

ẢNH HƯỞNG CỦA CẤU TRÚC SỞ HỮU ĐẾN HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Võ Văn Dứt

Khoa Kinh tế, Trường Đại học Cần Thơ

Email: vvdut@ctu.edu.vn

Đặng Thị Phương Nga

Công Ty TNHH Công Thái Học Loktek Việt Nam

Email: dangthiphuongnga193@gmail.com

Phạm Thị Ngọc Sương

Trung tâm Liên kết Đào tạo, Trường Đại học Cần Thơ

Email: ptnsuong@ctu.edu.vn

Ngày nhận: 26/4/2019

Ngày nhận bản sửa: 25/12/2019

Ngày duyệt đăng: 05/7/2020

Tóm tắt:

Mục tiêu của bài viết này là nghiên cứu ảnh hưởng của cấu trúc sở hữu đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Nghiên cứu sử dụng dữ liệu bảng từ 502 doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh và Hà Nội trong giai đoạn 2012-2017. Phương pháp GMM hệ thống được áp dụng để kiểm định tác động của cấu trúc sở hữu đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng, sở hữu nhà nước có mối quan hệ hình chữ U với hiệu quả doanh nghiệp trong khi sở hữu nước ngoài và mức độ tập trung sở hữu có mối quan hệ hình chữ U ngược với hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp. Các hàm ý quản trị được gợi ý trong bài viết giúp nâng cao hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán nhằm tăng cường lòng tin của các nhà đầu tư.

Từ khóa: Hiệu quả hoạt động doanh nghiệp, mức độ tập trung sở hữu, sở hữu nhà nước, sở hữu nước ngoài,

Mã JEL: G32, M12.

Impact of ownership structure on performance of listed firms on Vietnam Stock Exchange

Abstract:

The aim of this study to investigate the effect of ownership structure on firm performance in the context of Vietnamese listed firms. The study uses panel data of 502 listed firms on Hochiminh Stock Exchange and Hanoi Stock Exchange over the period 2010 to 2015. This study employs the system generalised method of moment estimation to examine the relationship between ownership structure and firm performance. This study finds that state ownership has a U-shaped relationship with firm performance; while foreign ownership and concentration ownership have an inverted U-shaped relationship with firm performance. This research provides governance implications decrease state ownership and foreign ownership to improve firm performance of Vietnamese listed firms.

Keywords: Firm performance, concentration ownership, state ownership, foreign ownership.

JEL Code: G32, M12.

1. Giới thiệu

Trong nhiều năm qua, cấu trúc sở hữu trong doanh nghiệp là một trong những vấn đề được quan tâm nhiều trong các doanh nghiệp tại Việt Nam. Vấn đề này càng được quan tâm nhiều hơn khi quá trình tư nhân hóa các doanh nghiệp nhà nước ở Việt Nam được bắt đầu từ năm 1992. Một trong những vấn đề đang được quan tâm trong quá trình tái cấu trúc doanh nghiệp chính là việc thoái vốn nhà nước hay sự tham gia nhiều hơn của các cổ đông khác, đặc biệt là cổ đông nước ngoài. Các nhóm cổ đông khác nhau sẽ có những quyền lợi và lợi ích khác nhau, có quan hệ khác nhau với chính phủ, ngân hàng và các đối tác chiến lược nên cấu trúc sở hữu có ảnh hưởng lớn đến những quyết định của doanh nghiệp và tác động đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Bên cạnh đó, đặc điểm của mô hình sở hữu ở Việt Nam là tỷ lệ nắm giữ của hội đồng quản trị khá cao, tỷ lệ cổ đông nội bộ lớn, điều này dẫn đến khả năng thông tin chưa được minh bạch cao. Do đó, vấn đề “đại diện” từ lâu đã trở thành vấn đề nan giải của các doanh nghiệp Việt Nam; câu hỏi đặt ra là làm thế nào giải quyết vấn đề “đại diện” dựa trên cơ sở cấu trúc sở hữu, đặc biệt là mức độ tập trung sở hữu đang là mối quan tâm của giới học thuật và doanh nghiệp. Mặc dù, đã có nhiều nghiên cứu ở các quốc gia phát triển tìm hiểu mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Tuy nhiên, những nghiên cứu trong thời gian qua vẫn chưa đạt được sự đồng thuận về mối quan hệ này. Do đó, một nghiên cứu sâu hơn về mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu và hiệu quả doanh nghiệp trong một quốc gia có nền kinh tế đang chuyển đổi như Việt Nam là cần thiết. Bởi những bằng chứng thực nghiệm có thể cung cấp một cái nhìn sâu sắc về đặc điểm khác biệt của nền kinh tế chuyển đổi với môi trường thể chế mang tính không chắc chắn cao (Vo & cộng sự, 2018). Chính vì vậy, mục tiêu của bài viết này là đo lường ảnh hưởng của cấu trúc sở hữu đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam để cung cấp bằng chứng thực nghiệm nhằm làm nền tảng cho việc giải thích mối quan hệ này trong bối cảnh nền kinh tế chuyển đổi như Việt Nam.

2. Cơ sở lý thuyết và mô hình nghiên cứu

Lý thuyết người đại diện Jensen & Meckling (1976) phát biểu rằng, cấu trúc sở hữu của doanh nghiệp có thể ảnh hưởng kết quả hoạt động của doanh nghiệp thông qua mâu thuẫn giữa nhà quản lý

và cổ đông. Vấn đề người đại diện làm phát sinh và tăng chi phí đại diện. Với bản chất của quan hệ đại diện, người quản lý doanh nghiệp luôn có xu hướng tìm kiếm lợi ích cá nhân cho họ hơn là hành động vì lợi ích chung của doanh nghiệp và các cổ đông của doanh nghiệp. Thêm vào đó, mức độ sở hữu quản lý trong doanh nghiệp góp phần đồng nhất, hội tụ lợi ích của cổ đông và nhà quản lý, và vì vậy làm giảm vấn đề người đại diện. Đồng thời, điều này cũng khuyến khích sự gia tăng đối với sở hữu quản lý để tối đa hóa giá trị doanh nghiệp. Tuy nhiên, phương pháp này gây ra hai hiệu ứng giữa cấu trúc sở hữu và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp cổ phần đó là: hiệu ứng hội tụ và hiệu ứng ngăn chặn. Hiệu ứng hội tụ cho rằng, tương quan dương giữa vốn hóa doanh nghiệp và tỷ trọng sở hữu của nhà quản trị. Trong khi đó, hiệu ứng ngăn chặn cho rằng, tương quan âm vì tỷ trọng sở hữu lớn của nhà quản trị ngăn chặn việc kiểm soát doanh nghiệp từ thị trường. Do đó, làm trầm trọng thêm vấn đề người đại diện trong doanh nghiệp.

Với đặc thù sở hữu nhà nước tại các quốc gia có sự can thiệp lớn của chính phủ vào các hoạt động kinh tế, sở hữu nhà nước có tác động ngược chiều đến hiệu quả hoạt động của công ty khi nhà nước góp vốn phần lớn trong công ty, chứ không phải là các cổ đông khác. Các chi phí đại diện phát sinh do các cổ đông nhà nước là các cá nhân đại diện, cổ đông đại diện có thể hoạt động không vì mục tiêu hiệu quả và lợi ích của công ty dẫn đến sở hữu nhà nước cao lại có tác động tiêu cực đến kết quả hoạt động của công ty. Ngược lại, sở hữu nước ngoài được hiểu là sở hữu của các nhà đầu tư tư nhân nước ngoài. Khi các nhà đầu tư nước ngoài được phép sở hữu vốn cổ phần của các công ty trong nước, hiệu quả hoạt động của công ty sẽ được cải thiện khi các nhà đầu tư nước ngoài tham gia và có trách nhiệm hơn trong các hoạt động của công ty. Hiệu quả hoạt động của công ty cũng chính là lợi ích của các cổ đông nước ngoài đang góp vốn trong công ty.

Cho đến nay có nhiều nghiên cứu trong và ngoài nước vận dụng Lý thuyết đại diện đã điều tra về cấu trúc sở hữu và hiệu quả hoạt động. Võ Xuân Vinh (2014) chỉ ra rằng, các công ty có sở hữu càng cao thì hiệu quả hoạt động và giá trị doanh nghiệp càng cao. Một nghiên cứu khác của Nguyễn Thị Hoa Hồng & Nguyễn Thanh Loan (2017) cho thấy, sở hữu nước ngoài tác động tiêu cực đến hiệu quả doanh nghiệp được đo lường bằng biến Tobin's Q, nhưng khi sở hữu nước ngoài đạt đến mức 24,4% thì mối quan hệ

này trở thành tích cực. Sở hữu nước ngoài tổ chức và cá nhân cũng có mối quan hệ hình chữ U với hiệu quả của các doanh nghiệp niêm yết. Song song đó, Gurbuz & Aybars (2010) phát hiện thấy rằng sở hữu nước ngoài cải thiện đáng kể hiệu quả tài chính của doanh nghiệp ở Thổ Nhĩ Kỳ ở một mức độ nhất định. Tuy nhiên, tỷ lệ nắm giữ của các cổ đông nước ngoài càng cao lại không làm tăng thêm lợi nhuận cho doanh nghiệp. Trong khi đó, Gedajlovic & cộng sự (2005) khẳng định rằng sở hữu nước ngoài tương ứng với phần trăm số cổ phần đang lưu hành được nắm giữ bởi nhà đầu tư nước ngoài tương quan dương và có ý nghĩa với tỷ lệ chi trả cổ tức.

Qua lược khảo các nghiên cứu trên phát hiện rằng, các nghiên cứu thực nghiệm được thực hiện trước đó chỉ sử dụng phương pháp đơn giản trong định lượng và sử dụng nghiên cứu dữ liệu bảng với khoảng thời gian ngắn. Do các doanh nghiệp niêm yết trong khoảng thời gian ngắn không giống nhau. Vì vậy, nghiên cứu này sử dụng phân tích dữ liệu bảng không cân bằng với khoảng thời gian 5 năm nhằm khắc phục các nhược điểm về thu thập cũng như xử lý số liệu.

2.1. Mức độ tập trung sở hữu

Tác động của cấu trúc sở hữu lên hiệu quả doanh nghiệp có nguồn gốc từ xung đột lợi ích giữa các cổ đông. Khi quyền lợi của các cổ đông không giống nhau, mức độ tập trung quyền sở hữu tập trung vào nhóm các cổ đông lớn. Cuervo (2002) cho rằng, khi các cổ đông lớn nắm giữ một tỷ lệ cổ phần đủ lớn, những cổ đông này có thể áp đặt quyền lợi của mình lên trên lợi ích doanh nghiệp và chiếm đoạt lợi ích của các cổ đông nhỏ. Mặt khác, mức độ tập trung quyền sở hữu có thể cải thiện hiệu quả doanh nghiệp do giám sát các nhà quản lý chặt chẽ hơn. Do đó, mức độ tập trung quyền sở hữu có thể có một mối quan hệ phi tuyến tính với hiệu quả doanh nghiệp. Điều này, cho thấy mức độ tập trung sở hữu có tác động tích cực lúc đầu và sẽ có tác động tiêu cực khi cổ đông giành được quá nhiều quyền lực. Các kết quả này tăng sức ủng hộ cho giả thuyết sau:

Giả thuyết 1 (H1): Mức độ tập trung sở hữu có mối quan hệ phi tuyến hình chữ U ngược với hiệu quả hoạt động của những doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam.

2.2. Sở hữu nhà nước

Wei & cộng sự (2005) đã đưa ra những bằng chứng quan trọng cho thấy sở hữu nhà nước có mối quan hệ phi tuyến hình chữ U với hiệu quả hoạt động

của doanh nghiệp. Khi sở hữu nhà nước đạt đến một điểm giới hạn (điểm tối ưu nhất hoặc điểm thấp nhất đối với cấu trúc sở hữu) hiệu quả của doanh nghiệp giảm khi cổ phần của nhà nước tăng lên, bởi vì cổ đông nhà nước quan tâm nhiều đến lợi ích chính trị chứ không phải là lợi ích kinh tế. Nhưng khi sở hữu nhà nước vượt qua điểm giới hạn thì hiệu quả doanh nghiệp lại tăng lên. Lý do là sở hữu nhà nước không hiệu quả trong việc tối đa hóa lợi nhuận và quản lý doanh nghiệp. Khi cổ đông nhà nước trở thành cổ đông chi phối thì những mối quan hệ chính trị và quyền lực của cổ đông nhà nước có thể giúp tăng hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp bằng cách gửi một tín hiệu tích cực cho thị trường và tham gia hiệu quả trong việc giám sát quản lý và hỗ trợ cho những doanh nghiệp nhà nước đang gặp khó khăn vì sở hữu nhà nước có nhiều lợi thế để tiếp cận các nguồn lực. Từ những lập luận trên, nghiên cứu này đề xuất giả thuyết như sau:

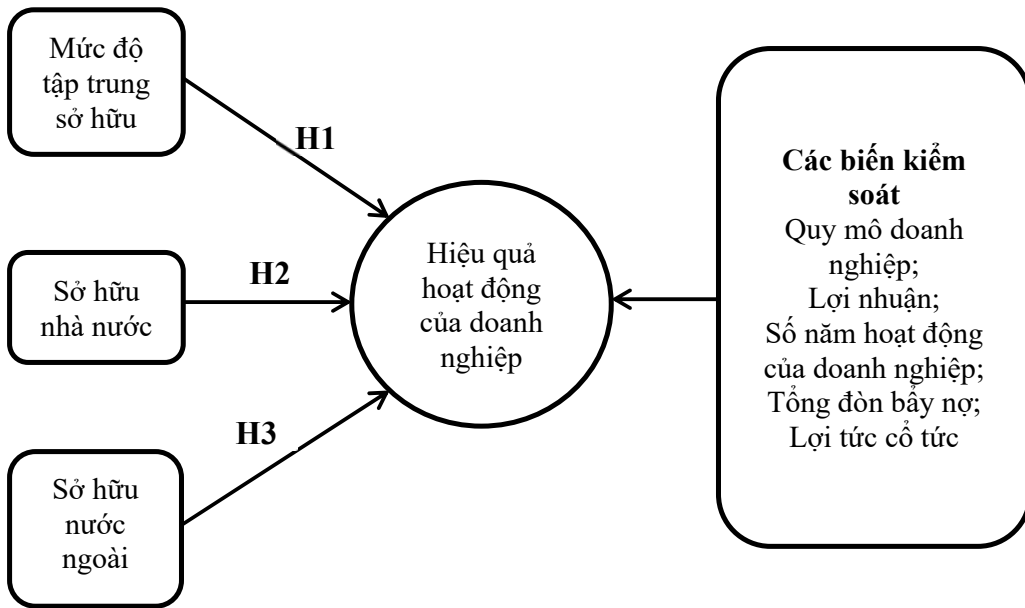
Giả thuyết 2 (H2): Sở hữu nhà nước có mối quan hệ phi tuyến hình chữ U với hiệu quả hoạt động của những doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam.

2.3. Sở hữu nước ngoài

Hầu hết các nghiên cứu cho rằng sở hữu nước ngoài có tác động tích cực đến hiệu quả doanh nghiệp bởi vì các cổ đông nước ngoài có thể đóng vai trò giám sát trong hệ thống quản trị nội bộ doanh nghiệp. Kim (2011) lập luận rằng giúp các doanh nghiệp giải quyết các vấn đề đại diện, cắt giảm chi phí nội bộ. Vì các cổ đông nước ngoài tập trung vào lợi ích lâu dài chứ không phải là lợi ích ngắn hạn. Tuy nhiên, các nhà đầu tư nước ngoài chỉ thực hiện điều này khi họ có đủ quyền kiểm soát trong doanh nghiệp – khi họ là những cổ đông lớn. Ngoài ra, cổ đông nước ngoài góp phần cải thiện cách thức điều hành, quản trị doanh nghiệp do tính năng động có từ kinh nghiệm hoạt động đầu tư và áp dụng các chuẩn mực quản trị doanh nghiệp tiến bộ hơn vào doanh nghiệp. Bên cạnh đó, sở hữu nước ngoài có thể nâng cao hiệu quả thị trường bằng khả năng tài chính và phân phối cổ tức cao hơn. Do đó, có thể nhận định rằng sở hữu nước ngoài khi đóng vai trò giám sát có thể làm tăng hiệu quả doanh nghiệp. Tuy nhiên, tác động tích cực này có thể biến mất khi sở hữu nước ngoài chiếm tỷ lệ lớn trong cấu trúc sở hữu. Vì vậy, giả thuyết được đề nghị như sau:

Giả thuyết 3 (H3): Sở hữu nước ngoài có mối quan hệ phi tuyến hình chữ U ngược với hiệu quả

Hình 1: Mô hình nghiên cứu



hoạt động của những doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam.

Từ những lập luận trên và dựa vào kết quả của các nghiên cứu trước, mô hình nghiên cứu được khái quát qua Hình 1.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Nguồn dữ liệu

Để kiểm định mô hình nghiên cứu, bài viết sử dụng dữ liệu bảng không cân bằng gồm 502 doanh nghiệp phi tài chính được niêm yết trên hai sàn chứng khoán HOSE và HNX. Số liệu được thu thập trong khoảng thời gian từ 2012-2017. Do vậy, tổng số quan sát trong bài viết này là 3.012. Để đảm bảo chất lượng dữ liệu, nghiên cứu này loại những doanh nghiệp vi phạm quy định công bố thông tin hoặc chịu sự giám sát đặc biệt của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam. Một số doanh nghiệp có thông tin không đầy đủ các doanh nghiệp thiếu dữ liệu tài chính cần thiết cho việc xây dựng biến hoặc không phù hợp cũng được sàng lọc lại để tăng độ tin cậy của mẫu dữ liệu. Bên cạnh đó, nghiên cứu này còn loại bỏ khỏi mẫu các doanh nghiệp có cấu trúc sở hữu 100% thuộc về một thành phần, chỉ thu thập những doanh nghiệp có cấu trúc sở hữu có từ hai thành phần trở lên. Các số liệu được sử dụng trong phân tích thực nghiệm được thu thập và tính toán từ số liệu thứ cấp thông qua các báo cáo tài chính hợp nhất hàng năm đã được kiểm toán gồm: bảng cân đối kế toán, báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh, báo

cáo lưu chuyển tiền tệ, bảng thuyết minh báo cáo tài chính và bản cáo bạch.

3.2. Định nghĩa và đo lường các biến trong mô hình nghiên cứu

3.2.1. Biến phụ thuộc (Y)

Hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp niêm yết được đo lường bằng chỉ số Tobin's Q. Cụ thể được tính bằng công thức dưới đây:

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{Giá trị vốn hóa thị trường} + \text{giá trị sổ sách của nợ}}{\text{Tổng tài sản}}$$

Ngoài ra, Kato & Long (2006) đề nghị áp dụng điều chỉnh ngành cho chỉ số ROA. Do đó, nghiên cứu này sử dụng giá trị điều chỉnh được tính như sau:

$$\text{ROA} = \frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Tổng tài sản bình quân}}$$

$$\text{ADJROA} = \text{sign}(\text{ROA} - \text{IDM}_t) * \sqrt{(\text{ROA} - \text{IDM}_t)}$$

3.2.2. Biến độc lập (X1): Cấu trúc sở hữu

Biến độc lập trong nghiên cứu này gồm: sở hữu nhà nước và sở hữu nước ngoài và mức độ tập trung sở hữu.

Nghiên cứu này đo lường biến sở hữu nhà nước và sở hữu nước ngoài theo nghiên cứu của Gurunlu & Gursoy (2010), cụ thể như sau:

$$\text{Sở hữu nhà nước} = \frac{\text{số cổ phiếu nắm giữ bởi nhà nước}}{\text{tổng số cổ phiếu}}$$

$$\text{Sở hữu nước ngoài} = \frac{\text{số cổ phiếu nhà đầu tư nước ngoài sở hữu}}{\text{tổng số cổ phiếu}}$$

Biến độc lập cuối cùng trong nghiên cứu này là mức độ tập trung vốn sở hữu được khái quát qua công thức dưới đây:

$$\text{HHI} = \sum_{i=1}^n S_i^2$$

Trong đó, S_i là tỷ lệ sở hữu cổ phần mà một cổ đông lớn nắm giữ và n là 5 cổ đông sở hữu nhiều hơn 5% cổ phần. Chỉ số này có giá trị dao động từ 0 đến 10.000 và giá trị của chỉ số HHI cao hơn sẽ đại diện cho mức độ tập trung vốn sở hữu cao hơn.

3.2.3. Các biến kiểm soát

Quy mô doanh nghiệp đại diện cho nguồn lực tài chính của doanh nghiệp và vị thế cạnh tranh của một doanh nghiệp trong cùng một ngành. Chính vì vậy, quy mô doanh nghiệp có tương quan dương với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Trong bài nghiên cứu này, quy mô doanh nghiệp được đo lường bằng logarit của tổng tài sản (Doğan, 2013).

Lợi nhuận được đo lường bằng tỷ số thu nhập hoạt động (thu nhập trước thuế và lãi vay) trên doanh thu cho thấy khả năng tạo ra lợi nhuận của một doanh nghiệp. Doanh nghiệp có lợi nhuận cao thì có hiệu quả doanh nghiệp cao. Các nghiên cứu trước đây cũng tìm thấy mối quan hệ tích cực giữa lợi nhuận và hiệu quả doanh nghiệp (Gurbuz & Aybars, 2010).

Số năm hoạt động của doanh nghiệp được định nghĩa là thời gian doanh nghiệp đăng ký hoạt động kinh doanh. Những doanh nghiệp hoạt động lâu năm tích lũy nhiều kinh nghiệm và điều này có thể giúp tăng hiệu quả doanh nghiệp (Gurbuz & Aybars, 2010). Trong nghiên cứu này, số năm hoạt động của doanh nghiệp được đo lường bằng số năm kể từ khi doanh nghiệp hoạt động trên thị trường (Choi & cộng sự, 2012).

Tổng đòn bẩy nợ đo lường mức độ vốn không phải vốn cổ phần được sử dụng để tài trợ cho những hoạt động của doanh nghiệp. Những nghiên cứu trước đây cho rằng việc doanh nghiệp sử dụng đòn bẩy nợ có tác động ngược chiều với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp (Gurbuz & Aybars, 2010). Trong nghiên cứu này tổng đòn bẩy nợ được đo lường bằng tổng nợ chia giá trị thị trường của cổ phiếu (Thomsen & Pedersen, 2000).

Lợi tức cổ tức là tỷ lệ chi trả cổ tức của doanh nghiệp. Việc trả cổ tức cao có nghĩa là doanh nghiệp

giữ lại lợi nhuận ít cho việc tái đầu tư và ngược lại. Đồng thời, cũng bao hàm kỳ vọng lợi nhuận cao trong tương lai. Có nhiều bằng chứng thực nghiệm cho thấy mối quan hệ tích cực giữa chi trả cổ tức và hiệu quả doanh nghiệp. Nghiên cứu này sử dụng tỷ lệ cổ tức mỗi cổ phần và thu nhập mỗi cổ phần để đo lường cho biến lợi tức cổ tức (Gurbuz & Aybars, 2010).

3.3. Phương pháp ước lượng

Với phương pháp đo lường biến phụ thuộc và dữ liệu bảng sử dụng, bài viết này áp dụng phương pháp GMM hệ thống để ước lượng mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu và hiệu quả hoạt động. Phương trình ước lượng được thể hiện như sau:

$$FP_{it} = \alpha + \gamma FP_{i,t-1} + \beta_1 OWN_{it} + \beta_2 OWN_{it}^2 + \beta_3 X_{it} + \varepsilon_{it}$$

Trong đó FP_{it} là hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp i tại thời gian t , $FP_{i,t-1}$ là hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp i tại thời gian $t-1$, OWN_{it} là cấu trúc sở hữu của doanh nghiệp i tại thời gian t , OWN_{it}^2 là bình phương cấu trúc sở hữu của doanh nghiệp i tại thời gian t , X_{it} là các biến kiểm soát của doanh nghiệp i tại thời gian t , ε_{it} là sai số. Bảng 1 tổng hợp các đặc điểm của các biến trong mô hình nghiên cứu và kỳ vọng về tác động của biến độc lập, các biến kiểm soát đến biến phụ thuộc.

4. Kết quả và thảo luận

4.1. Kết quả nghiên cứu

Bảng 2 cho biết trung bình, độ lệch chuẩn, giá trị nhỏ nhất, giá trị lớn nhất, hệ số phóng đại phương sai (VIF: variance inflation factor). Bảng 2 cho thấy chỉ số VIF của các biến độc lập trong mô hình đều nhỏ hơn 10. Qua đó, có thể kết luận các mô hình đang sử dụng không có hiện tượng đa cộng tuyến khi xem xét các biến này trong mô hình nghiên cứu.

Bảng 3.a và 3.b cho thấy hệ số tương quan giữa các cặp biến trong mô hình cao nhất là 0,475 (mối tương quan giữa mức độ tập trung sở hữu và sở hữu nhà nước). Các kết quả này khẳng định lại rằng không có hiện tượng đa cộng tuyến khi ước đồng thời các biến trong cùng mô hình.

Bảng 4 trình bày kết quả ước lượng mô hình bằng phương pháp GMM hệ thống. Ước lượng GMM hệ thống được thực hiện dưới dạng 2 mô hình: Mô hình 1 với biến phụ thuộc là Tobin's Q và mô hình 2 là IDMr.

4.2. Thảo luận kết quả nghiên cứu

4.2.1. Cấu trúc sở hữu

Bảng 1. Tổng hợp cấu trúc sở hữu và các yếu tố kiểm soát tác động đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp

Diễn giải	Phương pháp đo lường	Kỳ vọng
Hiệu quả doanh nghiệp (FP)	$\text{Tobin's } Q = \frac{\text{Giá trị vốn hóa thị trường} + \text{Giá trị sổ sách của nợ}}{\text{Tổng tài sản}}$ Lợi nhuận trên tài sản điều chỉnh theo ngành ADJROA $= \text{sign}(\text{ROA-IDM}_t) * \sqrt{(\text{ROA-IDM}_t)}$	
Cấu trúc sở hữu (OWN)	$\text{Sở hữu nhà nước (SO)} = \frac{\text{Số cổ phiếu nắm giữ bởi nhà nước}}{\text{Tổng số cổ phiếu}}$ $\text{Sở hữu nước ngoài (FO)} = \frac{\text{Số cổ phiếu nhà đầu tư nước ngoài nắm giữ}}{\text{Tổng số cổ phiếu}}$ Mức độ tập trung sở hữu (CONC) đo lường bằng chỉ số HHI = $\sum_{i=1}^n S_i^2$	U U ngược U ngược
Quy mô doanh nghiệp (SIZE)	Logarit của tổng tài sản	(+)
Lợi nhuận (PROFIT)	Thu nhập hoạt động/Doanh thu	(+)
Số năm hoạt động của doanh nghiệp (AGE)	Logarit của tổng số năm từ khi doanh nghiệp được niêm yết	(+)
Tổng đòn bẩy nợ (LEV)	Tổng nợ/Tổng tài sản	(-)
Lợi tức cổ tức (DY)	Cổ tức mỗi cổ phần/Thu nhập mỗi cổ phần	(+)

Nguồn: Tác giả tổng hợp.

Kết quả phân tích của cả 2 mô hình ở Bảng 4 cho thấy thấy, sở hữu Nhà nước có mối quan hệ phi tuyến hình chữ U với hiệu quả hoạt động của những doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam. Điều này hoàn toàn đúng với giả thuyết ban đầu vì khi sở hữu nhà nước đạt đến một điểm giới hạn, thì hiệu quả của doanh nghiệp sẽ giảm khi cổ phần của nhà nước tăng lên, bởi vì cổ đông nhà nước quan tâm nhiều đến lợi ích chính trị hơn là lợi ích kinh tế. Nhưng khi sở hữu nhà nước vượt qua điểm giới hạn thì hiệu quả doanh nghiệp lại tăng lên vì khi cổ đông nhà nước trở thành cổ đông chi phối thì những mối quan hệ chính trị và quyền lực của cổ đông nhà nước có thể giúp tăng hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Kết quả này hàm ý giả thuyết 2 được chấp nhận.

Ngược lại, kết quả 2 mô hình ở Bảng 4 cho biết, sở hữu nước ngoài có mối quan hệ phi tuyến hình chữ U ngược với hiệu quả hoạt động của những doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam. Khi sở hữu nước ngoài trở nên tập trung, các cổ đông nước ngoài sẽ hành động để giảm bớt vấn đề đại diện bằng cách đẩy mạnh vai trò giám sát của họ trong doanh nghiệp và góp phần làm tăng hiệu

quả doanh nghiệp. Tuy nhiên, khi các cổ đông lớn có thể làm giảm tính chủ động của các nhà quản lý trong quá trình ra quyết định và có thể vô hiệu hóa tác động giám sát của các nhà quản lý và các cổ đông nước ngoài có thể sẽ không điều chỉnh lợi ích của mình cho phù hợp với các cổ đông khác, dẫn đến xung đột với các cổ đông thiểu số. Do đó, khi sở hữu nước ngoài tập trung có thể làm giảm hiệu quả doanh nghiệp. Điều này đồng nghĩa giả thuyết 3 của nghiên cứu không thể bị bác bỏ.

Tương tự, kết quả ước lượng ở Bảng 4 chỉ ra rằng, mức độ tập trung sở hữu cũng có mối quan hệ phi tuyến tính hình chữ U ngược với hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Kết quả này khẳng định rằng, giả thuyết 1 không thể bị bác bỏ. Khi mức độ tập trung sở hữu đạt đến một mức nhất định sẽ có ảnh hưởng tích cực đối với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Nhưng khi mức độ tập trung sở hữu tăng vượt quá một mức nhất định, ảnh hưởng sẽ trở nên nghịch chiều. Điều này, cho thấy mức độ tập trung sở hữu có tác động tích cực lúc đầu và sẽ có tác động tiêu cực khi cổ đông giành được quá nhiều quyền lực.

4.2.2. Quy mô doanh nghiệp

Bảng 2: Mô tả thống kê và kiểm tra đa cộng tuyến giữa các biến trong mô hình (N= 3.012)

Các biến	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất	VIF
TobinsQ	0,99	0,59	0,08	15,88	
IDMr	0,63	2,22	-9,15	8,13	
SO	0,24	0,17	0	0,69	1,38
FO	0,13	0,12	0	0,54	1,24
CONC	0,19	0,14	0	0,98	1,34
AGE	1,09	0,30	0	1,77	1,14
SIZE	5,71	0,62	4,11	8,16	1,40
LEV	0,51	0,22	0	1,03	1,23
PROFIT	1,87	23,55	0	1226,61	1,01
DY	7,01	10,86	0	166,67	1,03

Nguồn: Kết quả xử lý từ Stata.

Quy mô doanh nghiệp có tác động âm đến hiệu quả doanh nghiệp đối với cả 2 mô hình. Điều này được thể hiện qua kết quả từ Bảng 4 quy mô doanh nghiệp có mối tương quan âm tại mức ý nghĩa 1% ($\beta_7 = -0,083$; $p < 0,01$) đối với mô hình 1 và ($\beta_7 = -0,152$; $p < 0,05$) với mức ý nghĩa 5% đối với mô hình 2. Điều này trái với những giả thuyết ban đầu và nghiên cứu trước (Doğan, 2013), nghiên cứu tìm ra mối quan hệ nghịch biến giữa quy mô thị trường và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Thực tế khi quy mô tăng lên thì khó khăn trong việc

điều hành, quản lý cũng tăng lên. Bên cạnh đó, các doanh nghiệp có thể rơi vào tình huống chi phí sản xuất cao, sử dụng không hiệu quả các nguồn vốn, điều này sẽ ảnh hưởng xấu đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

4.2.3. Tổng đòn bẩy nợ

Tác động của tổng đòn bẩy nợ đến hiệu quả các doanh nghiệp là quan hệ ngược chiều ở cả 2 mô hình vì khi các doanh nghiệp sử dụng không hợp lý tổng đòn bẩy nợ sẽ khiến doanh nghiệp gặp không ít rủi ro

Bảng 3.a: Ma trận tương quan giữa các biến trong mô hình (N= 3.012)

	1	2	3	4	5	6	7	8	9
TobinsQ	1,000								
SO	0,030	1,000							
FO	0,143***	-0,212***	1,000						
CONC	0,110***	0,475***	-0,031*	1,000					
SIZE	0,097***	-0,037**	0,274***	0,138***	1,000				
LEV	-0,055***	0,035*	-0,143***	0,100***	0,343***	1,000			
PROFIT	-0,018	-0,046**	0,016	-0,031*	-0,028	-0,031*	1,000		
AGE	-0,066***	-0,094***	0,232***	0,005	0,282***	-0,028	-0,025	1,000	
DY	0,058***	0,105***	-0,111***	0,031*	-0,029	-0,055*	-0,030	-0,117***	1,000

*, ** và *** lần lượt biểu diễn giá trị mức ý nghĩa thống kê tại 10%, 5% và 1%
 Nguồn: Kết quả xử lý từ Stata

Bảng 3.2b: Ma trận tương quan giữa các biến trong mô hình (N= 3.012)

	1	2	3	4	5	6	7	8	9
IDMr	1,000								
SO	0,116***	1,000							
FO	0,105***	-0,212***	1,000						
CONC	0,027	0,475***	-0,031*	1,000					
SIZE	-0,112***	-0,037**	0,274***	0,138***	1,000				
LEV	-0,407***	0,035*	-0,143***	0,100***	0,343***	1,000			
PROFIT	-0,019	-0,046**	-0,016	-0,031*	0,028	0,031*	1,000		
AGE	-0,010	-0,094***	0,232***	0,010	0,282***	-0,028	-0,025	1,000	
DY	0,208***	0,105***	-0,111***	0,031*	-0,029	-0,055***	-0,030	-0,117***	1,000

Số liệu trong dấu ngoặc () là sai số điều chỉnh, *, ** và *** lần lượt biểu diễn giá trị mức ý nghĩa thống kê tại 10%, 5% và 1%

về tài chính, tổng đòn bẩy nợ càng lớn thì khoản nợ vay của doanh nghiệp phải chịu sẽ tăng cao dẫn đến hiệu quả doanh nghiệp giảm xuống. Điều đó được thể hiện rõ qua kết quả nghiên cứu từ Bảng 4 với hệ số âm ($\beta_8 = -0,145$; $p < 0,05$) với mức ý nghĩa 5% đối với phụ thuộc IDMr và biến phụ thuộc TobinsQ có hệ số ước lượng là ($\beta_8 = -2,237$; $p < 0,01$) với mức ý nghĩa thống kê 1%. Kết quả này hoàn toàn phù hợp với nghiên cứu của Gurbuz & Aybars (2010).

4.2.4. Tác động của lợi nhuận đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp

Qua kết quả nghiên cứu có thể kết luận giả thuyết được ủng hộ trong cả 2 mô hình nghiên cứu. Điều này thể hiện qua biến lợi nhuận có tác động dương đến đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Ở mô hình 1 với biến phụ thuộc Tobins'Q thì Profit có hệ số ước lượng dương ($\beta_9 = 0,018$; $p < 0,05$) với mức ý nghĩa thống kê 5% và mô hình 2 có hệ số ước lượng là ($\beta_9 = 0,003$; $p < 0,05$) với mức ý nghĩa thống kê 5%. Điều này có thể hiểu là các doanh nghiệp có lợi nhuận cao tạo ra thu nhập nhiều hơn và do đó cải thiện hiệu quả doanh nghiệp. Giá trị lợi nhuận thuần càng cao thì lợi nhuận thuần càng cao, hiệu quả của việc quản lý trong công ty càng tốt, từ đó sẽ thu hút được các nhà đầu tư có thể giúp giá cổ phiếu công ty tăng lên. Kết quả của nghiên cứu phù hợp với Gurbuz & Aybars (2010), lợi nhuận là mối quan hệ giữa doanh thu và chi phí được tạo ra bằng cách sử dụng tài sản của công ty cả hiện tại và cố định trong hoạt động kinh doanh. Việc nâng cao khả năng sinh lời của doanh nghiệp sẽ giúp cho lợi nhuận kỳ

vọng trong tương lai của các nhà đầu tư sẽ cao hơn, làm cho hiệu quả doanh nghiệp tốt hơn.

4.2.5. Số năm hoạt động đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp

Kết quả ước lượng trong Bảng 4 cho thấy, số năm hoạt động của doanh nghiệp có mối quan hệ đồng biến với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp với hệ số ước lượng là ($\beta_{10} = 0,148$; $p < 0,01$) với mức ý nghĩa 1% đối với biến độc lập Tobin's Q. Kết quả này phù hợp với những nghiên cứu trước đó như Võ Xuân Vinh (2014). Tương tự, kết quả phân tích từ biến phụ thuộc IDMr cho thấy, số năm hoạt động doanh nghiệp có tác động dương đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp và có hệ số ước lượng là ($\beta_{10} = 0,240$; $p < 0,05$) với ý nghĩa thống kê 5%. Thực tế cho thấy, lợi nhuận giữ lại được tích lũy sẽ tăng dần theo thời gian tương ứng với tuổi đời hoạt động của doanh nghiệp và đây là nguồn giúp cho doanh nghiệp hoạt động ổn định và phát triển tốt nhất. Ngoài ra, các doanh nghiệp thành lập trước thường có lợi thế hơn về thị trường, uy tín cũng như kinh nghiệm quản lý hơn so với doanh nghiệp thành lập sau và nó cũng góp phần làm gia tăng giá trị doanh nghiệp.

4.2.6. Lợi tức cổ tức đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp

Thông qua kết quả nghiên cứu ở Bảng 4, có thể thấy lợi tức cổ tức của doanh nghiệp có quan hệ đồng biến với hiệu quả hoạt động doanh nghiệp ở mô hình 2 với mức ý nghĩa thống kê 1% và có hệ số ước lượng là ($\beta_{11} = 0,039$; $p < 0,01$). Kết quả này

Bảng 4: Kết quả ước lượng mô hình theo phương pháp GMM

	Mô hình 1 (Tobins'Q)	Mô hình 2 (IDMr)
L.Tobins' Q	0,757*** (0,128)	
L. IDMr	-	0,489*** (0,072)
SO	-2,807*** (0,952)	-4,770** (2,242)
SOsq	1,797* (1,014)	8,260** (3,517)
FO	2,096*** (0,662)	6,239** (2,512)
FOsq	-4,305*** (1,534)	-10,770** (5,298)
CONC	12,740*** (3,174)	5,838** (2,593)
CONCsq	-18,530*** (4,754)	-8,562** (3,913)
SIZE	-0,083*** (0,032)	-0,152** (0,060)
LEV	-0,145** (0,070)	-2,237*** (0,293)
PROFIT	0,018** (0,008)	0,003** (0,001)
AGE	0,148*** (0,050)	0,240** (0,114)
DY	-0,001 (0,002)	0,039*** (0,005)
Cons	-0,467*** (0,175)	0,618* (0,376)
N	3.012	3.012
AR1	0,000	0,000
AR2	0,812	0,640
Sargan test	0,128	0,367

Số liệu trong dấu ngoặc () là sai số điều chỉnh, *, ** và *** lần lượt biểu diễn giá trị mức ý nghĩa thống kê tại 10%, 5% và 1%.

hoàn toàn phù hợp với nghiên cứu của Gurbuz & Aybars (2010). Lợi tức cổ tức là một tín hiệu tốt nhất và đáng tin cậy nhất về triển vọng của doanh nghiệp. Việc chia cổ tức cao cho thấy hiệu quả doanh nghiệp được cải thiện và các nhà quản lý cam kết tối đa hóa giá trị cho các cổ đông. Lợi tức cổ tức cũng là một trong những cách giúp giải quyết vấn đề đại diện và sự bất đối xứng thông tin giữa nhà quản lý và cổ đông.

5. Kết luận, các hàm ý và hạn chế của bài viết

Dựa trên Lý thuyết đại diện và những bằng chứng thực nghiệm trước đây, bài viết thực hiện kiểm định để đo lường ảnh hưởng của cấu trúc sở hữu đến hiệu quả doanh nghiệp được đo lường bằng chỉ số Tobin's Q và IDMr trên thị trường Việt Nam. Thông qua bộ mẫu gồm 3.012 quan sát của 502 doanh nghiệp được niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam từ

năm 2012 đến 2017. Kết quả nghiên cứu cho thấy, tác động khá rõ ràng giữa cấu trúc sở hữu và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Cụ thể, sở hữu nhà nước có mối quan hệ phi tuyến hình chữ U, trong khi sở hữu nước ngoài có mối quan hệ phi tuyến hình chữ U ngược đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Kết quả nghiên cứu ngụ ý rằng tư nhân hóa có thể giúp giảm nhẹ mức độ nghiêm trọng của vấn đề đại diện, cho phép giám sát và kiểm soát từ các nhà đầu tư khác và thị trường có thể mang lại hiệu quả cao hơn. Bên cạnh đó, việc tư nhân hóa có thể giúp tái đầu tư và phân phối các nguồn lực của công ty theo những cách hiệu quả hơn. Do đó, tư nhân hóa là một cách hiệu quả để cải thiện hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp nhà nước.

Đồng thời, kết quả nghiên cứu trên cũng hàm ý

rằng các nhà làm chính sách trong các thị trường mới nổi giống như Việt Nam có hệ thống quản trị doanh nghiệp yếu có thể xem xét giới hạn sở hữu nước ngoài. Các nhà làm chính sách nên tăng mức giới hạn sở hữu nước ngoài hay nói “room” cho nhà đầu tư nước ngoài. Bên cạnh đó, cần tiếp tục duy trì và đẩy nhanh công tác hoàn thiện các khung pháp lý cho việc gia tăng tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài.

Mặc dù đưa ra được bằng chứng về mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu của nhà quản trị và hiệu quả của các doanh nghiệp nhưng bài nghiên cứu còn một số hạn chế mà có thể sẽ là cơ hội phát triển sâu hơn cho các bài nghiên cứu sau này tại Việt Nam. Cụ

thể, mặc dù đáp ứng điều kiện dữ liệu về mặt không gian và thời gian nghiên cứu thực hiện theo kinh tế lượng. Tuy nhiên, về độ dài thời gian và mức độ phủ rộng không gian nghiên cứu vẫn còn hạn chế. Do đó, cần có những nghiên cứu với cỡ mẫu lớn hơn. Ngoài ra, nghiên cứu này chỉ tập trung vào sở hữu nhà nước và sở hữu nước ngoài. Tuy nhiên, sở hữu gia đình là phổ biến tại nền kinh tế chuyển đổi do đó nghiên cứu về sở hữu gia đình trong bối cảnh Việt Nam nên được thực hiện trong tương lai. Ngoài ra, nghiên cứu này chưa đề cập đến sự khác nhau giữa nhà đầu tư nước ngoài cá nhân và nhà đầu tư nước ngoài tổ chức đó chính là hướng phát triển mới cho những bài nghiên cứu tiếp theo.

Tài liệu tham khảo:

- Choi, H.M, Sul, W. & Min, S.K. (2012), ‘Foreign board membership and firm value in Korea’, *Management Decision*, 50(2), 207-233.
- Cuervo, A. (2002), ‘Corporate governance mechanisms: A plea for less code of good governance and more market control’, *Corporate Governance: An International Review*, 10(2), 84-93.
- Doğan, M. (2013), ‘Does firm size affect the firm profitability? Evidence from Turkey’, *Research Journal of Finance and Accounting*, 4(4), 53–59.
- Gedajlovic, E., Yoshikawa, T. & Hashimoto, M. (2005), ‘Ownership structure, investment behaviour and firm performance in Japanese manufacturing industries’, *Organization Studies*, 26(1), 7-35.
- Gurbuz, A.O. & Aybars, A. (2010), ‘The impact of foreign ownership on firm performance, evidence from an emerging market: Turkey’, *American Journal of Economics and Business Administration*, 2(4), 350-359.
- Gurunlu, M. & Gursoy, G. (2010), ‘The influence of foreign ownership on capital structure of non-financial firms: Evidence from Istanbul stock exchange’, *The IUP Journal of Corporate Governance*, 9(4), 21-29.
- Jensen, M. & Meckling W. (1976), ‘Theory of the firm: managerial behavior, agency cost, and ownership structure’, *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-60.
- Kato, T. & Long, C. (2006), ‘CEO turnover, firm performance, and enterprise reform in China: Evidence from micro data’, *Journal of Comparative Economics*, 34(4), 796-817.
- Kim, B. (2011), ‘Do foreign investors encourage value-enhancing corporate risk taking?’, *Emerging Markets Finance and Trade*, 47(3), 88-110.
- Thomsen, S. & Pedersen, T. (2000), ‘Ownership structure and economic performance in the largest European companies’, *Strategic Management Journal*, 21(6), 689-705.
- Vo, V.D., Akbar, Y.H., Nguyen, H.D. & Nguyen, K.H. (2018), ‘The impact of institutional distance on the choice of multinational enterprise’s entry mode: Theory and empirical evidence from Vietnam’, *Asian Journal of Business and Accounting*, 11(1), 71-95.
- Võ Xuân Vinh (2014), ‘Sở hữu nước ngoài, hiệu quả hoạt động và giá trị doanh nghiệp –Nghiên cứu các công ty trên thị trường chứng khoán Việt Nam’, *Tạp chí Công nghệ ngân hàng*, 96, 43–49.
- Wei, Z., Xie, F. & Zhang, S. (2005), ‘Ownership structure and firm value in China’s privatized firms: 1991–2001’, *Journal of financial and quantitative analysis*, 40(1), 87-108.