

# Nghiên cứu về ảnh hưởng của cấu trúc sở hữu Nhà nước tới hiệu quả hoạt động tại các doanh nghiệp xây dựng niêm yết

**Lê Đức Hoàng**

*Viện Ngân hàng - Tài chính, Trường đại học Kinh tế quốc dân  
Email: hoangnhtc.neu@gmail.com*

**Trần Minh Tuấn**

*Viện Ngân hàng - Tài chính, Trường đại học Kinh tế quốc dân  
Email: tuancf.tran@gmail.com*

**Nguyễn Phùng Châu**

*Trường THCS Vinschool  
Email: nguyenphungchau@gmail.com*

**Nguyễn Hoàng Anh**

*Ban Kinh tế Trung ương  
Email: hoanganh.nguyen@gmail.com*

Ngày nhận: 2/3/2016

Ngày nhận bản sửa: 4/4/2016

Ngày duyệt đăng: 25/9/2016

## **Tóm tắt:**

*Bài viết nghiên cứu về mối quan hệ giữa sở hữu của Nhà nước và hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp xây dựng niêm yết trong giai đoạn từ năm 2008-2013. Kết quả nghiên cứu cho thấy, sở hữu Nhà nước tác động tiêu cực tới hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp xây dựng niêm yết và sở hữu Nhà nước đạt mức tối ưu tại mức 30,3%. Kết quả của nghiên cứu là căn cứ để lập kế hoạch thoái vốn Nhà nước tại các doanh nghiệp này.*

**Từ khóa:** hiệu quả hoạt động, sở hữu nhà nước, sở hữu nhà nước tối ưu.

## **Study on the impact of state ownership on firm performance in listed construction companies**

### *Abstract*

*This paper studies relationships between state ownership and firm performance of listed construction companies from 2008-2013. The empirical results show that state ownership has negative impact on firm performance and the optimal state ownership is 30,3%. The findings can be used as the bases to develop plan of divestment for state ownership in these companies.*

*Key words: firm performance, optimal state ownership, state ownership.*

## **1. Giới thiệu**

Một trong những vấn đề đang được quan tâm hiện nay ở Việt Nam trong quá trình tái cấu trúc doanh nghiệp là việc thoái vốn của sở hữu nhà nước và sự tham gia nhiều hơn của các cổ đông khác. Đặc biệt, trong thời gian từ 2008-2013, ngành xây dựng là một trong những ngành đối diện với nhiều thách thức như chi phí lãi vay cao, đầu tư giảm sút, đặc biệt sự ảm đạm của thị trường bất động sản đã ảnh hưởng không

nhỏ tới hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp trong ngành.

Chính vì vậy, nghiên cứu về tác động của sở hữu Nhà nước tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp rất cần thiết trong giai đoạn hiện nay nhằm gia tăng hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp nhà nước, đồng thời giúp cho các nhà quản lý hoạch định được các kế hoạch thoái vốn nhà nước tại các doanh nghiệp này.

## 2. Tổng quan nghiên cứu

Cấu trúc sở hữu đã nhận được rất nhiều sự quan tâm trong các nghiên cứu hiện nay. Các nghiên cứu ở trên thế giới đã và đang tập trung nghiên cứu tác động của nhiều cấu trúc sở hữu như sở hữu nhà nước, sở hữu nước ngoài, sở hữu tư nhân, sở hữu nhà quản trị,... tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Ở các nước phát triển, các nghiên cứu đầu tiên bắt đầu từ Mỹ, sau đó lan tỏa ra nhiều nước như Anh, Đức, Nhật,... Do sự phát triển của các công ty cổ phần tại các nước này, sở hữu Nhà nước không đóng vai trò quyết định, các sở hữu thành phần được phân tán hoặc tập trung bởi một số tổ chức, cá nhân. Vì vậy, các nghiên cứu tại các nước phát triển tập trung nghiên cứu vào các sở hữu tổ chức, sở hữu tư nhân, sở hữu của các cổ đông lớn, cổ đông thiểu số.

Các nghiên cứu đưa ra các kết luận khác nhau, trong khi Demsetz & Lehn (1985) và Morek & Vishny (1987) cho rằng không có mối quan hệ nào giữa sở hữu thành phần trong doanh nghiệp và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Các nghiên cứu sau này ở Mỹ và Anh lại kết luận rằng một số sở hữu thành phần tác động tích cực tới hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp (Kirchmaier & Grant, 2004). Một số nghiên cứu đã chỉ ra sự tiêu cực của sở hữu thành phần tới hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp (Maher & Andersson, 1999).

Ở các nước có nền kinh tế chuyển đổi như ở Nga hoặc Ba Lan, sở hữu nhà nước đặc biệt được quan tâm. Trong quá trình chuyển đổi, nền kinh tế của các nước này đối mặt với nhiều thách thức, một trong những thách thức đó là làm thế nào quản trị doanh nghiệp hiệu quả đối với doanh nghiệp Nhà nước. Việc chuyển giao sở hữu cổ phần đã trở thành vấn đề và trầm trọng hơn khi sự không hiệu quả của nó đã làm ảnh hưởng tới sự phát triển kinh tế.

Nhiều nghiên cứu đã chỉ ra sự bất hợp lý của sở hữu nhà nước, nghiên cứu về mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp được xếp vào Bluechip ở Nga, Kuznetsov & Muravyev (2001) đã chỉ ra rằng sở hữu tập trung ảnh hưởng tích cực tới năng suất lao động nhưng lại ảnh hưởng tiêu cực tới chỉ tiêu Q-Tobin.

Bên cạnh đó, rất nhiều nghiên cứu về mối quan hệ sở hữu Nhà nước và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp với việc xem xét theo lý thuyết đại diện. Theo Le & Chizema (2011), nhà quản trị không có động cơ hoặc ít nỗ lực trong việc tạo ra nhiều giá trị cho cổ đông (tối đa hóa giá trị tài sản của chủ sở

hữu) đối với các doanh nghiệp nhà nước.

Đối với các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường Hồng Kông, Jia & cộng sự (2005) đã chỉ ra rằng sở hữu nhà nước có mối tương quan âm với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Xu & Wang (1999) và Qi & cộng sự (2000) đã chứng minh tỷ suất sinh lời vốn chủ sở hữu (ROA) của các doanh nghiệp niêm yết ở Trung Quốc tương quan dương với sở hữu của các tổ chức nhưng lại tương quan âm với sở hữu nhà nước.

Ở Trung Quốc, các doanh nghiệp có vốn nhà nước thường được ưu tiên hơn so với các doanh nghiệp ngoài Nhà nước, do đó dẫn đến sự cạnh tranh không lành mạnh trong nền kinh tế và sự thiếu công bằng giữa các hình thức sở hữu doanh nghiệp. Nghiên cứu về quá trình chuyển dịch cơ cấu sở hữu các doanh nghiệp Trung Quốc, Beirne & cộng sự (2013) chỉ ra rằng quá trình tư nhân hóa các doanh nghiệp nhà nước có tác động tích cực tới hiệu quả hoạt động và năng suất của doanh nghiệp có vốn nhà nước.

Tuy nhiên, nhiều phát hiện về mối tương quan dương giữa sở hữu nhà nước và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp ở Trung Quốc trong một số nghiên cứu như của Sun & cộng sự (2002), Tian & Estrin (2005). Giải thích cho vấn đề này, Shleifer & Vishny (1998) đã đề cập tới sự hỗ trợ từ phía Nhà nước (helping hand) đối với nguồn tài chính và lợi thế chính trị cho các doanh nghiệp nhà nước ở Trung Quốc.

Ngoài ra, chính phủ Trung Quốc còn sử dụng một số công cụ hành chính như tạo các khung pháp lý có lợi cho doanh nghiệp nhà nước, thuế, và lợi thế cho vay hoặc lợi thế cạnh tranh để hỗ trợ các doanh nghiệp có vốn sở hữu nhà nước cao, qua đó các doanh nghiệp nhà nước có lợi thế tăng doanh thu, giảm chi phí so với các doanh nghiệp khác. Lợi thế của doanh nghiệp nhà nước ở Trung Quốc không chỉ dừng lại ở cơ hội kinh doanh, mối quan hệ giữa các tập đoàn nhà nước mà còn được hỗ trợ rất nhiều trong việc tiếp cận vốn và đây là lợi thế hơn hẳn của doanh nghiệp nhà nước so với các doanh nghiệp ngoài quốc doanh. Bản thân các ngân hàng tại Trung Quốc phần lớn cũng là các doanh nghiệp nhà nước, tức là cùng chủ sở hữu với các doanh nghiệp nhà nước khác, do đó việc tài trợ vốn ngân hàng cho các doanh nghiệp nhà nước cũng rất thuận lợi.

Bối cảnh toàn cầu hóa cùng với thực trạng khủng hoảng kinh tế vào những năm gần đây đã ảnh hưởng mạnh tới các hoạt động sản xuất kinh doanh của

doanh nghiệp Việt Nam. Hiện tại, môi trường kinh doanh tại Việt Nam 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. Đặc biệt, vấn đề cấu trúc sở hữu tác động tới hiệu quả hoạt động cũng như giá trị doanh nghiệp như thế nào vẫn còn là một câu hỏi lớn.

Kết quả nghiên cứu của Phạm Hữu Hồng Thái (2013) về mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu và giá trị của doanh nghiệp đã đưa ra 3 kết luận như sau: (1) sở hữu nhà nước chưa có cơ sở để đánh giá là có tác động đến hiệu quả của doanh nghiệp và đây là vấn đề phức tạp mà tác giả chưa tìm được nguồn cơ sở đủ tin cậy để đánh giá; (2) sở hữu tư nhân và sở hữu nước ngoài có tác động tích cực đến giá trị doanh nghiệp; (3) sự kết hợp giữa sở hữu tư nhân và sở hữu doanh nghiệp không có tác động đến giá trị doanh nghiệp.

Ưu điểm của nghiên cứu này là đã xác định và phân tích được các cấu trúc sở hữu tồn tại trên thị trường Việt Nam đồng thời sử dụng các phương pháp định lượng để xác định ra mối quan hệ giữa hiệu quả doanh nghiệp và cấu trúc sở hữu. Tuy nhiên, do nguồn dữ liệu phân tích chỉ là các doanh nghiệp niêm yết và thời gian nghiên cứu chỉ trong vòng 2 năm nên dữ liệu đưa ra chưa có tính tổng quát, đồng thời nghiên cứu chưa phân tích được dữ liệu mảng (panel date), đây là một cách tiếp cận rất quan trọng trong việc đánh giá sự ảnh hưởng của cấu trúc sở hữu tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Cấu trúc sở hữu của doanh nghiệp thay đổi qua các năm, đồng thời các doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam không phải xuất hiện cùng một thời điểm, do vậy việc đánh giá định lượng cần xem xét theo hướng dữ liệu không cân bằng (unbalanced data panel). Hơn nữa, nghiên cứu này mới chỉ đánh giá sự ảnh hưởng của cấu trúc sở hữu đến khía cạnh giá trị doanh nghiệp mà chưa đề xuất được cấu trúc sở hữu tối ưu cho các doanh nghiệp niêm yết trên Sở giao dịch bao nhiêu là tối đa hóa giá trị tài sản của chủ sở hữu.

Nguyễn Quốc Nghi & Mã Thị Quỳnh Như (2010) cho rằng chính việc thực hiện chức năng chủ sở hữu còn bị phân tán và việc thực hiện vai trò quản lý lại do nhiều cơ quan nhà nước đảm nhận đã làm suy giảm hiệu quả đầu tư và từ đó giảm giá trị doanh

NGHIỆP VÀ TÁC GIẢ ĐÃ ĐƯA RA MỘT SỐ GIẢI PHÁP CHO TÌNH TRẠNG NÀY, ĐÓ LÀ: (1) phải xác định rõ vai trò quản lý và cấu trúc sở hữu trong các doanh nghiệp nhà nước; (2) cần hoàn thiện cơ chế giám sát từ phía cơ quan đại diện chủ sở hữu vốn nhà nước.

Mặc dù đã tiến hành nghiên cứu trên nhiều khía cạnh sở hữu nhưng các nghiên cứu ở các nước thị trường mới nổi và đang phát triển giống như các nghiên cứu ở các nước phát triển là tiến hành nghiên cứu tổng thể các doanh nghiệp niêm yết, chưa nghiên cứu cụ thể các doanh nghiệp trong nhóm ngành nào. Bên cạnh đó, việc vận dụng các nghiên cứu thực nghiệm ở Việt Nam vẫn còn hạn chế. Cụ thể, một số nghiên cứu ở Việt Nam đã ứng dụng các nghiên cứu trước ở trên thế giới như sử dụng phương pháp đơn giản trong định lượng đó là việc sử dụng phương pháp bình quân nhỏ nhất (OLS) để đo lường sự ảnh hưởng của cấu trúc sở hữu, hoặc là sử dụng nghiên cứu dữ liệu mảng với khoảng thời gian ngắn (Phạm Hữu Hồng Thái, 2013). Do các doanh nghiệp niêm yết trong khoảng thời gian không giống nhau nên trong nghiên cứu thực nghiệm ở trên thế giới, các nhà phân tích thường xuyên sử dụng phân tích dữ liệu mảng không cân bằng với khoảng thời gian từ 5 năm trở lên nhằm khắc phục các nhược điểm về thu thập cũng như xử lý số liệu, đồng thời nghiên cứu trong thời gian dài sẽ có kết quả thuyết phục hơn.

### 3. Phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu được thực hiện tại 101 doanh nghiệp xây dựng niêm yết trên 2 Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) và Hà Nội (HNX) trong giai đoạn từ 2008 đến 2013. Các giả thuyết về tác động của sở hữu Nhà nước tới hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ở Việt Nam là cần thiết để xem xét và đánh giá về nhu cầu thoái vốn Nhà nước. Kế thừa các nghiên cứu trước đây, giả thuyết đã được xây dựng như sau:

*H1: Sở hữu Nhà nước có tác động tiêu cực tới hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp xây dựng niêm yết.*

Mặt khác, để xác định mức sở hữu tối ưu cho sở hữu nhà nước trong cấu trúc của doanh nghiệp, nhiều nghiên cứu đã đề cập tới sự tồn tại mối quan hệ phi tuyến tính (bậc hai) của các thành phần sở hữu trong cấu trúc doanh nghiệp, qua đó có thể xác định được điểm tối ưu (cực đại, cực tiểu) của các sở hữu thành phần và đánh giá được mức sở hữu hiện tại đã hợp lý hay chưa. Do vậy, giả thuyết về mối quan hệ phi tuyến tính của sở hữu nhà nước tới hiệu

quả hoạt động của doanh nghiệp được xây dựng:

H2: *Hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp xây dựng có mối quan hệ hình chữ U ngược với sở hữu Nhà nước.*

Để kiểm định các giả thuyết trên đối với các doanh nghiệp xây dựng niêm yết, các mô hình đã được sử dụng:

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

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

Trong đó: HQHD là Q-Tobin; SO là Sở hữu Nhà nước;  $X_{it}$  là các biến kiểm soát.

### 3.1. Biến được giải thích

Các biến được nhiều nghiên cứu xem xét và đề cập trong các nghiên cứu về hiệu quả hoạt động là Q-Tobin, ROA, ROE. Do thông tin về kế toán trên thị trường chứng khoán ở Việt Nam cũng như ở các nước đang phát triển còn yếu, nên việc sử dụng tỷ số Q-Tobin sẽ tăng tính thuyết phục cho việc nghiên cứu về hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp hơn, do tỷ số này phản ánh được cả giá trị thị trường và giá trị sổ sách của doanh nghiệp. Để đơn giản hóa chỉ tiêu Q-Tobin mà vẫn phản ánh được các mối quan hệ thị trường và sổ sách, tỷ số Q-Tobin nên được tính theo giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu cộng với giá trị sổ sách các khoản nợ phải trả so với giá trị sổ sách của tổng tài sản.

$$\text{Q-Tobin} = \frac{\text{Giá trị thị trường}}{\text{Giá trị sổ sách}}$$

### 3.2. Các biến kiểm soát

Ngoài các biến giải thích trên, các biến kiểm soát sau cũng có tác động tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, lý do khiến những biến này được đưa vào danh sách biến kiểm soát là vì các nghiên cứu trước đây quan hệ có ý nghĩa thống kê giữa quy mô doanh nghiệp, đòn bẩy, thanh khoản của doanh nghiệp, tuổi niêm yết, lợi nhuận gộp biên, tăng trưởng:

#### 3.2.1. Quy mô doanh nghiệp (Size)

Quy mô doanh nghiệp được tính bằng logarit cơ số tự nhiên của tổng tài sản. Quy mô doanh nghiệp có ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp là do hiệu ứng lợi thế kinh tế nhờ quy mô (economies of scale). Nhiều nghiên cứu đã chỉ ra mối quan hệ tỷ lệ thuận giữa hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp và quy mô, tuy nhiên, khi quy mô của doanh nghiệp trở nên quá lớn thì có thể xảy ra tình huống ngược lại. Ngoài ra, lý thuyết về sự phi hiệu quả tổ chức (organizational inefficiency) lại

cho rằng kết quả hoạt động của doanh nghiệp có thể giảm đi khi quy mô của nó tăng lên, tức là tác động tiêu cực tới tỷ số Q-Tobin, do ở các công ty này, chi phí giám sát (monitoring costs) và chi phí đại diện (agency costs) cao hơn, tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

#### 3.2.2. Hệ số nợ (Lev)

Hệ số nợ của doanh nghiệp được tính bằng nợ phải trả chia cho tổng tài sản của doanh nghiệp. Theo các nguyên lý của Modigliani & Miller (1958) thì giá trị của doanh nghiệp không phụ thuộc vào đòn bẩy (hay cấu trúc nợ và vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp). Tuy nhiên, do tác động của lá chắn thuế nên đòn bẩy có tác động đến giá trị doanh nghiệp, tức là giá trị doanh nghiệp tăng khi đòn bẩy tăng trong các điều kiện bình thường của nền kinh tế và giá trị doanh nghiệp giảm đi trong giai đoạn nền kinh tế khủng hoảng. Tuy nhiên, Myers (1984) lại cho rằng các doanh nghiệp có hiệu quả hoạt động tốt có xu hướng tránh vay nợ và thích sử dụng nguồn vốn nội bộ của nó hơn.

#### 3.2.3. Thanh khoản của doanh nghiệp (Liquidity)

Tỷ số này phản ánh khả năng thanh toán của doanh nghiệp, được tính bằng tài sản ngắn hạn chia cho nợ ngắn hạn. Thanh khoản của doanh nghiệp được cho là có mối liên hệ nghịch với hiệu quả hoạt động của nó vì thanh khoản cao cũng là dấu hiệu của việc sử dụng không hiệu quả tiền mặt tại doanh nghiệp (Agrawal & Knoeber, 1996).

#### 3.2.4. Tuổi niêm yết của doanh nghiệp (Age)

Phản ánh thời gian doanh nghiệp xây dựng niêm yết trên thị trường chứng khoán. Trong bài báo này, tuổi của doanh nghiệp được tính bằng thời điểm doanh nghiệp xây dựng niêm yết. 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 tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp thì một số nghiên cứu khác chỉ ra kết quả ngược lại. Khía cạnh tích cực của biến này tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp là các doanh nghiệp lâu năm thường có danh tiếng cao hơn và kinh nghiệm quản lý tốt hơn so với các doanh nghiệp mới thành lập. Điều này có thể tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp.

Tuy nhiên, mặt trái là các doanh nghiệp có độ tuổi niêm yết cũng như tuổi thành lập lớn thường có xu hướng thụ động trong tiếp cận công nghệ mới cũng như vấp phải vấn đề cứng nhắc do hành chính quan liêu (bureaucratic rigidities) nên điều này có thể tác động

**Bảng 1: Thống kê mô tả cho các biến trong mô hình**

	<b>Obs</b>	<b>Mean</b>	<b>Maximum</b>	<b>Minimum</b>
AGE	775	2,75775	6,06205	1,09861
GROWTH	585	0,17957	2,36200	-0,04304
SIZE	693	13,2021	16,89703	12,23603
PROFIT	685	0,16541	0,96864	-1,17976
LIQUIDITY	690	1,14256	8,78931	0,38941
LEVERAGE	690	0,84979	1,28075	0,16984
Q	610	0,31971	1,24104	0
SO	615	35,3221	97,2000	0

Nguồn: Stoxplus và tính toán của các tác giả

tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

### 3.2.5. Lợi nhuận gộp biên (gross Profit margin)

Biến này được tính bằng lợi nhuận gộp chia cho doanh thu, thường được xem là có ảnh hưởng tích cực đến giá trị của doanh nghiệp. Claessens & Djankov đã đưa ra bằng chứng thực nghiệm về mối liên hệ giữa lợi nhuận gộp biên và hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp.

### 3.2.6. Tăng trưởng (Growth)

Có nhiều cách tính khác nhau cho biến kiểm soát này, trong phạm vi nghiên cứu của bài báo, biến tăng trưởng được tính bằng tốc độ gia tăng về tổng tài sản giữa hai năm liên tiếp. Tăng trưởng của doanh nghiệp được xem là có ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp vì năng lực sản xuất được tăng cường. Tuy nhiên, một số nghiên cứu lại chỉ ra kết quả ngược lại. 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 doanh nghiệp trong ngắn hạn.

Ngoài ra, trong nghiên cứu về lý thuyết chi phí đại diện (Agency cost theory), Jensen & Meckling (1976) đã chỉ ra rằng các công ty tăng trưởng cao có thể đầu tư quá đà và dàn trải làm cho chi phí của việc vay nợ tăng, có xu hướng sử dụng nợ nhiều. Điều này có thể tác động tiêu cực tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

## 4. Kết quả thực nghiệm về mối quan hệ giữa sở hữu nhà nước và hiệu quả hoạt động

### 4.1. Thống kê mô tả và hệ số tương quan

Qua bảng 1, có thể đưa ra kết luận tỷ số Q-Tobin của các công ty trong giai đoạn này thấp, với giá trị trung bình là 0,35. Điều này ngụ ý rằng giá trị sổ sách của các công ty xây dựng trong giai đoạn

nghiên cứu cao hơn nhiều so với giá thị trường của nó. Thông tin này cũng có thể hiểu là trong giai đoạn này, các nhà đầu tư không hứng thú với việc giao dịch các mã chứng khoán của các công ty xây dựng, phản ánh tâm lý e ngại của các nhà đầu tư và tâm lý bi quan của thị trường đối với các công ty xây dựng trong giai đoạn khó khăn vừa qua.

Cũng qua bảng 1, có thể nhận thấy tuổi trung bình của các doanh nghiệp xây dựng niêm yết thấp (khoảng 2,75 năm), tức là số doanh nghiệp thành lập mới tương đối nhiều.

Qua bảng 2 về hệ số tương quan giữa sở hữu Nhà nước và Q-Tobin, có thể nhận thấy sở hữu nhà nước (-.509) tương quan nghịch khá mạnh với tỷ số Q-Tobin. Điều này ngụ ý rằng việc tập trung mức cao về sở hữu nhà nước có xu hướng làm cho Q giảm.

**Bảng 2. Hệ số tương quan giữa sở hữu Nhà nước và Q-Tobin**

	<b>Q</b>	<b>SO</b>
<b>Q</b>	<b>1.0000</b>	
<b>SO</b>	<b>-0.5097</b>	<b>1.0000</b>

Nguồn: Stoxplus và tính toán của các tác giả, trích bảng hệ số tương quan giữa các biến trong mô hình

### 4.2. Tác động tuyến tính của sở hữu Nhà nước tới Q-Tobin:

Mô hình nghiên cứu:  $Q = F(\text{so, growth, age, size, pro, liq, lev})$

Kết quả của kiểm định Hausman cho thấy Prob > Chi2 = 0.0304 < 0.05 nên mô hình FEM là mô hình phù hợp hơn nhằm đánh giá tác động của sở hữu nhà nước tới tỷ số Q-Tobin.

**Bảng 3: Tác động của SO tới tỷ số Q-Tobin**

	(1)	(2)
VARIABLES	FEM	REM
So	-0,00451***	-0,00532***
	(0,00125)	(0,000327)
Age	0,112	-0,0316
	(0,113)	(0,1386)
Grow	0,0265**	0,0346**
	(0,0101)	(0,0139)
Size	-0,182**	-0,0165**
	(0,0241)	(0,0127)
Pro	0,02013*	0,02132*
	(0,0800)	(0,0632)
Liq	0,0372**	0,0320**
	(0,0241)	(0,0145)
Lev	-0,0173**	-0,0125**
	(0,0422)	(0,0462)
Constant	2,069*	0,882*
	(0,321)	(0,476)

\*\*\* p<0,01, \*\* p<0,05, \* p<0,1

*Nguồn: Stoxplus và tính toán của các tác giả*

Kiểm định Hausman cho hai mô hình:

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

$$\begin{aligned} \text{chi2(7)} &= (b-B)'[(V_b-V_B)^{-1}](b-B) \\ &= 15.47 \\ \text{Prob}>\text{chi2} &= 0.0304 \end{aligned}$$

Từ mô hình các ước lượng của mô hình FEM cho tỷ số Q- Tobin và thông qua bảng 3 có thể thấy một số kết luận quan trọng sau:

*Một là*, từ mô hình FEM có thể nhận thấy Q có tương quan ngược với sở hữu nhà nước và hệ số góc có ý nghĩa thống kê (p-value = 0,1%). Như vậy, có thể kết luận sở hữu Nhà nước tác động tiêu cực tới tỷ số Q- Tobin, có nghĩa là giả thiết nghiên cứu H1 được xác nhận trong tình huống hiệu quả hoạt động là chỉ số Q. Điều này phù hợp với tình hình thực tế của các doanh nghiệp xây dựng nói chung và các doanh nghiệp mà Nhà nước nắm quyền sở hữu chi phối và cũng phù hợp với nhiều quan điểm cho rằng khi mức độ sở hữu của một doanh nghiệp tập trung ngày càng cao vào một chủ thể thì cổ phiếu của nó

có tính lỏng càng thấp khiến cho giá của cổ phiếu doanh nghiệp giảm.

*Hai là*, Q tương quan thuận với tuổi của doanh nghiệp (age). Tuy nhiên, kết luận này chưa có ý nghĩa thống kê.

*Ba là*, Q tương quan nghịch với đòn bẩy của các doanh nghiệp. Kết luận này có ý nghĩa thống kê. Điều đó cho thấy doanh nghiệp càng sử dụng nhiều nợ thì hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp càng thấp trong giai đoạn nghiên cứu. Theo nhận xét của báo cáo của các chuyên gia phân tích thuộc công ty chứng khoán VP: “Đặc thù của doanh nghiệp ngành xây dựng là tỷ lệ đòn bẩy tài chính có ảnh hưởng đáng kể đến kết quả kinh doanh. Những công ty có tình hình tài chính tốt và cải thiện hơn sẽ nhận được

**Bảng 4: Tác động phi tuyến tính của sở hữu nhà nước tới Q**

	(1)	(2)
VARIABLES	FEM	REM
So	0,01212*** (0,00454)	0,01675*** (0,00220)
So2	-0,0002** (0,0392)	-0,0012** (0,0412)
Age	-0,3883*** (0,0065)	-0,1825*** (0,0029)
Grow	0,0288 (0,5520)	0,0250 (0,4521)
Size	-0,0288 (0,7281)	-0,0214 (0,4118)
Pro	-0,4878** (0,0255)	-0,0218** (0,0233)
Liq	0,0146 (0,5294)	0,0323 (0,6165)
Lev	-1,1378*** (0,0013)	-1,0154*** (0,0083)
Constant	1,6396** (0,0159)	1,8014** (0,0178)
Observations	489	489
R-squared	0,178	

\*\*\* p<0,01, \*\* p<0,05, \* p<0,1

Nguồn: *Stoxplus* và tính toán của các tác giả

Kiểm định Hausman cho hai mô hình:

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

$$\begin{aligned} \text{chi2 (7)} &= (b-B)' [ (V_b - V_B)^{-1} ] (b-B) \\ &= 16.53 \\ \text{Prob>chi2} &= 0.0113 \end{aligned}$$

nhiều gói thầu hơn trong khi các doanh nghiệp có nợ vay cao gặp khó khăn đẩy nhanh tiến độ dự án mới. Nhìn chung trong 2 năm trở lại đây, hầu hết các doanh nghiệp trong ngành đều có xu hướng giảm tỷ lệ nợ vay/vốn chủ sở hữu.”

*Bốn là*, hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp tương quan nghịch với quy mô của các doanh nghiệp. Kết luận này có ý nghĩa thống kê với mẫu nghiên cứu đã chọn. Điều này phản ánh phần nào thực tế khó khăn của các doanh nghiệp xây dựng trong thời gian khó khăn trong thời gian vừa qua, cụ thể các doanh nghiệp xây dựng có quy mô lớn gặp nhiều ảnh hưởng không tốt trong thời gian nghiên cứu.

*Năm là*, tốc độ tăng trưởng và khả năng thanh toán của các doanh nghiệp xây dựng niêm yết tương

quan thuận với hiệu quả hoạt động (thông qua tỷ số Q-Tobin) của doanh nghiệp. Kết quả này có ý nghĩa thống kê. Điều này phản ánh, các doanh nghiệp xây dựng niêm yết đảm bảo khả năng thanh toán của mình (đối với các khoản nợ ngắn hạn) và tổng tài sản gia tăng qua các năm thì các doanh nghiệp đó luôn có hiệu quả hoạt động (theo Q-Tobin) tốt. Theo kết quả mô hình, khả năng sinh lời cũng tương quan thuận với hiệu quả hoạt động, điều này hoàn toàn hợp với thực tế, tuy nhiên kết quả này không có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 5%.

#### **4.3. Tác động phi tuyến tính của sở hữu Nhà nước tới Q-Tobin**

**Mô hình nghiên cứu:**

$$Q = F(\text{so}, \text{so}^2, \text{growth}, \text{age}, \text{size}, \text{pro}, \text{liq}, \text{lev})$$

Kết quả của kiểm định Hausman cho thấy  $\text{Prob} > \text{Chi}^2 = 0,0113 < 0,05$ . Kết quả này chỉ ra rằng mô hình FEM nên được sử dụng để đánh giá tác động phi tuyến tính của sở hữu nhà nước tới Q. Từ các kết quả của mô hình FEM, có thể tính được điểm thay đổi (turning point) là 30,30% và mối quan hệ giữa sở hữu nhà nước và tỷ số Q- Tobin là hình chữ U ngược (do hệ số  $\text{SO}^2$  âm) và kết luận này có ý nghĩa thống kê. Nghĩa là giả thiết H2 được xác nhận trong tình huống kết quả hoạt động của doanh nghiệp là chỉ số Q.

Các kết quả tương ứng của mô hình này khi sử dụng FEM, REM được trình bày ở bảng 4.

### 5. Kết luận

Kết quả kiểm định cho thấy sở hữu nhà nước có tác động tiêu cực tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp đồng thời, sở hữu nhà nước và có mối quan hệ phi tuyến tính tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Thông qua việc kiểm tra điểm tối ưu, nhóm tác giả đã đề xuất mức sở hữu nhà nước có mức tỷ

trọng tối ưu là 30,3% theo tỷ số Q-Tobin.

Như vậy, theo số liệu của công ty Stoxplus, vào năm 2013 có khoảng 36 doanh nghiệp xây dựng niêm yết có sở hữu nhà nước trên 30,3%. Các doanh nghiệp có vốn sở hữu nhà nước chiếm tỷ trọng lớn trong các doanh nghiệp xây dựng niêm yết (thậm chí sở hữu chi phối tương đối lớn), hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp không được tốt bằng các doanh nghiệp có sở hữu khác áp đảo, đặc biệt tốc độ tăng trưởng của giá trị vốn hóa của các doanh nghiệp có vốn nước ngoài áp đảo thường cao hơn so với tốc độ tăng trưởng giá trị vốn hóa của các doanh nghiệp có vốn nhà nước áp đảo.

Do vậy, để gia tăng hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp xây dựng niêm yết, Nhà nước cần phải thực hiện thoái vốn nhà nước tại các doanh nghiệp xây dựng niêm yết thông qua các biện pháp như lập kế hoạch thoái vốn, hỗ trợ cho sự phát triển thị trường chứng khoán để thoái vốn nhưng vẫn bảo toàn vốn nhà nước.

### 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*, 31, 377-399.
- Beirne, J., Liu, Guy S. & Sun, P. (2013), *The performance impact of firm ownership transformation in China*, Working Paper Series 1598, European Central Bank.
- Claessens, S. & Djankov, S. (1999), 'Ownership concentration and corporate performance in the Czech Republic', *Journal of Comparative Economics*, 27, 498-513.
- Demsetz, H. & Lehn, K. (1985), 'The structure of corporate ownership: causes and consequences', *Journal of Political Economy*, 93, 1155-1177.
- Jia, J., Sun, Q. & Tong, W. (2005), 'Privatization through an overseas listing: Evidence from China's H-share firms', *Financial Management*, 34, 3-30.
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1976), 'Agency Costs and The Theory of The Firm', *Journal of Accounting and Economics*, 3, 305-360.
- Kirchmaier, T. & Grant, J. (2004), 'Corporate Ownership Structure and Performance in Europe', *CEP Discussion Paper No. 0631*, Centre for economic performance, London School of Economics and Political Science.
- Kuznetsov, P. & Muravyev, A. (2001), 'Ownership concentration and firm performance in Russia: The case of blue chips of the stock market', *Acta Oeconomica*, 51(4), 469- 488.
- 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.
- Modigliani, F. & Miller, M.H. (1958), 'The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment', *American Economic Review*, XLVIII (3), 261-97.
- Maher, Maria & Andersson, Thomas (1999), *Corporate performance: Effects on firm performance and economic growth*, OECD Working paper, Paris.
- Morck, Shleifer, A. & Vishny R.W. (1988), 'Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis,'



*Journal of Financial Economics*, 20(1-2), 293-315.

Myers, S.C. (1984), 'The Capital Structure Puzzle', *Journal of Finance*, XXXIX(3), 575-92.

Nguyễn Quốc Nghi & Mã Thị Quỳnh Như (2010), 'Luận bàn về tái cấu trúc DNNN', *Tạp chí Phát triển và Hội nhập*, 16(2012), 3.

Phạm Hữu Hồng Thái (2013), *Cấu trúc sở hữu và giá trị của các công ty niêm yết tại Việt Nam*, truy cập lần cuối ngày 12 tháng 1 năm 2014, từ <<http://tapchitaichinh.vn/nghien-cuu-trao-doi/trao-doi---binh-luan/cau-truc-so-huu-va-gia-tri-cua-cac-cong-ty-niem-yet-tai-viet-nam-38953.html>>.

Shleifer, A. & Vishny, R.W. (1997), 'A survey of corporate governance', *Journal of Finance*, 52, 737-783.

Sun, Q., Tong, W. & Tong, J. (2002), 'How does government ownership affect firm performance? Evidence from China's privatization experience', *Journal of Business Finance and Accounting*, 29, 1-27.

Tian, L. & Estrin, S. (2005), *Retained state shareholding in Chinese Plcs: does government ownership reduce corporate value?*, Working Paper No. 750, William Davidson Institute.

Xu, X. & Wang, Y. (1999), 'Ownership structure and corporate governance in Chinese stock companies', *China Economic Review*, 10, 75-98.