

TÁC ĐỘNG CỦA SỞ HỮU NHÀ NƯỚC TỚI KẾT QUẢ KINH DOANH CỦA CÁC DOANH NGHIỆP CỔ PHẦN CÓ VỐN NHÀ NƯỚC TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Nguyễn Xuân Thắng

*Viện Sau đại học, Đại học Kinh tế quốc dân
email: nxt.neu@gmail.com*

Đàm Văn Huệ

*Viện Ngân hàng-Tài chính, Đại học Kinh tế quốc dân
email: damvanhue@gmail.com*

Phạm Việt Hùng

*Viện Ngân hàng-Tài chính, Đại học Kinh tế quốc dân
Email: phamviethung@neu.edu.vn*

Vũ Ngọc Tuấn

*Kiểm toán nhà nước
Email: vntuan79@gmail.com*

Ngày nhận: 25/5/2016

Ngày nhận bản sửa: 8/7/2017

Ngày duyệt đăng: 25/8/2017

Tóm tắt:

Nghiên cứu này nhằm làm rõ mối quan hệ giữa kết quả kinh doanh doanh nghiệp và các nhân tố ảnh hưởng của các doanh nghiệp niêm yết có vốn nhà nước. Trong nghiên cứu này, tác động của cấu trúc và mức độ sở hữu của các nhóm cổ đông tới kết quả kinh doanh sẽ được tập trung phân tích và làm rõ. Đặc biệt là mức độ sở hữu của nhà nước đối với kết quả kinh doanh của doanh nghiệp. Thật vậy, kết quả nghiên cứu đã chỉ ra rằng cấu trúc sở hữu có mối quan hệ nhất định đối với kết quả kinh doanh của doanh nghiệp. Cụ thể, tồn tại mối quan hệ ngược chiều giữa sở hữu nhà nước với kết quả kinh doanh, trong khi đó thì sở hữu tư nhân trong nước lại có mối quan hệ cùng chiều với kết quả kinh doanh của doanh nghiệp.

Từ khóa: Cấu trúc sở hữu, Sở hữu nhà nước, Kết quả kinh doanh, Việt Nam.

The impact of state ownership on firm performance: Evidence from Vietnamese listed firms

Abstract:

This study attempts to investigate the determinants of the performance of Vietnam's listed firms in the equitization process. Specifically, the paper focuses on the relationship between ownership structure and firm performance. Indeed, the findings of the study show that the ownership structure variables statistically significantly related to firm performance. State ownership has a negative relationship with firm performance, whereas private ownership is found to be positively related to firm performance.

Keywords: Ownership structure; state ownership; firm performance; Vietnam.

1. Giới thiệu

Cổ phần hóa là quá trình chuyển đổi doanh nghiệp nhà nước thành doanh nghiệp cổ phần. Điều này nghĩa là nhà nước bán một phần hoặc toàn bộ vốn của nhà nước hiện có tại doanh nghiệp. Tại nhiều quốc gia, khi hoạt động của các doanh nghiệp nhà nước thiếu hiệu quả kèm theo những yếu kém trong quản lý thì cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước thường được coi là phương thức tái cấu trúc nhằm nâng cao kết quả kinh doanh của doanh nghiệp. Quan điểm này đã nhận được những ủng hộ cũng như phản đối của nhiều nghiên cứu dựa trên mẫu số liệu ở các quốc gia và khoảng thời gian khác nhau. Cụ thể như sau:

Theo Omran (2004), Alipour (2012) các doanh nghiệp sau cổ phần hóa về cơ bản đã tăng doanh số bán hàng, lợi nhuận tăng, nâng cao kết quả kinh doanh đồng thời giảm đáng kể mức độ nợ và tăng tỷ lệ cổ tức.

Nghiên cứu của Vining & Boardman (1992) đã kết luận là kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp tư nhân cao hơn so với các doanh nghiệp nhà nước dựa trên mẫu nghiên cứu của các doanh nghiệp ở Canada. Bên cạnh đó, D'Souza & Megginson (1999) cũng so sánh kết quả kinh doanh của 85 doanh nghiệp từ 28 quốc gia trước và sau cổ phần hóa trong khoảng thời gian từ 1990 đến 1996. Kết quả là các doanh nghiệp sau cổ phần hóa có kết quả kinh doanh cao hơn so với khi chưa cổ phần hóa. Tương tự như vậy, nghiên cứu của Gupta (2005) cũng có cùng chung kết luận dựa trên mẫu nghiên cứu 40 doanh nghiệp cổ phần có vốn nhà nước của Ấn Độ trong khoảng thời gian 10 năm từ 1990 đến 2000. Ngoài ra, các nghiên cứu của Boycko, Shleifer & Vishny (1996) và Dewenter & Malatesta (2001) cũng đưa ra nhận định rằng trong điều kiện thị trường cạnh tranh không có sự tác động từ nhà nước thì doanh nghiệp có sở hữu của nhà nước sẽ có kết quả kinh doanh thấp hơn so với các doanh nghiệp được sở hữu hoàn toàn bởi tư nhân. Giải thích cho vấn đề này, các nghiên cứu đã đưa ra các lý do sau: (1) doanh nghiệp nhà nước không tạo được động lực từ việc phân phối lợi nhuận, (2) doanh nghiệp nhà nước có thể đặt các mục tiêu chính trị và xã hội cao hơn mục tiêu lợi nhuận, (3) những công chức quản lý doanh nghiệp được chỉ định có thể vì các lý do khác bên ngoài lý do năng lực.

Tuy nhiên, các nghiên cứu của Caves &

Christensen (1980) và Kole & Mulherin (1997) lại cho rằng kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp nhà nước không thấp hơn so với các doanh nghiệp tư nhân. Bên cạnh đó, các nghiên cứu của (Claessens & Djankov, 1998; Demsetz & Villalonga, 2001; và Wiwattanakantang, 2001) đã đi đến kết luận về sự không tồn tại mối quan hệ giữa sở hữu và giá trị công ty ở Mỹ, Đông Âu và châu Á. Có kết quả này là do các nhà quản lý vì thực hiện tốt các cam kết về trách nhiệm của mình là tối đa hóa giá trị của cổ đông nên cơ cấu sở hữu sẽ không có bất kỳ tác động có hệ thống đối với kết quả kinh doanh của doanh nghiệp (Demsetz & Villalonga, 2001).

Kết quả của các nghiên cứu trên khác nhau bởi sự khác biệt giữa các quốc gia cũng như mức độ phát triển kinh tế giữa các thời kỳ. Do đó, không thể áp dụng kết quả nghiên cứu trước đây ở các quốc gia khác vào nền kinh tế Việt nam. Chính vì vậy, nghiên cứu này sẽ dựa trên số liệu các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam để kiểm tra mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu và kết quả kinh doanh của doanh nghiệp, đặc biệt là sở hữu của nhà nước. Ngoài ra, nghiên cứu này cũng sẽ phân tích ảnh hưởng của một số nhân tố khác đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp.

2. Sở hữu nhà nước và kết quả kinh doanh của doanh nghiệp

Cổ phần hóa đã tạo ra sự đổi thay trong cấu trúc sở hữu của một doanh nghiệp. Cụ thể, ở các doanh nghiệp nhà nước trước đây, nhà nước luôn xuất hiện với vai trò là chủ sở hữu duy nhất, nhưng sau cổ phần hóa mức độ sở hữu của nhà nước ở các doanh nghiệp này không còn là 100% vốn. Sự giảm xuống của tỷ lệ vốn thuộc sở hữu của nhà nước cũng làm thay đổi vai trò cũng như mức độ tác động của nhà nước tới kết quả kinh doanh của doanh nghiệp. Chính vì vậy, nhà nước bây giờ chỉ có thể là một trong số các cổ đông của doanh nghiệp, nhà nước có thể là cổ đông lớn nhất hoặc lớn của một doanh nghiệp. Quá trình cổ phần hóa có thể diễn ra nhiều ít ở các doanh nghiệp nhà nước khác nhau. Đồng thời với quá trình này là vai trò của nhà nước ở các doanh nghiệp này cũng khác nhau. Điều này đã dẫn đến câu hỏi về tác động của mức độ sở hữu của nhà nước đối với kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp như thế nào?

Để mở đường cho các thảo luận về mặt lý thuyết về tác động của sở hữu nhà nước, phần tiếp theo của bài viết này sẽ trình bày các lý thuyết có liên quan

đến sở hữu của của nhà nước đối với kết quả kinh doanh của doanh nghiệp.

2.1. Giả thiết tín hiệu (The Signalling Effect)

Theo quan điểm này, sự xuất hiện của nhà nước cùng với mức độ sở hữu của nó trong một doanh nghiệp được cho là có tác động đến nhận thức của các nhà đầu tư về giá trị của doanh nghiệp. Tuy nhiên, nhận thức này không hoàn toàn giống nhau đối với các nhà đầu tư. Một số nhà đầu tư không ưa thích vai trò cổ đông lớn hay lớn nhất của nhà nước đối với doanh nghiệp, họ cho rằng những doanh nghiệp mà có nhà nước nắm giữ lượng cổ phần khổng lồ sẽ có kết quả kinh doanh thấp (Paudyal & cộng sự, 1998). Chính vì vậy, sự xuất hiện của nhà nước với vai trò là một cổ đông lớn sẽ tạo ra tín hiệu tiêu cực với các nhà đầu tư. Ở chiều ngược lại, các nhà đầu tư cho rằng nhà nước bán bớt cổ phần ở các doanh nghiệp nhà nước là do gánh nặng về ngân sách. Nên việc bán một phần nhỏ thể hiện mức độ tự tin của nhà nước về triển vọng của doanh nghiệp trong tương lai. Điều này nghĩa là nếu nhà nước không tin vào kết quả kinh doanh của doanh nghiệp thì sẽ bán hết cổ phần vì nếu không thì sẽ tạo ra khó khăn trong việc cổ phần hóa doanh nghiệp nếu doanh nghiệp không có kết quả kinh doanh tốt. Cùng chia sẻ quan điểm này có nghiên cứu của Mok & Hui (1998). Dựa trên quan điểm này, sự xuất hiện của nhà nước với vai trò là một cổ đông lớn sẽ đem tín hiệu tích cực đối với nhà đầu tư.

2.2. Lý luận về vai trò giám sát

Jensen & Meckling (1976) đã nêu ra vấn đề tách biệt giữa người sở hữu và quản lý cũng như sự khác biệt về mục tiêu giữa hai nhóm người này ở các doanh nghiệp hiện đại. Giám sát các nhà quản lý là một trong những cách thức làm giảm tác động tiêu cực của vấn đề người đại diện. Trong bối cảnh các doanh nghiệp cổ phần, sự xuất hiện của cổ đông nhà nước có thể tạo ra xung đột về mục tiêu hoạt động của doanh nghiệp. Cụ thể, cổ đông nhà nước có thể tác động vào doanh nghiệp để theo đuổi các mục tiêu về mặt công ích và bỏ qua mục tiêu tối đa hóa giá trị tài sản của doanh nghiệp, điều này sẽ dẫn đến sự thiệt hại về lợi ích kinh tế của các cổ đông khác. Nghiên cứu của Börs (1991) đã đề cập đến sự mâu thuẫn này. Thứ nhất, trong môi trường cạnh tranh hoàn hảo, nhà nước có thể đề cao lợi ích của doanh nghiệp, điều này sẽ dẫn đến không có sự khác biệt giữa mục tiêu của cổ đông nhà nước và các cổ đông

khác. Trong trường hợp này, nhà nước có thể buông lỏng nhiệm vụ giám sát của mình cũng như vai trò của một cổ đông lớn cho các cổ đông khác. Tuy nhiên, nếu trong điều kiện cạnh tranh không hoàn hảo, nhà nước có thể tăng cường công tác giám sát tác động vào các nhà quản lý để đạt được mục tiêu về xã hội và công ích. Điều này đồng nghĩa với việc mức độ sở hữu của nhà nước cùng với công tác chặt chẽ sẽ có thể làm giảm lợi ích về mặt kinh tế của các cổ đông nói chung và kết quả kinh doanh nói riêng.

2.3. Vai trò của sở hữu nhà nước đối với kết quả kinh doanh của doanh nghiệp trong bối cảnh của Việt Nam

Sự hiện diện của nhà nước với tư cách là một cổ đông lớn có thể mang lại lợi thế cho các doanh nghiệp niêm yết Việt Nam trong việc tiếp cận vốn vay cũng như các dự án thuộc do nhà nước làm chủ đầu tư. Các doanh nghiệp có thể dễ dàng có được các khoản vay ngân hàng với sự bảo lãnh của nhà nước. Ngoài ra, với ảnh hưởng của nhà nước, các doanh nghiệp có thể tiếp cận dễ dàng hơn với vốn vay và thương lượng mức lãi suất thấp hơn (Li & cộng sự, 2009). Đồng thời với nhận thức của nhiều tổ chức về mức độ tin cậy cũng như tiềm lực của các doanh nghiệp có vốn nhà nước thì các doanh nghiệp này có thể tranh thủ lợi thế này để đạt các hợp đồng cũng như dự án. Chính vì vậy, dựa trên quan điểm này mức độ sở hữu của nhà nước tại các doanh nghiệp sẽ tỷ lệ thuận với kết quả kinh doanh của doanh nghiệp.

Ngược lại với quan điểm về tính hiệu quả của các doanh nghiệp có phần lớn vốn được nắm giữ bởi cổ đông nhà nước, thì cũng có nhận định về sự ưu việt trong hiệu quả kinh tế của các doanh nghiệp có số vốn nhà nước thấp (nhà nước là cổ đông nhỏ), dựa trên một số lý do. Trước tiên, theo Shleifer (1998), những doanh nghiệp mà cổ phần tư nhân chiếm đa số sẽ có chất lượng quản trị doanh nghiệp tốt hơn so với các doanh nghiệp mà có cổ đông lớn là nhà nước. Chính vì vậy, những doanh nghiệp này sẽ đạt được kết quả kinh doanh cao hơn. Bên cạnh đó, các doanh nghiệp có vốn lớn thuộc về tư nhân sẽ tập trung hơn vào mục tiêu tối đa hóa tài sản của chủ sở hữu và không chịu ràng buộc vào các mục tiêu xã hội ít lợi nhuận nên các doanh nghiệp này được cho là sẽ có hiệu quả kinh tế cao hơn. Với những lập luận này các doanh nghiệp mà nhà nước là cổ đông nhỏ sẽ được cho là có kết quả kinh doanh tốt hơn các doanh nghiệp mà nhà nước là cổ đông lớn hoặc là cổ

đồng nắm cổ phần khổng chế.

3. Phương pháp và dữ liệu nghiên cứu

3.1. Phương pháp nghiên cứu

Để kiểm tra mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu và kết quả kinh doanh của doanh nghiệp, bài viết này sử dụng kỹ thuật hồi quy dữ liệu bảng. Việc sử dụng dữ liệu bảng có một vài ưu điểm, như làm tăng kích thước mẫu một cách đáng kể, các quan sát theo không gian lặp lại với nhiều thông tin hơn, ngoài ra, dữ liệu bảng cũng phù hợp hơn cho nghiên cứu động và cho kết quả ước lượng hiệu quả hơn (Baltagi, 2008).

Bài viết sử dụng kỹ thuật phân tích dữ liệu bảng tính random effects (RE) để phân tích mối quan hệ giữa các biến độc lập và phụ thuộc. Mô hình ước lượng sẽ có dạng như sau:

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 LTD_{it} + \beta_2 STD_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 Tang_{it} + \beta_5 Risk_{it} + \beta_6 Ndots_{it} + \beta_7 Age_{it} + \beta_8 State_{it} + \beta_9 Local_{it} + \sum_{k=1}^5 \delta_k Year_{kit} + e_{it} \quad (Eq.1)$$

Trong đó:

ROA_{it} là tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản, đo lường kết quả kinh doanh của doanh nghiệp i trong năm t . ROA được tính bằng cách chia tổng số lợi nhuận cho tổng tài sản trung bình;

LTD_{it} và STD_{it} lần lượt là tỷ lệ nợ dài hạn và nợ ngắn hạn so với tổng nguồn vốn;

$Size_{it}$ là quy mô của doanh nghiệp (= logarit (tổng doanh thu));

$Tang_{it}$ tỷ lệ tài sản cố định hữu hình so với tổng tài sản của doanh nghiệp;

$Risk_{it}$ phản ánh rủi ro của doanh nghiệp (độ lệch chuẩn của lợi nhuận trên tài sản trong ba năm);

$Ndots_{it}$ tầm là chẵn thuế phi nợ (khấu hao/tổng tài sản);

Age_{it} tuổi của doanh nghiệp (logarit (tuổi), tính từ thời điểm thành lập);

$State_{it}$ lần lượt là tỷ lệ sở hữu của nhà nước và tư nhân trong nước;

$Local_{it}$ là tập hợp của 5 biến giả thời gian.

3.2. Dữ liệu nghiên cứu

3.2.1. Mẫu nghiên cứu

Trong nghiên cứu này, dữ liệu nghiên cứu được truy suất từ bộ dữ liệu của Bureau Van Dijk Electronic Publishing Osiris – một trong những bộ dữ liệu về thông tin tài chính lớn nhất trên thế giới. Ngoài ra, một số thông tin về sở hữu nhà nước được bổ sung từ số liệu do công ty Vietstock cung cấp. Bài viết này sẽ sử dụng mẫu nghiên cứu bao gồm 373 doanh nghiệp đại chúng được niêm yết trên hai sàn chứng khoán Việt Nam. Các doanh nghiệp bị phá sản trong khoảng thời gian này sẽ được loại trừ ra khỏi mẫu nghiên cứu. Bên cạnh đó, các doanh nghiệp thuộc mẫu nghiên cứu là các doanh nghiệp phi tài chính và các dữ liệu tài chính của các doanh nghiệp này sẽ được thu thập trong khoảng thời gian 6 năm từ năm 2004 đến năm 2009. Tuy nhiên, có

Bảng 1: Tóm tắt thống kê

Bảng A: Thống kê mô tả các biến phụ thuộc và độc lập					
Biến	Trung bình	Trung vị	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
ROA	0.0890	0.0735	0.0842	-0.4450	0.5913
LTD	0.1097	0.0450	0.1473	0.0000	0.7462
STD	0.4256	0.4314	0.2173	0.0070	0.9353
Tổng Doanh Thu (triệu USD)	35.1099	13.7238	81.9114	0.1337	1,400.0000
Tang	0.2976	0.2512	0.2215	0.0002	0.9764
Risk	0.0352	0.0244	0.0361	0.0004	0.3084
Ndots	0.0423	0.0327	0.0405	0.0002	0.6703
Age (năm)	19.5111	14.0000	16.2198	2.0000	111.0000
State	0.3043	0.3261	0.2167	0.0000	0.7992
Local	0.6080	0.5691	0.2190	0.1365	1.0000

Nguồn: Tính toán của tác giả

một số doanh nghiệp sẽ có chuỗi số liệu ngắn hơn 6 năm do họ niêm yết trong khoảng thời gian nghiên cứu. Nghiên cứu này không bao gồm các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực tài chính (như ngân hàng, doanh nghiệp bảo hiểm và quỹ đầu tư) bởi vì đặc thù kinh doanh của họ (Rajan & Zingales, 1995). Tuy nhiên, các doanh nghiệp được lựa chọn là sẽ đại diện cho các doanh nghiệp Việt Nam, vì họ liên quan đến ngành công nghiệp khác nhau.

Kết quả là, mẫu nghiên cứu có 66 doanh nghiệp với thông tin đầy đủ trong khoảng thời gian 6 năm, và 307 doanh nghiệp có thông tin không đầy đủ trong thời gian 6 năm. Điều này tạo nên bộ dữ liệu bảng không cân bằng với 1.534 quan sát.

3.2.2. Thống kê mô tả mẫu

Bảng 1 cho thấy số liệu thống kê mô tả cho các biến phụ thuộc và độc lập. Tỷ lệ sinh lợi trên tổng tài sản có giá trị trung bình (trung vị) là 0,09 (0,07), cho thấy bình quân các doanh nghiệp niêm yết có được 9% lợi nhuận trước thuế và lãi trên tổng tài sản trong giai đoạn 2004-2009. Trong đó, giá trị trung bình của tỷ lệ nợ dài hạn và tỷ lệ nợ ngắn hạn, lần lượt là 10,97% và 42,56%. Điều này cho thấy phần lớn nợ của các doanh nghiệp Việt Nam là nợ ngắn hạn (khoảng 80%). Tổng doanh thu trung bình là 35.110.000 USD. Trong khi đó, tỷ lệ tăng trưởng trung bình của các doanh nghiệp niêm yết là 1,33. Biến tài sản cố định hữu hình có giá trị trung bình là 0,30, phản ánh rằng các tài sản cố định đại diện, trung bình 30% tổng tài sản. Ngoài ra, biến tầm lá chắn thuế phi nợ có trung bình là 0,04. Các doanh nghiệp được nghiên cứu có tuổi trung bình là 19,51 năm.

Ngoài ra, tỷ lệ sở hữu trung bình của nhà nước ở các doanh nghiệp là 30,43%, với mức sở hữu tối thiểu 0% và tối đa là khoảng 79,92%, trong khi tỷ lệ trung bình của sở hữu tư nhân trong nước (bao gồm cả cá nhân và tổ chức) là 60,8%, phần còn lại thuộc về các cổ đông nước ngoài.

Bảng 2 trình bày ma trận hệ số tương quan giữa các biến số ROA và chín biến

Bảng 2: Ma trận tương quan giữa các biến

	ROA	LTD	STD	Size	Tang	Risk	Ndts	Age	State	Local
ROA	1.0000									
LTD	-0.2414*	1.0000								
STD	-0.3574*	-0.2411*	1.0000							
Size	-0.0876**	0.1186*	0.1763*	1.0000						
Tang	-0.0870**	0.5273*	-0.3476*	-0.0638*	1.0000					
Risk	0.0106	-0.1045*	-0.1447**	-0.0524	0.0545	1.0000				
Ndts	0.1595*	0.1471*	-0.2410*	-0.0792*	0.2740*	0.0604	1.0000			
Age	0.0674*	-0.0542*	0.0109	0.1066*	-0.0699**	-0.0035	0.0318	1.0000		
State	-0.0513*	0.2309**	0.0501	0.0343	0.1272*	-0.1430*	0.1640**	0.1185*	1.0000	
Local	0.0881*	-0.2140*	0.0243	-0.1500*	-0.1291*	0.0965**	-0.1697**	-0.1379*	-0.8884*	1.0000

Nguồn: Tính toán của tác giả

Bảng 3: Phân tích hồi quy của yếu tố ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh

	ROA	
	Mô hình 1	Mô hình 2
Constant	0.174*** (4.19)	0.486 (1.48)
LTD	0.146*** (5.88)	0.187*** (6.94)
STD	0.105*** (6.47)	0.148*** (7.70)
Size	0.001 (0.56)	0.004* (1.67)
Tang	-0.005 (-0.39)	-0.010 (0.98)
Risk	-0.135* (-1.83)	-0.018 (-0.08)
Ndts	0.469*** (5.65)	0.354*** (3.71)
Age	0.011 (2.33)	0.006 (1.37)
State	-0.211*** (-6.41)	
Dum_State_1		-0.053*** (-6.73)
Dum_State_2		-0.061*** (-7.75)
Local	0.007*** (4.23)	0.207*** (11.39)
Wald Chi ²	441.68***	234.64***
Number of observations	811	811

Nguồn: Tính toán của tác giả

độc lập, cũng như mối tương quan giữa các biến độc lập. Nhìn chung, kết quả đã cho thấy rằng các tỷ lệ ROA có mối quan hệ tỷ lệ nghịch với tỷ lệ nợ ngắn và dài hạn, quy mô, tỷ lệ tài sản cố định và sở hữu tư nhân trong nước, nhưng tỷ lệ thuận với Ndts và sở hữu nhà nước. Bên cạnh đó, bảng 2 cũng đưa ra bằng chứng về khả năng đa cộng tuyến thấp giữa các biến độc lập. Do hầu hết các hệ số tương quan là nhỏ (dưới 0,5), ngoại trừ hệ số tương quan giữa sở hữu nhà nước và sở hữu tư nhân trong nước. Điều này có thể hiểu được do sự tương quan chặt chẽ giữa các hình thức sở hữu khác nhau, thường thì có mối tương quan nghịch với nhau. Trong nghiên cứu này, cơ cấu sở hữu các doanh nghiệp niêm yết được chia thành ba nhóm, trong đó sở hữu nhà nước, sở hữu

tư nhân trong nước (cá nhân và tổ chức) và sở hữu nước ngoài. Trong thực tế, do mức độ sở hữu cổ phiếu và khối lượng giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài vẫn còn nhỏ; nên giao dịch, chuyển vốn sở hữu chủ yếu xảy ra giữa các cổ đông tư nhân và cổ đông nhà nước.

4. Phân tích kết quả

Từ ước lượng phương trình Eq.1, các kết quả của phân tích được trình bày trong Bảng 3. Mỗi hàng có chứa các hệ số ước lượng của các biến độc lập với thống kê-t trong dấu ngoặc đơn bên dưới. Có thể thấy từ Bảng 3, kết quả của các kiểm định Wald cho thấy tất cả các biến hồi quy có ý nghĩa thống kê.

Tại cột thứ 2 của Bảng 3, ta thấy nhân tố LTD, STD, Risk, và Ndts có sự ảnh hưởng đối với kết

quả kinh doanh của các doanh nghiệp. Bên cạnh đó, kết quả ước lượng cũng chỉ ra sự tồn tại mối quan hệ giữa các biến sở hữu và tỷ lệ ROA. Hệ số hồi quy của biến sở hữu Nhà nước là -0,211, có nghĩa là sở hữu nhà nước có sự ảnh hưởng ngược chiều tương đối lớn đối với kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết. Điều này có nghĩa là nếu mức độ sở hữu của nhà nước càng lớn thì hiệu quả kinh tế của các doanh nghiệp này càng thấp. Ngược lại, biến sở hữu tư nhân trong nước trong nước một mối quan hệ cùng chiều với ROA, ngụ ý rằng các doanh nghiệp có tỷ lệ sở hữu tư nhân trong nước cao sẽ có thiên hướng đạt kết quả kinh doanh cao hơn.

Tóm lại, các kết quả hồi quy trong mô hình 1 của Bảng 3 cho thấy bằng chứng cho sự ảnh hưởng của các biến sở hữu đối với kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết. Cụ thể, sở hữu nhà nước có mối quan hệ tỷ lệ nghịch với kết quả kinh doanh, trong khi đó sở hữu tư nhân trong nước lại có mối quan hệ cùng chiều với kết quả kinh doanh. Mối quan hệ ngược chiều giữa sở hữu nhà nước với kết quả kinh doanh có thể được giải thích bởi các nguyên nhân sau:

Đầu tiên là chất lượng quản trị ở các doanh nghiệp này thường thấp. Với vai trò là một cổ đông lớn, nhà nước được cho là không có sự giám sát chặt chẽ đối với những nhà quản lý doanh nghiệp. Sự buông lỏng quản lý và giám sát hoạt động điều hành có thể dẫn đến kết quả thấp về hiệu quả kinh tế của doanh nghiệp. Bên cạnh đó, Các nhà quản lý ở các doanh nghiệp này có thể được lựa chọn dựa trên những tiêu chí bên ngoài năng lực của họ. Chính vì vậy, doanh nghiệp có thể không đạt được kết quả kinh doanh tốt do nhà quản lý của họ thiếu năng lực chuyên môn.

Ngoài ra, cơ chế chi trả cho các nhà quản lý ở các doanh nghiệp có vốn lớn thuộc về nhà nước cũng chưa thực sự tương xứng. Do những nhà quản lý ở các doanh nghiệp này có thể là công chức nhà nước nên họ vẫn chịu sự ràng buộc nhất định theo các quy định nhà nước. Vì vậy, cơ chế chi trả này có thể triệt tiêu động lực của những nhà quản lý trong điều hành doanh nghiệp, thậm chí có thể phát sinh những tác động tiêu cực do những nhà quản lý này không quan tâm đến lợi ích của chủ sở hữu mà theo đuổi lợi ích cá nhân (chi phí người đại diện cao).

Cuối cùng, các doanh nghiệp cổ phần có tỷ lệ vốn lớn thuộc về nhà nước sẽ chịu sự chi phối lớn của nhà nước nên có thể thực hiện các mục tiêu về chính

trị xã hội và không theo đuổi quyết liệt mục tiêu hiệu quả kinh tế. Trong khi đó, các doanh nghiệp niêm yết với một mức sở hữu lớn thuộc về tư nhân thường hoạt động mục tiêu lợi nhuận trong ngắn hạn và tối đa hóa giá trị tài sản của chủ sở hữu trong dài hạn nên các hoạt động giám sát và quản lý ở các doanh nghiệp này thường sát sao hơn.

Hơn nữa, cơ chế lương thưởng đối với các nhà quản lý doanh nghiệp cũng công bằng hơn nên sẽ tạo động lực cho các nhà quản lý trong điều hành doanh nghiệp tốt hơn. Đồng thời, các nhà quản lý ở các doanh nghiệp này cũng chịu áp lực về việc làm. Nếu làm không tốt sẽ ảnh hưởng tới vị trí của họ ở hiện tại cũng như tương lai. Đây là một trong những khác biệt lớn giữa các doanh nghiệp có vốn lớn thuộc về tư nhân so với doanh nghiệp mà có nhà nước là cổ đông lớn hoặc là cổ đông chi phối.

Mặc dù có những bằng chứng (Bảng 3) cho thấy sự tồn tại của mối quan hệ giữa các biến sở hữu và kết quả kinh doanh, tuy nhiên mức độ tác động của các biến sở hữu đối với ROA không hoàn toàn rõ ràng. Để có một phân tích sâu sắc hơn với các biến sở hữu, phương trình (Eq.1) đã được mở rộng bằng cách thêm hàm mũ 2 cho các biến sở hữu để kiểm tra sự hiện diện của các mối quan hệ phi tuyến tính. Tuy nhiên, kết quả ước lượng cho thấy một mối quan hệ phi tuyến tính giữa các biến sở hữu và kết quả kinh doanh không tồn tại, điều này khẳng định sự tồn tại của mối quan hệ tuyến tính ở các mức độ sở hữu khác nhau của nhà nước và tư nhân.

Bên cạnh việc kiểm tra sự tồn tại của các mối quan hệ sở hữu phi tuyến tính, bài viết tiếp tục phân tích các tác động của các mức độ sở hữu của cổ đông lớn đối với kết quả kinh doanh của doanh nghiệp. Nhìn chung, tư nhân không phải là một cổ đông lớn của các doanh nghiệp niêm yết bởi vì nó đại diện cho nhiều cá nhân và tổ chức. Trong khi đó, nhà nước lại có thể là một cổ đông lớn, hoặc có thể là lớn nhất của nhiều doanh nghiệp niêm yết, do vậy, ảnh hưởng của việc thay đổi mức độ sở hữu nhà nước đối với kết quả kinh doanh của doanh nghiệp sẽ được điều tra bằng cách thay thế biến sở hữu nhà nước bằng các biến giả phản ánh mức độ sở hữu nhà nước khác nhau. Mức độ sở hữu (tập trung) của nhà nước được cho là có ảnh hưởng khác nhau đến mức độ kiểm soát mà nhà nước tác động lên quản lý của doanh nghiệp. Vì vậy, với vai trò là cổ đông lớn của nhiều doanh nghiệp niêm yết, nhà nước sẽ có vai trò quan trọng trong quá trình ra quyết định của các doanh nghiệp.

Thomsen & Pedersen (1996) nghiên cứu ảnh hưởng của mức độ tập trung của sở hữu đối với hành vi ra quyết định ở các doanh nghiệp. Trên cơ sở nghiên cứu này, sở hữu nhà nước có thể được phân thành ba mức. Thứ nhất, nếu nhà nước nắm giữ ít hơn 20% số cổ phiếu của doanh nghiệp, sở hữu của nó được phân loại là phân tán. Thứ hai, nếu nhà nước nắm giữ từ 20 đến 50% số cổ phiếu, quyền sở hữu của nó được phân loại là chi phối. Cuối cùng, quyền sở hữu đa số được xác định nếu nhà nước nắm giữ trên 50% số cổ phiếu.

Để kiểm tra mức độ sở hữu đối với các kết quả kinh doanh của doanh nghiệp bài viết sẽ thay thế biến sở hữu nhà nước bằng hai biến sở hữu giả, cụ thể là Dum_State_1 và Dum_State_2. Biến Dum_State_1 là một biến giả mà giá trị của nó bằng 1 nếu sở hữu nhà nước bằng hoặc lớn hơn 20%, nhưng thấp hơn 50% số cổ phiếu, hoặc bằng 0 nếu khác. Tương tự như vậy, biến Dum_State_2 là một biến giả với giá trị bằng 1 nếu cổ đông nhà nước nắm bằng hoặc nhiều hơn 50% số cổ phiếu, hoặc 0 nếu khác. Mô hình 1 sửa đổi bao gồm hai biến giả có dạng như sau:

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 LTD_{it} + \beta_2 STD_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 Tang_{it} + \beta_5 Risk_{it} + \beta_6 Ndots_{it} + \beta_7 Age_{it} + \beta_8 Dum_State_1_{it} + \beta_9 Dum_State_2_{it} + \beta_{10} Local_{it} + \sum_{k=1}^5 \delta_k Year_{kit} + e_{it} \quad (Eq.2)$$

Kết quả phân tích của mô hình 2 trong Bảng 3 cho thấy về ảnh hưởng của mức độ tập trung của sở hữu nhà nước đối với kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp. Cụ thể, hệ số của Dum_State_1 là -0,053, hàm ý rằng các doanh nghiệp niêm yết với sự hiện diện của cổ đông nhà nước sở hữu từ 20 đến 50% số cổ phiếu có kết quả kinh doanh thấp hơn 5,3%, so với các doanh nghiệp niêm yết có sở hữu nhà nước ít hơn 20%. Tương tự như vậy, Dum_State_2 cũng có hệ số âm. Hệ số của Dum_State_2 là -0,061, có nghĩa là cho các doanh nghiệp niêm yết có cổ phần nhà nước hơn 50% sẽ có kết quả kinh doanh của doanh nghiệp thấp hơn 6,1% so với nhóm doanh nghiệp có tỷ lệ cổ phần nhà nước dưới 20%.

5. Kết luận và hàm ý về chính sách

Gác qua một bên các yếu tố thường gặp có ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp như: các tỷ lệ vốn nợ so với tổng vốn, quy mô doanh nghiệp, tài sản cố định hữu hình, lá chắn thuế phi nợ, rủi ro trong lĩnh vực kinh doanh và tuổi doanh nghiệp, bài viết này chủ yếu xem xét ảnh hưởng của cấu trúc sở hữu đối với kết quả kinh doanh của các

doanh nghiệp niêm yết Việt Nam. Kết quả là nghiên cứu đã cung cấp bằng chứng cho thấy sở hữu nhà nước có một mối quan hệ ngược chiều với kết quả kinh doanh của các công ty niêm yết, kết quả này tương đồng với cơ sở lý thuyết đã đề cập. Điều này có nghĩa rằng các doanh nghiệp niêm yết Việt Nam với một mức độ tập trung cao của sở hữu nhà nước dường như có chất lượng quản trị doanh nghiệp cũng như hiệu quả kinh doanh thấp. Ngược lại, sở hữu tư nhân trong nước được tìm thấy có một mối quan hệ cùng chiều với hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Giải thích cho những mối quan hệ này, các doanh nghiệp phần lớn cổ phần thuộc về nhà nước thường không có các điều kiện cần thiết để giúp nâng cao kết quả kinh doanh, chẳng hạn sự giám sát của các cổ đông lớn, cơ chế chi trả cho các nhà quản lý chưa hợp lý và mục tiêu hoạt động của các doanh nghiệp này nhiều khi không vì mục tiêu kinh tế mà vì các mục tiêu chính trị xã hội. Mặt khác, các doanh nghiệp có mức độ tập trung vốn của tư nhân thường có kết quả kinh doanh tốt hơn do mục tiêu chủ yếu và duy nhất của các nhà đầu tư tư nhân với vai trò các cổ đông chi phối hoặc đa số là vì lợi ích kinh tế của bản thân. Ngoài ra, do không bị ràng buộc chặt chẽ bởi các quy định về lương thưởng nên cơ chế chi trả cho nhà quản lý ở các doanh nghiệp này cũng tốt hơn các doanh nghiệp có tỷ lệ vốn lớn thuộc về nhà nước. Nên động lực cho các nhà quản lý trong điều hành doanh nghiệp sẽ cao hơn.

Với những kết quả có được, nghiên cứu cho rằng nhà nước cần tích cực đẩy mạnh tốc độ cổ phần hoá ở những doanh nghiệp thuộc những ngành nghề không thực sự liên quan đến các nhiệm vụ về chính trị và xã hội. Việc cổ phần hoá nhanh những doanh nghiệp này sẽ giúp nhà nước thu hồi được số vốn cao hơn, nếu càng chậm thì số vốn thu về càng thấp do kết quả kinh doanh không cao của những doanh nghiệp này. Ngoài ra, trong giai đoạn ngắn trước mắt, khi chưa thể thoái vốn hoàn toàn hoặc phần lớn, nhà nước nên có những giải pháp để nâng cao hiệu quả quản trị doanh nghiệp, lựa chọn người đại diện có năng lực tốt hơn, đồng thời có cơ chế về lương thưởng để nâng cao trách nhiệm của người đại diện. Cuối cùng, với vai trò là tác nhân quản lý nền kinh tế, nhà nước cũng cần phát triển thị trường chứng khoán, tăng cường tính minh bạch thông tin trên thị trường, điều này cũng sẽ giúp thúc đẩy kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết.

Tài liệu tham khảo

- Alipour, M. (2012), 'The effect of intellectual capital on firm performance: an investigation of Iran insurance companies', *Measuring Business Excellence* 16(1), 53-66.
- Baltagi, B. (2008), *Econometric analysis of panel data*, Wiley-Blackwell, New Jersey, US.
- Bös, D. (1991). 'Privatization and the Transition from Planned to Market Economies', *Annals of Public and Cooperative Economics*, 62(2), 183-195.
- Boycko, M., Shleifer, A. & Vishny, R.W. (1996). 'A theory of privatisation', *The Economic Journal*, 309-319.
- Caves, D.W. & Christensen, L.R. (1980), 'The relative efficiency of public and private firms in a competitive environment: the case of Canadian railroads', *The Journal of Political Economy*, 88(5), 958-976.
- Claessens, C.A. & Djankov, S. (1998), *Politicians and firms in seven Central and Eastern European countries*, World Bank Policy Research Working Paper_(1954).
- Demsetz, H. & Villalonga, B. (2001), 'Ownership structure and corporate performance', *Journal of Corporate Finance*, 7(3), 209-233.
- Dewenter, K.L. & Malatesta, P.H. (2001), 'State-owned and privately owned firms: An empirical analysis of profitability, leverage, and labor intensity', *The American Economic Review*, 91(1), 320-334.
- D'souza, J. & Megginson, W.L. (1999), 'The financial and operating performance of privatized firms during the 1990s', *The Journal of Finance*, 54(4), 1397-1438.
- Gupta, N. (2005), 'Partial privatization and firm performance', *The Journal of Finance*, 60(2), 987-1015.
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1976), 'Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure', *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- Kole, S.R. & Mulherin, J.H. (1997), 'The government as a shareholder: a case from the United States', *The Journal of Law and Economics*, 40(1), 1-22.
- Li, K., Yue, H. & Zhao, L. (2009), 'Ownership, institutions, and capital structure: Evidence from China', *Journal of Comparative Economics*, 37(3), 471-490.
- Mok, H.M. & Hui, Y.V. (1998), 'Underpricing and the Aftermarket Performance of IPOs in Shanghai, China', *Pacific-Basin Finance Journal*, 6(5), 453-474.
- Omran, M. (2004), 'The performance of state-owned enterprises and newly privatized firms: does privatization really matter?', *World Development*, 32(6), 1019-1041.
- Paudyal, K., Saadouni, B. & Briston, R.J. (1998), 'Privatisation Initial Public Offerings in Malaysia: Initial Premium and Long-term Performance', *Pacific-Basin Finance Journal*, 6(5), 427-51.
- Rajan, R.G. & Zingales, L. (1995). 'What do we know about capital structure? Some evidence from international data', *The Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460.
- Shleifer, Andrei (1998), 'State vs. Private Ownership', *Journal of Economic Perspectives*, 12(4), 133-150.
- Vining, A.R. & Boardman, A.E. (1992), 'Ownership versus competition: Efficiency in public enterprise', *Public Choice*, 73(2), 205-239.
- Wiwattanakantang, Y. (2001), 'Controlling shareholders and corporate value: Evidence from Thailand', *Pacific-Basin Finance Journal*, 9(4), 323-362.