)	PERF2 (BEP)	Div	Liq	Tangible	Risk	Over	DVTD	CN	YT	TI	NVL	CNTT	DK
BBC	23	2019	0,1328	0,0491	0,1272	28,0824	0,0000	0,0556	0,7650	0,0608	0,0768	0,0000	1,5352	0,1965	0,0152	0	0	0	0	0	0	0	0
BCE	24	2011	0,0053	-0,0099	0,0477	27,2545	0,0000	-0,0347	0,6181	0,0823	0,1117	0,2194	2,0387	0,7069	0,0083	0	0	1	0	0	0	0	0
BCE	24	2012	0,0053	-0,0298	0,0376	27,3231	0,0000	0,1890	0,6218	0,0701	0,0935	0,1935	1,9120	0,6839	0,0144	0	0	1	0	0	0	0	0
BCE	24	2013	0,0054	-0,0117	0,0280	27,3660	0,0000	0,0589	0,6250	0,0613	0,0943	0,1677	1,7804	0,5058	0,0105	0	0	1	0	0	0	0	0
BCE	24	2014	0,0057	0,0015	0,0280	27,5798	0,0000	-0,1960	0,6626	0,0225	0,0396	0,0903	1,3927	0,4530	0,0253	0	0	1	0	0	0	0	0
BCE	24	2015	0,0057	0,0084	0,0289	28,2173	0,0000	-0,1666	0,6595	0,0140	0,0233	0,0903	1,7083	0,7295	0,0252	0	0	1	0	0	0	0	0
BCE	24	2016	0,0056	-0,0003	0,0148	27,8654	0,0000	0,6868	0,6530	0,0122	0,0203	0,1032	1,5117	0,4457	0,0055	0	0	1	0	0	0	0	0
BCE	24	2017	0,0056	0,0044	0,0199	27,7773	0,0000	-0,3284	0,6522	0,0252	0,0379	0,1032	1,3655	0,1916	0,0070	0	0	1	0	0	0	0	0
BCE	24	2018	0,0055	0,0019	0,1065	27,8874	0,0000	-0,4096	0,6352	0,0286	0,0403	0,1290	1,2155	0,3437	0,0087	0	0	1	0	0	0	0	0
BCE	24	2019	0,0055	0,0095	0,0580	27,4757	0,0000	0,8519	0,6337	0,0434	0,0575	0,1548	1,5288	0,1956	0,0097	0	0	1	0	0	0	0	0
BFC	27	2012	0,0211	0,0664	0,0583	28,5697	0,0048	0,1921	1,1546	0,0621	0,1417	0,0000	1,1045	0,6239	0,0168	0	0	0	0	0	1	0	0
BFC	27	2013	0,0136	0,0409	0,0702	28,7018	0,0066	-0,1115	0,9553	0,0897	0,1630	0,1739	1,1520	0,6705	0,0233	0	0	0	0	0	1	0	0
BFC	27	2014	0,0099	0,0572	0,0735	28,7249	0,0114	-0,0319	0,9112	0,0966	0,1557	0,1739	1,2860	0,6454	0,0182	0	0	0	0	0	1	0	0
BFC	27	2015	0,0163	0,0066	0,1069	28,9035	0,0231	-0,0507	0,8436	0,0785	0,1234	0,1863	1,1971	0,6758	0,0091	0	0	0	0	0	1	0	0
BFC	27	2016	0,0177	-0,0308	0,1224	28,8623	0,0485	-0,0063	1,0223	0,1022	0,1476	0,1863	1,2426	0,6733	0,0124	0	0	0	0	0	1	0	0
BFC	27	2017	0,0213	-0,0525	0,1208	28,9767	0,0418	0,0604	0,9443	0,0909	0,1387	0,2174	1,2252	0,7487	0,0119	0	0	0	0	0	1	0	0
BFC	27	2018	0,0460	-0,0809	0,1174	28,9441	0,0475	0,0113	0,9863	0,0682	0,1128	0,1553	1,2250	0,7160	0,0173	0	0	0	0	0	1	0	0
BFC	27	2019	0,0282	-0,0877	0,1221	28,8363	0,0423	-0,0418	0,9974	0,0297	0,0755	0,0745	1,2165	0,6315	0,0309	0	0	0	0	0	1	0	0
BHN	28	2011	0,1045	-0,6293	0,5767	29,6654	0,1388	0,1697	4,3172	0,1037	0,1537	0,0214	1,4152	0,7628	0,0231	0	0	0	0	0	0	0	0
BHN	28	2014	0,1232	-0,4232	0,4626	29,8680	0,0768	0,0171	3,3882	0,0955	0,1366	0,0257	1,5615	0,5397	0,0194	0	0	0	0	0	0	0	0
BHN	28	2015	0,2308	-0,3374	0,4196	29,9272	0,0639	0,0507	3,1228	0,0958	0,1294	0,0143	1,7731	0,4916	0,0047	0	0	0	0	0	0	0	0
BHN	28	2016	0,4710	-0,2932	0,3836	29,9197	0,0452	0,0392	4,4400	0,0815	0,1155	0,0257	1,1108	0,4827	0,0081	1	0	0	0	0	0	0	0
BHN	28	2017	0,4131	-0,2457	0,3649	29,8940	0,0378	-0,0190	4,2801	0,0685	0,0973	0,1080	1,1796	0,4725	0,0137	1	0	0	0	0	0	0	0
BHN	28	2018	0,4698	-0,2389	0,3508	29,8505	0,0268	-0,0675	3,8211	0,0526	0,0730	0,0000	1,3916	0,4373	0,0145	1	0	0	0	0	0	0	0
BHN	28	2019	0,3595	-0,3151	0,3070	29,6816	0,0172	0,0248	3,5832	0,0673	0,0901	0,0000	1,8022	0,4536	0,0088	1	0	0	0	0	0	0	0

Mã CK	Code	Year	Inv	CF	Asset	Size	Lev	Sales	GO (Tobin'Q)	PERF1 (ROA)	PERF2 (BEP)	Div	Liq	Tangible	Risk	Over	DVTD	CN	YT	TI	NVL	CNTT	DK
BMC	31	2011	0,4653	-0,0780	0,1214	26,2745	0,0327	2,0038	0,4460	0,3548	0,4481	0,4926	3,1745	0,2569	0,1242	1	0	0	0	0	1	0	0
BMC	31	2012	0,1621	-0,4424	0,2722	26,3255	0,0330	0,0792	0,6178	0,3187	0,4129	0,4926	2,4739	0,6719	0,1167	0	0	0	0	0	1	0	0
BMC	31	2013	0,0000	-0,3329	0,2395	26,3320	0,0000	0,1077	0,5865	0,2933	0,3623	0,3941	2,8855	0,6150	0,0309	0	0	0	0	0	1	0	0
BMC	31	2014	0,0000	-0,4252	0,5241	26,2712	0,0000	-0,6001	0,5637	0,0821	0,1032	0,2956	5,2718	0,7578	0,1299	0	0	0	0	0	1	0	0
BMC	31	2015	0,0000	-0,3031	0,6680	26,1946	0,0000	-0,3076	0,6427	0,0508	0,0605	0,0985	3,7434	0,7634	0,1319	0	0	0	0	0	1	0	0
BMC	31	2016	0,0000	-0,3640	0,6716	26,1149	0,0000	-0,1090	0,6578	0,0421	0,0532	0,0591	5,4927	0,8607	0,0210	0	0	0	0	0	1	0	0
BMC	31	2017	0,0000	-0,0029	0,2977	26,1440	0,0000	0,9798	0,6536	0,0428	0,0552	0,0690	4,4996	0,4939	0,0048	0	0	0	0	0	1	0	0
BMC	31	2018	0,0000	-0,0651	0,4229	26,2252	0,0000	-0,3917	0,6411	0,0549	0,0688	0,0788	3,5680	0,6373	0,0072	0	0	0	0	0	1	0	0
BMC	31	2019	0,1494	-0,2578	0,2500	26,1215	0,0000	0,4444	0,6262	0,0727	0,0949	0,0788	7,7785	0,6399	0,0151	0	0	0	0	0	1	0	0
BMP	33	2011	0,0204	-0,2103	0,1536	27,7850	0,0000	0,2851	1,8403	0,2525	0,3302	0,0543	6,8332	0,5160	0,0254	0	0	1	0	0	0	0	0
BMP	33	2012	0,0210	-0,1756	0,1458	27,9836	0,0000	0,0386	1,5157	0,2534	0,3376	0,0725	7,0832	0,4338	0,0158	0	0	1	0	0	0	0	0
BMP	33	2013	0,0090	-0,0708	0,1056	28,1506	0,0000	0,1079	1,6859	0,2200	0,2976	0,0543	6,3702	0,3526	0,0190	0	0	1	0	0	0	0	0
BMP	33	2014	0,2753	-0,0157	0,0844	28,2878	0,0000	0,1730	1,4610	0,1954	0,2530	0,0634	7,0674	0,3032	0,0291	0	0	1	0	0	0	0	0
BMP	33	2015	0,3392	0,0211	0,0947	28,5223	0,0000	0,1878	1,2457	0,2128	0,2745	0,1087	4,4624	0,2517	0,0127	1	0	1	0	0	0	0	0
BMP	33	2016	0,2423	-0,0186	0,1614	28,6926	0,0000	0,2384	1,0927	0,2170	0,2723	0,0725	3,6829	0,3685	0,0115	0	0	1	0	0	0	0	0
BMP	33	2017	0,2111	-0,1153	0,2304	28,6861	0,0000	0,1028	1,8451	0,1618	0,2034	0,0725	4,2897	0,4594	0,0307	0	0	1	0	0	0	0	0
BMP	33	2018	0,1092	-0,1274	0,2075	28,6650	0,0000	0,0181	1,8416	0,1521	0,1885	0,0725	5,0389	0,5065	0,0350	0	0	1	0	0	0	0	0
BMP	33	2019	0,3016	-0,2495	0,1474	28,6783	0,0000	0,0516	1,8300	0,1483	0,1858	0,0906	4,2004	0,3839	0,0069	1	0	1	0	0	0	0	0
BRC	34	2011	0,0996	-0,2528	0,2917	25,9263	0,0757	0,4794	0,6866	0,0776	0,0956	0,0777	2,7143	0,4895	0,0080	0	0	0	0	0	1	0	0
BRC	34	2012	0,1010	-0,1993	0,2246	26,1432	0,1302	0,1561	0,6109	0,0722	0,0886	0,0971	2,9461	0,3339	0,0038	0	0	0	0	0	1	0	0
BRC	34	2013	0,0832	-0,1574	0,6695	26,3986	0,2464	0,0584	0,7231	0,0376	0,0551	0,0388	3,1614	0,5690	0,0217	0	0	0	0	0	1	0	0
BRC	34	2014	0,0783	-0,2687	0,6716	26,4044	0,1677	0,0009	0,6804	0,0563	0,0755	0,0680	2,4162	0,5795	0,0173	0	0	0	0	0	1	0	0
BRC	34	2015	0,0777	-0,4531	0,7497	26,3642	0,1406	-0,1168	0,6866	0,0470	0,0681	0,0874	2,2769	0,6170	0,0094	0	0	0	0	0	1	0	0
BRC	34	2016	0,0736	-0,4560	0,6046	26,3296	0,0970	0,1280	0,6568	0,0797	0,1000	0,0874	2,6876	0,6303	0,0169	0	0	0	0	0	1	0	0
BRC	34	2017	0,0508	-0,4747	0,5207	26,2717	0,0514	0,0804	0,6508	0,0598	0,0802	0,0874	2,8526	0,6309	0,0165	0	0	0	0	0	1	0	0

Mã CK	Code	Year	Inv	CF	Asset	Size	Lev	Sales	GO (Tobin'Q)	PERF1 (ROA)	PERF2 (BEP)	Div	Liq	Tangible	Risk	Over	DVTD	CN	YT	TI	NVL	CNTT	DK
BRC	34	2018	0,0255	-0,4342	0,4630	26,3086	0,0000	0,0625	0,6393	0,0637	0,0825	0,0971	2,2952	0,6105	0,0106	0	0	0	0	0	1	0	0
BRC	34	2019	0,0203	-0,3797	0,3581	26,3179	0,0000	0,1586	0,6253	0,0728	0,0963	0,0971	2,1548	0,5777	0,0067	0	0	0	0	0	1	0	0
BTP	36	2011	0,3465	-0,3289	0,2165	28,3313	0,4099	0,1776	0,9550	0,0311	0,0626	0,0500	3,9313	0,3108	0,0104	1	0	0	0	1	0	0	0
BTP	36	2012	0,8776	-0,2360	0,2506	28,4179	0,3264	-0,4043	0,8771	0,0616	0,0971	0,0786	2,9590	0,2249	0,0256	1	0	0	0	1	0	0	0
BTP	36	2013	0,9369	-0,1964	0,1924	28,2261	0,0000	-0,2081	0,8799	0,0303	0,0543	0,0571	5,7460	0,2015	0,0178	1	0	0	0	1	0	0	0
BTP	36	2014	0,9389	-0,0546	0,0515	28,3130	0,2691	0,8551	0,8160	0,0675	0,0944	0,0714	3,7369	0,1301	0,0200	1	0	0	0	1	0	0	0
BTP	36	2015	0,8647	-0,0722	0,0465	28,3205	0,2651	-0,1285	0,7984	0,0482	0,0680	0,0714	3,9387	0,1203	0,0186	1	0	0	0	1	0	0	0
BTP	36	2016	0,8452	-0,0974	0,0956	28,2224	0,2700	-0,0891	0,7655	0,0663	0,0898	0,0714	6,1205	0,1711	0,0108	1	0	0	0	1	0	0	0
BTP	36	2017	0,7840	-0,0747	0,0813	28,7211	0,1660	0,4653	0,7550	0,0310	0,0408	0,1493	1,7430	0,1169	0,0177	1	0	0	0	1	0	0	0
BTP	36	2018	0,8653	-0,1508	0,2304	28,2673	0,2243	-0,5470	0,7782	0,0727	0,0964	0,0714	2,9943	0,2129	0,0225	1	0	0	0	1	0	0	0
BTP	36	2019	0,6452	-0,1681	0,1595	28,3229	0,1846	0,7116	0,6900	0,0913	0,1178	0,0786	3,3263	0,2271	0,0309	1	0	0	0	1	0	0	0
BTT	37	2011	0,1243	-0,2234	0,4814	26,5724	0,0053	0,1426	1,2401	0,0991	0,1339	0,0811	3,0389	0,5387	0,0088	0	1	0	0	0	0	0	0
BTT	37	2012	0,2421	-0,2129	0,4518	26,5711	0,0000	0,0453	1,2047	0,1023	0,1367	0,0703	2,6008	0,5386	0,0020	1	1	0	0	0	0	0	0
BTT	37	2013	0,2823	-0,2002	0,4290	26,5905	0,0000	0,0403	1,4544	0,1344	0,1779	0,0811	2,3057	0,5251	0,0195	1	1	0	0	0	0	0	0
BTT	37	2014	0,3132	-0,2211	0,2924	26,5571	0,0000	-0,0270	1,4547	0,1133	0,1448	0,0676	2,2714	0,3928	0,0163	1	1	0	0	0	0	0	0
BTT	37	2015	0,2632	-0,1907	0,2809	26,6466	0,0319	0,0140	1,3791	0,1024	0,1315	0,0459	2,3699	0,3610	0,0162	1	1	0	0	0	0	0	0
BTT	37	2016	0,3138	-0,2730	0,3766	26,7599	0,0233	0,0954	1,3542	0,0744	0,0947	0,0486	1,6781	0,4117	0,0201	1	1	0	0	0	0	0	0
BTT	37	2017	0,3407	-0,3214	0,4672	26,8512	0,0000	-0,0228	1,6073	0,0840	0,1078	0,0405	2,1736	0,4414	0,0142	1	1	0	0	0	0	0	0
BTT	37	2018	0,4822	-0,3523	0,5503	26,9192	0,0000	-0,0099	1,4951	0,1073	0,1347	0,0405	2,1426	0,4528	0,0169	1	1	0	0	0	0	0	0
BTT	37	2019	0,4542	-0,2932	0,6852	27,0067	0,0000	-0,0987	1,3840	0,1001	0,1255	0,0486	2,2030	0,4564	0,0119	1	1	0	0	0	0	0	0
BWE	39	2012	0,0727	-0,3499	6,2835	29,0732	0,0000	0,2717	0,6906	0,0211	0,0357	0,0000	1,1774	0,8753	0,0478	0	0	0	0	1	0	0	0
BWE	39	2013	0,0633	-0,5288	5,5906	29,2712	0,0000	0,3949	0,5907	0,0208	0,0333	0,0000	0,9382	0,8693	0,0457	0	0	0	0	1	0	0	0
BWE	39	2014	0,2416	-0,4778	3,1480	29,5148	0,0000	0,2536	0,9472	0,0238	0,0364	0,0000	1,1067	0,5022	0,0016	1	0	0	0	1	0	0	0
BWE	39	2015	0,2111	-0,4758	2,7813	29,5968	0,1298	0,2459	1,0543	0,0239	0,0385	0,0000	1,2003	0,5104	0,0017	1	0	0	0	1	0	0	0
BWE	39	2016	0,1568	-0,4302	2,7089	29,7972	0,1280	0,1309	1,3109	0,0276	0,0407	0,0000	0,8339	0,4578	0,0022	0	0	0	0	1	0	0	0

Mã CK	Code	Year	Inv	CF	Asset	Size	Lev	Sales	GO (Tobin'Q)	PERF1 (ROA)	PERF2 (BEP)	Div	Liq	Tangible	Risk	Over	DVTD	CN	YT	TI	NVL	CNTT	DK
BWE	39	2017	0,1466	-0,3663	2,2310	30,0343	0,1248	0,3090	1,1193	0,0187	0,0299	0,0280	0,8218	0,3905	0,0045	0	0	0	0	1	0	0	0
BWE	39	2018	0,2012	-0,3238	1,9560	30,2541	0,1196	0,2237	0,9096	0,0236	0,0359	0,0280	0,6072	0,3395	0,0045	0	0	0	0	1	0	0	0
BWE	39	2019	0,4246	-0,4139	0,9024	29,4568	0,2881	0,1586	1,7053	0,0767	0,1102	0,0400	1,1301	0,4481	0,0322	1	0	0	0	1	0	0	0
C32	40	2011	0,0012	-0,1868	0,2839	26,3301	0,1048	0,2249	1,6033	0,1965	0,2719	0,0982	2,2432	0,6567	0,0270	0	0	1	0	0	0	0	0
C32	40	2012	0,0016	-0,1705	0,2894	26,4021	0,0957	-0,1074	1,4942	0,1473	0,2076	0,0982	2,3804	0,5380	0,0246	0	0	1	0	0	0	0	0
C32	40	2013	0,1591	-0,1195	0,2132	26,5227	0,0000	0,2833	1,2448	0,2018	0,2795	0,0982	2,1561	0,4756	0,0301	0	0	1	0	0	0	0	0
C32	40	2014	0,2313	-0,0999	0,1912	26,6458	0,0000	0,0613	1,0522	0,1923	0,2494	0,0982	2,4905	0,3955	0,0291	1	0	1	0	0	0	0	0
C32	40	2015	0,2742	-0,0988	0,1603	26,8225	0,0000	0,2284	0,8408	0,2274	0,2868	0,0982	2,8907	0,3272	0,0181	1	0	1	0	0	0	0	0
C32	40	2016	0,3974	-0,0784	0,1877	27,0385	0,0246	-0,0666	0,7201	0,1688	0,2151	0,0982	2,3499	0,2816	0,0295	1	0	1	0	0	0	0	0
C32	40	2017	0,4911	-0,1201	0,2873	27,3402	0,0535	0,0766	0,7593	0,1226	0,1621	0,0982	1,4718	0,3251	0,0525	1	0	1	0	0	0	0	0
C32	40	2018	0,4567	-0,1284	0,2172	27,3860	0,0534	0,2896	0,7476	0,1181	0,1573	0,0982	1,6332	0,2767	0,0281	1	0	1	0	0	0	0	0
C32	40	2019	0,5664	-0,1504	0,2261	27,5207	0,0517	0,1107	0,7179	0,0847	0,1189	0,0982	1,2773	0,2909	0,0207	1	0	1	0	0	0	0	0
...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
VGP	734	2011	0,8149	-0,0116	0,0309	26,2140	0,0000	1,0577	1,2099	0,0939	0,1414	0,0870	2,6755	0,0472	0,0215	1	0	1	0	0	0	0	0
VGP	734	2012	0,4252	-0,0031	0,0246	26,0636	0,0000	0,0911	1,2137	0,0934	0,1362	0,0783	3,7530	0,0477	0,0201	1	0	1	0	0	0	0	0
VGP	734	2013	0,4421	0,0173	0,2279	26,4253	0,0000	0,2704	1,1768	0,0640	0,1004	0,0696	1,3143	0,3899	0,0172	1	0	1	0	0	0	0	0
VGP	734	2014	0,1332	-0,0456	0,1020	26,0440	0,0000	-0,4929	1,1870	0,0647	0,1125	0,0652	1,7606	0,1296	0,0168	0	0	1	0	0	0	0	0
VGP	734	2015	0,1923	-0,0674	0,1045	25,9397	0,0000	0,0455	1,1258	0,2052	0,3062	0,1304	13,5349	0,1540	0,0813	0	0	1	0	0	0	0	0
VGP	734	2016	0,0000	-0,0579	0,3700	25,8118	0,0000	-0,8509	1,2311	0,0459	0,0582	0,0348	8,8389	0,0924	0,0871	0	0	1	0	0	0	0	0
VGP	734	2017	0,0000	-0,0037	0,0032	28,9116	0,0000	127,4579	1,0791	0,0066	0,0175	0,0435	1,0357	0,0046	0,1051	0	0	1	0	0	0	0	0
VGS	735	2011	0,1683	-0,1214	0,0664	27,7565	0,0197	0,2047	0,6753	0,0006	0,0707	0,0000	1,1057	0,3838	0,0198	0	0	0	0	0	1	0	0
VGS	735	2012	0,5039	-0,1381	0,0805	27,8716	0,0000	0,0718	0,6578	0,0097	0,0675	0,0131	1,0055	0,3462	0,0123	1	0	0	0	0	1	0	0
VGS	735	2013	0,4895	-0,1576	0,1096	27,7042	0,0175	-0,2230	0,6491	0,0117	0,0633	0,0238	1,0662	0,3917	0,0059	1	0	0	0	0	1	0	0
VGS	735	2014	0,1647	-0,1637	0,0849	27,9855	0,0121	0,2423	0,6348	0,0150	0,0466	0,0298	1,0272	0,4044	0,0027	0	0	0	0	0	1	0	0
VGS	735	2015	0,1761	-0,2154	0,0704	27,7147	0,0160	0,2648	0,5967	0,0422	0,0842	0,1190	1,1110	0,4076	0,0167	0	0	0	0	0	1	0	0

Mã CK	Code	Year	Inv	CF	Asset	Size	Lev	Sales	GO (Tobin'Q)	PERF1 (ROA)	PERF2 (BEP)	Div	Liq	Tangible	Risk	Over	DVTD	CN	YT	TI	NVL	CNTT	DK
VGS	735	2016	0,1728	-0,1397	0,0383	28,0499	0,0062	0,3293	0,5412	0,0536	0,0859	0,1786	1,2082	0,3808	0,0198	0	0	0	0	0	1	0	0
VGS	735	2017	0,1682	-0,0878	0,0217	28,1786	0,0023	0,3128	0,5362	0,0413	0,0757	0,0000	1,2149	0,4419	0,0069	0	0	0	0	0	1	0	0
VGS	735	2018	0,1594	-0,0712	0,0161	27,9817	0,0000	0,1556	0,5039	0,0312	0,0652	0,0000	1,2812	0,3450	0,0112	0	0	0	0	0	1	0	0
VGS	735	2019	0,1595	-0,0926	0,0254	28,1957	0,0000	-0,0132	0,5104	0,0427	0,0752	0,0833	1,2916	0,3366	0,0063	0	0	0	0	0	1	0	0
VHE	736	2017	0,0000	-0,0732	0,2908	25,4507	0,0487	13,2040	0,3848	0,0710	0,0902	0,0000	7,5270	0,6257			0	0	1	0	0	0	0
VHE	736	2018	0,0000	-0,3375	0,3363	25,7848	0,0291	1,2943	0,3634	0,0358	0,0594	0,0000	1,6649	0,8267			0	0	1	0	0	0	0
VHE	736	2019	0,0000	-0,2973	0,4554	25,8822	0,0195	-0,3098	0,3337	0,0519	0,0899	0,0000	1,7970	0,9262	0,0176	0	0	0	1	0	0	0	0
VHL	737	2011	0,1525	-0,6131	0,4446	27,5976	0,1500	0,1901	0,9594	0,0188	0,1074	0,0763	0,5539	0,8107			0	1	0	0	0	0	0
VHL	737	2012	0,3231	-0,6582	0,4177	27,4828	0,1459	-0,0629	0,9743	0,0004	0,1051	0,0000	0,5611	0,8465			0	1	0	0	0	0	0
VHL	737	2013	0,0518	-0,5788	0,4236	27,4111	0,0824	0,0272	0,8254	0,0631	0,1454	0,0803	0,6721	0,9223	0,0323	1	0	1	0	0	0	0	0
VHL	737	2014	0,0051	-0,3510	0,2380	27,5130	0,0347	0,1423	0,9787	0,0939	0,1486	0,0803	1,0579	0,6342	0,0477	0	0	1	0	0	0	0	0
VHL	737	2015	0,0259	-0,5194	0,3292	27,6774	0,0990	0,0835	0,8570	0,0960	0,1422	0,0803	1,1447	0,7991	0,0184	0	0	1	0	0	0	0	0
VHL	737	2016	0,0528	-0,4959	0,3357	27,8420	0,1665	0,1543	0,7448	0,0886	0,1298	0,3745	1,1450	0,7924	0,0038	0	0	1	0	0	0	0	0
VHL	737	2017	0,1482	-0,5334	0,2956	27,8307	0,1493	0,1315	1,0521	0,1275	0,1778	0,1004	1,2058	0,8060	0,0207	1	0	1	0	0	0	0	0
VHL	737	2018	0,1400	-0,5088	0,3057	27,8499	0,1111	-0,0139	0,9482	0,1168	0,1696	0,1205	1,2021	0,8044	0,0201	1	0	1	0	0	0	0	0
VHL	737	2019	0,1394	-0,4622	0,2993	27,8800	0,1034	-0,0059	0,9036	0,0994	0,1417	0,1084	1,3076	0,7807	0,0142	1	0	1	0	0	0	0	0
VIE	738	2011	0,0000	-0,0242	0,0477	25,3974	0,0000	-0,1413	0,5745	-0,0224	-0,0055	0,0000	1,1183	0,2391	0,0291	1	0	0	0	0	0	1	0
VIE	738	2012	0,0000	0,0730	0,1201	25,2240	0,0000	-0,6429	0,5726	0,0006	0,0049	0,0000	1,1664	0,2635	0,0266	0	0	0	0	0	0	1	0
VIE	738	2013	0,0000	0,0197	0,1706	24,6902	0,0000	-0,3260	0,6601	-0,0765	-0,0791	0,0000	1,2399	0,4093	0,0396	0	0	0	0	0	0	1	0
VIE	738	2014	0,0548	-0,1928	0,4219	24,2364	0,0000	-0,3802	0,6875	0,0026	0,0070	0,0000	1,2567	0,4692	0,0451	1	0	0	0	0	0	1	0
VIE	738	2015	0,0589	-0,2142	0,2859	24,0451	0,0000	0,2024	0,6780	0,0117	0,0117	0,0000	1,5022	0,3854	0,0485	1	0	0	0	0	0	1	0
VIE	738	2016	0,0229	-0,2452	0,2912	23,6784	0,0000	-0,2002	0,9972	-0,2077	-0,2076	0,0000	1,4208	0,4815	0,1242	0	0	0	0	0	0	1	0
VIE	738	2017	0,0000	0,0031	0,2421	23,5663	0,0000	-0,2939	1,1402	0,0912	0,0912	0,0000	1,5864	0,4275	0,1548	0	0	0	0	0	0	1	0
VIE	738	2018	0,0000	-0,0921	0,1961	23,5145	0,0000	0,1444	1,1064	0,0540	0,0540	0,0000	1,7381	0,4528	0,1629	0	0	0	0	0	0	1	0
VIE	738	2019	0,0000	-0,0593	0,0800	23,6911	0,0000	1,3321	1,0888	0,0071	0,0113	0,0000	1,4838	0,4007	0,0422	0	0	0	0	0	0	1	0

Mã CK	Code	Year	Inv	CF	Asset	Size	Lev	Sales	GO (Tobin'Q)	PERF1 (ROA)	PERF2 (BEP)	Div	Liq	Tangible	Risk	Over	DVTD	CN	YT	TI	NVL	CNTT	DK
VIF	739	2012	0,7863	-0,1155	0,3745	29,0413	0,0527	0,0357	1,0745	0,0876	0,0973	0,0000	3,4294	0,2729			0	0	0	0	1	0	0
VIF	739	2013	0,7290	-0,1052	0,3492	29,0698	0,0410	-0,0018	1,0015	0,0610	0,0681	0,0000	3,8464	0,2599			0	0	0	0	1	0	0
VIF	739	2014	0,7839	-0,0855	0,2419	29,0614	0,0210	0,1119	1,0054	0,0447	0,0502	0,0000	3,1993	0,2636	0,0217	1	0	0	0	0	1	0	0
VIF	739	2015	0,6799	-0,0947	0,2313	29,1816	0,0143	0,1000	0,8758	0,0625	0,0668	0,0000	4,0263	0,2427	0,0099	1	0	0	0	0	1	0	0
VIF	739	2016	0,8777	-0,0474	0,1274	29,2751	0,0073	0,0241	1,5542	0,1597	0,1638	0,0000	2,4054	0,1612	0,0619	1	0	0	0	0	1	0	0
VIF	739	2017	0,7560	-0,0414	0,1339	29,3727	0,0025	-0,1154	1,2365	0,1912	0,1960	0,0575	5,0152	0,1708	0,0671	1	0	0	0	0	1	0	0
VIF	739	2018	0,7371	-0,0476	0,1794	29,4222	0,0020	-0,0224	1,1320	0,1435	0,1504	0,1149	7,7715	0,2177	0,0243	1	0	0	0	0	1	0	0
VIF	739	2019	0,7368	-0,0420	0,1669	29,3983	0,0021	-0,0366	1,1740	0,0945	0,1028	0,1034	7,3337	0,2213	0,0484	1	0	0	0	0	1	0	0
VIT	741	2011	0,0106	-0,5401	0,5626	27,0712	0,0893	0,3412	1,1180	0,0041	0,0899	0,0000	0,6112	0,8486	0,0168	1	0	1	0	0	0	0	0
VIT	741	2012	0,1374	-0,5219	0,6190	27,0592	0,1977	-0,1417	1,2142	-0,0175	0,0568	0,0000	0,7340	0,7971	0,0229	1	0	1	0	0	0	0	0
VIT	741	2013	0,1248	-0,5413	0,6058	27,1122	0,1311	0,0572	1,1023	0,0194	0,0775	0,0000	0,6536	0,7610	0,0186	1	0	1	0	0	0	0	0
VIT	741	2014	0,0871	-0,5701	0,4528	26,9651	0,1456	0,2347	0,9014	0,0540	0,1268	0,0863	0,6809	0,8143	0,0358	1	0	1	0	0	0	0	0
VIT	741	2015	0,0686	-0,3975	0,3898	27,2470	0,2323	0,0066	1,0759	0,0548	0,1141	0,1079	0,6441	0,6005	0,0202	1	0	1	0	0	0	0	0
VIT	741	2016	0,0589	-0,4203	0,4248	27,3705	0,2085	0,4131	0,9231	0,0743	0,1390	0,2878	0,8325	0,7393	0,0115	1	0	1	0	0	0	0	0
VIT	741	2017	0,0546	-0,5175	0,6237	27,7234	0,2575	0,0149	1,1122	0,0333	0,0877	0,1079	0,8119	0,8669	0,0205	1	0	1	0	0	0	0	0
VIT	741	2018	0,0521	-0,4947	0,4461	27,6483	0,0000	0,2725	1,0611	0,0393	0,1099	0,1151	0,7409	0,8940	0,0221	1	0	1	0	0	0	0	0
VIT	741	2019	0,0450	-0,4313	0,3580	27,6220	0,1929	0,1802	0,9167	0,0728	0,1432	0,1439	0,8880	0,8557	0,0213	1	0	1	0	0	0	0	0
VKC	743	2011	0,1142	-0,1514	0,1327	26,8416	0,0000	0,3922	0,3034	0,0219	0,0860	0,1316	1,1793	0,5142	0,0148	0	0	0	0	0	0	0	0
VKC	743	2012	0,0402	-0,2071	0,1284	26,8421	0,0000	0,1081	0,2988	0,0231	0,0809	0,1316	1,2095	0,5692	0,0136	0	0	0	0	0	0	0	0
VKC	743	2013	0,0365	-0,1356	0,1302	26,9207	0,0005	0,1064	0,3091	0,0063	0,0501	0,1316	1,1338	0,5686	0,0094	0	0	0	0	0	0	0	0
VKC	743	2014	0,0000	-0,1070	0,1177	27,0184	0,0000	0,0326	0,3036	0,0210	0,0595	0,2632	1,1510	0,5408	0,0092	0	0	0	0	0	0	0	0
VKC	743	2015	0,0000	-0,0908	0,1019	27,0784	0,0029	0,2448	0,2904	0,0394	0,0798	0,3947	1,1223	0,5111	0,0166	0	0	0	0	0	0	0	0
VKC	743	2016	0,0000	-0,0304	0,1184	27,2398	0,0056	0,0861	0,2840	0,0594	0,1054	0,3947	1,2951	0,4368	0,0192	0	0	0	0	0	0	0	0
VKC	743	2017	0,0000	-0,1298	0,1635	27,2129	0,0043	-0,0429	0,3156	0,0125	0,0452	0,0000	1,1371	0,4594	0,0235	0	0	0	0	0	0	0	0
VKC	743	2018	0,2725	-0,1631	0,1558	27,1875	0,0052	-0,1844	0,3269	0,0032	0,0363	0,0000	1,1148	0,5304	0,0301	1	0	0	0	0	0	0	0

Mã CK	Code	Year	Inv	CF	Asset	Size	Lev	Sales	GO (Tobin'Q)	PERF1 (ROA)	PERF2 (BEP)	Div	Liq	Tangible	Risk	Over	DVTD	CN	YT	TI	NVL	CNTT	DK
VKC	743	2019	0,4097	-0,1617	0,1149	27,0774	0,0037	0,0959	0,3158	0,0036	0,0375	0,0000	1,1538	0,3986	0,0053	1	0	0	0	0	0	0	0
VLA	744	2011	0,5255	-0,0175	0,0103	23,3814	0,0000	0,0371	1,0549	0,2227	0,2474	0,1475	6,7602	0,0057			0	0	0	0	0	1	0
VLA	744	2012	0,5254	0,0390	0,0129	23,4886	0,0000	-0,0200	0,9521	0,1711	0,1892	0,1230	6,6623	0,0062	0,0318	1	0	0	0	0	0	1	0
VLA	744	2013	0,6613	0,0101	0,0012	23,5724	0,0000	-0,0739	0,8931	0,1191	0,1410	0,0820	6,5671	0,0005	0,0518	1	0	0	0	0	0	1	0
VLA	744	2014	0,7623	0,0722	0,0000	23,5302	0,0000	0,0256	0,8723	0,1199	0,1269	0,0820	11,0778	0,0000	0,0298	1	0	0	0	0	0	1	0
VLA	744	2015	0,6895	0,0700	0,0000	23,5347	0,0000	0,2001	0,8507	0,1081	0,1115	0,0820	13,9960	0,0025	0,0066	1	0	0	0	0	0	1	0
VLA	744	2016	0,6824	0,0858	0,0000	23,5611	0,0000	0,1597	0,8536	0,0951	0,0982	0,0738	11,1145	0,0090	0,0124	1	0	0	0	0	0	1	0
VLA	744	2017	0,6961	0,0930	0,0000	23,5992	0,0000	-0,1406	0,8216	0,1031	0,1151	0,0656	11,0142	0,0692	0,0066	1	0	0	0	0	0	1	0
VLA	744	2018	0,6569	0,0789	0,0000	23,6375	0,0000	0,4714	0,7759	0,0596	0,0653	0,0574	12,6201	0,0464	0,0232	1	0	0	0	0	0	1	0
VLA	744	2019	0,4882	0,0974	0,0980	23,6245	0,0000	-0,2160	0,7706	0,0626	0,0783	0,0574	12,9043	0,0797	0,0243	1	0	0	0	0	0	1	0
VMC	745	2011	0,0768	-0,1292	0,1450	27,7138	0,0472	-0,1978	0,3097	0,0230	0,0862	0,1782	1,1151	0,3983	0,0084	0	0	1	0	0	0	0	0
VMC	745	2012	0,1078	-0,1321	0,1141	27,5822	0,0335	-0,0249	0,3259	0,0123	0,0682	0,0990	1,1139	0,3390	0,0110	0	0	1	0	0	0	0	0
VMC	745	2013	0,0517	-0,1038	0,1087	27,4428	0,0082	-0,2294	0,3252	0,0119	0,0506	0,1188	1,1900	0,2996	0,0063	0	0	1	0	0	0	0	0
VMC	745	2014	0,1535	0,0053	0,0977	27,6812	0,0179	0,1783	0,3087	0,0193	0,0461	0,1485	1,1441	0,3587	0,0042	0	0	1	0	0	0	0	0
VMC	745	2015	0,6062	-0,0222	0,0912	27,9102	0,0504	0,2069	0,3992	0,0185	0,0407	0,1485	1,3886	0,4570	0,0040	1	0	1	0	0	0	0	0
VMC	745	2016	1,7945	-0,0056	0,0999	28,4541	0,0148	0,3547	0,4119	0,0127	0,0278	0,1485	1,9200	0,4211	0,0036	1	0	1	0	0	0	0	0
VMC	745	2017	0,5805	0,0125	0,0723	28,3460	0,0232	0,5626	0,2196	0,1132	0,1577	1,9802	1,2111	0,3079	0,0564	1	0	1	0	0	0	0	0
VMC	745	2018	0,2711	-0,0962	0,1279	28,0946	0,0283	-0,3082	0,4801	0,0568	0,0911	0,2970	1,2379	0,2560	0,0504	1	0	1	0	0	0	0	0
VMC	745	2019	0,2067	-0,0720	0,1407	27,9087	0,0000	-0,2635	0,5485	0,0059	0,0275	0,0000	1,2559	0,2489	0,0536	0	0	1	0	0	0	0	0
VMI	746	2014	0,1466	-0,1846	0,2759	25,2199	0,0000	0,3201	0,0531	0,0721	0,1022	0,5000	2,1239	0,3852			0	1	0	0	0	0	0
VMI	746	2015	0,0902	-0,2286	0,1976	25,7836	0,0000	1,7847	0,0520	0,0701	0,1119	0,8333	1,8297	0,4151			0	1	0	0	0	0	0
VMI	746	2016	0,0480	-0,1879	0,2554	26,2193	0,0000	-0,1113	0,0521	0,0576	0,0862	0,0000	1,5220	0,2333	0,0079	0	0	1	0	0	0	0	0
VMI	746	2017	0,0507	-0,2211	0,4043	26,1963	0,0000	-0,2154	0,0550	0,0060	0,0350	0,0000	1,4631	0,3706	0,0340	0	0	1	0	0	0	0	0
VMS	747	2011	0,3176	-0,1490	0,5009	26,1447	0,0000	0,2377	0,4322	0,0612	0,0801	0,0000	1,8092	0,3483			0	1	0	0	0	0	0
VMS	747	2012	0,2766	-0,1110	0,3908	26,1888	0,0399	0,1609	0,3784	0,1067	0,1417	0,0000	2,4440	0,3071			0	1	0	0	0	0	0

Mã CK	Code	Year	Inv	CF	Asset	Size	Lev	Sales	GO (Tobin'Q)	PERF1 (ROA)	PERF2 (BEP)	Div	Liq	Tangible	Risk	Over	DVTD	CN	YT	TI	NVL	CNTT	DK
VMS	747	2013	0,2753	-0,0817	0,3241	26,2306	0,0000	0,1696	0,3706	0,0705	0,0936	0,0000	2,5348	0,2927	0,0241	1	0	1	0	0	0	0	0
VMS	747	2014	0,3331	-0,0833	0,2922	26,2413	0,0000	0,1738	0,5331	0,0773	0,0996	0,1395	2,7187	0,3029	0,0192	1	0	1	0	0	0	0	0
VMS	747	2015	0,2855	-0,1060	0,1445	26,2559	0,0000	-0,0333	0,4670	0,0714	0,0901	0,1395	2,9277	0,1402	0,0037	1	0	1	0	0	0	0	0
VMS	747	2016	0,1736	-0,0693	0,1205	26,2130	0,0000	0,0019	0,5028	0,0022	0,0017	0,0000	2,9674	0,1344	0,0418	0	0	1	0	0	0	0	0
VMS	747	2017	0,1483	-0,1157	0,1721	26,2375	0,0000	-0,0999	0,5311	0,0175	0,0200	0,0349	2,2668	0,1596	0,0364	0	0	1	0	0	0	0	0
VMS	747	2018	0,1926	-0,1172	0,1587	26,2360	0,0000	0,0925	0,5246	0,0234	0,0278	0,0581	2,4461	0,1533	0,0109	1	0	1	0	0	0	0	0
VMS	747	2019	0,3514	-0,0690	0,1357	26,2725	0,0000	0,0304	0,5237	0,0248	0,0304	0,0000	2,3127	0,1354	0,0038	1	0	1	0	0	0	0	0
VNC	748	2011	0,0626	-0,1710	0,3743	26,0478	0,0009	0,1214	1,5684	0,1137	0,1288	0,0493	2,0998	0,4541	0,0342	0	0	1	0	0	0	0	0
VNC	748	2012	0,0517	-0,2292	0,3440	26,1030	0,0001	0,0892	1,4834	0,1107	0,1300	0,0559	2,1924	0,4589	0,0399	0	0	1	0	0	0	0	0
VNC	748	2013	0,0576	-0,1817	0,3038	26,1216	0,0000	0,1393	1,9781	0,0731	0,0988	0,0411	2,0988	0,4241	0,0226	0	0	1	0	0	0	0	0
VNC	748	2014	0,0672	-0,0930	0,2600	26,2265	0,0018	0,2212	1,8730	0,1020	0,1306	0,0559	1,9724	0,4031	0,0197	0	0	1	0	0	0	0	0
VNC	748	2015	0,0253	-0,1496	0,2620	26,3508	0,0511	0,2038	1,8353	0,0965	0,1320	0,0658	1,7295	0,4223	0,0154	0	0	1	0	0	0	0	0
VNC	748	2016	0,0146	-0,2286	0,2517	26,3965	0,0000	0,1360	1,7792	0,1087	0,1424	0,0493	1,5721	0,4412	0,0061	0	0	1	0	0	0	0	0
VNC	748	2017	0,0141	-0,1151	0,2290	26,4750	0,0192	0,0435	1,6644	0,1054	0,1427	0,0559	1,5426	0,3904	0,0063	0	0	1	0	0	0	0	0
VNC	748	2018	0,0088	-0,0502	0,1740	26,5133	0,0533	0,0797	1,5525	0,1050	0,1388	0,0493	1,7805	0,3094	0,0021	0	0	1	0	0	0	0	0
VNC	748	2019	0,0088	-0,1413	0,2188	26,5876	0,0352	0,0056	1,4438	0,1020	0,1334	0,0493	1,6979	0,3621	0,0019	0	0	1	0	0	0	0	0
VNF	749	2011	0,5113	0,1013	0,0106	26,2441	0,0000	-0,1595	1,1828	0,1186	0,1421	0,0667	1,6949	0,0275	0,0726	1	0	1	0	0	0	0	0
VNF	749	2012	0,5615	0,1028	0,0062	26,5496	0,0000	0,4774	1,2045	0,0187	0,0326	0,0167	1,3375	0,0177	0,1091	1	0	1	0	0	0	0	0
VNF	749	2013	0,5183	0,1570	0,0032	26,6479	0,0000	0,2858	0,9783	0,0953	0,1121	0,0700	1,5066	0,0107	0,0523	1	0	1	0	0	0	0	0
VNF	749	2014	0,6034	0,1734	0,0031	26,9410	0,0013	0,3794	0,9045	0,0870	0,1116	0,0833	1,4076	0,0107	0,0420	1	0	1	0	0	0	0	0
VNF	749	2015	0,4552	0,1312	0,0022	26,8674	0,0003	0,1449	0,8390	0,0915	0,1133	0,0667	1,4880	0,0092	0,0042	1	0	1	0	0	0	0	0
VNF	749	2016	0,5459	0,0904	0,0027	26,9685	0,0000	-0,1523	0,7345	0,0871	0,1095	0,0667	1,5231	0,0087	0,0026	1	0	1	0	0	0	0	0
VNF	749	2017	0,9152	0,1517	0,0023	27,3246	0,0000	0,1380	0,6613	0,0601	0,0782	0,0500	1,0652	0,0059	0,0170	1	0	1	0	0	0	0	0
VNF	749	2018	0,9120	0,1045	0,0022	27,3365	0,0000	-0,1111	0,7547	0,0453	0,0587	0,0333	1,1482	0,0049	0,0212	1	0	1	0	0	0	0	0
VNF	749	2019	0,8889	0,1482	0,0017	27,2974	0,0000	-0,0940	0,7200	0,0276	0,0407	0,0167	1,1495	0,0037	0,0162	1	0	1	0	0	0	0	0

Mã CK	Code	Year	Inv	CF	Asset	Size	Lev	Sales	GO (Tobin'Q)	PERF1 (ROA)	PERF2 (BEP)	Div	Liq	Tangible	Risk	Over	DVTD	CN	YT	TI	NVL	CNTT	DK
VNT	751	2011	0,4513	0,0360	0,0606	26,2616	0,0000	0,1216	3,0456	0,0873	0,1113	0,0499	1,2999	0,1222	0,0155	1	0	1	0	0	0	0	0
VNT	751	2012	0,1789	0,0496	0,0640	26,2961	0,0000	0,0523	2,7448	0,1033	0,1300	0,0599	1,3386	0,1312	0,0082	0	0	1	0	0	0	0	0
VNT	751	2013	0,1114	-0,0261	0,0671	26,3010	0,0000	0,1478	2,4595	0,1022	0,1351	0,0599	1,3788	0,1572	0,0090	0	0	1	0	0	0	0	0
VNT	751	2014	0,0802	-0,1165	0,0760	26,3360	0,0000	0,1344	2,3093	0,1040	0,1417	0,0399	1,3286	0,1950	0,0009	0	0	1	0	0	0	0	0
VNT	751	2015	0,0716	-0,1282	0,0683	26,6090	0,0000	0,1087	3,2331	0,0803	0,1114	0,0399	1,2844	0,1478	0,0132	0	0	1	0	0	0	0	0
VNT	751	2016	0,0715	-0,0917	0,0909	26,9149	0,0014	-0,1260	3,2289	0,0448	0,0757	0,0399	1,4990	0,1267	0,0298	0	0	1	0	0	0	0	0
VNT	751	2017	1,1007	-0,0561	0,0637	27,2915	0,0006	0,3194	2,8460	0,0395	0,0821	0,0299	1,0184	0,0804	0,0222	1	0	1	0	0	0	0	0
VNT	751	2018	1,0009	-0,0091	0,0491	27,0755	0,0000	0,1440	2,7018	0,0143	0,0592	0,0240	1,0099	0,0880	0,0163	1	0	1	0	0	0	0	0
VNT	751	2019	1,1100	0,0119	0,0486	27,0460	0,0000	-0,0923	2,8360	0,0074	0,0451	0,0240	0,9870	0,0814	0,0169	1	0	1	0	0	0	0	0
VSA	752	2011	0,1566	0,0247	0,1268	26,8575	0,0000	0,2165	0,8639	0,0782	0,0998	0,0000	1,1013	0,1901	0,0030	0	0	1	0	0	0	0	0
VSA	752	2012	0,1522	0,0686	0,1469	26,9047	0,0000	-0,1180	0,8180	0,0794	0,0967	0,0000	1,1290	0,1853	0,0022	0	0	1	0	0	0	0	0
VSA	752	2013	0,1549	0,0705	0,1365	26,9101	0,0000	0,3184	0,7544	0,0715	0,0866	0,0000	1,1769	0,2258	0,0043	0	0	1	0	0	0	0	0
VSA	752	2014	0,2098	0,1375	0,0875	27,1970	0,0000	0,0482	0,6573	0,0782	0,0942	0,0461	1,2509	0,1139	0,0043	0	0	1	0	0	0	0	0
VSA	752	2015	0,1720	0,0674	0,0933	27,1425	0,0000	0,0244	0,6078	0,0796	0,0969	0,1316	1,4416	0,1313	0,0043	0	0	1	0	0	0	0	0
VSA	752	2016	0,1196	0,0310	0,1607	27,1514	0,0000	-0,0002	0,5795	0,0715	0,0852	0,0987	1,2995	0,2242	0,0043	0	0	1	0	0	0	0	0
VSA	752	2017	0,1267	0,0682	0,0883	27,1934	0,0005	0,0012	0,5954	0,0684	0,0793	0,1316	1,3531	0,1183	0,0058	0	0	1	0	0	0	0	0
VSA	752	2018	0,2153	0,0937	0,0821	27,1671	0,0007	0,0581	0,6184	0,0820	0,0976	0,1316	1,4988	0,1194	0,0071	0	0	1	0	0	0	0	0
VSA	752	2019	0,0439	0,0401	0,0906	27,0358	0,0000	-0,0399	0,6212	0,0659	0,0766	0,0000	1,7254	0,1443	0,0087	0	0	1	0	0	0	0	0
VSM	753	2017	0,0258	-0,3517	0,2266	24,9636	0,0000	0,0576	0,8571	0,0636	0,0837	0,0833	1,5671	0,4252			0	1	0	0	0	0	0
VSM	753	2018	0,0000	-0,4519	0,2338	25,0290	0,0000	0,1257	0,8003	0,0909	0,1168	0,1000	1,5783	0,4715			0	1	0	0	0	0	0
VSM	753	2019	0,0000	-0,5045	0,2566	25,2068	0,1314	0,1476	0,7460	0,0876	0,1170	0,1000	1,5170	0,4890	0,0149	0	0	1	0	0	0	0	0
VTC	754	2011	0,1136	-0,2757	0,4138	25,2642	0,0000	-0,1503	0,7305	-0,0784	-0,0609	0,0000	2,0087	0,4259	0,0626	0	0	0	0	0	0	1	0
VTC	754	2012	0,1088	-0,3188	0,3501	25,1642	0,0026	0,2526	0,7681	-0,0269	-0,0097	0,0000	2,3517	0,4748	0,0462	0	0	0	0	0	0	1	0
VTC	754	2013	0,1140	-0,2074	0,3030	25,1818	0,0000	0,1495	0,7591	0,0221	0,0437	0,0000	2,4241	0,4605	0,0502	0	0	0	0	0	0	1	0
VTC	754	2014	0,1727	-0,1796	0,2457	25,6405	0,0000	0,2246	0,6973	0,0491	0,0655	0,0000	1,4920	0,2778	0,0385	1	0	0	0	0	0	1	0

Mã CK	Code	Year	Inv	CF	Asset	Size	Lev	Sales	GO (Tobin'Q)	PERF1 (ROA)	PERF2 (BEP)	Div	Liq	Tangible	Risk	Over	DVTD	CN	YT	TI	NVL	CNTT	DK
VTC	754	2015	0,0866	-0,2058	0,2536	25,5798	0,0147	-0,0025	0,6151	0,0749	0,0962	0,0000	1,8509	0,3402	0,0264	0	0	0	0	0	0	1	0
VTC	754	2016	0,0777	-0,1140	0,0839	26,0152	0,0057	1,7325	0,5576	0,0523	0,0899	0,0247	1,4696	0,3402	0,0141	0	0	0	0	0	0	1	0
VTC	754	2017	0,2336	-0,0406	0,0553	26,7931	0,0000	0,4405	0,5250	0,0304	0,0505	0,0988	1,1768	0,1604	0,0223	1	0	0	0	0	0	1	0
VTC	754	2018	0,1874	0,0100	0,0451	26,8841	0,0000	0,1470	0,5011	0,0231	0,0622	0,1235	1,1665	0,1688	0,0152	1	0	0	0	0	0	1	0
VTC	754	2019	0,1858	0,0237	0,0355	27,0075	0,0000	0,3319	0,4760	0,0214	0,0480	0,0000	1,1467	0,1404	0,0048	1	0	0	0	0	0	1	0
VTH	755	2011	0,0501	-0,4357	0,1769	25,0828	0,0000	1,0335	0,6806	0,1218	0,1321	0,0000	5,5046	0,7080	0,0533	0	0	1	0	0	0	0	0
VTH	755	2012	0,0000	-0,3267	0,0705	25,1918	0,0000	1,0711	0,5939	0,1450	0,1623	0,0000	11,3201	0,7892	0,0595	0	0	1	0	0	0	0	0
VTH	755	2013	0,0000	-0,2914	0,0585	25,2317	0,0000	0,1034	0,5610	0,1532	0,1664	0,0000	11,5244	0,7982	0,0163	0	0	1	0	0	0	0	0
VTH	755	2014	0,0000	-0,2431	0,0403	25,2805	0,0000	0,3487	0,5430	0,1530	0,1676	0,2128	8,2627	0,6131	0,0046	0	0	1	0	0	0	0	0
VTH	755	2015	0,0000	-0,1403	0,0520	25,4566	0,0000	-0,0784	0,5230	0,1312	0,1459	0,2128	3,5950	0,6390	0,0126	0	0	1	0	0	0	0	0
VTH	755	2016	0,0000	-0,2138	0,1014	25,3577	0,0000	-0,5565	0,5599	0,0600	0,0713	0,0532	4,1183	0,6344	0,0486	0	0	1	0	0	0	0	0
VTH	755	2017	0,0000	-0,2165	0,0574	25,4277	0,0000	0,9301	0,5506	0,0432	0,0604	0,0532	3,1287	0,7282	0,0467	0	0	1	0	0	0	0	0
VTH	755	2018	0,0000	-0,2642	0,0794	25,3791	0,0000	-0,2151	0,6287	-0,0697	-0,0614	0,0000	2,5049	0,6963	0,0706	0	0	1	0	0	0	0	0
VTH	755	2019	0,0345	-0,2351	0,1361	25,5328	0,0282	-0,3908	0,5957	0,0338	0,0449	0,0000	2,2180	0,5373	0,0627	0	0	1	0	0	0	0	0
VTJ	756	2011	0,1872	-0,0868	0,1400	25,8203	0,0000	0,9587	0,3567	0,0427	0,0801	0,0000	0,7068	0,1701	0,0151	1	0	0	0	0	0	0	0
VTJ	756	2012	0,0628	-0,0978	0,2386	25,6062	0,0000	-0,6506	0,4043	-0,0571	-0,0338	0,0000	0,9057	0,1327	0,0675	0	0	0	0	0	0	0	0
VTJ	756	2013	0,0461	-0,0611	0,3152	25,4990	0,0000	0,0418	0,3962	0,0186	0,0289	0,0000	0,7275	0,1391	0,0521	0	0	0	0	0	0	0	0
VTJ	756	2014	0,0448	-0,0505	0,4547	25,4699	0,0000	-0,4423	0,3908	0,0130	0,0151	0,0000	2,7626	0,1190	0,0422	0	0	0	0	0	0	0	0
VTJ	756	2015	0,0410	0,0157	0,0077	25,7477	0,0000	11,0018	0,3555	0,0723	0,0985	0,1447	1,7155	0,1389	0,0327	0	0	0	0	0	0	0	0
VTJ	756	2016	0,0385	0,3039	0,0015	25,9092	0,0000	1,9022	0,3338	0,0832	0,1334	0,2184	2,0100	0,0572	0,0378	0	0	0	0	0	0	0	0
VTJ	756	2017	0,1313	0,0332	0,0043	25,6223	0,0000	-0,5422	0,3557	0,0254	0,0264	0,1447	9,3263	0,0330	0,0307	0	0	0	0	0	0	0	0
VTJ	756	2018	0,6190	0,0091	0,1033	25,4244	0,0000	-0,9660	0,4127	-0,0921	-0,0920	0,0000	16,2042	0,0327	0,0893	1	0	0	0	0	0	0	0
VTJ	756	2019	0,4461	-0,0068	0,1805	25,4989	0,0000	-0,6937	0,3728	0,0946	0,0946	0,0000	22,3603	0,0073	0,0944	1	0	0	0	0	0	0	0
VTL	757	2011	0,0299	-0,0834	0,2062	25,2483	0,0664	-0,1305	0,8072	0,0235	0,1353	0,0667	1,3588	0,7887	0,0109	0	0	0	0	0	0	0	0
VTL	757	2012	0,0346	0,1152	0,0814	25,5264	0,0321	0,3335	0,9348	-0,0197	0,0446	0,0000	1,1353	0,3924	0,0270	0	0	0	0	0	0	0	0

Mã CK	Code	Year	Inv	CF	Asset	Size	Lev	Sales	GO (Tobin'Q)	PERF1 (ROA)	PERF2 (BEP)	Div	Liq	Tangible	Risk	Over	DVTD	CN	YT	TI	NVL	CNTT	DK
VTs	758	2011	0,1681	-0,3627	0,3680	25,1912	0,0083	0,0433	1,0475	0,1402	0,1772	0,0702	1,4882	0,7045	0,0906	0	0	1	0	0	0	0	0
VTs	758	2012	0,2829	-0,3187	0,4783	25,2093	0,0000	-0,2961	1,1439	0,0054	0,0284	0,0000	1,3827	0,7054	0,1039	0	0	1	0	0	0	0	0
VTs	758	2013	0,0897	-0,3681	0,4921	25,0170	0,0000	-0,0618	1,2761	-0,0491	-0,0255	0,0000	1,4832	0,7510	0,0975	0	0	1	0	0	0	0	0
VTs	758	2014	0,0014	-0,3530	0,4131	24,9253	0,0000	-0,0235	1,2556	0,0110	0,0286	0,0000	2,0049	0,6912	0,0332	0	0	1	0	0	0	0	0
VTs	758	2015	0,1474	-0,3482	0,3847	24,7799	0,0000	-0,0511	1,2525	0,0019	0,0162	0,0000	2,9518	0,6352	0,0324	0	0	1	0	0	0	0	0
VTs	758	2016	0,4423	-0,3287	0,2900	24,7539	0,0000	0,1488	1,2329	0,0129	0,0240	0,0000	3,8217	0,4921	0,0058	0	0	1	0	0	0	0	0
VTs	758	2017	0,5423	-0,2445	0,2888	24,8103	0,0000	-0,1858	1,1767	0,0370	0,0502	0,0000	3,8970	0,4208	0,0180	0	0	1	0	0	0	0	0
VTs	758	2018	0,3648	-0,2169	0,4199	24,7432	0,0000	-0,3452	1,1844	-0,0025	0,0010	0,0000	5,3987	0,5673	0,0199	0	0	1	0	0	0	0	0
VTs	758	2019	0,4628	-0,2372	0,3784	24,6828	0,0000	-0,0056	1,3023	-0,0791	-0,0777	0,0000	4,5328	0,5077	0,0591	0	0	1	0	0	0	0	0
VTV	759	2011	0,0000	-0,0219	0,0437	27,4186	0,1092	0,3099	0,2383	0,0419	0,1126	0,1852	2,0449	0,4978	0,0049	0	0	1	0	0	0	0	0
VTV	759	2012	0,0000	-0,0321	0,0648	27,6509	0,1149	0,1297	0,2194	0,0301	0,0971	0,1852	1,6160	0,3745	0,0106	0	0	1	0	0	0	0	0
VTV	759	2013	0,0000	-0,0314	0,0382	27,5913	0,1170	-0,0416	0,2171	0,0258	0,0656	0,1852	1,7887	0,3230	0,0083	0	0	1	0	0	0	0	0
VTV	759	2014	0,0000	0,0826	0,0681	27,8210	0,0468	0,0230	0,2099	0,0305	0,0642	0,1852	1,2833	0,3918	0,0026	0	0	1	0	0	0	0	0
VTV	759	2015	0,0000	0,0473	0,0007	27,8832	0,0264	-0,0761	0,4058	0,0323	0,0597	0,1852	1,1879	0,2202	0,0033	0	0	1	0	0	0	0	0
VTV	759	2016	0,0000	0,0118	0,0010	28,1296	0,0304	0,0346	0,3904	0,0350	0,0635	0,2778	1,0568	0,2978	0,0023	0	0	1	0	0	0	0	0
VTV	759	2017	0,0000	0,0472	0,0073	28,1399	0,0325	0,1939	0,3488	0,0688	0,1191	0,4630	0,9778	0,2093	0,0204	0	0	1	0	0	0	0	0
VTV	759	2018	0,0000	-0,0048	0,0083	27,9896	0,0000	-0,1154	0,3838	0,0218	0,0719	0,2778	1,2162	0,3106	0,0243	0	0	1	0	0	0	0	0
VTV	759	2019	0,0000	0,0043	0,0126	27,7563	0,0000	-0,3700	0,4061	0,0114	0,0592	0,0556	1,2804	0,3522	0,0306	0	0	1	0	0	0	0	0
VXB	760	2011	0,0000	-0,0002	0,0773	25,7683	0,2261	0,1782	0,2753	0,0775	0,1069	0,4545	2,4102	0,6149	0,0454	0	0	1	0	0	0	0	0
VXB	760	2012	0,0000	-0,0109	0,0399	25,7612	0,0778	0,0137	0,2772	0,0625	0,1008	0,3409	1,6747	0,5680	0,0097	0	0	1	0	0	0	0	0
VXB	760	2013	0,0000	-0,0447	0,0467	25,7366	0,0048	0,0047	0,2737	0,0542	0,1039	0,3409	1,4730	0,4537	0,0118	0	0	1	0	0	0	0	0
VXB	760	2014	0,0000	-0,0284	0,0592	25,8860	0,0000	0,0090	0,2681	0,0504	0,0948	0,3409	1,2384	0,2045	0,0062	0	0	1	0	0	0	0	0
VXB	760	2015	0,0000	-0,0569	0,0762	25,8955	0,0111	-0,1172	0,2753	0,0331	0,0720	0,2727	1,2143	0,1890	0,0113	0	0	1	0	0	0	0	0
VXB	760	2016	0,0000	-0,0465	0,0747	25,9903	0,0113	0,0345	0,2745	0,0325	0,0720	0,2841	1,1345	0,1680	0,0101	0	0	1	0	0	0	0	0
VXB	760	2017	0,0000	-0,0477	0,0757	25,9562	0,0161	-0,0242	0,2814	0,0273	0,0706	0,2386	1,0808	0,2139	0,0032	0	0	1	0	0	0	0	0

Mã CK	Code	Year	Inv	CF	Asset	Size	Lev	Sales	GO (Tobin'Q)	PERF1 (ROA)	PERF2 (BEP)	Div	Liq	Tangible	Risk	Over	DVTD	CN	YT	TI	NVL	CNTT	DK
VXB	760	2018	0,0000	-0,0551	0,0672	26,0514	0,0399	0,0893	0,2917	0,0114	0,0490	0,0000	1,0531	0,2171	0,0110	0	0	1	0	0	0	0	0
VXB	760	2019	0,0000	-0,0705	0,0992	25,8160	0,0000	-0,4207	0,3760	-0,0763	-0,0374	0,0000	0,8869	0,3624	0,0558	0	0	1	0	0	0	0	0
WCS	761	2011	0,7743	-0,1736	0,2944	25,1713	0,0000	0,1757	8,0838	0,2165	0,2872	0,0151	1,9852	0,1670			0	1	0	0	0	0	0
WCS	761	2012	1,0758	-0,0971	0,2234	25,3561	0,0000	0,4575	6,8554	0,2422	0,3215	0,0202	1,5841	0,1537			0	1	0	0	0	0	0
WCS	761	2013	0,7126	-0,0623	0,2325	25,4175	0,0000	0,0878	5,8091	0,2467	0,3290	0,0202	2,2882	0,1637	0,0163	1	0	1	0	0	0	0	0
WCS	761	2014	0,6719	-0,1559	0,2420	25,7886	0,0000	0,2297	4,0973	0,3366	0,4345	0,0202	3,5659	0,1441	0,0532	1	0	1	0	0	0	0	0
WCS	761	2015	0,6573	-0,0973	0,1732	25,9975	0,0000	0,1496	3,2016	0,2473	0,3165	0,0151	4,4609	0,0965	0,0517	1	0	1	0	0	0	0	0
WCS	761	2016	0,7808	-0,0318	0,1375	26,1826	0,0000	0,1023	2,5326	0,2382	0,2989	0,0101	6,1141	0,0700	0,0544	1	0	1	0	0	0	0	0
WCS	761	2017	0,8815	-0,0340	0,1226	26,3697	0,0000	0,0699	2,0614	0,2160	0,2711	0,0101	6,8718	0,0554	0,0161	1	0	1	0	0	0	0	0
WCS	761	2018	0,8328	-0,0269	0,1565	26,5174	0,0000	0,0377	1,7097	0,2025	0,2536	0,2015	9,0780	0,0635	0,0181	1	0	1	0	0	0	0	0
WCS	761	2019	0,8877	-0,0221	0,1596	26,3835	0,0000	0,0089	1,9906	0,2387	0,2994	0,2599	7,7291	0,0744	0,0183	1	0	1	0	0	0	0	0
X20	763	2016	0,0064	-0,2716	0,1903	27,2623	0,0000	0,1043	0,4173	0,0475	0,0593	0,1905	1,0805	0,6192	0,1016	0	0	0	0	0	0	0	0
X20	763	2017	0,0064	-0,1815	0,2024	27,4712	0,0000	0,0233	0,4178	0,0361	0,0464	0,1905	1,0046	0,5637	0,1139	0	0	0	0	0	0	0	0
X20	763	2018	0,0065	-0,2217	0,2145	27,5754	0,0000	0,0041	0,4250	0,0254	0,0332	0,1587	0,9924	0,5556	0,0111	0	0	0	0	0	0	0	0
X20	763	2019	0,0070	-0,4645	0,2785	26,9927	0,0200	-0,1312	0,4585	0,0100	0,0271	0,0159	0,9408	0,7912	0,0131	0	0	0	0	0	0	0	0