

# CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN VIỆC NIÊM YẾT CHÉO TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN: NGHIÊN CỨU TẠI THỊ TRƯỜNG C.HỨNG KHOÁN SINGAPORE

FACTORS AFFECTING TO CROSS - LISTING IN THE SECURITIES MARKET: AN EMPIRICAL STUDY AT SINGAPORE STOCK EXCHANGE

Ngày nhận bài: 05/10/2017

Ngày chấp nhận đăng: 06/04/2018

*Võ Thị Phương*

## TÓM TẮT

Trong bài báo này, tác giả nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến việc niêm yết chéo tại Sở giao dịch chứng khoán Singapore bao gồm 11 nhân tố: tài sản dài hạn, nợ dài hạn, doanh thu thuần, lợi nhuận trước thuế, khả năng quản lý nợ, nợ phải trả/vốn chủ sở hữu, khả năng thanh toán hiện hành, khả năng thanh toán nhanh, lợi nhuận trên vốn đầu tư, tỷ lệ tăng trưởng doanh thu, tỷ lệ tăng trưởng EPS. Số liệu thu thập từ 60 doanh nghiệp đang niêm yết chéo tại Sở giao dịch chứng khoán Singapore từ năm 2013 – 2016. Kết quả cho thấy có 5 nhân tố ảnh hưởng theo thứ tự giảm dần gồm: (1) nợ phải trả/vốn chủ sở hữu, (2) khả năng thanh toán nhanh, (3) tỷ lệ tăng trưởng thu nhập trên mỗi cổ phần, (4) lợi nhuận trên vốn đầu tư, (5) doanh thu thuần. Từ đó, tác giả đề xuất một số gợi ý chính sách dành cho những doanh nghiệp muốn niêm yết chéo trên thị trường chứng khoán Singapore.

**Từ khóa:** chứng khoán; niêm yết cổ phiếu; niêm yết chéo; thị trường chứng khoán; liên kết thị trường.

## ABSTRACT

In this paper, author examines the factors affecting to cross-listing in Singapore stock exchange, including 11 factors: Long-Term assets, long-term liabilities, net revenue, Earnings Before Tax, debt management capabilities, liabilities/equity, current ratio, quick ratio, return of invested capital, revenue growth rate, EPS growth rate. Data were collected from 60 companies were cross – listing on the Singapore exchange period from 2013 - 2016. The results show that there are 5 influencing factors in descending order: (1) liabilities/equity, (2) quick ratio, (3) earning per share growth rate, (4) return of invested capital, (5) net revenue. Propose policies for companies which want to cross-listed on the stock market in Singapore.

**Keywords:** securities; stock listing; cross-listing; securities market; market linkage

## 1. Giới thiệu

Hội nhập lĩnh vực tài chính là một trong những mục tiêu hàng đầu của cộng đồng kinh tế ASEAN sau khi ra đời vào tháng 12/2015. Thị trường chứng khoán là kênh huy động vốn dài hạn quan trọng của nền kinh tế và kỳ vọng sẽ tạo nền tảng phát triển hệ thống tài chính toàn khu vực, song điều này cũng đặt ra nhiều thách thức đối với các quốc gia thành viên trong đó có Việt Nam. Dòng vốn được tự do luân chuyển bao gồm dòng vốn cho vay, đi vay và đầu tư. Đối với các thị trường

chứng khoán mới nổi thì việc tham gia liên kết được xem là một giải pháp để phát triển (Demirguic-Kunt và cộng sự, 2008; Tahari, 2007; Shah và cộng sự, 2008; Faruquee, 2007). Việc liên kết và hội nhập các thị trường chứng khoán đã mang lại nhiều lợi ích cho các nước bao gồm: (1) nâng cao khả năng huy động vốn, (2) huy động vốn nước ngoài giúp giảm sức ép lên hệ thống ngân hàng, (3) phân tán rủi ro và nâng cao uy tín hình ảnh

---

Võ Thị Phương, Khoa Tài chính - Ngân hàng,  
ĐH Mở thành phố Hồ Chí Minh

các doanh nghiệp trên thị trường quốc tế, (4) giảm thiểu rủi ro của sự bất ổn định tài chính, (5) mở rộng quy mô, phạm vi hoạt động, nâng cao năng lực cạnh tranh của hệ thống tài chính và tạo điều kiện thuận lợi cho thị trường vốn phát triển, (6) thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Nằm trong dòng chảy hội nhập chung của các thị trường trong khu vực, thị trường chứng khoán Việt Nam không thể tách mình khỏi xu hướng này. Ngoài việc dòng vốn được lưu chuyển tự do, cộng đồng kinh tế Asean cũng cho phép các doanh nghiệp được niêm yết chéo. Hoạt động này nằm trong chương trình liên kết giao dịch ASEAN hiện có Singapore, Thái Lan và Malaysia tham gia, với những quốc gia có trình độ phát triển thấp hơn như Việt Nam vẫn còn nhiều thách thức. Tính tới đầu năm 2016, Sở giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh và Ủy ban chứng khoán Nhà nước đã có một số văn bản ký kết hợp tác với một số sở giao dịch chứng khoán ở thị trường quốc tế như Hồng Kông, Úc, Đài Loan, Singapore,... Trong đó, Singapore vẫn là lựa chọn tối ưu nhất đối với các doanh nghiệp Việt Nam. Singapore là một trung tâm tài chính lớn không chỉ trong khu vực Đông Nam Á mà còn của cả Châu Á và thế giới. Sở giao dịch chứng khoán Singapore (SGX) là một trong những thị trường có tính thanh khoản cao nhất châu Á, với 46% tổng số vốn trên thị trường được tạo thành từ vốn của các công ty nước ngoài niêm yết trên SGX (Trần Quang Phú, 2012). Vậy làm thế nào để nâng cao khả năng và cơ hội niêm yết cho các doanh nghiệp nói chung và doanh nghiệp Việt Nam nói riêng tại SGX, những nhân tố nào thực sự ảnh hưởng và mức độ ảnh hưởng mạnh yếu như thế nào là lý do tác giả chọn đề tài nghiên cứu.

## 2. Các nghiên cứu trước đây

Trên thế giới đã có rất nhiều nghiên cứu về hoạt động niêm yết ra thị trường nước

ngoài. Mỗi nghiên cứu đứng trên góc độ mỗi quốc gia khác nhau và phân tích các khía cạnh khác nhau về hoạt động niêm yết chéo.

Saudagaran, S.M (1988) đã nghiên cứu các nhân tố tác động đến quyết định của công ty khi niêm yết ở thị trường nước ngoài bao gồm: sự tham gia của công ty vào thị trường chứng khoán nội địa, tầm quan trọng của thị trường nước ngoài với tư cách là thị trường tiêu thụ sản phẩm của công ty, đầu tư nước ngoài trong tổng tài sản và quy mô tương đối của lực lượng lao động ở nước ngoài. Kết quả chỉ ra rằng quy mô của công ty ở thị trường nội địa có tác động lớn tới quyết định niêm yết chéo của công ty trên thị trường quốc tế. Ngoài ra, theo Saudagaran ngành nghề kinh doanh chính của công ty và quốc gia cũng ảnh hưởng tới quyết định niêm yết chéo.

Pagano, Roell và Zechner (2002) đã phân tích đặc điểm của công ty trước và sau khi niêm yết chéo. Nhóm tác giả nhận định rằng những công ty công nghệ cao và định hướng xuất khẩu thường bị thu hút bởi Sở giao dịch chứng khoán Mỹ. Những công ty niêm yết chéo trên sàn Châu Âu hiếm khi tăng trưởng nhanh nhưng có được những lợi ích sau khi niêm yết chéo. Nhóm tác giả cũng phân tích những bằng chứng về niêm yết chéo của các công ty Mỹ và Châu Âu để chứng minh xu hướng trong việc niêm yết chéo cũng như đặc điểm của thị trường nơi mà cổ phiếu được niêm yết với các tiêu chuẩn về thực hành kế toán, mức độ bảo vệ các cổ đông, sự thể hiện của thị trường và chi phí giao dịch. Cuối cùng, nhóm tác giả đã kết luận về mối tương quan dương giữa những nhân tố trên với hoạt động niêm yết chéo của các doanh nghiệp.

Pagano, Roell & Zechner (2002) và Kuria H. Mwangi (2008) đã xem xét tác động trong ngắn hạn và dài hạn của việc niêm yết chéo của các công ty niêm yết trên sàn NSE và hoạt động của các công ty này sau khi niêm yết. Nhóm tác giả đã đưa ra kết luận rằng

việc thông báo niêm yết chéo có thể ảnh hưởng tiêu cực đến cổ tức của cổ phiếu. Theo nhóm tác giả, những công ty không niêm yết chéo có hệ số khả năng thanh toán hiện hành cao hơn những công ty đã niêm yết chéo, một dấu hiệu của việc tăng khả năng thanh khoản sau đó. Đồng kết quả nghiên cứu với Mugo, R.K (2010) cũng đã thống kê rằng niêm yết chéo có thể tác động không tốt đến tính thanh khoản của cổ phiếu và tỷ lệ P/E.

Desai (2004) trong nghiên cứu các nhóm nhân tố có liên quan đến việc niêm yết cổ phiếu ra nước ngoài. Tác giả đã nhận diện ra 3 nhân tố gồm: (i) vấn đề bảo vệ quyền lợi cổ đông, chế độ công bố thông tin xuyên quốc gia và vấn đề quản trị công ty; (ii) thị trường tiêu thụ sản phẩm – công ty niêm yết cổ phiếu tại những thị trường mà ở đó có thể mở rộng thị trường tiêu thụ sản phẩm công ty; (iii) thị trường lao động - những công ty có nhân viên là người nước ngoài sẽ được thu hút hơn khi niêm yết được xem như là một chương trình khuyến khích người lao động.

Theo Andrianaivo & Yarty (2009) và Yarty (2008) thì các yếu tố ảnh hưởng đến việc lựa chọn thị trường niêm yết ra nước ngoài bao gồm: tính thanh khoản của thị trường chứng khoán, biến động của thị trường chứng khoán, cơ sở hạ tầng thị trường, khuôn khổ pháp lý và rủi ro chính trị.

Mặc dù trên thế giới có rất nhiều công trình nghiên cứu về niêm yết chéo trên các góc độ khác nhau. Tuy nhiên, hầu hết các công trình nổi tiếng trên đều tập trung vào nghiên cứu các thị trường đã phát triển và các công ty lớn thuộc khu vực Châu Âu, Mỹ, Trung Quốc và các quốc gia Mỹ Latinh. Tuy nhiên, số lượng công trình nghiên cứu về hoạt động niêm yết chéo của các công ty và tập đoàn khu vực ASEAN, đặc biệt là hoạt động niêm yết của các doanh nghiệp là rất ít. Tại Việt Nam, hoạt động hội nhập thị trường vốn

quốc tế cũng đã được nghiên cứu trên nhiều khía cạnh và cách tiếp cận khác nhau.

Trương Thị Mỹ Nhân (2012) đã tổng hợp cơ sở lý luận và thực tiễn về các nhóm nhân tố ảnh hưởng đến tác động của tự do hóa tài chính đối với tăng trưởng kinh tế và phân tích tổng thể quá trình tự do hóa tài chính tại Việt Nam trong giai đoạn 1990-2010 trên các khía cạnh tự do hóa lãi suất, tín dụng và luân chuyển vốn. Tác giả đánh giá tác động của tự do hóa tài chính với tăng trưởng kinh tế của Việt Nam và đề xuất 4 nhóm giải pháp để tiếp tục thực hiện tự do hóa tài chính góp phần thúc đẩy tăng trưởng kinh tế của Việt Nam đến năm 2020. Tuy nhiên, bài nghiên cứu mới chỉ đánh giá tác động của tự do hóa tài chính tới Việt Nam với vị thế là nước tiếp nhận các dòng tự do hóa tài chính mà chưa nêu lên vai trò của tự do hóa tài chính tới Việt Nam với vị thế là nước tận dụng những cơ hội của tiến trình tự do hóa tài chính để thu hút các luồng vốn từ bên ngoài để đầu tư phát triển, điển hình là tác động của việc doanh nghiệp Việt Nam huy động vốn trên thị trường vốn quốc tế. Hệ thống khuôn khổ pháp lý tại Việt Nam hiện còn nhiều hạn chế khiến cho các doanh nghiệp khó được chấp nhận niêm yết chéo. Vì những nguyên nhân như: (i) Việt Nam đã không đạt được thỏa thuận với các thị trường chứng khoán trong khu vực; (ii) Đồng Việt Nam chưa được công nhận trên thị trường quốc tế; (iii) Bất ổn giá trị đồng tiền, hiện tượng đô la hoá, tự do hoá các giao dịch vãng lai và tài khoản vốn.

Bài viết của Trần Quang Phú (2012) là nghiên cứu đầu tiên và toàn diện quá trình xây dựng lộ trình khả thi cho việc hội nhập thị trường chứng khoán Việt Nam vào thị trường chứng khoán khu vực ASEAN. Tác giả đi sâu vào phân tích các tiền đề cho quá trình hội nhập thị trường chứng khoán khu vực của Việt Nam, đánh giá thực trạng hoạt động hội nhập thị trường chứng khoán

ASEAN của Việt Nam và kiến nghị các giải pháp trong hình thành tiền đề nội lực quốc gia cho quá trình hội nhập thị trường chứng khoán ASEAN như nâng cao năng lực của các chủ thể trên thị trường gồm: các chủ thể phát hành, trung gian tài chính, cơ quan quản lý và giám sát thị trường chứng khoán. Cuối cùng, tác giả đề xuất các giải pháp khả thi và mô hình hội nhập vào thị trường chứng khoán ASEAN của Việt Nam theo hai cấp độ song phương và đa phương.

Nguyễn Thị Tám (2010) đã nghiên cứu về hoạt động niêm yết chéo chứng khoán. Bài viết nghiên cứu tổng quan về niêm yết ra nước ngoài tại một số sở giao dịch chứng khoán trên thế giới, đưa ra một số quan điểm về lựa chọn thị trường niêm yết và phân tích thực trạng niêm yết chứng khoán ra nước ngoài của các doanh nghiệp Việt Nam, tìm ra những nhân tố ảnh hưởng đến quyết định lựa chọn thị trường. Trên cơ sở đó, đề xuất một số giải pháp hỗ trợ các doanh nghiệp Việt Nam thành công trong việc đưa cổ phiếu xuất ngoại.

Nhìn chung, các công trình nghiên cứu về niêm yết chéo ở Việt Nam mới chỉ đánh giá được tổng quan hoạt động hội nhập thị trường chứng khoán ASEAN và các nhân tố ảnh hưởng đến việc lựa chọn thị trường niêm yết nhưng chưa đi sâu vào nghiên cứu một thị trường cụ thể tại khu vực ASEAN.

### 3. Kết quả nghiên cứu

#### 3.1. Mô hình nghiên cứu

Dựa trên nghiên cứu của Otavio. R. D và Carmen S. B (2005), tác giả sử dụng mô hình Logistic có dạng như sau:

$$\text{Prob}(Y=1|x) = \frac{e^{\sum_{i=0}^n \beta_i X_i}}{1 + e^{\sum_{i=0}^n \beta_i X_i}}$$

Với biến phụ thuộc Y là một biến nhị phân nhận hai kết quả sau:

Y=1 doanh nghiệp niêm yết chéo

Y=0 doanh nghiệp không niêm yết chéo

X<sub>i</sub> là các biến độc lập tham gia vào mô hình bao gồm:

**Bảng 1.** Danh sách các biến có trong mô hình

Biến	Đo lường	Ký hiệu
Tài sản dài hạn	Tài sản dài hạn	X <sub>1</sub>
Nợ dài hạn	Nợ dài hạn	X <sub>2</sub>
Doanh thu thuần	Doanh thu thuần	X <sub>3</sub>
Lợi nhuận trước thuế	Lợi nhuận trước thuế	X <sub>4</sub>
Tỷ lệ nợ trên tổng tài sản	Nợ phải trả/tổng tài sản	X <sub>5</sub>
Tỷ lệ nợ phải trả/vốn chủ sở hữu	Nợ phải trả/vốn chủ sở hữu	X <sub>6</sub>
Khả năng thanh toán hiện hành	Tài sản ngắn hạn/nợ ngắn hạn	X <sub>7</sub>
Khả năng thanh toán nhanh	(Tài sản ngắn hạn – Hàng tồn kho)/Tổng số nợ ngắn hạn	X <sub>8</sub>
Lợi nhuận trên vốn đầu tư (ROIC)	(EBIT*(1 – T))/vốn đầu tư <i>Trong đó</i> EBIT: thu nhập trước lãi vay và thuế Vốn đầu tư = Tổng tài sản - Tổng nợ ngắn hạn	X <sub>9</sub>
Tỷ lệ tăng trưởng doanh thu	Tỷ lệ tăng trưởng doanh thu	X <sub>10</sub>
Tỷ lệ tăng trưởng thu nhập trên mỗi cổ phần (EPS)	Tỷ lệ tăng trưởng thu nhập trên mỗi cổ phần (EPS)	X <sub>11</sub>

### 3.2. Phương pháp thu thập thông tin

Số liệu thu thập từ 60 doanh nghiệp bao gồm 30 doanh nghiệp của các nước Đông Nam Á đã niêm yết chéo trên sàn SGX và 30 doanh nghiệp vừa và nhỏ của Singapore. Dữ liệu này bao gồm các thông tin sơ cấp từ các báo cáo kết quả kinh doanh, bảng cân đối kế toán, báo cáo ngân lưu và báo cáo thường niên của các doanh nghiệp trong giai đoạn từ 2013 đến 2016 trên [www.sgx.com](http://www.sgx.com).

### 3.3. Kết quả nghiên cứu

#### 3.3.1. Hiệu chỉnh mô hình hồi quy

Sau khi hiệu chỉnh mô hình với đầy đủ các biến cho kết quả như bảng 2.

**Bảng 2.** Kết quả hiệu chỉnh mô hình đầy đủ các biến theo mô hình logit

	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	9,2577	6,1377	1,5083	0,1315
X <sub>1</sub>	0,0004	0,0002	2,0303	0,0423
X <sub>2</sub>	-0,0003	0,0005	-0,5252	0,5995
X <sub>3</sub>	0,0006	0,0003	2,0020	0,0453
X <sub>4</sub>	-0,0041	0,0019	-2,1819	0,0291
X <sub>5</sub>	-9,1627	6,2957	-1,4554	0,1456
X <sub>6</sub>	-0,5389	0,2251	-2,3938	0,0167
X <sub>7</sub>	0,0338	0,2830	0,1194	0,9049
X <sub>8</sub>	0,2134	0,3071	0,6949	0,4871
X <sub>9</sub>	0,0035	0,0019	1,7911	0,0733
X <sub>10</sub>	-0,0059	0,0047	-1,2596	0,2078
X <sub>11</sub>	-0,0034	0,0017	-1,9910	0,0465

*Nguồn: kết quả phân tích từ phần mềm Eview*

Với dữ liệu từ năm 2013 – 2016, giữa các năm không có sự khác biệt trong việc niêm yết chéo của các doanh nghiệp, tác giả xem mỗi năm là một quan sát và có được 240 quan sát. Tuy nhiên, kết quả này có 2 lỗi chưa được khắc phục: (i) các biến trong mô hình có ý nghĩa hay không, (ii) mô hình có ý nghĩa hay không. Tác giả giải quyết lỗi (i) trước. Cụ thể bằng kiểm định ý nghĩa hệ số của các biến tham gia vào mô hình bằng kiểm định cặp giả thuyết:  $H_0: \beta_i = 0$ ;  $H_1: \beta_i \neq 0$ . Kết quả của kiểm định được tính qua phần mềm Eview và đưa ra kết quả tại cột Prob (Mức

xác suất P value của kiểm định). Theo đó, nếu giá trị prob của một biến bất kỳ trong mô hình lớn hơn 0,1 ( $\alpha=10\%$ ) thì kết quả của kiểm định biến đó không có ý nghĩa trong mô hình. Do đó, tác giả thực hiện hiệu chỉnh mô hình bằng cách loại bỏ biến có mức Prob cao nhất. Trong trường hợp này biến đầu tiên bị loại bỏ đó là X<sub>7</sub> (khả năng thanh toán hiện hành) với Prob=0,9049. Sau khi loại bỏ biến X<sub>7</sub> tiếp tục hồi quy lại mô hình logit với 10 biến còn lại. Kết quả hồi quy mô hình 2 vẫn mắc lỗi (i). Mô hình tiếp tục được hiệu chỉnh bằng cách loại bỏ biến X<sub>2</sub> (Nợ dài hạn) với Prob=0,6067. Tác giả tiếp tục thực hiện hồi quy với 9 biến còn lại nhưng vẫn xuất hiện lỗi (i) và kết quả loại bỏ biến X<sub>10</sub> (tỷ lệ tăng trưởng doanh thu) với Prob=0,1709. Sau đó, tiếp tục thực hiện lại mô hình hồi quy với 8 biến. Kết quả hồi quy cho thấy, đến mô hình 4, lỗi (i) vẫn xuất hiện. Kết quả tiếp tục loại bỏ biến X<sub>5</sub> (tỷ lệ nợ phải trả trên tổng tài sản) ra khỏi mô hình hồi quy với Prob=0,2961 được mô hình 5. Kết quả các biến trong mô hình 5 đều có mức ý nghĩa  $\alpha = 10\%$ .

Tuy nhiên với biến X<sub>4</sub> (lợi nhuận trước thuế) là một biến đã được liệt kê trong yêu cầu để doanh nghiệp được niêm yết chéo. Do vậy, tác giả quyết định bỏ biến X<sub>4</sub> ra khỏi mô hình hồi quy vì biến này không có ý nghĩa trong thực tế. Thực hiện hồi quy với các biến còn lại, kết quả loại X<sub>1</sub> với Prob=0,2438. Tiếp tục thực hiện hồi quy với các biến còn lại thu được mô hình 7.

**Bảng 3.** Kết quả hồi quy mô hình 7

	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
X <sub>3</sub>	0,0005	0,0001	2,9810	0,0029
X <sub>6</sub>	-0,5870	0,1301	-3,5561	0,0004
X <sub>8</sub>	0,3478	0,1061	2,3352	0,0151
X <sub>9</sub>	0,0041	0,0011	1,6641	0,0021
X <sub>11</sub>	-0,0052	0,0010	-2,6412	0,0188
C	-0,0083	0,3215	-0,0210	0,9341

*Nguồn: kết quả phân tích từ phần mềm Eview*

Vậy, với mức ý nghĩa  $\alpha=10\%$ , có thể xem các biến mô hình 7 có ý nghĩa. Đồng thời thực hiện kiểm định ý nghĩa của hệ số chặn trong mô hình 5 thu được kết quả là hệ số chặn c của mô hình không có ý nghĩa ( $\text{Prob}=0,9776>0.1$ ). Điều này có nghĩa mô hình ít chịu ảnh hưởng từ các yếu tố khác chưa được đưa vào mô hình. Cụ thể các yếu tố khác ảnh hưởng đến mô hình khi không được đưa vào sẽ làm tăng phần sai số của mô hình. Khi thực hiện ước lượng, phần sai số sẽ được chuyển vào hệ số chặn. Do vậy, khi kiểm định và thu được kết quả hệ số chặn không có ý nghĩa và đồng nghĩa với việc mô hình hạn chế được các tác động của phần dư. Với mô hình 7, thống kê tỷ số hàm hợp lý được tính bởi phần mềm Eview và có giá trị tại “LR statistic”. Vậy  $R = 87,40593$ . Với  $\text{Prob}(\text{LR statistic}) = 0$ . Nghĩa là nhỏ hơn  $\alpha$ . Vì vậy, giả thuyết  $H_1$  đúng, hay nói cách khác với  $\alpha = 10\%$ , mô hình 7 có ý nghĩa. Kiểm định sự phù hợp (Goodness – of – Fit Test) Hosmer-Lemeshow. Giả sử số liệu phân thành J nhóm,  $n_j$  là số quan sát trong nhóm j,  $j = 1, 2, \dots, J$

Khi đó thông kê HL Hosmer- Lemeshow

Nếu mô hình định dạng đúng thì  $HL \sim \chi^2$  (J-2).

$$H_0: c = \beta_3 = \beta_6 = \beta_9 = \beta_{10} = \beta_{12} = 0$$

Thực hiện kiểm định Goodness – of – Fit Test trên Eview với  $J=10$ , ta thu được kết quả ở bảng sau:

**Bảng 4.** Kết quả kiểm định sự phù hợp (Goodness – of – Fit Test) Hosmer- Lemeshow

H-L			
Statistic	5,2108	Prob. Chi-Sq(8)	0,0714
Andrews			
Statistic	41,1342	Prob. Chi-Sq(10)	0,0000

*Nguồn: Kết quả phân tích từ phần mềm Eview*

Với mức ý nghĩa  $\alpha=10\%$ , Prob. Chi-Sq(8) và Prob. Chi-Sq(10) đều nhỏ hơn  $\alpha$ . Vậy, giả

thuyết  $H_1$  đúng và mô hình 7 có ý nghĩa. Sau đó để đo mức độ phù hợp của mô hình tác giả dùng thống kê Mc Fadden R2. Theo kết quả hồi quy mô hình, Mc Fadden R2 = 0,3754. Vậy, các biến độc lập trong mô hình giải thích được 37,54% sự thay đổi của biến phụ thuộc. Vậy, mô hình 7 không mắc phải lỗi (i) và (ii). Do đó, mô hình 7 là mô hình đã được hiệu chỉnh và được tác giả sử dụng để hồi quy. Theo đó, các biến có ý nghĩa được đưa vào mô hình lần lượt là:  $X_3$  (doanh thu thuần),  $X_6$  (tỷ lệ nợ phải trả/vốn chủ sở hữu),  $X_8$  (khả năng thanh toán nhanh),  $X_9$  (lợi nhuận trên vốn đầu tư),  $X_{11}$  (tỷ lệ tăng trưởng thu nhập trên mỗi cổ phần).

### 3.3.2. Đánh giá kết quả hồi quy

Sau khi thực hiện hiệu chỉnh mô hình cho kết quả như sau:

$$\text{Prob}(Y=1|x) = \frac{e^{(0,000476X_1 - 0,587034X_2 + 0,347786X_3 + 0,004152X_4 - 0,005247X_{11} - 0,008291)}}{1 + e^{(0,000476X_1 - 0,587034X_2 + 0,347786X_3 + 0,004152X_4 - 0,005247X_{11} - 0,008291)}}$$

Khi xem xét mức độ ảnh hưởng của biến bất kỳ tới xác suất doanh nghiệp niêm yết chéo được tính như sau:

Với  $q_i$  là khả năng  $Y=1$ .

$$\frac{\partial}{\partial X} p_i = \frac{e^{\beta_1 + \beta_2 X_i}}{(1 + e^{\beta_1 + \beta_2 X_i})^2} \beta_2 = p_i(1 - p_i)\beta_2$$

$\frac{\partial}{\partial x} p_i$  là mức gia tăng khả năng (xác suất)

$Y = 1$  khi biến độc lập X tăng thêm 1 đơn vị.

Vì vậy, với mỗi quan sát khác nhau, tác động của biến độc lập đến khả năng niêm yết là khác nhau. Với kết quả trên các nhân tố có tác động đến việc niêm yết chéo trên thị trường chứng khoán Singapore theo mức độ giảm dần bao gồm: tỷ lệ nợ phải trả/vốn chủ sở hữu, khả năng thanh toán nhanh, tỷ lệ tăng trưởng EPS, lợi nhuận trên vốn đầu tư, doanh thu thuần.

Tuy nhiên, bài nghiên cứu chưa phân định được vai trò của các ngành tác động đến khả năng niêm yết chéo. Như với các ngành tài

chính, ngân hàng có đòn bẩy tài chính và nợ phải trả cao hay các doanh nghiệp trong lĩnh vực công nghệ cao, xuất khẩu và viễn thông có sự hội nhập sâu vào thị trường quốc tế dẫn đến khả năng niêm yết chéo cao. Những kết luận mà bài nghiên cứu đưa ra chỉ có thể phản ánh sự tác động của các nhân tố tới khả năng niêm yết chéo trong bối cảnh kinh tế như trong giai đoạn hoặc tương tự giai đoạn 2013-2016. Trong bối cảnh kinh tế khác, có thể các tác động của các nhân tố mà tác giả đã đề cập sẽ khác về cả độ lớn và chiều tác động.

#### 4. Gợi ý chính sách cho các doanh nghiệp Việt Nam

Để các doanh nghiệp được niêm yết chéo chứng khoán tại thị trường Singapore thành công, tác giả đưa ra một số gợi ý sau:

*Thứ nhất, đối với chỉ tiêu nợ phải trả trên vốn chủ sở hữu:* Doanh nghiệp cần tăng khả năng tự đảm bảo về mặt tài chính, xem xét giảm các khoản nợ vay ngân hàng và phát hành trái phiếu. Thay vào đó, việc huy động vốn thông qua phát hành cổ phiếu là một biện pháp hữu hiệu để đảm bảo khả năng thanh toán và giảm rủi ro vỡ nợ của doanh nghiệp. Một điểm đáng lưu ý là các doanh nghiệp cần xem xét lại sức sản xuất và sức sinh lời của

vốn chủ sở hữu, từ đó nâng cao hiệu quả của việc sử dụng nguồn vốn này, giảm thiểu khoản cho vay và chi phí đi vay. Tuy nhiên, việc sử dụng nợ cũng có một ưu điểm, đó là chi phí lãi vay sẽ được trừ vào thuế thu nhập doanh nghiệp. Do đó, điều quan trọng nhất là doanh nghiệp phải cân nhắc giữa rủi ro về tài chính và ưu điểm của vay nợ để đảm bảo một tỷ lệ hợp lý nhất. Cụ thể, nếu chi phí trả tiền lãi cho các khoản vốn vay vượt quá 4 lần vốn chủ sở hữu (tức tỷ lệ nợ vay/vốn chủ sở hữu là 4:1) đối với lĩnh vực sản xuất, vượt quá 3 lần vốn chủ sở hữu (tức tỷ lệ nợ vay/vốn chủ sở hữu là 3:1) đối với lĩnh vực còn lại sẽ không được tính là chi phí hợp lý, hợp lệ khi xác định thu nhập chịu thuế thu nhập doanh nghiệp. Khi dùng tỷ số này để đánh giá cần so sánh tỷ số của một doanh nghiệp cá biệt nào đó với tỷ số bình quân của toàn ngành. Chỉ tiêu này có tác động tích cực tới khả năng niêm yết chéo của doanh nghiệp khi giá trị của chỉ tiêu trong một giới hạn nhất định phụ thuộc vào đặc điểm của từng ngành nghề kinh doanh. Tuy nhiên, khi giá trị của chỉ tiêu này vượt quá ngưỡng giới hạn sẽ tác động tiêu cực tới khả năng niêm yết thành công lên thị trường chứng khoán nước ngoài của doanh nghiệp.

#### TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Doãn Thùy Dương và Đinh Thế Hùng (2014), 'Cấu trúc nguồn vốn và khả năng sinh lời của doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam', Tạp chí Kinh tế & Phát triển, 12/2014, trang 30-37.
- Frederick B. Hawley (1893), 'The Risk Theory of Profit', The Quarterly Journal of Economics, Vol. 7, No. 4, pp. 459-479.
- Marian Siminica, Daniel Circiumaru, Dalia Simion (2011), 'The Correlation between the Return on Assets and the Measures of Financial Balance for Romanian Companies', International journal of mathematical models and methods in applied sciences, 2 (6).
- Modigliani, F., and M. Miller, (1958), The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, American Economic Review, 48, 261-297.
- Modigliani, F., and M. Miller, (1963), Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction, the American Economic Review, 53, 433-443.

- Neil Nagy (2009), 'Determinants of Profitability: What factors play a role when assessing a firm's return on assets?', The University of Akron.
- Nguyễn Lê Thanh Tuyền (2013), 'Nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của các công ty ngành sản xuất chế biến thực phẩm niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam', Luận văn thạc sĩ kinh tế, Đại học Đà Nẵng.
- Rami Zeitun & Gary Gang Tian (2007a), 'Capital structure and corporate performance: Evidence from Jordan, Australasian Accounting Business and Finance Journal', Australasian Accounting, Business and Finance Journal, 1 (4).
- Remi Zeitun & Gary Gang Tian (2007b), 'Does ownership affect a firm's performance and default risk in Jordan?', The International Journal of Business in Society, 7 (1), 66-82.
- Weixu XI & Hao Yong (2005), 'An empirical study on relationship between corporate performance and capital structure'.
- Zahid Bashir, Ali Abbas, Shahid Manzoor và Muhammad Nadeem Akram (2013), 'Empirical Investigation of the Factors Affecting Firm's Performance: a Study Based on Food Sector of Pakistan', International SAMANM Journal of Finance and Accounting, July 2013, Vol.1, No.2.