

# Tác động của cấu trúc sở hữu tới kết quả hoạt động của các doanh nghiệp xây dựng thuộc lĩnh vực xây dựng niêm yết trên sàn HOSE

Lê Đức Hoàng\*, Tạ Thu Phương\*\*, Thái Thu Thủy, Nguyễn Chí Dũng

*Bài viết này nghiên cứu tác động của cấu trúc sở hữu (sở hữu nhà nước, sở hữu nước ngoài) tới kết quả hoạt động của 32 công ty thuộc lĩnh vực xây dựng niêm yết trên sàn HOSE trong năm 2013. Các kết quả thu được từ mô hình FEM cũng như các phân tích thống kê chỉ ra rằng trong khi kết quả hoạt động của công ty tương quan ngược với mức độ tập trung của sở hữu nhà nước thì lại tương quan thuận với sở hữu nước ngoài. Ngoài ra kết quả hoạt động của công ty có quan hệ hình chữ U ngược với sở hữu nhà nước còn đối với sở hữu nước ngoài là hình chữ U thuận. Điều này ngụ ý rằng trong khi tập trung quyền sở hữu nước ngoài làm tăng kết quả hoạt động của công ty thì sự tập trung sở hữu nhà nước lại làm giảm kết quả hoạt động của doanh nghiệp.*

**Từ khóa:** Cấu trúc sở hữu, kết quả hoạt động, sở hữu nhà nước, sở hữu nước ngoài.

## 1. Giới thiệu

Trong thực tế kết quả hoạt động của công ty có liên hệ mật thiết với cấu trúc sở hữu vì nó là một khía cạnh không thể tách rời của công tác quản trị công ty (Corporate Governance). Việc đánh giá mối liên hệ giữa cấu trúc sở hữu và kết quả hoạt động từ lâu đã thu hút nhiều nghiên cứu của nhiều học giả và các nhà quản lý kinh tế. Ngay từ năm 1932, xuất phát từ thực tế rằng đa phần các công ty của Mỹ lúc đó được sở hữu bởi rất nhiều các cổ đông nhỏ nhưng quyền quản lý và vận hành doanh nghiệp lại nằm trong tay một số nhỏ các nhà quản lý, Adolf Berle và Gardiner Means đã viết cuốn sách “Doanh nghiệp hiện đại và Tài sản Tư nhân” (Berle & Means, 1932). Trong cuốn sách này, hai ông đã lần đầu tiên nghiên cứu về mối liên hệ giữa cấu trúc sở hữu của doanh nghiệp và kết quả hoạt động của nó. Các kết quả của Berle và Means được mở rộng và cụ thể hóa bởi Jensen & Meckling (1976) trong nghiên cứu về mô hình hóa tác động của sự phân tán của quyền sở hữu và kiểm soát doanh nghiệp trong “Lý thuyết về Doanh nghiệp” (Theory of the Firm). Morck & cộng sự (1988) và McConnel & Servaes (1990) đã đưa ra các kết quả kiểm định thực chứng đầu tiên về tác động của quyền sở hữu của các nhà quản trị, còn gọi là sở hữu nội bộ (Insider Ownership) lên giá trị của doanh nghiệp. Ngoài ra, Morck

và các cộng sự cũng chỉ ra hiệu ứng phi tuyến tính của sở hữu nội bộ và kết quả hoạt động. Điều này được giải thích bằng tác động tích cực và tiêu cực của sở hữu nội bộ sẽ triệt tiêu lẫn nhau. Cụ thể là, với mức sở hữu nội bộ thấp thì hiệu ứng tích cực của sở hữu nội bộ chiếm ưu thế và do vậy cải thiện kết quả hoạt động. Khi sở hữu nội bộ ở mức trung bình thì hiệu ứng tiêu cực lại chiếm ưu thế và làm giảm kết quả hoạt động của công ty. Tuy nhiên, khi sở hữu nội bộ trở nên cao hơn, hiệu ứng tích cực lại chiếm ưu thế và kết quả hoạt động của công ty lại được cải thiện. Morck thậm chí cũng chỉ ra cụ thể cho ba khoảng sở hữu nội bộ tương ứng là từ 0% đến 5%, từ 5% đến 25%, và trên 25% khi nghiên cứu dữ liệu của 371 trong số 500 công ty trong danh sách Fortune 500.

Bối cảnh toàn cầu hóa cùng với thực trạng khủng hoảng kinh tế đã ảnh hưởng mạnh đến các hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp Việt Nam. Theo đó, môi trường kinh doanh tiềm ẩn nhiều rủi ro sẽ là nhân tố tác động làm cho các doanh nghiệp bộc lộ những yếu kém về nhiều mặt. Chính vì vậy, một trong những kế hoạch quan trọng của chiến lược tái cấu trúc nền kinh tế hiện nay của Việt Nam là tái cấu trúc hệ thống doanh nghiệp. Tái cấu trúc doanh nghiệp với bản chất là sự thay đổi doanh nghiệp một cách toàn diện ở hầu hết các lĩnh vực,

trong đó tái cấu trúc về sở hữu của doanh nghiệp là một nội dung quan trọng. Cùng với đó là các cải cách về luật đầu tư theo hướng bãi bỏ các hạn chế về quyền sở hữu có yếu tố nước ngoài tại các công ty trong nước, kể cả các công ty trong các lĩnh vực có ảnh hưởng then chốt tới nền kinh tế quốc dân mà Nhà nước chiếm phần sở hữu tuyệt đối bằng cách với hi vọng thông qua quá trình cổ phần hóa để học hỏi kinh nghiệm quản lý cũng như tiếp thu công nghệ của các quốc gia tiên tiến nhằm nâng cao kết quả hoạt động của các công ty này cũng như toàn bộ nền kinh tế nói chung. Sở hữu nước ngoài tại nhiều công ty ở Việt Nam đã tăng theo các năm và cho đến hiện tại, ngoài sở hữu nhà nước, thì sở hữu nước ngoài đóng một vai trò quan trọng trong quá trình chuyển đổi nền kinh tế, học hỏi kinh nghiệm quản lý cũng như kỹ thuật tiên tiến, tạo công ăn việc làm và tỷ trọng đóng góp cao của chúng trong cơ cấu GDP và xuất khẩu. Các nghiên cứu về tác động của cấu trúc sở hữu, đặc biệt là sở hữu nhà nước và sở hữu nước ngoài tới kết quả hoạt động của các doanh nghiệp tại Việt Nam vẫn chưa nhận được chú trọng trong các nghiên cứu. Việc nghiên cứu về sở hữu nước ngoài, sở hữu nhà nước tới kết quả hoạt động của các công ty sẽ cung cấp chi tiết hơn về chủ đề này, đặc biệt là trong bối cảnh Chính phủ đang đẩy mạnh quá trình cổ phần hóa và tái cơ cấu lại các doanh nghiệp nhà nước hiện nay.

## 2. Tổng quan vấn đề nghiên cứu

Các nghiên cứu về sở hữu nước ngoài, sở hữu nhà nước chủ yếu được thực hiện tại các nền kinh tế mới nổi đang phát triển, đặc biệt là tại các quốc gia trước đây theo đuổi kế hoạch hóa trong nền kinh tế như Trung Quốc cũng như các quốc gia thuộc khối xã hội chủ nghĩa tại Đông Âu trước đây. Các kết luận của những nghiên cứu này cho các kết quả không giống nhau tại các quốc gia được khảo sát. Khi nghiên cứu dữ liệu của 167 công ty trong giai đoạn 1989–2006, Zeitun (2009) đã chỉ ra mối tương quan nghịch khá mạnh giữa mức độ sở hữu của nhà nước với các kết quả hoạt động của công ty. Tương tự, nghiên cứu của Pervan & Todoric (2012) đã chỉ ra sở hữu nhà nước có tác động tiêu cực đến kết quả hoạt động của công ty. Trong khi đó, Claessens & cộng sự (2000) khi nghiên cứu dữ liệu của 1782 công ty từ năm 1992 đến 1997 nằm trong giai đoạn cổ phần hóa mạnh mẽ tại cộng hòa Séc lại cho kết quả ngược lại: tập trung quyền sở hữu của Nhà nước làm tăng kết quả hoạt động của công ty. Kết quả này

tương đồng với những nghiên cứu của hai tác giả Do Xuan Quang & Wu (2014) khi nghiên cứu sự tác động của cấu trúc sở hữu và cấu trúc vốn lên kết quả hoạt động của doanh nghiệp qua nghiên cứu dữ liệu hỗn hợp của các công ty niêm yết trên sàn HOSE trong giai đoạn 2009- 2012. Giải thích tác động tích cực của sở hữu nhà nước tới kết quả hoạt động của công ty, Borisova & cộng sự (2012) cho rằng các công ty có mức độ sở hữu cao của nhà nước có những lợi thế to lớn mà các công ty khác không có được. Đó là sự dễ dàng trong việc tiếp cận tín dụng, dễ dàng huy động vốn trên thị trường tài chính hay với chi phí rẻ, thậm chí là các hậu thuẫn về mặt chính trị trong các dự án liên quan đến các dự án, đặc biệt là các dự án công. Ngoài ra, tác động phi tuyến tính về mối liên hệ giữa sở hữu nhà nước và kết quả hoạt động cũng được tìm thấy ở một số công trình nghiên cứu. Tiêu biểu là tại Trung Quốc, một quốc gia có nhiều điểm tương đồng với Việt Nam, nghiên cứu của Yu (2013) chỉ ra rằng kết quả hoạt động của công ty và sở hữu nhà nước có mối quan hệ hình chữ U ngược. Điều này được giải thích là ở mức độ sở hữu thấp, kết quả hoạt động của công ty sẽ giảm. Nhưng khi mức độ sở hữu của nhà nước tăng lên thì lại cải thiện kết quả hoạt động của công ty. Tác động ngược chiều của mức độ tập trung quyền sở hữu của Nhà nước và kết quả hoạt động của công ty được xác nhận một lần nữa bởi Trien Le & Chizema (2011) khi nghiên cứu dữ liệu của các công ty tại Trung Quốc. Tương tự như vậy, khi nghiên cứu mối liên hệ giữa sở hữu tổ chức và sở hữu nhà nước Alfaraih & cộng sự (2012) cũng chỉ ra tác động tiêu cực của mức độ tập trung quyền sở hữu của nhà nước lên kết quả hoạt động. Trong khi đó, Farooq & El Jai (2012) lại chỉ ra không có mối liên hệ nào giữa cấu trúc sở hữu, bao gồm cả sở hữu nhà nước lên kết quả hoạt động của công ty khi nghiên cứu dữ liệu của 660 công ty trong giai đoạn 1995 – 2001.

Đối với sở hữu nước ngoài, các nghiên cứu đã chỉ ra tác động tích cực của cấu trúc sở hữu đối với kết quả hoạt động của công ty, đặc biệt là tại các quốc gia đang phát triển. Pervan & Todoric (2012) đã chỉ ra rằng các công ty được kiểm soát bởi nước ngoài có kết quả hoạt động tốt hơn các công ty nội địa. Tại Ấn Độ và Thổ Nhĩ Kỳ, sở hữu nước ngoài có tác động tích cực tới kết quả hoạt động của công ty (Douma & cộng sự, 2006) do các nhà đầu tư nước ngoài nắm giữ vai trò giám sát rất hiệu quả trong hệ

thống quản trị công ty.

### 3. Khung phân tích

Trong bài viết này, nhóm nghiên cứu chỉ tập trung nghiên cứu mối liên hệ giữa sở hữu nước ngoài, sở hữu nhà nước và kết quả hoạt động của công ty trong lĩnh vực xây dựng (mã ngành F). Nhóm các công ty này được lựa chọn nghiên cứu vì một số lý do sau: (1) là nhóm ngành mà nhà nước chiếm tỉ trọng sở hữu rất cao, (2) có mối quan hệ chặt chẽ đến hoạt động của các ngành kinh tế quan trọng khác như ngân hàng, bất động sản, và (3) tỉ lệ đóng góp của ngành xây dựng vào cơ cấu GDP ngày càng cao. Do vậy, bài viết này sẽ tập trung nghiên cứu ảnh hưởng của: (1) sở hữu nước ngoài, và (2) sở hữu nhà nước tới kết quả hoạt động của các công ty xây dựng.

#### 3.1. Sở hữu nhà nước và kết quả hoạt động của các công ty xây dựng

Nền kinh tế Việt Nam được đặc trưng bằng mức độ tập trung sở hữu cao của Nhà nước, đặc biệt là các ngành kinh tế then chốt có ảnh hưởng lớn đến toàn bộ nền kinh tế quốc dân như năng lượng, ngân hàng, các lĩnh vực liên quan đến cơ sở hạ tầng. Các công ty xây dựng cũng không phải ngoại lệ. Phần lớn các công ty xây dựng, đặc biệt là các công ty lớn đều là những công ty mà trước đây Nhà nước nắm quyền sở hữu hoàn toàn. Mặc dù đã được cổ phần hóa nhưng mức độ tập trung sở hữu của Nhà nước vẫn còn ở mức cao. Với mục đích nghiên cứu tác động của sở hữu nhà nước, sở hữu nước ngoài tới kết quả hoạt động của các công ty xây dựng, bài viết này hướng tới việc trả lời các giả thuyết sau:

*H1: Sở hữu nhà nước có tác động tiêu cực lên kết quả hoạt động của các công ty xây dựng.*

Mặc dù sở hữu nhà nước đã và vẫn đóng một vai trò quan trọng trong nền kinh tế, nhất là đối với các nền kinh tế đang trong giai đoạn quá độ. Tuy nhiên, mức độ tập trung cao của sở hữu nhà nước ở một mức nào đó có thể có tác động tiêu cực đến hoạt động của nó (Yo, 2013). Do vậy, bài viết này cũng hướng đến việc nghiên cứu tác động tuyến tính của mức độ sở hữu nhà nước lên kết quả hoạt động của công ty xây dựng bằng việc trả lời giả thuyết sau:

*H2: Kết quả hoạt động của công ty xây dựng có mối quan hệ hình chữ U ngược với mức độ tập trung sở hữu nhà nước.*

#### 3.2. Sở hữu nước ngoài và kết quả hoạt động của các công ty xây dựng

Như đã đề cập ở phần trên, cũng giống như mối liên hệ giữa sở hữu nhà nước và kết quả hoạt động của các công ty, mối liên hệ giữa sở hữu nước ngoài với kết quả hoạt động cũng không giống nhau ở các quốc gia được nghiên cứu, nhất là tại các quốc gia phát triển. Tuy nhiên, đối với các quốc gia đang phát triển và các quốc gia trong quá trình quá độ nền kinh tế, vai trò của sở hữu nước ngoài được đa phần các nhà nghiên cứu và các nhà hoạch định chính sách đánh giá cao vì vai trò tích cực của nó. Konings (2001) khi nghiên cứu dữ liệu hỗn hợp của các công ty tại Ba Lan đã chỉ ra tác động tích cực của sở hữu nước ngoài lên năng suất lao động và các kết quả tài chính của công ty. Về nguyên nhân cho sự cải thiện về kết quả hoạt động của các công ty có sở hữu nước ngoài, Douma & cộng sự (2006) cho rằng các cổ đông nước ngoài có thể nắm giữ một vai trò tích cực trong công tác quản trị doanh nghiệp của các công ty tại các thị trường đang phát triển, các tác giả cho rằng đó là do mức độ gia tăng của hoạt động giám sát đội ngũ các nhà quản trị cũng như kinh nghiệm quản lý. Tuy nhiên, điều này chỉ xảy ra khi mức độ tập trung sở hữu nước ngoài đạt mức cao. Giải thích cho mối quan hệ phi tuyến tính này, Kim (2011) cho rằng tuy sở hữu nước ngoài có thể làm giảm mâu thuẫn giữa người đại diện – chủ sở hữu (Agency Problem) bằng vai trò giám sát tích cực và năng nổ hơn của họ nhưng điều này chỉ xảy ra khi họ là các cổ đông lớn. Nghĩa là tập trung sở hữu ở một mức cao nào đó. Ngoài ra, khi đã là các cổ đông lớn, họ có xu hướng ưu tiên các mục tiêu dài hạn và phát triển bền vững. Ngoài ra, là các nhà cổ đông lớn, họ sẵn sàng hơn và có động lực hơn trong việc chuyển giao kinh nghiệm quản lý, các nguồn lực công nghệ cũng như tài chính cho công ty (Gurbuz & Aybars, 2010). Chính vì vậy, nghiên cứu này đưa ra cặp giả thuyết sau về sở hữu nước ngoài và kết quả hoạt động của công ty:

*H3: Sở hữu nước ngoài có tác động tích cực lên kết quả hoạt động của các công ty xây dựng.*

*H4: Kết quả hoạt động của công ty xây dựng có mối quan hệ hình chữ U thuận với mức độ tập trung sở hữu nước ngoài.*

### 4. Mô hình và phương pháp nghiên cứu

#### 4.1. Dữ liệu và nguồn dữ liệu

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu về 32 công ty xây dựng niêm yết trên sàn chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) trong giai đoạn 2010 – 2013. Các

dữ liệu được thu thập từ trang web chuyên cung cấp thông tin tài chính <http://finance.vietstock.vn/>. Tuy nhiên, có một số công ty niêm yết sau thời điểm 2010, nên dữ liệu thu được là loại dữ liệu bảng không cân bằng (Unbalanced Panel). Baltagi nêu ra một số ưu điểm của dữ liệu bảng như sau: (1) Khắc phục vấn đề phương sai sai số thay đổi (Heterogeneity) – vốn là một hiện tượng phổ biến khi trong mẫu quan sát theo thời gian có nhiều hơn một đối tượng, (2) phù hợp cho các nghiên cứu về sự thay đổi theo thời gian (Dynamics of Change), và (3) dữ liệu bảng có khả năng đo lường và tìm hiểu các tác động mà không thể quan sát được khi tách riêng ra thành chuỗi thời gian (Time Series) hay dữ liệu chéo (Cross-Section Data).

#### 4.2. Phương pháp nghiên cứu

Do dữ liệu thu được là dữ liệu bảng nên có hai mô hình phù hợp cho việc nghiên cứu chúng: (1) mô hình tác động cố định FEM (Fixed Effect Model), và (2) mô hình tác động ngẫu nhiên REM (Random Effect Model). Do vậy, cần thực hiện kiểm định Hausman để lựa chọn mô hình thích hợp. Ngoài ra, các phân tích thống kê mô tả cũng được sử dụng kết hợp với các kết quả hồi quy. Trong bài viết này, các mô hình sau được sử dụng để kiểm định các giả thuyết đã đề cập ở trên:

$$\text{Mô hình 1: } KQHĐ = \beta_1 + \beta_2 SO + \beta_3 X_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{Mô hình 2: } KQHĐ = \alpha_1 + \alpha_2 FO + \alpha_3 X_{it} + \Omega_{it}$$

$$\text{Mô hình 3: } KQHĐ = \mu_1 + \mu_2 SO + \mu_3 SO^2 + \mu_4 X_{it} + \gamma_{it}$$

$$\text{Mô hình 4: } KQHĐ = \pi_1 + \pi_2 FO + \pi_3 FO^2 + \pi_4 X_{it} + \varphi_{it}$$

Trong đó, KQHĐ lần lượt là Q (hoặc ROA), còn  $X_{it}$  là các biến kiểm soát được mô tả ở trên.

*Biến được giải thích:* Trong bài viết này, biến kết quả hoạt động là hệ số Q của Tobin (Tobin's Q), do thị trường tài chính Việt Nam vẫn còn ở mức chưa đạt hiệu quả kém nên nhiều thông tin cần thiết cho việc tính Q là không thu thập được, Yermack (1996) đưa ra một công thức xấp xỉ cho hệ số này là  $Q = (\text{Vốn hóa thị trường} + \text{Nợ}) / (\text{Tổng giá trị sổ sách của tài sản})$ . Ngoài ra, ROA – một chỉ số sổ sách kế toán thuần túy cũng được sử dụng để củng cố các kết quả nghiên cứu vì tại một nền kinh tế đang chuyển đổi mới hình thành thị trường chứng khoán chưa lâu như Việt Nam, giá của chứng khoán chưa phản ánh thực giá trị của công ty (Claessens & Djankov, 1999)

*Các biến giải thích:* Các biến giải thích lần lượt là SO (State Ownership – sở hữu nhà nước), FO (Foreign Ownership). SO bằng tỷ trọng sở hữu của nhà nước trong công ty, còn FO là tỷ trọng sở hữu của nước ngoài đối với công ty.

*Các biến kiểm soát:* Ngoài các biến giải thích trên, các biến kiểm soát sau cũng có tác động đến kết quả hoạt động của công ty:

**Quy mô công ty (Size):** Quy mô công ty được tính bằng logarit cơ số tự nhiên của tổng tài sản. Quy mô công ty có ảnh hưởng đến kết quả hoạt động của nó là do hiệu ứng lợi thế kinh tế nhờ quy mô (Economies of Scale). Baumol (1959) cho rằng có mối quan hệ tỷ lệ thuận giữa kết quả hoạt động của công ty và quy mô, tuy nhiên, khi quy mô của công ty trở nên quá lớn thì có thể xảy ra tình huống ngược lại.

**Đòn bẩy (Leverage):** Đòn bẩy của công ty được tính bằng nợ phải trả chia cho tổng tài sản của nó. Theo các nguyên lý của Modigliani & Miller thì giá trị của công ty không phụ thuộc vào đòn bẩy (hay cấu trúc vốn). Tuy nhiên, do tác động của lá chắn thuế nên đòn bẩy có tác động đến giá trị công ty: giá trị công ty tăng khi đòn bẩy tăng trong các điều kiện bình thường của nền kinh tế và giá trị công ty giảm đi trong giai đoạn nền kinh tế khủng hoảng. Tuy nhiên, Myers (1977) lại cho rằng các công ty có kết quả hoạt động tốt có xu hướng tránh vay nợ và thích sử dụng nguồn vốn nội bộ của nó hơn.

**Thanh khoản của công ty (Liquidity):** Tiêu chí này được tính bằng tài sản ngắn hạn chia cho nợ ngắn hạn. Thanh khoản của công ty được cho là có mối liên hệ nghịch với kết quả hoạt động của nó vì thanh khoản cao cũng là dấu hiệu của việc sử dụng không hiệu quả tiền mặt tại công ty (Agrawal & Knoeber, 1996).

**Tuổi của công ty (Age):** Biến này đại diện cho các tác động mang tính chu kỳ. Trong khi hầu hết các nghiên cứu chỉ ra tác động tiêu cực của biến này lên kết quả hoạt động của công ty (Anderson & cộng sự, 2003) thì một số nghiên cứu khác chỉ ra kết quả ngược lại. Tuy nhiên, ảnh hưởng của biến này là không rõ ràng. Nguyên nhân của vấn đề là các công ty lâu đời thường có danh tiếng tốt nhưng cũng kém năng động trong việc tiếp cận các kỹ năng quản trị cũng như công nghệ mới. Trong nghiên cứu này, tuổi của công ty được tính bằng logarit cơ số e của hiệu số giữa thời điểm công ty niêm yết và năm

thành lập công ty.

Lợi nhuận (Profit): Biến này thực chất là lợi nhuận hoạt động, được tính bằng lợi nhuận gộp chia cho doanh thu. Biến này thường được xem là có ảnh hưởng tích cực đến giá trị của công ty.

Tăng trưởng (Growth): Tăng trưởng của công ty được xem là có ảnh hưởng tích cực đến kết quả hoạt động của công ty vì năng lực sản xuất được tăng cường. Tuy nhiên, một số nghiên cứu lại chỉ ra kết quả ngược lại (Eklund, 2008). Nguyên nhân của vấn đề được cho là các hoạt động tuy mang lại lợi ích trong dài hạn nhưng sẽ làm tổn hại đến giá trị của công ty trong ngắn hạn. Ngoài ra, có nhiều cách tính khác nhau cho biến kiểm soát này. Trong bài viết này, biến tăng trưởng được tính bằng tốc độ gia tăng về tổng tài sản giữa hai năm liên tiếp.

### 5. Kết quả và thảo luận

Qua bảng 1 chúng ta thấy rằng sở hữu của Nhà nước và sở hữu nước ngoài lần lượt là 34.21% và 6.42%. Điều này cho thấy rằng sở hữu nhà nước là

tập trung rất cao ở các công ty xây dựng, trong khi sở hữu nước ngoài là không đáng kể. Ngoài ra, chúng ta cũng thấy rằng chỉ số  $Q = 0.25$  trung bình là rất thấp. Điều này có nghĩa là thị trường định giá thấp giá trị của các công ty xây dựng và cũng phản ánh tình hình khó khăn, ảm đạm của các công ty xây dựng trong thời gian từ 2010 – 2013. Điều này cũng được xác nhận một lần nữa qua ROA trong giai đoạn này chỉ đạt mức thấp 4.07%.

Bảng 2 cho thấy kết quả hoạt động của công ty (Q, ROA) có hệ số tương quan (Correlation) âm với sở hữu nhà nước, trong khi tương quan dương với sở hữu nước ngoài. Điều này cho thấy kết quả hoạt động của công ty và mức độ tập trung sở hữu nhà nước là ngược nhau, hoàn toàn ngược lại với sở hữu nước ngoài.

Do dữ liệu thu thập ở dạng bảng không cân bằng (Unbalanced Panel) nên cần nghiên cứu các mô hình đã đề cập trong mục 4.2 bằng cả hai mô hình tác động cố định FEM (Fixed Effect Model) và tác

**Bảng 1: Thống kê mô tả**

	Mean	Median	Maximum	Minimum	Std. Dev.
Q	0.24971	0.18000	1.10000	0.00000	0.21623
ROA	4.07402	3.63000	21.10000	-27.26000	6.24390
SO	34.21521	51.00000	67.70000	0.00000	23.55177
FO	6.41966	0.47000	46.00000	0.00000	12.69225
AGE	2.75775	2.83321	4.04305	1.09861	0.77471
GROWTH	0.18957	0.11494	2.36200	-0.44304	0.37000
SIZE	13.90733	13.72610	15.89703	12.23603	0.84042
PROFIT	0.17451	0.15199	0.87865	-1.07966	0.19667
LIQUIDITY	1.54267	1.30406	9.68929	0.48942	0.94209
LEVERAGE	0.62979	0.63466	1.27074	0.14890	0.18048

**Bảng 2: Hệ số tương quan (Correlation) giữa các biến số**

	Q	ROA	SO	FO	AGE	GROWTH	SIZE	PROFIT	LIQUIDITY	LEVERAGE
Q	1.0000	0.4534	-0.3196	0.5202	-0.2838	0.1031	0.2404	0.3232	0.3787	-0.5587
ROA	0.4534	1.0000	-0.0915	0.2662	-0.1852	0.3691	0.0882	0.5517	0.0461	-0.4749
SO	-0.3196	-0.0915	1.0000	-0.4863	0.0694	0.0877	-0.2641	-0.0170	-0.1650	0.3567
FO	0.5202	0.2662	-0.4863	1.0000	-0.2095	0.0409	0.6049	0.3040	0.0578	-0.3244
AGE	-0.2838	-0.1852	0.0694	-0.2095	1.0000	-0.1071	-0.0303	-0.1946	0.0221	0.2146
GROWTH	0.1031	0.3691	0.0877	0.0409	-0.1071	1.0000	0.1915	0.1864	-0.1398	0.0801
SIZE	0.2404	0.0882	-0.2641	0.6049	-0.0303	0.1915	1.0000	0.2383	-0.1508	0.1429
PROFIT	0.3232	0.5517	-0.0170	0.3040	-0.1946	0.1864	0.2383	1.0000	0.0531	-0.2995
LIQUIDITY	0.3787	0.0461	-0.1650	0.0578	0.0221	-0.1398	-0.1508	0.0531	1.0000	-0.4976
LEVERAGE	-0.5587	-0.4749	0.3567	-0.3244	0.2146	0.0801	0.1429	-0.2995	-0.4976	1.0000

động ngẫu nhiên REM (Random Effect Model) sau đó thực hiện kiểm định Hausman (Hausman Test) nhằm xác định mô hình nào là phù hợp.

FEM nên được lựa chọn cho việc nghiên cứu tác động giữa cấu trúc sở hữu và kết quả hoạt động (do Prob. = 0.0017 < 0.05).

Các kết quả của kiểm định Hausman chỉ ra rằng Bảng 4 cho biết kết quả hoạt động của công ty có

**Bảng 3: Kiểm định Hausman**

Correlated Random Effects - Hausman Test				
Equation: Untitled				
Test cross-section random effects				
Test Summary		Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random		23.0693	7	0.0017
Cross-section random effects test comparisons:				
Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
SO	-0.0013	-0.0005	0.0000	0.7424
AGE	-0.4076	-0.0531	0.0182	0.0085
GROWTH	0.0231	0.0442	0.0008	0.4531
SIZE	0.0177	0.0653	0.0061	0.5421
PROFIT	-0.4572	0.0303	0.0355	0.0097
LIQUIDITY	0.0176	0.0459	0.0002	0.0554
LEVERAGE	-1.1029	-0.5562	0.0990	0.0824
Cross-section random effects test equation:				
Dependent Variable: Q				
Method: Panel Least Squares				
Date: 03/11/14 Time: 13:33				
Sample: 2010 2013				
Periods included: 4				
Cross-sections included: 32				
Total panel (unbalanced) observations: 120				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.9197	0.9467	2.0278	0.0459
SO	-0.0013	0.0025	-0.5255	0.6007
AGE	-0.4076	0.1368	-2.9805	0.0038
GROWTH	0.0231	0.0477	0.4847	0.6292
SIZE	0.0177	0.0814	0.2181	0.8279
PROFIT	-0.4572	0.2110	-2.1667	0.0332
LIQUIDITY	0.0176	0.0228	0.7699	0.4436
LEVERAGE	-1.1029	0.3387	-3.2560	0.0017
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.7282	Mean dependent var		0.2452
Adjusted R-squared	0.6006	S.D. dependent var		0.2153
S.E. of regression	0.1361	Akaike info criterion		-0.8941
Sum squared resid	1.5000	Schwarz criterion		0.0118
Log likelihood	92.6471	Hannan-Quinn criter.		-0.5262
F-statistic	5.7098	Durbin-Watson stat		2.0457
Prob(F-statistic)	0.0000			

**Bảng 4: Các kết quả ước lượng cho Q theo SO bằng mô hình tác động cố định FEM:**

Dependent Variable: Q				
Method: Panel Least Squares				
Date: 03/11/14 Time: 13:31				
Sample: 2010 2013				
Periods included: 4				
Cross-sections included: 32				
Total panel (unbalanced) observations: 120				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.91971	0.946708	2.027773	0.0459
SO	-0.00134	0.002543	-0.525526	0.6007
AGE	-0.40763	0.136766	-2.98053	0.0038
GROWTH	0.023131	0.047725	0.484667	0.6292
SIZE	0.017746	0.081356	0.218124	0.8279
PROFIT	-0.4572	0.211013	-2.166678	0.0332
LIQUIDITY	0.017566	0.022817	0.769865	0.4436
LEVERAGE	-1.10287	0.338715	-3.256039	0.0017
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.728164	Mean dependent var		0.245216
Adjusted R-squared	0.600636	S.D. dependent var		0.215341
S.E. of regression	0.136085	Akaike info criterion		-0.89412
Sum squared resid	1.500048	Schwarz criterion		0.011817
Log likelihood	92.64705	Hannan-Quinn criter.		-0.52621
F-statistic	5.70984	Durbin-Watson stat		2.04569
Prob(F-statistic)	0			

mối quan hệ ngược chiều với sở hữu nhà nước (Coefficient của SO là -0.00134). Điều này xác nhận giả thuyết H1 đã nêu ở trên. Tuy nhiên giá trị P-value = 0.6007 là lớn nên chưa có ý nghĩa về mặt thống kê (Statistically Significant). Điều này có thể được giải thích bằng việc còn nhiều yếu tố ảnh hưởng đến kết quả hoạt động nhưng chúng ta chưa đưa vào mô hình do vậy cần thực hiện thêm các nghiên cứu chi tiết hơn nữa.

Sở hữu nước ngoài có tác động tích cực đến kết quả hoạt động (Coefficient của FO là 0.01191, bảng 5). Điều này xác nhận giả thuyết H3 đã nêu. Đáng chú ý là giá trị P-value = 0.0209 là rất thấp, cho thấy rằng kết quả ước lượng có ý nghĩa về mặt thống kê.

Bảng 6 cho biết Coefficient của SO<sup>2</sup> là -0.00018. Điều này xác nhận giả thuyết H2: *mối quan hệ giữa sở hữu nhà nước và kết quả hoạt động có hình chữ U ngược*. Điều này cũng trùng với các kết quả nghiên cứu trước đó của Yu (2013). Tuy nhiên, giá trị P-value của nó khá lớn (0.392) nên ước lượng

không có ý nghĩa về mặt thống kê. Cần thực hiện các nghiên cứu chi tiết hơn nữa về mối quan hệ phi tuyến tính giữa sở hữu nhà nước và kết quả hoạt động nhằm thu được kết quả có ý nghĩa thống kê hơn.

Bảng 7 cho thấy Coefficient của FO<sup>2</sup> là 0.00023. Điều này xác nhận giả thuyết H4: *Kết quả hoạt động của công ty xây dựng có mối quan hệ hình chữ U thuận với mức độ tập trung sở hữu nước ngoài*. Tuy nhiên giá trị P-value = 0.2908 là khá lớn nên kết quả thu được không có ý nghĩa thống kê với mức tin cậy (Significant Level)  $\alpha = 5\%$ .

Các bảng 8 đến 11 cho biết các kết quả ước lượng của ROA và cấu trúc sở hữu, các kết quả này xác nhận một lần nữa các giả thuyết nghiên cứu đã nêu ở trên.

Các bằng chứng từ nghiên cứu này cho thấy mối quan hệ giữa sở hữu nhà nước và kết quả hoạt động của doanh nghiệp có dạng hình chữ U ngược trong khi mối quan hệ giữa sở hữu nước ngoài có dạng

**Bảng 5: Các kết quả ước lượng cho Q theo FO bằng mô hình tác động cố định FEM:**

Dependent Variable: Q				
Method: Panel Least Squares				
Date: 03/11/14 Time: 13:40				
Sample: 2010 2013				
Periods included: 4				
Cross-sections included: 31				
Total panel (unbalanced) observations: 117				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.3616	0.9508	2.4839	0.0151
FO	0.0119	0.0051	2.3570	0.0209
AGE	-0.4213	0.1334	-3.1595	0.0022
GROWTH	0.0330	0.0470	0.7029	0.4842
SIZE	-0.0290	0.0819	-0.3542	0.7241
PROFIT	-0.3986	0.2076	-1.9197	0.0585
LIQUIDITY	0.0226	0.0222	1.0183	0.3116
LEVERAGE	-0.9443	0.3316	-2.8479	0.0056
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.7408	Mean dependent var		0.2497
Adjusted R-squared	0.6194	S.D. dependent var		0.2162
S.E. of regression	0.1334	Akaike info criterion		-0.9341
Sum squared resid	1.4058	Schwarz criterion		-0.0370
Log likelihood	92.6461	Hannan-Quinn criter.		-0.5699
F-statistic	6.1022	Durbin-Watson stat		2.0814
Prob(F-statistic)	0.0000			

**Bảng 6: Các kết quả ước lượng cho Q theo SO2 bằng mô hình tác động cố định FEM:**

Dependent Variable: Q				
Method: Panel Least Squares				
Date: 03/11/14 Time: 13:41				
Sample: 2010 2013				
Periods included: 4				
Cross-sections included: 32				
Total panel (unbalanced) observations: 120				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.6396	1.0025	1.6355	0.1059
SO	0.0110	0.0145	0.7552	0.4524
SO^2	-0.0002	0.0002	-0.8607	0.3920
AGE	-0.3883	0.1388	-2.7971	0.0065
GROWTH	0.0288	0.0483	0.5973	0.5520
SIZE	0.0288	0.0825	0.3488	0.7281
PROFIT	-0.4878	0.2143	-2.2761	0.0255
LIQUIDITY	0.0146	0.0231	0.6317	0.5294
LEVERAGE	-1.1378	0.3417	-3.3301	0.0013
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.7307	Mean dependent var		0.2452

Adjusted R-squared	0.5994	S.D. dependent var		0.2153
S.E. of regression	0.1363	Akaike info criterion		-0.8867
Sum squared resid	1.4863	Schwarz criterion		0.0425
Log likelihood	93.2001	Hannan-Quinn criter.		-0.5093
F-statistic	5.5646	Durbin-Watson stat		2.0525
Prob(F-statistic)	0.0000			

**Bảng 7: Các kết quả ước lượng cho Q theo FO2 bằng mô hình tác động cố định FEM**

Dependent Variable: Q				
Method: Panel Least Squares				
Date: 03/11/14 Time: 13:44				
Sample: 2010 2013				
Periods included: 4				
Cross-sections included: 31				
Total panel (unbalanced) observations: 117				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.3606	0.9500	2.4849	0.0151
FO	0.0051	0.0082	0.6173	0.5388
FO <sup>2</sup>	0.0002	0.0002	1.0636	0.2908
AGE	-0.4233	0.1333	-3.1768	0.0021
GROWTH	0.0318	0.0470	0.6760	0.5010
SIZE	-0.0333	0.0819	-0.4065	0.6855
PROFIT	-0.3617	0.2103	-1.7200	0.0894
LIQUIDITY	0.0259	0.0224	1.1547	0.2517
LEVERAGE	-0.8617	0.3403	-2.5325	0.0133
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.7445	Mean dependent var		0.2497
Adjusted R-squared	0.6200	S.D. dependent var		0.2162
S.E. of regression	0.1333	Akaike info criterion		-0.9314
Sum squared resid	1.3857	Schwarz criterion		-0.0107
Log likelihood	93.4885	Hannan-Quinn criter.		-0.5576
F-statistic	5.9813	Durbin-Watson stat		2.1021
Prob(F-statistic)	0.0000			

**Bảng 8: Các kết quả ước lượng cho ROA theo SO bằng mô hình tác động cố định FEM:**

Dependent Variable: ROA				
Method: Panel Least Squares				
Date: 03/11/14 Time: 14:15				
Sample: 2010 2013				
Periods included: 4				
Cross-sections included: 32				
Total panel (unbalanced) observations: 124				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	41.3857	18.6818	2.2153	0.0294

SO	-0.0189	0.0401	-0.4707	0.6391
AGE	-7.9469	2.6585	-2.9892	0.0037
GROWTH	3.2989	0.9318	3.5403	0.0007
SIZE	0.0013	1.6067	0.0008	0.9994
PROFIT	10.5998	4.1488	2.5549	0.0124
LIQUIDITY	-1.3135	0.4173	-3.1480	0.0023
LEVERAGE	-23.7707	6.6959	-3.5500	0.0006
	Effects Specification			
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.8687	Mean dependent var		4.0941
Adjusted R-squared	0.8100	S.D. dependent var		6.2075
S.E. of regression	2.7057	Akaike info criterion		5.0800
Sum squared resid	622.2729	Schwarz criterion		5.9670
Log likelihood	-275.9604	Hannan-Quinn criter.		5.4403
F-statistic	14.8000	Durbin-Watson stat		2.3403
Prob(F-statistic)	0.0000			

**Bảng 9: Các kết quả ước lượng cho ROA theo FO bằng mô hình tác động cố định FEM:**

Dependent Variable: ROA				
Method: Panel Least Squares				
Date: 03/11/14 Time: 14:16				
Sample: 2010 2013				
Periods included: 4				
Cross-sections included: 31				
Total panel (unbalanced) observations: 119				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	41.9141	19.5876	2.1398	0.0354
FO	0.0006	0.1044	0.0060	0.9952
AGE	-7.9969	2.7141	-2.9464	0.0042
GROWTH	3.3319	0.9716	3.4291	0.0010
SIZE	-0.1201	1.6906	-0.0710	0.9436
PROFIT	10.6311	4.2798	2.4840	0.0151
LIQUIDITY	-1.2820	0.4225	-3.0344	0.0032
LEVERAGE	-23.3035	6.8492	-3.4024	0.0010
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.8692	Mean dependent var		4.1650
Adjusted R-squared	0.8095	S.D. dependent var		6.3207
S.E. of regression	2.7589	Akaike info criterion		5.1215

Sum squared resid	616.5116	Schwarz criterion		6.0089
Log likelihood	-266.7284	Hannan-Quinn criter.		5.4819
F-statistic	14.5510	Durbin-Watson stat		2.3475
Prob(F-statistic)	0.0000			

**Bảng 10: Các kết quả ước lượng cho ROA theo SO<sup>2</sup> bằng mô hình tác động cố định FEM:**

Dependent Variable: ROA				
Method: Panel Least Squares				
Date: 03/11/14 Time: 14:17				
Sample: 2010 2013				
Periods included: 4				
Cross-sections included: 32				
Total panel (unbalanced) observations: 124				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	41.39968	18.69254	2.21477	0.0295
SO	0.072061	0.103831	0.694017	0.4896
SO <sup>2</sup>	-0.00094	0.000988	-0.949933	0.3449
AGE	-8.14051	2.667861	-3.051325	0.003
GROWTH	3.245055	0.934057	3.474152	0.0008
SIZE	-0.08456	1.610121	-0.052519	0.9582
PROFIT	10.62867	4.151253	2.560351	0.0122
LIQUIDITY	-1.30755	0.417542	-3.131548	0.0024
LEVERAGE	-23.4328	6.709211	-3.492626	0.0008
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.870101	Mean dependent var		4.094113
Adjusted R-squared	0.809791	S.D. dependent var		6.20747
S.E. of regression	2.707264	Akaike info criterion		5.08545
Sum squared resid	615.6592	Schwarz criterion		5.995219
Log likelihood	-275.298	Hannan-Quinn criter.		5.45502
F-statistic	14.42708	Durbin-Watson stat		2.320334
Prob(F-statistic)	0			

hình chữ U thuận. Điều này cho thấy rằng mặc dù sở hữu nhà nước có thể mang lại một số lợi thế nhất định cho doanh nghiệp và do vậy có tác động tích cực đến hoạt động. Tuy nhiên sở hữu nhà nước sẽ tổn hại đến hoạt động của công ty khi mức độ tập trung sở hữu nhà nước đạt mức cao. Sở hữu nhà nước tại Việt Nam vẫn sẽ có vai trò quan trọng trong nền kinh tế đang trong giai đoạn chuyển đổi hiện nay nhưng từ thực trạng hoạt động kém cỏi của các doanh nghiệp nhà nước cũng như tại các công ty đã được cổ phần hóa nhưng sở hữu nhà nước vẫn ở mức cao điển hình như tại các doanh nghiệp xây dựng cho thấy rằng chính sách đẩy mạnh cổ phần hóa hiện nay của Chính phủ là hoàn toàn phù hợp.

Với sở hữu nước ngoài, khi mà mức độ sở hữu ở

mức thấp, các nhà đầu tư có thể chỉ quan tâm đến các lợi ích ngắn hạn và có thể mâu thuẫn với các mục tiêu dài hạn của công ty. Tuy nhiên, khi mức độ sở hữu nước ngoài ở mức cao, các chủ sở hữu này có động lực lớn hơn và năng nổ hơn trong công tác giám sát, giảm chi phí đại diện và do vậy có tác động tích cực đến kết quả hoạt động của công ty. Hiện tại, Việt Nam vẫn duy trì những giới hạn nhất định đối với tỉ lệ sở hữu nước ngoài tại công ty nội địa. Một số ngành giới hạn này là rất chặt chẽ như ngành ngân hàng – tài chính. Do vậy, cùng với việc đẩy mạnh chính sách cổ phần hóa nhằm nâng cao kết quả hoạt động và hiệu quả, Nhà nước cũng nên nới lỏng hoặc gỡ bỏ các quy định về tỷ lệ sở hữu nước ngoài tại các doanh nghiệp.

**Bảng 11: Các kết quả ước lượng cho ROA theo FO<sup>2</sup> bằng mô hình tác động cố định FEM:**

Dependent Variable: ROA				
Method: Panel Least Squares				
Date: 03/11/14 Time: 14:18				
Sample: 2010 2013				
Periods included: 4				
Cross-sections included: 31				
Total panel (unbalanced) observations: 119				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	41.8205	19.1342	2.1856	0.0318
FO	-0.2872	0.1654	-1.7361	0.0864
FO <sup>2</sup>	0.0098	0.0044	2.2101	0.0300
AGE	-8.0746	2.6515	-3.0452	0.0031
GROWTH	3.2797	0.9495	3.4543	0.0009
SIZE	-0.2978	1.6535	-0.1801	0.8575
PROFIT	12.1823	4.2393	2.8737	0.0052
LIQUIDITY	-1.1445	0.4174	-2.7423	0.0075
LEVERAGE	-19.8258	6.8732	-2.8845	0.0050
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.8768	Mean dependent var		4.1650
Adjusted R-squared	0.8182	S.D. dependent var		6.3207
S.E. of regression	2.6950	Akaike info criterion		5.0790
Sum squared resid	581.0357	Schwarz criterion		5.9898
Log likelihood	-263.2022	Hannan-Quinn criter.		5.4489
F-statistic	14.9760	Durbin-Watson stat		2.3854
Prob(F-statistic)	0.0000			

Mặc dù nghiên cứu này chỉ thực hiện đối với các công ty trong lĩnh vực xây dựng, ngành được đặc trưng bởi mức độ tập trung sở hữu cao của Nhà nước nhưng nó cũng cung cấp một số ngụ ý quan trọng về tác động của hai bộ phận sở hữu này lên các ngành còn lại. Tuy nhiên, để có hiểu biết chi tiết

hơn về mối liên hệ giữa cấu trúc sở hữu (nước ngoài, nhà nước) và kết quả hoạt động, chúng ta cần thực hiện các nghiên cứu chi tiết hơn và rộng hơn đặc biệt là xem xét đưa thêm các biến số nữa vào mô hình nghiên cứu. □

#### Tài liệu tham khảo:

- Agrawal, A. & Knoeber C (1996), 'Firm Performance and Mechanism to Control Agency Problems between Managers and Shareholders', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol 31, Issue 3, 377-399.
- Alfaraih1, M., Alanezi1, F., & Almujaed, H. (2012), 'The Influence of Institutional and Government Ownership on Firm Performance: Evidence from Kuwait', *International Business Research*, 5 (10), 192-200.
- Berle, Means (1932) *The Modern Corporation and Private Property*, the macmillan company, New York.
- Anderson, Ronald & David Reeb (2003), 'Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500', *Journal of Finance*, Volume 58, Issue 3, 1301-1328.
- Baumol, WJ. (1959), *Business Behaviour, Value and Growth*, Macmillan, London
- Borisova, G, Brockman, P, Salas, JM & Zagorchev, A (2012), 'Government ownership and corporate governance: Evidence from the EU', *Journal of Banking & Finance*, Vol. 36, No. 11, pp. 2917-34.
- Claessens, S & Djankov, S (1999), 'Ownership Concentration and Corporate Performance in the Czech Republic', *Journal of Comparative Economics*, Vol. 27, No. 3, pp. 498-513.

- Do Xuan Quang & Wu Zhong-Xin (2014), 'Impact of Ownership Structure and Corporate Governance on Capital Structure: The case of Vietnamese Firms', *International Business Research*, Vol 7, No 2, 64-71.
- Claessens, S., S. Djankov, and L.H.P. Lang (2000), 'The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations', *Journal of Financial Economics*, 58, No 1±2 (October 2000), 81-112.
- Douma S., R. George, & R. Kabir (2006), 'Foreign and domestic ownership, business groups, and firm performance: evidence from a large emerging market', *Strategic Management Journal*, 27 (7), 637-657.
- Eklund, J. E. & Wiberg, D ( 2008), 'R&D and the Persistence of Profits', *Journal of Managerial Economics*, Vol. 6, No. 2, 40-54.
- Gurbuz, AO & Aybars, A (2010), 'The Impact of Foreign Ownership on Firm Performance, Evidence from an Emerging Market: Turkey', *American Journal of Economics & Business Administration*, Vol. 2, No. 4, pp. 350-359.
- Jensen & Meckling (1976), 'Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure,' *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, 305-360.
- Kim, B (2011), 'Do Foreign Investors Encourage Value-Enhancing Corporate Risk Taking?', *Emerging Markets Finance & Trade*, Vol. 47, No. 3, pp. 88-110.
- Konings J. (2001), 'The Effects of Foreign Direct Investment on Domestic Firms: Evidence from Firm-Level Panel Data in Emerging Economies', *Economics of Transition*, 9(3), 619-33.
- Le, T. & Chizema, A. (2011), 'State Ownership and Firm Performance: Evidence from the Chinese listed firms', *Organizations and Markets in Emerging Economies*, 2 (2): 72-90.
- McConnell, J., & H. Servaes (1990), 'Additional evidence on equity ownership and corporate value', *Journal of Financial Economics*, Volume 27, Issue 2, 595-612.
- Morck, R., A. Shleifer, & R. Vishny (1988), 'Management ownership and market valuation', *Journal of Financial Economics*, Volume 20, Issue 1-2, 293-315.
- Myers, S. (1977), 'Determinants of Corporate Borrowings', *Journal of Financial Economics*, 5, 147-175.
- Omar Farooq & Hind El Jai ( 2012), 'Ownership Structure and Earnings Management: Evidence from the Casablanca Stock Exchange', *International Research Journal of Finance and Economics*, 84, 95-105.
- Pervan & Todoric (2012), 'Firm Ownership and Performance: Evidence for Croatian Listed Firms', *World Academy of Science, Engineering and Technology*, Vol 6, pp. 824-830.
- Yu, M (2013), 'State ownership and firm performance: Empirical evidence from Chinese listed companies', *China Journal of Accounting Research*, Vol. 6, No. 2, pp. 75-87.
- Zeitun, R., (2009), 'Ownership Structure and Corporate Performance: Evidence from Panel Data of Emerging Market the Case of Jordan', *Journal Corporate Ownership & Control*, Volume 6, Issue 4, 96-114.

### **The impact of ownership structure on firm performance: Case study on HOSE-listed companies under construction sector**

#### *Abstract*

*This study examines the impact of ownership structure (state ownership and foreign ownership) on firm performance of 32 HOSE-listed companies, which are operating under construction sector in 2013. Panel data are used and the results from FEM model show that while firm performance has negative correlation with state ownership, it has positive correlation with foreign ownership. In addition, the results find that firm performance has reversed U-shaped relationship with state ownership, whereas it has U-shaped relationship with foreign ownership. These imply that the impacts of state and foreign ownership on firm performance are contrary: foreign ownership increases firm performance while state ownership decreases it.*

---

#### **Thông tin đại diện nhóm tác giả:**

\* **Lê Đức Hoàng**, thạc sĩ

- Nơi công tác: Viện Ngân hàng-Tài chính

Email: leduchoang@neu.edu.vn

\*\***Tạ Thu Phương**, thạc sĩ

- Nơi công tác: Khoa Quản trị kinh doanh, Trường Đại học Kinh tế quốc dân

Email: thuphuongph@yahoo.com