
NGHIÊN CỨU VỀ CẤU TRÚC SỞ HỮU CỦA CÁC CÔNG TY VẬN TẢI VÀ KHO BÃI NIÊM YẾT TRÊN SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN HÀ NỘI

Vũ Hùng Phương

Trường Đại học Kinh tế quốc dân

Email: phuongvh@neu.edu.vn

Đỗ Đức Tài

Trường Đại học Lao động Xã hội

Email: taiketoanquoc@gmail.com

Ngày nhận: 15/9/2020

Ngày nhận bản sửa: 07/10/2020

Ngày duyệt đăng: 05/11/2020

Tóm tắt:

Nghiên cứu điều tra cấu trúc sở hữu của các công ty vận tải và kho bãi niêm yết tại Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX), đó là một trong những đặc trưng cơ bản của công ty cổ phần. Nghiên cứu sử dụng một bộ dữ liệu tổng hợp từ 22 công ty vận tải và kho bãi niêm yết tại HNX. Nhóm tác giả sử dụng thống kê mô tả, so sánh và phần mềm Stata, nhằm đánh giá, đo lường cấu trúc sở hữu của các công ty này. Kết quả nghiên cứu cho thấy cấu trúc sở hữu của các công ty vận tải và kho bãi niêm yết tại HNX có sự khác biệt lớn. Đối với từng công ty, ít có sự thay đổi về cấu trúc sở hữu trong giai đoạn 2015-2019. Sở hữu nhà nước chiếm một tỷ lệ đáng kể tại các công ty niêm yết, sở hữu nhà đầu tư nước ngoài chiếm một tỷ lệ thấp. Do vậy, việc tái cấu trúc sở hữu là cần thiết, đặc biệt giảm tỷ lệ sở hữu Nhà nước và tăng vốn nước ngoài tại các công ty này.

Từ khóa: Hội đồng quản trị, cấu trúc sở hữu, công ty vận tải và kho bãi.

Mã JEL: G32, O16, P33, P45.

Ownership structure of transport & warehouses firms listed on the Hanoi Stock Exchange Abstract:

This study investigates the ownership structure of Transport & Warehouses firms listed on the Hanoi stock exchange (HNX) which is one of the basic characteristics of a joint stock firm. The study employs a set of aggregated data from 22 Transport & Warehouses firms listed in the HNX. We used descriptive analysis, compared with support by software Stata to evaluate and measure ownership structure of these firms. The results show that there is a big difference in ownership structure of these firms. For each firm, there is little change in ownership structure in the period 2015-2019. State ownership still accounts for a significant proportion of the listed firms, while foreign ownership accounts for a relatively low proportion of these firms. Therefore, the ownership restructuring is necessary, especially reducing the percentage of state ownership and increasing foreign capital in transportation and warehouse firms listed on the stock exchange.

Keywords: Board of directors, ownership structure, transport & warehouses firms.

JEL Codes: G32, O16, P33, P45.

1. Giới thiệu

Cấu trúc sở hữu được hiểu đơn giản chính là cơ cấu vốn góp trong công ty, từ đó xác định được quyền lợi và trách nhiệm của các bên tham gia góp vốn. Các công ty cổ phần nói chung và các công ty cổ phần vận tải và kho bãi niêm yết tại Sở giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) nói riêng đều có đặc trưng cơ bản là vốn cổ phần được sở hữu bởi các cổ đông khác nhau, từ đó hình thành nên cấu trúc sở hữu của công ty.

Cấu trúc sở hữu là một trong những vấn đề quan trọng đối với các doanh nghiệp bởi nó tác động tới hoạt động sản xuất kinh doanh, mục tiêu hoạt động, đặc biệt là hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp nói chung và doanh nghiệp vận tải, kho bãi nói riêng. Trong bối cảnh hội nhập quốc tế, tái cấu trúc nền kinh tế đang diễn ra với nhịp độ khẩn trương mà trọng tâm là tái cấu trúc doanh nghiệp (Trần Thị Ngọc Anh, 2018). Bên cạnh đó, các ngân hàng đưa ra quyết định cho vay không dựa trên tiêu chí lợi nhuận của công ty mà chịu ảnh hưởng từ các cá nhân đại diện phần vốn nhà nước trong công ty. Ngược lại, các công ty có tỉ lệ sở hữu nước ngoài cao, với khó khăn trong việc tiếp cận vốn vay trong nước và các quy định hạn chế từ việc huy động vốn vay nước ngoài, thường có tỷ lệ vốn vay thấp hơn (Kasseeah, 2008). Cấu trúc sở hữu của công ty được công bố đầy đủ góp phần đo lường được mức độ chính trực và minh bạch của một công ty đại chúng, là thông tin vô cùng quan trọng cho cổ đông, giúp cổ đông có thể nhận diện được mức độ sở hữu và kiểm soát của những người kiểm soát thực sự trong công ty đại chúng.

Cấu trúc sở hữu tập trung hay phân tán đều có điểm mạnh và điểm yếu, nhưng điều quan trọng là cần tuân thủ những nguyên tắc cốt lõi của quản trị doanh nghiệp. Đó là tính chính trực, trách nhiệm và minh bạch (Nguyễn Thu Hiền & Trần Duy Thanh, 2011).

Bên cạnh những doanh nghiệp vận tải và kho bãi có kết quả kinh doanh ổn định, bền vững, vẫn còn một số doanh nghiệp có kết quả hoạt động kinh doanh thua lỗ. Cấu trúc sở hữu của 22 doanh nghiệp vận tải và kho bãi niêm yết tại HNX có nhiều điểm khác biệt. Mỗi doanh nghiệp có cấu trúc sở hữu khác nhau và đều có ưu điểm, nhược điểm riêng. Đặc điểm của cấu trúc sở hữu là một trong những nhân tố ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp.

Nghiên cứu về cấu trúc sở hữu tại các quốc gia đang phát triển, đặc biệt là các quốc gia có sự tham gia của sở hữu nhà nước như các nước Đông Âu, Trung Quốc, Việt Nam có những đặc thù riêng. Sở hữu nhà nước tại các công ty đại chúng ở các quốc gia này thường có một tỷ lệ cao sau khi nền kinh tế được chuyển đổi từ nền kinh tế kế hoạch hóa, tập trung, điều này thể hiện sự can thiệp của nhà nước trong các hoạt động của các công ty trong nền kinh tế (Nguyễn Thị Minh Huệ & Đặng Tùng Lâm, 2017).

Từ những lý do trên, nghiên cứu cấu trúc sở hữu tại các doanh nghiệp vận tải và kho bãi niêm yết tại HNX là cần thiết và có ý nghĩa. Nghiên cứu này là một sự bổ sung thực nghiệm, đóng góp thêm minh chứng thực nghiệm về cấu trúc sở hữu tại các công ty cổ phần vận tải và kho bãi.

2. Tổng quan nghiên cứu

Tricker (2009) trình bày sự khác biệt quyền lực của cổ đông trong các trường hợp khác nhau. Đối với các công ty gia đình hay công ty có cổ đông sáng lập là người có ảnh hưởng lớn trong các quyết định của công ty, thì những người trong gia đình hoặc cổ đông sáng lập này không nhất thiết phải nắm giữ một lượng lớn cổ phiếu thì mới có khả năng kiểm soát công ty. Hoặc đối với công ty có một vài cổ đông lớn hình thành nên nhóm cổ đông sở hữu số lượng cổ phiếu lớn, mặc dù không có ai nắm đa số quyền bỏ phiếu nhưng vẫn có thể gây ảnh hưởng lên các quyết định của công ty. Hay đối với công ty cổ đông là tổ chức có quyền thống trị thì cho dù tổ chức không nắm giữ một lượng lớn cổ phiếu thì tổ chức vẫn có quyền thống trị đối với công ty.

Mollah & cộng sự (2012) thu thập thông tin về cấu trúc sở hữu thông qua cuộc khảo sát bằng bảng hỏi tới 19 công ty công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Botswana trong thời gian từ tháng 11 năm 2007 đến tháng 04 năm 2008. Cấu trúc sở hữu được đo bằng tỷ lệ sở hữu của thành viên hội đồng quản trị, tỷ lệ sở hữu của nhà nước, tỷ lệ sở hữu của các tổ chức, tỷ lệ sở hữu đại chúng và tỷ lệ sở hữu của người nước ngoài. Nghiên cứu này sử dụng phương pháp nghiên cứu định lượng, phương pháp toán - thống kê được áp dụng là phương pháp bình phương nhỏ nhất. Kết quả nghiên cứu cho thấy hầu hết các nhóm tập trung quyền sở hữu lớn (tỷ lệ sở hữu của thành viên hội đồng quản trị, tỷ lệ sở hữu của nhà nước, tỷ lệ sở hữu của của

các tổ chức, và tỷ lệ sở hữu của người nước ngoài) đều có thể làm suy giảm hiệu quả tài chính của công ty ngoại trừ nhóm có quyền sở hữu cổ phần chiếm tỷ lệ thiểu số.

Trong ngữ cảnh của Việt Nam, Trần Minh Trí & Dương Như Hùng (2011) thu thập dữ liệu từ 126 công ty niêm yết tại Sở giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh giai đoạn 2006-2009. Kết quả nghiên cứu cho thấy, mối quan hệ phi tuyến tính giữa tỷ lệ sở hữu quản trị và hiệu quả hoạt động của công ty. Khi tỷ lệ sở hữu quản trị nhỏ hơn 59,1% thì hiệu quả hoạt động của công ty thay đổi tỷ lệ thuận theo tỷ lệ sở hữu quản trị. Khi tỷ lệ sở hữu quản trị cao hơn 59,1% thì hiệu quả hoạt động của công ty thay đổi tỷ lệ nghịch theo tỷ lệ sở hữu quản trị. Theo các tác giả, mối quan hệ này là kết quả của hiện tượng “đồng lợi ích” và hiện tượng “xây dựng quyền lực cá nhân”: khi tỷ lệ sở hữu quản trị nhỏ hơn một giá trị nhất định, nhà quản lý sẽ nỗ lực nhiều hơn nếu họ có nhiều cổ phần trong công ty. Ngược lại, khi tỷ lệ sở hữu quản trị cao hơn một giá trị nhất định, nhà quản lý dùng quyền lực để gia tăng lợi ích cá nhân hơn là lợi ích của cổ đông.

Võ Xuân Vinh (2014) sử dụng dữ liệu của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2006-2012. Tác giả sử dụng phương pháp phân tích hồi quy bình phương nhỏ nhất (OLS) để phân tích và đo lường cấu trúc sở hữu và cấu trúc vốn. Trong đó, cấu trúc sở hữu gồm 4 thuộc tính thành phần, bao gồm: (i) Sở hữu tập trung (tỷ lệ cổ phần được nắm giữ bởi các cổ đông lớn); (ii) sở hữu nhà nước (tỷ lệ cổ phần được nắm giữ bởi các cổ đông nhà nước); (iii) sở hữu nước ngoài (tỷ lệ cổ phần được nắm giữ bởi các cổ đông nước ngoài) và (iv) sở hữu tổ chức (tỷ lệ cổ phần được nắm giữ bởi các cổ đông tổ chức).

Nguyễn Thị Thanh An & Nguyễn Thị Bích Liễu (2017) với phạm vi nghiên cứu là 283 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên Sở giao dịch Chứng khoán Hồ Chí Minh trong giai đoạn 2010-2015, sử dụng phương pháp nghiên cứu định lượng để phân tích, đo lường mức độ ảnh hưởng của cấu trúc sở hữu đến tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền mặt. Trong đó, cấu trúc sở hữu được xác định theo hai khía cạnh: (i) Mức độ tập trung sở hữu và (ii) Sở hữu thành phần, cụ thể tại Bảng 1.

Trong khi đó, Nguyễn Thị Minh Huệ & Đặng Tùng Lâm (2017) nghiên cứu về cấu trúc sở hữu với hai biến sở hữu đặc trưng của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam bao gồm: (i) biến sở hữu nhà nước là tỷ lệ sở hữu nhà nước; (ii) biến sở hữu nước ngoài là tỷ lệ sở hữu của cổ đông nước ngoài.

Trần Thị Ngọc Anh (2018) khẳng định, các doanh nghiệp giao thông vận tải và kho bãi đang ngày một quan tâm hơn đến vấn đề cấu trúc sở hữu doanh nghiệp. Tác giả trình bày (i) tác động của cấu trúc sở hữu tới hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp giao thông vận tải và kho bãi ở Việt Nam; (ii) thực trạng hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp vận tải và kho bãi; (iii) giải pháp nâng cao hiệu quả hoạt động doanh nghiệp

Bảng 1: Tổng hợp các biến của cấu trúc sở hữu doanh nghiệp

Ký hiệu	Diễn giải	Mô tả cách tính
Mức độ tập trung sở hữu		
M1	Tỷ lệ cổ đông sở hữu lớn nhất	Tỷ lệ cổ phần nắm giữ bởi cổ đông lớn nhất công ty
M2	Tỷ lệ cổ đông sở hữu lớn thứ 2	Tỷ lệ cổ phần nắm giữ bởi nhóm cổ đông lớn nhất và lớn thứ hai của công ty
M3	Tỷ lệ cổ đông sở hữu lớn thứ 3	Tỷ lệ cổ phần nắm giữ bởi nhóm cổ đông lớn nhất đến nhóm cổ đông thứ 3
Sở hữu thành phần		
FODUM	Sở hữu nước ngoài	Biến giả là 1 nếu công ty có sự tham gia góp vốn của nước ngoài và trường hợp còn lại bằng không (0)
MODUM	Quyền sở hữu quản lý	Biến giả là 1 nếu công ty có sự tham gia góp vốn của ban giám đốc DN và trường hợp còn lại bằng không (0)
FO	Tỷ lệ cổ phiếu của nhà đầu tư nước ngoài	Tỷ lệ cổ phần sở hữu bởi các nhà đầu tư nước ngoài
MO	Tỷ lệ cổ phiếu sở hữu bởi ban giám đốc	Tỷ lệ cổ phần sở hữu bởi các thành viên trong ban giám đốc và các bên liên quan theo quy định của luật chứng khoán

Nguồn: Tác giả tổng hợp.

Bảng 2: Các thuộc tính của cấu trúc sở hữu của các công ty vận tải và kho bãi niêm yết tại HNX

Mã biến	Diễn giải	Đo lường	Tài liệu tham khảo
OGP	Tỷ lệ sở hữu cổ phần của cổ đông lớn là Nhà nước (sở hữu công lớn)	Tổng cổ phiếu do Nhà nước nắm giữ/Tổng số cổ phiếu thường đang lưu hành	Mollah & cộng sự (2012), Võ Xuân Vinh (2014), Nguyễn Thị Minh Huệ & Đặng Tùng Lâm (2017)
LFO	Tỷ lệ sở hữu cổ phần của cổ đông lớn là các tổ chức/cá nhân có quốc tịch nước ngoài (sở hữu ngoại quốc lớn)	Tổng cổ phiếu do người nước ngoài nắm giữ/Tổng số cổ phiếu thường đang lưu hành	Mollah & cộng sự (2012), Võ Xuân Vinh (2014), Nguyễn Thị Thanh An & Nguyễn Thị Bích Liễu (2017), Nguyễn Thị Minh Huệ & Đặng Tùng Lâm (2017)
LPO	Tỷ lệ sở hữu cổ phần của cổ đông lớn là các tổ chức, cá nhân trong nước (sở hữu trong nước lớn)	Tổng cổ phiếu đại chúng do chủ thể trong nước nắm giữ/Tổng số cổ phiếu thường đang lưu hành	Tricker (2009), Mollah & cộng sự (2012), Võ Xuân Vinh (2014), Nguyễn Thị Thanh An & Nguyễn Thị Bích Liễu (2017)
OAR	Tỷ lệ sở hữu cổ phần của thành viên hội đồng quản trị, ban điều hành, ban kiểm soát và người thân (sở hữu có quyền quản trị).	Tổng số cổ phiếu của hội đồng quản trị, ban kiểm soát, ban điều hành và thân nhân/Tổng số cổ phiếu thường đang lưu hành	Tricker (2009), Mollah & cộng sự (2012), Trần Minh Trí & Dương Như Hùng (2011), Nguyễn Thị Thanh An & Nguyễn Thị Bích Liễu (2017)

Nguồn: Tác giả tổng hợp.

vận tải kho bãi từ việc sử dụng cấu trúc sở hữu. Tuy nhiên, nghiên cứu này có những hạn chế như: nghiên cứu sử dụng phương pháp nghiên cứu định tính, do đó chưa đánh giá và đo lường được cấu trúc sở hữu tại các doanh nghiệp vận tải và kho bãi; phạm vi nghiên cứu trong năm 2017 với 3 nhóm doanh nghiệp vận tải và kho bãi gồm: doanh nghiệp có vốn đầu tư Nhà nước, doanh nghiệp liên doanh với nước ngoài và doanh nghiệp tư nhân.

Kế thừa các nghiên cứu trên, nghiên cứu này nhằm đánh giá, phân tích và đo lường cấu trúc sở hữu của các công ty vận tải và kho bãi niêm yết tại HNX với phương pháp nghiên cứu định lượng, sử dụng phần mềm Stata. Tác giả xác định, cấu trúc sở hữu của các công ty vận tải và kho bãi niêm yết tại HNX bao gồm bốn (4) thuộc tính (Bảng 2).

3. Phương pháp nghiên cứu

Dữ liệu được thu thập từ các tài liệu nghiên cứu và phỏng vấn bán cấu trúc. Trước hết, các tài liệu trước đây được xem xét để kiểm tra các nghiên cứu tương tự và có được cái nhìn tổng quan về các cuộc thảo luận chính. Sau đó, tác giả thực hiện phỏng vấn các đối tượng là kế toán trưởng, ban giám đốc từ 3 công ty vận tải và kho bãi niêm yết tại HNX. Các tác giả đã thực hiện các cuộc phỏng vấn trực tiếp tại nơi làm việc của họ, và người được phỏng vấn được chọn thời gian mà cảm thấy thoải mái. Số lượng người được phỏng vấn trong mỗi công ty dao động từ một đến hai, tùy thuộc vào sự sẵn sàng của các cá nhân. Tổng cộng, 5 cá nhân đã được phỏng vấn từ tháng 8 đến tháng 11 năm 2019. Thời gian thực hiện để hoàn thành một cuộc phỏng vấn kéo dài 30 - 45 phút. Tất cả các cuộc phỏng vấn được ghi lại tạo ra một dữ liệu lớn để phân tích, đánh giá các thuộc tính của cấu trúc sở hữu của các công ty vận tải và kho bãi niêm yết tại HNX. Tất cả các cá nhân được phỏng vấn đều có kinh nghiệm trong lĩnh vực được nghiên cứu. Người trả lời được đảm bảo tính bảo mật của thông tin họ cung cấp.

Tiếp theo, nhóm nghiên cứu thiết kế bảng các thuộc tính của cấu trúc sở hữu (Bảng 2) dựa vào các nghiên cứu trước đây và kết quả phỏng vấn. Bảng 2 chính thức được gửi đến đơn vị hỗ trợ thu thập số liệu trong năm 2020. Họ thu thập, tính toán mức độ thực tế của bốn (4) thuộc tính của cấu trúc sở hữu của các công ty

Bảng 3: Cổ đông là nhà nước sở hữu trên 50% tại các doanh nghiệp

Tabulate PLSH

PLSH	Freq.	Percent	Cum.
0	65	59,09	59,09
1	45	40,91	100,00
Total	110	100,00	

Nguồn: Nhóm tác giả tính toán trên phần mềm Stata.

Bảng 4: Giá trị thống kê các thuộc tính của cấu trúc sở hữu

Summarize OGP LFO LPO OAR

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
OGP	110	,2801099	,2966786	0	,9265
LFO	110	,0724392	,1334086	0	,6118575
LPO	110	,9275599	,1334082	,3881425	1
OAR	110	,096401	,1351202	0	,652925

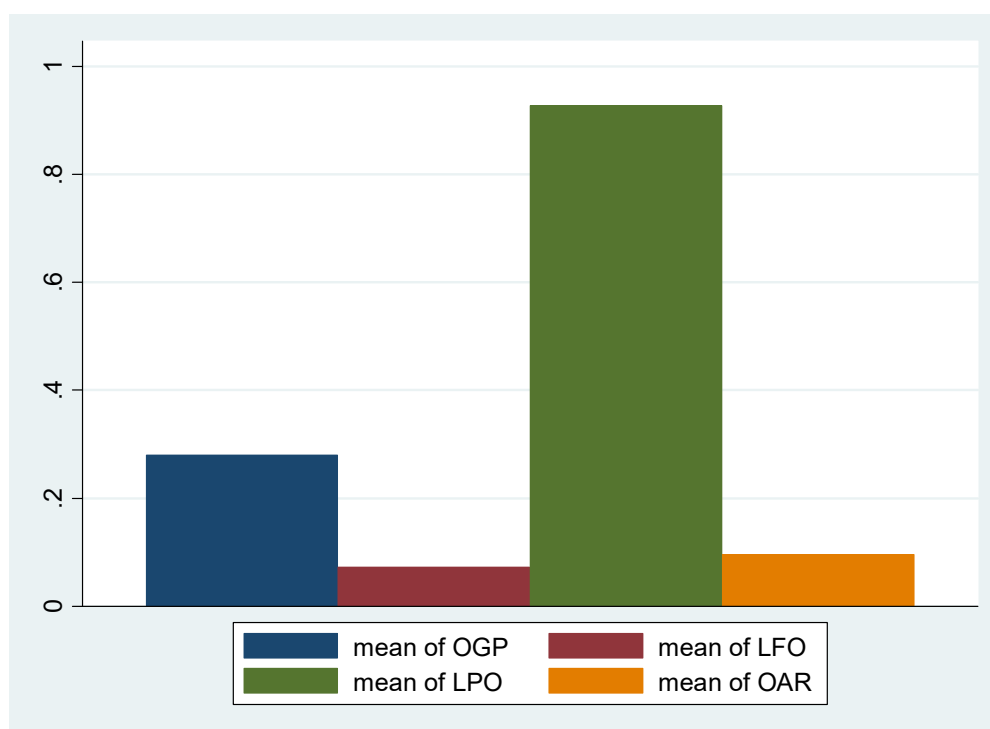
Nguồn: Nhóm tác giả tính toán trên phần mềm Stata.

vận tải và kho bãi niêm yết tại HNX trong giai đoạn 2015-2019; khi đó, sẽ khắc phục các nhược điểm về xử lý số liệu, đồng thời nghiên cứu trong thời gian dài sẽ có kết quả thuyết phục hơn.

Kết quả thu thập dữ liệu nhận được 22 phản hồi từ 22 công ty. Trong đó, có không có phản hồi không hợp lệ và cả 22 phản hồi từ 22 công ty được giữ lại, đáp ứng mẫu yêu cầu để đạt 95% trong kết quả thống kê (Hair & cộng sự, 2006). Phân tích dữ liệu đã được tiến hành. Các tác giả đã nhập dữ liệu vào phần mềm Stata.

Phần mềm này cho phép chúng tôi thực hiện phân tích, đánh giá và đo lường cấu trúc sở hữu của các công ty vận tải và kho bãi niêm yết tại HNX.

Hình 1: Giá trị trung bình (mean) các thuộc tính của cấu trúc sở hữu



Nguồn: Tính toán của tác giả.

Bảng 5: So sánh về tỷ lệ sở hữu của Hội đồng quản trị (HĐQT), ban giám đốc và thân nhân

. ttest OAR, by (PLSH)						
Tow-sample t test with equal variances						
Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Intervall]	
0	65	,1451967	,0193316	,1558561	,1065774	,1838159
1	45	,0259183	,0053708	,0360286	,0150941	,0367425
Combined	110	,096401	,0128832	,1351202	,0078669	,1219351
Diff		,1192783	,0236903		,0723201	,1662365
diff = mean (0) – min (1)				t = 5,0349		
Ho: deff = 0				Degrees of freedom = 108		
Ha: diff < 0		Ha: diff != 0		Ha: diff > 0		
Pr (T < t) = 1.000		Pr (T > t) = 0,0000		Pr (T > t) = 0,0000		

Nguồn: Nhóm tác giả tính toán trên phần mềm Stata.

4. Kết quả nghiên cứu

Cấu trúc sở hữu của các công ty vận tải và kho bãi niêm yết tại HNX được trình bày tại Phụ lục 1.

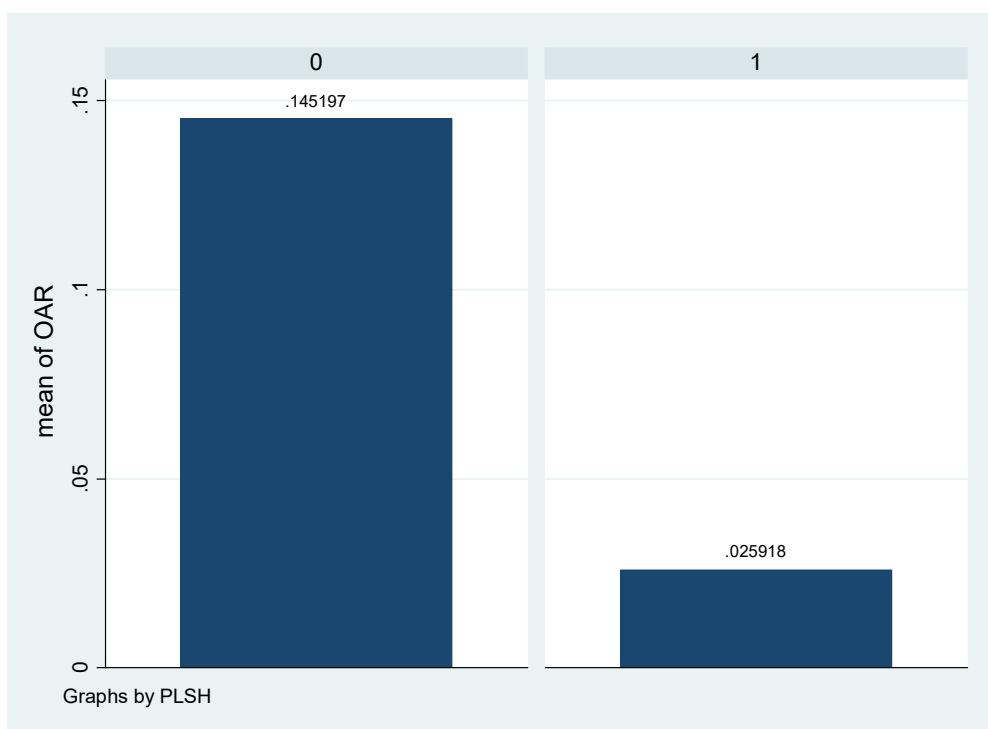
Tiếp theo là thống kê mô tả, so sánh về cấu trúc sở hữu của các doanh nghiệp vận tải và kho bãi niêm yết tại HNX với sự hỗ trợ của phần mềm Stata.

Kết quả Bảng 3 cho biết từ 2015-2019 có 45 lượt doanh nghiệp (40,91%) có tỷ lệ sở hữu cổ phần của cổ đông lớn là Nhà nước trên 50%.

Theo kết quả Bảng 4, thuộc tính LPO có giá trị trung bình (Mean) lớn nhất là 0,921; LFO có giá trị trung bình là 0,0724; OGP có giá trị trung bình là 0,280; trong khi đó, OAR có giá trị trung bình là 0,096.

So sánh các thuộc tính của cấu trúc sở hữu giữa doanh nghiệp với 50% vốn nhà nước trở lên và các doanh

Hình 2: Giá trị trung bình (mean) về tỷ lệ sở hữu của hội đồng quản trị, ban giám đốc và thân nhân



Nguồn: Tính toán của tác giả.

Bảng 6: So sánh về quy mô doanh nghiệp theo tỷ lệ sở hữu

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Intervall]	
0	65	545792,3	99785,02	804492,6	346448,8	745135,8
1	45	981243,6	227227,4	1524288	523296,8	1439190
Combined	100	723931,5	111362,6	1167980	503214,5	944648,5
diff		-435451,3	223655,4		-878775,1	7872,414
Diff = mean (0) – mean (1)				t = -1,9470		
Ho: diff = 0				degrees of freedom = 108		
Ha: diff < 0				Ha: diff > 0		
Pr (T < t) = 0,0271				Pr (T > t) = 0,0541		
				Pr (T > t) = 0,09729		

Nguồn: Nhóm tác giả tính toán trên phần mềm Stata.

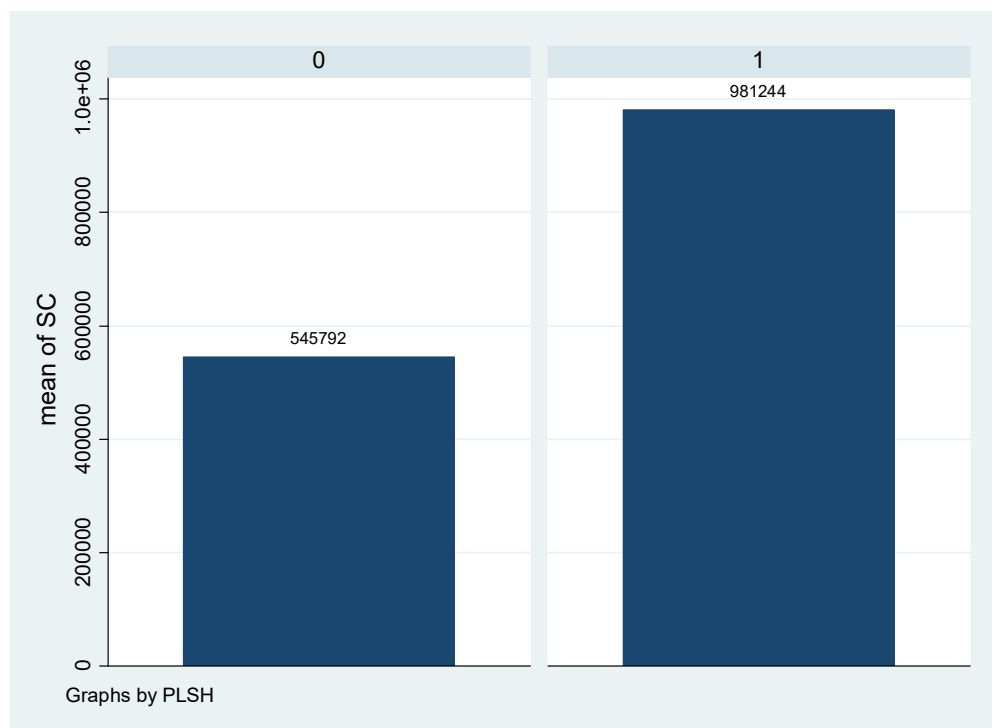
ngành còn lại.

Kết quả cho thấy có sự khác biệt về thuộc tính OAR giữa các doanh nghiệp có sở hữu nhà nước trên 50% và các doanh nghiệp còn lại, sự khác biệt này có ý nghĩa thống kê (p-value = 0,00 < 0,05, giá trị khác biệt 0,119). Điều này cho thấy các doanh nghiệp có sở hữu nhà nước ít hơn 50% hoặc không có thì có tỷ lệ OAR cao hơn các doanh nghiệp còn lại.

Kết quả Bảng 6 cho biết giá trị trung bình về quy mô của doanh nghiệp có tỷ lệ sở hữu nhà nước là 981.243,6 triệu đồng lớn hơn nhiều so với quy mô các doanh nghiệp còn lại là 545.972,3 triệu đồng, sự khác biệt giữa 2 nhóm doanh nghiệp này có ý nghĩa thống kê ở mức <10% và giá trị khác biệt là 435.451,3. Nói cách khác các doanh nghiệp nhà nước chiếm trên 50% có quy mô cao hơn các doanh nghiệp còn lại.

5. Thảo luận và hàm ý quản trị

Cấu trúc sở hữu của các công ty vận tải và kho bãi niêm yết tại HNX có sự khác biệt lớn. Đối với từng công ty, ít có sự thay đổi về cấu trúc sở hữu trong giai đoạn 2015-2019. Sở hữu nhà nước vẫn đang chiếm một tỷ lệ đáng kể trong các công ty niêm yết, trong khi đó sở hữu nước ngoài chiếm một tỷ lệ tương đối thấp

Hình 3: Giá trị trung bình (mean) về quy mô doanh nghiệp

Nguồn: Tính toán của tác giả.

trong các công ty này. Thực trạng cho thấy các công ty gặp nhiều khó khăn trong tiếp cận vốn, do vậy việc tái cấu trúc sở hữu là cần thiết, đặc biệt giảm tỷ lệ sở hữu nhà nước và tăng vốn nước ngoài tại các công ty niêm yết.

Nhà nước mong đợi thu hút nhiều vốn đầu tư nước ngoài để duy trì các khoản đầu tư trong nước, đảm bảo sự phát triển kinh tế. Trong bối cảnh thị trường Việt Nam đang trong quá trình tái cấu trúc, với sự thoái vốn dần sở hữu nhà nước và sự tham gia nhiều hơn của các cổ đông nước ngoài và với cấu trúc sở hữu của các công ty niêm yết trên thị trường Việt Nam rất tập trung. Luật pháp Việt Nam quy định công ty đại chúng phải công khai những cổ đông lớn (nắm giữ trên 5% tổng số cổ phiếu có quyền biểu quyết) (Bộ Tài Chính, 2015).

Đối với các nước phát triển trên thế giới, tỷ lệ sở hữu nhà nước là khá thấp, cấu trúc sở hữu thường là cấu trúc sở hữu phân tán. Điều này khác xa với hầu hết các công ty được niêm yết ở Việt Nam với cấu trúc sở hữu tập trung, vốn nhà nước tham gia khá lớn, trong nhiều công ty nhà nước có khả năng chi phối hoạt động của nó. Do đó, việc nghiên cứu tại các nước phát triển không thể áp dụng hoàn toàn tại thị trường Việt Nam.

Việt Nam là một thị trường mới nổi với một hệ thống quản trị công ty còn chưa hiệu quả do sự tập trung cao của cấu trúc sở hữu đặc biệt là Nhà nước chiếm một tỷ lệ sở hữu lớn trong các công ty vì vậy sự gia tăng của sở hữu nước ngoài có thể đóng một vai trò giám sát trong quản trị, cải thiện công tác quản trị công ty và cung cấp các kỹ năng tiên tiến, nguồn tài nguyên, có thể dẫn đến sự gia tăng giá trị của một công ty.

Tại Việt Nam, đã có quy định cổ đông lớn phải báo cáo sở hữu về số lượng và tỷ lệ phần trăm cổ phiếu do tổ chức, cá nhân sở hữu hoặc cùng với tổ chức, cá nhân khác sở hữu trên tổng số cổ phiếu đang lưu hành (Quốc hội, 2006). Tuy nhiên, các cổ đông lớn thường chia nhỏ số cổ phần cho người thân trong gia đình và bạn bè sao cho nắm giữ dưới mức yêu cầu phải công bố thông tin. Thêm vào đó, quyền sở hữu tập trung dễ dẫn đến việc phát sinh vấn đề bất lợi.

Các công ty với sở hữu nhà nước nhận được lợi ích đáng kể từ sự hỗ trợ của Nhà nước, liên kết về chính trị và một mức độ cao của sở hữu nhà nước sẽ cải thiện hiệu quả hoạt động vì Chính phủ đặt nhiều nỗ lực hơn vào các công ty này (Wei & Varela, 2003). Tác động bất lợi của sở hữu nhà nước cho hoạt động công ty là bởi vì sở hữu nhà nước có các mục tiêu khác nhau so với những người chủ sở hữu khác. Mục tiêu của cổ đông phổ thông là tối đa hóa giá trị công ty. Tuy nhiên, sở hữu nhà nước có thể có những mục tiêu về xã hội như để tăng việc làm hoặc về chính trị như để ngăn chặn sự xâm nhập của các nhà đầu tư nước ngoài và bảo vệ sản xuất trong nước... Đối với nhóm sở hữu nhà nước thì lại có ảnh hưởng tiêu cực tới hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Một trong những lý do quan trọng đó là chi phí đại diện, nhà quản trị không có động cơ hoặc ít nỗ lực trong việc tạo ra nhiều giá trị cho cổ đông đối với doanh nghiệp nhà nước (Trần Thị Ngọc Anh, 2018).

Nhà đầu tư nước ngoài giúp cải thiện hệ thống quản lý và cung cấp khả năng truy cập vào các nguồn tài nguyên khổng lồ (Ongore, 2011). Sở hữu tổ chức nước ngoài mang đến các tài sản công ty đặc thù tiên tiến, là một giám sát tốt trong một thị trường đang phát triển (Khanna & Palepu, 1998), có liên hệ tích cực với chuyển giao kiến thức trong các công ty con với số lượng các nhà quản lý và người lao động nước ngoài cao (Ghahroudi & cộng sự, 2019). Không chỉ tại các thị trường mới nổi mà còn ở các thị trường phát triển, các công ty với thành viên hội đồng quản trị nước ngoài (Anh – Mỹ) có quản trị công ty tốt hơn, có thể nâng cao giá trị công ty. Sở hữu nước ngoài có thể giúp công ty vượt qua những khó khăn tài chính và tăng tính dễ tiếp cận với tài chính bên ngoài, do đó tăng đầu tư của mình và có lẽ dẫn đến hiệu quả hoạt động cao hơn (Koo & Maeng, 2006). Đối với sở hữu nước ngoài mang lại tác động tích cực đối với sự gia tăng giá trị của doanh nghiệp, điều này là do các nhà đầu tư nước ngoài có kinh nghiệm trên thị trường tài chính cũng như điều hành doanh nghiệp. Ở các nước mới nổi hay ở các nước đang phát triển, kinh nghiệm quản lý và điều hành doanh nghiệp còn đang hạn chế, do vậy, với kinh nghiệm của các nhà đầu tư nước ngoài, hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp sẽ được tăng lên nhiều. Tuy nhiên, để đảm bảo quyền lợi của các cổ đông trong doanh nghiệp cần phải có một hệ thống pháp luật chặt chẽ, qua đó mới gia tăng hiệu quả hoạt động (Trần Thị Ngọc Anh, 2018).

Các lợi ích của cổ đông lớn có thể không phù hợp với lợi ích của các bên liên quan khác trong một công ty. Thông qua quyền kiểm soát của mình, các cổ đông lớn có thể phân phối của cải của công ty theo cách

mà hầu hết là có lợi cho mình, chẳng hạn như trả cổ tức đặc biệt, dẫn đến xung đột giữa các cổ đông lớn và thiểu số (Gibson, 2003). Khi cổ đông lớn giữ một tỷ lệ cổ phần trọng yếu của một công ty, họ sẽ điều hành các nhà quản lý, làm giảm tính chủ động của các nhà quản lý trong quá trình ra quyết định và làm trung hòa các vấn đề đại diện để bảo vệ lợi ích của họ (Kim & Hwang, 2014). Đối với nhóm sở hữu tổ chức có cơ chế giám sát tích cực, các cổ đông theo hình thức tổ chức có kinh nghiệm trong thị trường tài chính và quản trị doanh nghiệp. Do vậy, các doanh nghiệp có nhóm sở hữu tổ chức chiếm phần lớn thường có hiệu quả hoạt động doanh nghiệp cao (Trần Thị Ngọc Anh, 2018).

Đối với sở hữu gia đình trong doanh nghiệp, người chủ đã có kinh nghiệm trong việc tạo dựng thành công trong doanh nghiệp, do vậy việc họ làm quản lý thì sẽ hiệu quả cao hơn (Trần Thị Ngọc Anh, 2018).

Phụ lục 1: Cấu trúc sở hữu của các công ty vận tải và kho bãi niêm yết tại HNX trong giai đoạn 2015-2019

Mã chứng khoán	Năm	OGP	LFO	LPO	OAR	Mã chứng khoán	Năm	OGP	LFO	LPO	OAR
CDN	2015	75%	4%	96%	1%	PJC	2015	15%	2%	98%	3%
CDN	2016	75%	4%	96%	1%	PJC	2016	15%	2%	98%	7%
CDN	2017	75%	1%	99%	1%	PJC	2017	15%	2%	98%	5%
CDN	2018	75%	1%	99%	1%	PJC	2018	15%	1%	99%	5%
CDN	2019	75%	21%	79%	20%	PJC	2019	15%	1%	99%	5%
DL1	2015	0%	1%	99%	6%	PRC	2015	0%	0%	100%	36%
DL1	2016	0%	0%	100%	17%	PRC	2016	0%	0%	100%	62%
DL1	2017	0%	0%	100%	6%	PRC	2017	0%	0%	100%	62%
DL1	2018	0%	0%	100%	6%	PRC	2018	0%	0%	100%	63%
DL1	2019	0%	0%	100%	1%	PRC	2019	0%	0%	100%	65%
DXP	2015	0%	35%	65%	25%	PSC	2015	53%	0%	100%	2%
DXP	2016	0%	32%	68%	24%	PSC	2016	53%	0%	100%	7%
DXP	2017	0%	36%	64%	27%	PSC	2017	53%	0%	100%	8%
DXP	2018	0%	38%	62%	27%	PSC	2018	53%	0%	100%	8%
DXP	2019	0%	61%	39%	24%	PSC	2019	53%	0%	100%	8%
HCT	2015	54%	0%	100%	5%	PTS	2015	51%	1%	99%	1%
HCT	2016	54%	0%	100%	5%	PTS	2016	51%	1%	99%	1%
HCT	2017	54%	0%	100%	5%	PTS	2017	51%	1%	99%	1%
HCT	2018	54%	0%	100%	5%	PTS	2018	51%	2%	98%	1%
HCT	2019	54%	0%	100%	5%	PTS	2019	51%	2%	98%	1%
HHG	2015	0%	0%	100%	15%	QTC	2015	54%	27%	73%	3%
HHG	2016	0%	1%	99%	12%	QTC	2016	54%	24%	76%	3%
HHG	2017	0%	1%	99%	13%	QTC	2017	54%	28%	72%	3%
HHG	2018	0%	2%	98%	14%	QTC	2018	54%	25%	75%	3%
HHG	2019	0%	2%	98%	14%	QTC	2019	54%	30%	70%	4%
HTC	2015	24%	1%	99%	20%	TJC	2015	33%	1%	99%	5%
HTC	2016	24%	1%	99%	17%	TJC	2016	33%	2%	98%	5%
HTC	2017	24%	2%	98%	20%	TJC	2017	33%	2%	98%	5%
HTC	2018	24%	2%	98%	22%	TJC	2018	33%	1%	99%	3%
HTC	2019	24%	1%	99%	22%	TJC	2019	33%	0%	100%	3%
MAC	2015	0%	30%	70%	1%	VGP	2015	0%	6%	94%	13%
MAC	2016	0%	2%	98%	6%	VGP	2016	0%	2%	98%	9%
MAC	2017	0%	3%	97%	12%	VGP	2017	0%	6%	94%	0%
MAC	2018	0%	2%	98%	8%	VGP	2018	0%	2%	98%	0%
MAC	2019	0%	2%	98%	8%	VGP	2019	0%	2%	98%	0%
NAP	2015	51%	0%	100%	0%	VNF	2015	0%	3%	97%	3%
NAP	2016	51%	0%	100%	0%	VNF	2016	0%	4%	96%	2%
NAP	2017	51%	0%	100%	1%	VNF	2017	0%	4%	96%	2%
NAP	2018	51%	0%	100%	1%	VNF	2018	0%	4%	96%	2%
NAP	2019	51%	0%	100%	1%	VNF	2019	0%	4%	96%	2%
PCT	2015	0%	0%	100%	23%	VNT	2015	0%	0%	100%	2%
PCT	2016	0%	0%	100%	17%	VNT	2016	0%	0%	100%	5%
PCT	2017	0%	0%	100%	17%	VNT	2017	0%	0%	100%	6%
PCT	2018	0%	0%	100%	24%	VNT	2018	0%	14%	86%	4%
PCT	2019	0%	0%	100%	0%	VNT	2019	0%	15%	85%	4%
PGT	2015	0%	40%	60%	17%	VTV	2015	63%	1%	99%	1%
PGT	2016	0%	7%	93%	16%	VTV	2016	63%	1%	99%	1%
PGT	2017	0%	49%	51%	16%	VTV	2017	63%	0%	100%	1%
PGT	2018	0%	49%	51%	36%	VTV	2018	63%	0%	100%	1%
PGT	2019	0%	50%	50%	27%	VTV	2019	63%	0%	100%	1%
PHP	2015	93%	0%	100%	0%	WCS	2015	51%	9%	91%	1%
PHP	2016	93%	0%	100%	0%	WCS	2016	51%	16%	84%	0%
PHP	2017	93%	0%	100%	0%	WCS	2017	51%	28%	72%	0%
PHP	2018	93%	0%	100%	0%	WCS	2018	51%	28%	72%	0%
PHP	2019	93%	0%	100%	0%	WCS	2019	51%	10%	90%	0%

Nguồn: Công ty Dịch vụ Dữ liệu Toàn Cầu (2020) và Vietstock (2020).

Tài liệu tham khảo:

- Bộ Tài chính (2015), *Thông tư 52/2015/TT-BTC về Hướng dẫn về việc công bố thông tin trên thị trường chứng khoán*, ban hành ngày 05 tháng 04 năm 2015.
- Công ty Dịch vụ Dữ liệu Toàn Cầu (2020), *Báo cáo dữ liệu các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam*, Hà Nội.
- Ghahroudi, M.R., Hoshino, Y. & Fakhraei, E. (2019), 'Ownership structure, capital structure, and firm survival', *International Journal of Economics and Finance*, 11(11), 19-29.
- Gibson, M.S. (2003), 'Is corporate governance ineffective in emerging markets?', *Journal of Financial and Quantitative Analysis, Seattle*, 38(1), 231-250.
- Hair, J.F., Anderson, R.E., Tatham, R.L. & Black, W.C. (2006), *Multivariate data analysis*, Prentice-Hall, New Jersey, United States.
- Kasseeah, H. (2008), 'What determines the leverage decision of Chinese firms?', *Journal of the Asia Pacific Economy*, 13(3), 354-374.
- Khanna, T. & Panepu, K. (1998), 'Corporate scope and institutional context: An empirical analysis of diversified Indian business groups', *Harvard Business School Working paper #96-051*, Harvard Business School, Boston.
- Kim, S.M. & Hwang, J.T. (2014), 'Globalization, ownership structures and productivity dispersion', *Review of Development Economics, Wiley Blackwell*, 18(1), 152-161.
- Koo, J. & Maeng, K. (2006), 'Foreign ownership and investment: Evidence from Korea', *Applied Economics*, 38(20), 2405-2414.
- Mollah, S., Al Farooque, O.A. & Karim, W. (2012), 'Ownership structure, corporate governance and firm performance: Evidence from an African emerging market', *Studies in Economics and Finance*, 29(4), 301-319.
- Nguyễn Thị Minh Huệ & Đặng Tùng Lâm (2017), 'Tác động của cấu trúc sở hữu đến hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam', *Tạp chí Khoa học Đại học Quốc gia Hà Nội: Kinh tế và Kinh doanh*, 33(1), 23-33.
- Nguyễn Thị Thanh An & Nguyễn Thị Bích Liễu (2017), 'Cấu trúc sở hữu và tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt: Bằng chứng từ các công ty niêm yết trên sàn HOSE', *Tạp chí Kinh tế – Châu Á Thái Bình Dương*, 4, 94-96.
- Nguyễn Thu Hiền & Trần Duy Thanh (2011), *Cấu trúc sở hữu và khả năng thao túng doanh nghiệp*, truy cập lần cuối ngày 26 tháng 09 năm 2011, từ <<https://nhipcaudautu.vn/kinh-doanh/cau-truc-so-huu-va-kha-nang-thao-tung-doanh-nghiep-3255716/>>.
- Ongore, V.O. (2011), 'The relationship between ownership structure and firm performance: An empirical analysis of listed companies in Kenya', *African Journal of Business Management*, 5(6), 2120-2128.
- Quốc hội (2006), *Luật số 70/2006/QH11 về Luật Chứng khoán*, ban hành ngày 29 tháng 06 năm 2006.
- Trần Minh Trí & Dương Như Hùng (2011), 'Ảnh hưởng của tỷ lệ sở hữu quản trị đến hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết trên sàn HOSE', *Tạp chí phát triển Khoa học và Công nghệ*, 14, 116-124.
- Trần Thị Ngọc Anh (2018), 'Nghiên cứu ảnh hưởng của cấu trúc sở hữu tới hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp giao thông vận tải và kho bãi ở Việt Nam', *Tạp chí Công thương*, 5, 387-391.
- Tricker, R.I. (2009), *Corporate Governance: Principles, Policies and Practices*, Oxford University Press, Oxford.
- Vietstock (2020), truy cập lần cuối ngày 26 tháng 09 năm 2011, từ <<https://finance.vietstock.vn/>>.
- Võ Xuân Vinh (2014), 'Cấu trúc sở hữu và cấu trúc vốn: Nghiên cứu thực nghiệm trên thị trường chứng khoán Việt Nam', *Tạp chí Công nghệ Ngân hàng*, 101, 32-40.
- Wei, Z. & Varela, O. (2003), 'State equity ownership and firm market performance: Evidence from China's newly privatized firms', *Global Finance Journal*, 14, 65-82.