
CẤU TRÚC SỞ HỮU VÀ MỨC ĐỘ CHẤP NHẬN RỦI RO: TRƯỜNG HỢP CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT VIỆT NAM

Nguyễn Thị Minh Huệ

Viện Ngân hàng Tài chính, Trường Đại học Kinh tế Quốc dân

Email: huenm@neu.edu.vn

Nguyễn Hữu Trúc

Trường Đại học Quy Nhơn

Email: nguyenhuutruc@fbm.edu.vn

Mã bài: JED - 77

Ngày nhận: 24/3/2021

Ngày nhận bản sửa: 02/4/2021

Ngày duyệt đăng: 05/8 /2021

Tóm tắt:

Bài báo này nghiên cứu tác động của cấu trúc sở hữu đến mức độ chấp nhận rủi ro. Sử dụng dữ liệu gồm 577 công ty phi tài chính niêm yết trên Sở giao dịch Chứng khoán Hà Nội và Thành phố Hồ Chí Minh trong giai đoạn 2007-2017, kết quả hồi quy cho thấy sở hữu nhà nước (nước ngoài) tác động nghịch chiều (thuận chiều) đến mức độ chấp nhận rủi ro. Kết quả này ủng hộ cho quan điểm sở hữu nhà nước có các mục tiêu khác ngoài tối đa hóa giá trị công ty đồng thời liên quan đến một cơ chế bồi thường kém, do đó hạn chế công ty tham gia vào các dự án rủi ro. Sở hữu nước ngoài thúc đẩy đa dạng hóa đầu tư và cải thiện quản trị công ty, dẫn đến công ty chấp nhận rủi ro nhiều hơn.

Từ khóa: Sở hữu nước ngoài, cấu trúc sở hữu, chấp nhận rủi ro, sở hữu nhà nước, Việt Nam.

Mã JEL: G10, G30.

Ownership structure and corporate risk-taking: Evidence from Vietnamese listed firms

Abstract:

This study examines the effect of ownership structure on corporate risk-taking. By using comprehensive data including 577 non-financial listed firms on Hanoi and Ho Chi Minh Stock Exchanges in the period of 2007-2017, the regression results show that state (foreign) ownership variable has a negative (positive) effect on a corporate risk-taking variable. These results support the view that state ownerships don't have goals of total value maximization, and associate with poor corporate governance as well, these are involved with lower risk-taking. Foreign ownership promotes investment diversification and improves corporate governance, leading to higher corporate risk-taking.

Keywords: Foreign ownership, ownership structure, risk-taking, state ownership, Vietnam.

JEL Codes: G10, G30.

1. Lời mở đầu

Trong công ty cổ phần, vốn cổ phần được sở hữu bởi nhiều cổ đông khác nhau từ đó hình thành nên cấu trúc sở hữu của công ty. Các chủ sở hữu có các mục tiêu khác nhau khi nắm giữ cổ phần, do đó họ tác động đến mức độ chấp nhận rủi ro của công ty theo các hướng khác nhau.

Nghiên cứu tác động của cấu trúc sở hữu đến mức độ chấp nhận rủi ro đề cập nhiều loại hình sở hữu khác nhau. Tại nhiều quốc gia trên thế giới cũng như Việt Nam, sở hữu nhà nước và nước ngoài là hai hình thức sở hữu có vị trí quan trọng trong cấu trúc sở hữu công ty và nhận được nhiều sự quan tâm của các nhà nghiên cứu.

Nghiên cứu thực nghiệm tại một số quốc gia cho thấy sở hữu nhà nước tác động nghịch chiều (Boubakri & cộng sự, 2013; Khaw & cộng sự, 2016), sở hữu nước ngoài tác động thuận chiều (Nguyen, 2012; Alam & Ali Shah, 2013; Chun & Lee, 2017) đến mức độ chấp nhận rủi ro. Ngược lại, tại Việt Nam, sở hữu nhà nước tác động thuận chiều (Phùng Đức Nam, 2017) và sở hữu nước ngoài tác động nghịch chiều (Vo, 2016) đến mức độ chấp nhận rủi ro của các công ty. Mục đích của bài báo này là xem xét tác động của sở hữu nhà nước, sở hữu nước ngoài đến mức độ chấp nhận rủi ro tại các công ty niêm yết Việt Nam. Khác với Vo (2016), nghiên cứu này sử dụng phương pháp ước lượng moment tổng quát (Generalized method of moments - GMM) hệ thống 2 bước để xử lý các nguồn gốc nội sinh hay tính động của biến phụ thuộc có thể làm ảnh hưởng đến kết quả ước lượng, đồng thời sử dụng mẫu nghiên cứu gồm các công ty niêm yết trên cả hai sàn giao dịch chứng khoán Việt Nam. Về thước đo, kết quả đo lường mức độ chấp nhận rủi ro bởi các kết quả trên sổ sách kế toán có thể bị ảnh hưởng do hành vi quản trị thu nhập¹. Do đó, khác với Vo (2016) và Phùng Đức Nam (2017) đo lường rủi ro thông qua biến động tỷ suất sinh lời trên sổ sách kế toán (Tỷ số lợi nhuận trên tài sản (ROA) và Lợi nhuận trên vốn (chủ sở hữu) (ROE)), nghiên cứu này đo lường rủi ro thông qua biến động tỷ suất sinh lời của cổ phiếu (bao gồm rủi ro tổng thể và rủi ro đặc thù). Kết quả thực nghiệm tương tự tại các quốc gia như Nhật Bản (Nguyen, 2012; Chun & Lee, 2017), Trung Quốc (Khaw & cộng sự, 2016), Pakistan (Alam & Ali Shah, 2013) hay Boubakri & cộng sự (2013) với mẫu gồm 57 quốc gia nhưng trái ngược với Vo (2016) và Phùng Đức Nam (2017) tại Việt Nam. Kết quả cho thấy sở hữu nhà nước làm giảm, sở hữu nước ngoài làm tăng mức độ chấp nhận rủi ro của các công ty niêm yết Việt Nam.

Nghiên cứu đã đóng góp minh chứng thực nghiệm làm rõ tác động của sở hữu nhà nước và sở hữu nước ngoài đến mức độ chấp nhận rủi ro (đo lường bởi rủi ro tổng thể và rủi ro đặc thù) tại Việt Nam. Về phương pháp nghiên cứu, kiểm soát tác động của các nguồn gốc nội sinh là một yêu cầu quan trọng trong các nghiên cứu quản trị công ty. Các kết quả ước lượng rõ ràng trong nghiên cứu đã cung cấp thêm hỗ trợ cho việc tiếp tục áp dụng phương pháp GMM trong các nghiên cứu tiếp theo. Ngoài ra, kết quả nghiên cứu cung cấp minh chứng khoa học cho việc đưa ra hàm ý chính sách nhằm tác động đến tỷ lệ của sở hữu nhà nước và sở hữu nước ngoài tại các công ty niêm yết Việt Nam.

2. Cơ sở lý thuyết

2.1. Sở hữu nhà nước và mức độ chấp nhận rủi ro

Mục tiêu của các cổ đông thường là tối đa hóa giá trị công ty, tuy nhiên chủ sở hữu nhà nước có thể có các mục tiêu khác liên quan đến chính trị, xã hội. Theo quan điểm chính trị thì các công ty sở hữu nhà nước thường gắn với hiệu quả hoạt động kém bởi vì nó phục vụ cho mục đích của các chính trị gia như gia tăng việc làm, phát triển địa phương và cuối cùng nhằm đảm bảo cho chiến thắng của các chính trị gia trong các cuộc bầu cử (Boycko & cộng sự, 1996). Do đó, công ty sở hữu nhà nước ít có xu hướng nâng cao hiệu quả hoạt động thông qua các khoản đầu tư rủi ro vì có thể dẫn đến sự phản đối của người lao động và cử tri. Trong bối cảnh các công ty cổ phần, Fogel & cộng sự (2008) cho rằng sở hữu chi phối của nhà nước có thể tác động đến việc lựa chọn các quyết định đầu tư của công ty theo hướng thận trọng hơn nhằm duy trì ổn định việc làm và lợi ích của xã hội. Những lập luận trên cho thấy mức độ kiểm soát của nhà nước trong các công ty (thông qua sở hữu) có tác động làm giảm mức độ chấp nhận rủi ro.

Quan điểm của nhà quản lý cũng cho rằng các công ty sở hữu nhà nước chi phối hoạt động kém hiệu quả. Trong công ty không có sự giám sát phù hợp đối với nhà quản lý (hay tương ứng với một cơ chế bồi thường kém) vì không có các chủ sở hữu cá nhân có đủ động cơ để tham gia tích cực vào hoạt động giám sát (Vickers & Yarrow, 1991). Trong công ty cổ phần, sở hữu chi phối của nhà nước cũng liên quan đến một cơ chế bồi thường kém bởi vì phần vốn sở hữu của nhà nước được giao cho một cá nhân đại diện chứ không có quyền sở hữu. Khi công ty muốn nâng cao giá trị thông qua thực hiện các hoạt động rủi ro (John & cộng sự, 2008) nhưng có thể không thành công bởi vì viễn cảnh người được giao quyền đại diện không sử dụng quyền hạn của mình để thực hiện những điều đã hứa mà chuyển hướng cho lợi ích cá nhân (Dyck, 2001). Việc này sẽ ngăn cản công ty thực hiện các dự án rủi ro (John & cộng sự, 2008). Do vậy, các lập luận từ quan điểm nhà quản lý cũng cho thấy sở hữu nhà nước tác động ngược chiều đến mức độ chấp nhận rủi ro.

Các nghiên cứu thực nghiệm đã tìm thấy bằng chứng ủng hộ cho lập luận về mối quan hệ nghịch chiều. Trong một nghiên cứu nổi bật Boubakri & cộng sự (2013) sử dụng mẫu bao gồm 381 công ty vừa cổ phần

hóa tại 57 quốc gia đã đưa ra bằng chứng rõ ràng rằng sở hữu nhà nước tác động nghịch chiều đến mức độ chấp nhận rủi ro. Kết luận tương tự được đưa ra trong nghiên cứu của Khaw & cộng sự (2016) tại Trung Quốc. Trong khi đó, tại Việt Nam, Phùng Đức Nam (2017) đo lường mức độ chấp nhận rủi ro thông qua biến động kết quả trên sổ sách kế toán (ROE) và sử dụng phương pháp ước lượng GMM hệ thống đã kết luận rằng sở hữu nhà nước và mức độ chấp nhận rủi ro có quan hệ thuận chiều. Nghiên cứu không thực hiện kiểm soát tác động của thời gian và ngành, do vậy tác động hiệu ứng của thời gian và ngành có thể tồn tại trong mối quan hệ của sở hữu nhà nước và mức độ chấp nhận rủi ro.

Do tầm quan trọng của các công ty sở hữu nhà nước đối với sự ổn định chính trị và sự phát triển của kinh tế - xã hội tại Việt Nam, giả thuyết nghiên cứu về tác động của sở hữu nhà nước được đề xuất như sau:

H1: Sở hữu nhà nước tác động nghịch chiều đến mức độ chấp nhận rủi ro của các công ty niêm yết Việt Nam.

2.2. Sở hữu nước ngoài và mức độ chấp nhận rủi ro

Các chủ sở hữu nước ngoài với nguồn lực tài chính và kỹ năng quản lý của mình (Frydman & cộng sự, 1999) có thể đóng vai trò là các cổ đông lớn làm tăng vốn cho công ty hoặc giúp công ty áp dụng các tiến bộ mới vào các dự án, qua đó làm cho sự biến động của dòng thu nhập công ty tăng lên. Djankov & Murrell (2002) và Estrin & cộng sự (2009) cho rằng cổ phần hóa có nhà đầu tư nước ngoài tham gia sở hữu thúc đẩy tái cấu trúc công ty nhiều hơn. Quá trình tái cấu trúc như vậy làm tăng biến động của các dòng thu nhập công ty, bởi vì nhà đầu tư nước ngoài là những người có xu hướng thích rủi ro khi đầu tư ra nước ngoài vừa là người có kỹ năng quản lý cao mang đến khả năng vận dụng các cải tiến mới cho các dự án của công ty mà họ đầu tư. Chủ sở hữu nước ngoài cũng thúc đẩy đa dạng hóa đầu tư của công ty thông qua các khoản đầu tư quốc tế. Sự đa dạng hóa này làm tăng mức độ chấp nhận rủi ro của công ty (Faccio & cộng sự, 2011).

Tương tự, Gillan & Starks (2003) và Ferreira & Matos (2008) cho rằng sở hữu nước ngoài gắn với hiệu quả quản trị cao hơn, qua đó làm tăng mức độ chấp nhận rủi ro của công ty (John & cộng sự, 2008). Denis & McConnell (2003) kết luận rằng sở hữu nước ngoài gắn với giá trị công ty cao hơn, đây là kết quả của các chính sách đầu tư rủi ro hơn. Cùng hàm ý như vậy, Doidge & cộng sự (2009) và Leuz & cộng sự (2009) nhận thấy nhà đầu tư nước ngoài có khuynh hướng né tránh các công ty quản trị kém bởi nó thường gắn với vấn đề về bất cân xứng thông tin dẫn đến thiệt hại cho nhà đầu tư nước ngoài và tác động tiêu cực khi nhà quản lý cân nhắc mức độ chấp nhận rủi ro. Như vậy, sở hữu nước ngoài liên quan đến quản trị công ty hiệu quả hơn và làm tăng mức độ chấp nhận rủi ro của công ty.

Nhiều nghiên cứu thực nghiệm tìm thấy bằng chứng ủng hộ cho mối quan hệ thuận chiều giữa sở hữu nước ngoài và mức độ chấp nhận rủi ro như Boubakri & cộng sự (2013) với mẫu tại 57 quốc gia, Nguyen (2012) và Chun & Lee (2017) tại Nhật Bản hay Alam & Ali Shah (2013) tại Pakistan. Tại Việt Nam, nghiên cứu của Vo (2016) sử dụng mẫu chỉ gồm các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) kết luận rằng sở hữu nước ngoài làm giảm mức độ chấp nhận rủi ro. Tuy nhiên, nghiên cứu chỉ dừng lại ở việc sử dụng hồi quy phương pháp bình phương nhỏ nhất (OLS) và mô hình tác động cố định (FEM) để kiểm định mối quan hệ. Trong khi đó, việc bỏ qua các nguồn gốc nội sinh đặc biệt là nội sinh động thường gặp trong các nghiên cứu quản trị tài chính (không thể xử lý bằng hồi quy OLS và FEM) có thể dẫn đến những hậu quả nghiêm trọng cho việc suy luận (Wintoki & cộng sự, 2012).

Từ những lập luận và minh chứng nêu trên, giả thuyết nghiên cứu về tác động của sở hữu nước ngoài được đề xuất như sau:

H2: Sở hữu nước ngoài tác động thuận chiều đến mức độ chấp nhận rủi ro của các công ty niêm yết Việt Nam.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Nguồn dữ liệu

Dữ liệu nghiên cứu bao gồm các dữ liệu kế toán trên các báo cáo tài chính và dữ liệu giá cổ phiếu của các công ty niêm yết trên Sở giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) và Sở giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) trong giai đoạn 2007-2017. Dữ liệu được cung cấp bởi FiinGroup, nhà cung cấp dữ liệu kinh tế tài chính hàng đầu Việt Nam. Mẫu cuối cùng dựa trên một bảng không cân bằng với 577 công

ty không bao gồm các định chế tài chính (ngân hàng, công ty chứng khoán và công ty bảo hiểm) vì có sự khác biệt về đặc điểm kinh doanh, đặc điểm tài chính và các yêu cầu quản lý cụ thể của các định chế này so với các ngành khác.

3.2. Đo lường các biến

3.2.1. Biến phụ thuộc

Nghiên cứu sử dụng hai cách đo lường mức độ chấp nhận rủi ro.

Thứ nhất, mức độ chấp nhận rủi ro đo lường bởi rủi ro tổng thể được tính bằng độ lệch chuẩn tỷ suất sinh lời hàng tuần của cổ phiếu trong từng năm (*Stdret*) (như Cheng, 2008; Koerniadi & cộng sự, 2014; Jiraporn & Lee, 2017).

Thứ hai, tương tự Jiraporn & Lee (2017), Aabo & cộng sự (2017), mức độ chấp nhận rủi ro đo lường bởi rủi ro đặc thù (*Ivol*) được tính bằng độ lệch chuẩn của phần dư từ mô hình thị trường dưới đây:

$$r_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 r_{M,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Trong đó:

$r_{i,t}$: Tỷ suất sinh lợi cổ phiếu i trong tuần thứ t của mỗi năm.

$r_{M,t}$: Tỷ suất sinh lợi của danh mục thị trường trong tuần thứ t của mỗi năm. Danh mục thị trường được xác định bao gồm toàn bộ cổ phiếu niêm yết trên mỗi sở giao dịch tương ứng.

$\varepsilon_{i,t}$: Phần dư ngẫu nhiên.

3.2.2. Các biến độc lập

Tương tự Boubakri & cộng sự (2013), Khaw & cộng sự (2016), biến sở hữu nhà nước (*State*) được đo lường bằng tỷ lệ phần trăm sở hữu của nhà nước tại các công ty. Biến sở hữu nước ngoài (*Foreign*) được đo lường bằng tỷ lệ phần trăm sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài tại các công ty (tương tự Boubakri & cộng sự, 2013; Vo, 2016; Chun & Lee, 2017).

3.2.3. Các biến kiểm soát

Để tách biệt ảnh hưởng rỗng của cấu trúc sở hữu đến mức độ chấp nhận rủi ro của công ty, các tác giả kiểm soát trong mô hình hồi quy các biến đặc thù doanh nghiệp nhằm loại bỏ khả năng tác động chi phối của các biến đặc thù doanh nghiệp đến mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu và mức độ chấp nhận rủi ro. Các biến đặc thù doanh nghiệp được xác định dựa theo các nghiên cứu trước đây (ví dụ: Cheng, 2008; Boubakri & cộng sự, 2013; Koerniadi & cộng sự, 2014; Jiraporn & Lee, 2017) bao gồm: Quy mô công ty (*Size*) được xác định bởi logarit tự nhiên của tổng tài sản, Đòn bẩy tài chính (*Lev*) là tỉ lệ nợ trên tổng tài sản, Tỉ lệ chi tiêu vốn đầu tư trên tổng tài sản (*Capex*), Tỉ số của dòng tiền tự do trên tổng tài sản (*Cashflows*), và Hệ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách của tài sản (*Tobin'Q*).

3.3. Mô hình phân tích

Các nghiên cứu về quản trị công ty tiềm ẩn ba nguồn nội sinh đó là các đặc tính công ty không đồng nhất, không thể quan sát được, đặc tính tác động đồng thời giữa các biến và đặc tính động của mô hình (Wintoki & cộng sự, 2012). Bỏ qua những nguồn nội sinh này dẫn đến những hậu quả nghiêm trọng cho việc suy luận. Để kiểm soát cả ba nguồn nội sinh, nhằm đảm bảo các kết quả ước lượng tin cậy, các tác giả dựa theo Wintoki & cộng sự (2012) sử dụng phương pháp GMM cho dữ liệu bảng động, đồng thời kiểm soát hiệu ứng cố định năm và ngành trong mô hình nghiên cứu nhằm kiểm soát tác động chi phối của thời gian và ngành đối với mối quan hệ của cấu trúc sở hữu và mức độ chấp nhận rủi ro. Phương pháp GMM cho dữ liệu bảng động lấy độ trễ của biến phụ thuộc và độ trễ các biến giải thích làm biến công cụ. Độ trễ của các biến đo lường mức độ chấp nhận rủi ro (biến phụ thuộc) được đưa vào mô hình để nắm bắt tác động động của việc chấp nhận rủi ro trong quá khứ đối với việc chấp nhận rủi ro ở hiện tại.

Mô hình thực nghiệm để xem xét ảnh hưởng của cấu trúc sở hữu đến mức độ chấp nhận rủi ro như sau:

$$CRT_{it} = \alpha_0 + \beta_1 CRT_{it-1} + \beta_2 Ownership_{it} + \beta_3 Controls_{it} + Year + Industry + \varepsilon \quad (2)$$

Trong đó:

- i đại diện cho công ty, t đại diện cho mốc thời gian quan sát;
- CRT_{it} thể hiện mức độ chấp nhận rủi ro đo lường bởi rủi ro đặc thù ($Ivol$) và rủi ro tổng thể ($Stdret$) của công ty i tại thời điểm t , được định nghĩa như ở mục (3.2.1);
- CRT_{it-1} là biến độ trễ của biến phụ thuộc;
- $Ownership_{it}$ là cấu trúc sở hữu của công ty i tại thời điểm t , được trình bày ở mục (3.2.2);
- $Controls_{it}$ là các biến giải thích của công ty i tại thời điểm t . Bao gồm: quy mô công ty ($Size$), đòn bẩy tài chính ($Leverage$), chi tiêu vốn đầu tư ($Capex$), dòng tiền tự do của công ty ($Cashflows$), tỷ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách của tổng tài sản ($Tobin's Q$). Các biến giải thích được đo lường như ở mục (3.2.3);
- ($Year$) là hiệu ứng cố định năm và ($Industry$) là hiệu ứng cố định ngành;
- ε là sai số phần dư của mô hình kinh tế lượng.

Phương pháp GMM có hai công cụ ước lượng được sử dụng cho các mô hình bảng động tuyến tính bao gồm ước lượng GMM sai phân (Difference GMM) và ước lượng GMM hệ thống (System GMM). Trong đó, ước lượng GMM hệ thống kết hợp chênh lệch hồi quy với hồi quy ở các cấp độ, từ đó làm giảm thiểu các sai lệch tiềm năng và sự thiếu chính xác nên được cho là hiệu quả hơn so với ước lượng GMM sai phân (Arellano & Bover, 1995). Ước lượng GMM có các biến thể một và hai bước nhưng biến thể hai bước thường đáng tin cậy hơn biến thể một bước, đặc biệt đối với GMM hệ thống (Windmeijer, 2005). Do đó, GMM hệ thống hai bước sẽ được sử dụng trong nghiên cứu này.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Thống kê mô tả các biến nghiên cứu

Bảng 1 trình bày kết quả thống kê mô tả của các biến trong mô hình nghiên cứu sau khi đã được xử lý loại bỏ các giá trị ngoại lai. Mức độ chấp nhận rủi ro trung bình của các công ty trong khoảng thời gian nghiên cứu là 0,134 khi đo lường chấp nhận rủi ro bởi rủi ro tổng thể và 0,054 khi đo lường bởi rủi ro đặc thù. Đối với biến cấu trúc sở hữu, tỷ lệ sở hữu trung bình của nhà nước và nhà đầu tư nước ngoài lần lượt là 28% và 6,5%. Điều này cho thấy xu thế kiểm soát của nhà nước, đồng thời hạn chế tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài tại các công ty niêm yết Việt Nam.

Bảng 1: Thống kê mô tả các biến nghiên cứu

Biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Phân vị 90%	Giá trị trung vị	Phân vị 10%
Stdret	4.877	0,134	0,066	0,232	0,120	0,061
Ivol	4.777	0,054	0,019	0,082	0,051	0,031
State	5.681	0,279	0,252	0,572	0,280	0,000
Foreign	5.337	0,065	0,086	0,250	0,020	0,000
Size	5.867	-0,929	1,424	0,891	-0,998	-2,789
Leverage	5.863	0,502	0,228	0,792	0,529	0,175
Capex	5.566	0,006	0,041	0,084	-0,001	-0,043
Cash flows	4.262	0,101	0,079	0,215	0,088	0,017
Tobin's Q	5.863	1,028	0,330	1,642	0,960	0,665

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả.

4.2. Phân tích tương quan giữa các biến giải thích

Tương quan giữa các biến giải thích được thể hiện qua ma trận hệ số tương quan giữa các biến ở Bảng 2. Có thể thấy mức độ tương quan giữa các biến độc lập khá thấp. Ngoài ra, giá trị của hệ số nhân tố phóng đại phương sai (VIF) trung bình (Bảng 3 và 4) trong các mô hình là khá nhỏ. Do vậy, có thể loại bỏ khả năng xảy ra đa cộng tuyến trong các phân tích hồi quy của mô hình nghiên cứu đã đề xuất.

4.3. Kết quả ước lượng

Kết quả hồi quy tác động của sở hữu nhà nước và sở hữu nước ngoài đến mức độ chấp nhận rủi ro của các công ty niêm yết Việt Nam được thể hiện ở Bảng 3 và 4. Trong mỗi bảng, cột (1) là kết quả khi mức độ

Bảng 2: Ma trận hệ số tương quan giữa các biến

Biến	State	Foreign	Size	Leverage	Capex	Cash flows	Tobin's Q
State	1,000						
Foreign	-0,155***	1,000					
Size	0,065***	0,306***	1,000				
Leverage	0,106***	-0,220***	0,326***	1,000			
Capex	-0,117***	0,085***	0,074***	0,072***	1,000		
Cashflows	0,179***	0,203***	-0,044**	-0,387***	0,020	1,000	
Tobin's Q	0,137***	0,224***	0,113***	-0,071***	0,032**	0,460***	1,000

Ghi chú: *, ** và *** thể hiện mức ý nghĩa tương ứng với 10%, 5%, và 1%.

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả.

chấp nhận rủi ro đo lường bởi biến động của rủi ro tổng thể, cột (2) khi đo lường bởi biến động của rủi ro đặc thù. Tất cả các mô hình được thực hiện hồi quy bằng phương pháp GMM hệ thống hai bước, đồng thời kiểm soát hiệu ứng năm và hiệu ứng ngành.

4.3.1. Kết quả tác động của sở hữu nhà nước đến mức độ chấp nhận rủi ro

Bảng 3: Sở hữu nhà nước và mức độ chấp nhận rủi ro

Biến độc lập	STDRET	IVOL
	(1)	(2)
STDRET _{t-1}	0,0986*** (6,36)	
IVOL _{t-1}		0,2019*** (12,84)
State	-0,0117** (-2,11)	-0,0047*** (-3,16)
Size	-0,0082*** (-8,55)	-0,0047*** (-12,99)
Lev	0,0396*** (3,38)	0,0263*** (6,05)
Capex	-0,0653 (-1,36)	0,0120 (0,86)
Cashflows	-0,0747** (-2,44)	0,0125* (1,67)
Tobin's Q	-0,0239*** (-3,55)	-0,0048* (-1,75)
Tác động cố định năm	Có	Có
Tác động cố định ngành	Có	Có
Mean VIF	1,27	1,27
Số quan sát	2661	2924
Số nhóm	532	547
Số công cụ	236	236
AR (1) (p-value)	0,000	0,000
AR (2) (p-value)	0,144	0,279
Kiểm định Hansen (p-value)	0,077	0,251
Kiểm định khác biệt Hansen (p-value)	0,198	0,861

Ghi chú: *, ** và *** thể hiện mức ý nghĩa tương ứng với 10%, 5%, và 1%.

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả.

Kết quả ở Bảng 3 cho thấy biến sở hữu nhà nước có tác động mạnh (có mức ý nghĩa thống kê lần lượt là 5% và 1%) và nghịch chiều đến biến động rủi ro tổng thể và rủi ro đặc thù. Kết quả này cung cấp bằng chứng ủng hộ cho giả thuyết nghiên cứu đã đề cập rằng sở hữu nhà nước tác động tiêu cực đến mức độ chấp nhận rủi ro của các công ty niêm yết Việt Nam. Điều này hàm ý rằng các công ty có chủ sở hữu nhà nước có xu hướng lựa chọn các chiến lược đầu tư ít rủi ro do đó gắn với mức biến động tỷ suất sinh lời thấp. Xu hướng ngại chấp nhận rủi ro trong các công ty có sở hữu nhà nước có thể được giải thích dựa trên quan điểm chính trị hoặc quan điểm nhà quản lý. Trong bối cảnh của các công ty niêm yết Việt Nam, chủ sở hữu nhà nước thường liên quan đến các công ty có lĩnh vực hoạt động ảnh hưởng lớn đến sự ổn định của chính trị và kinh tế - xã hội, do đó hoạt động của các công ty này thường hướng đến các mục tiêu nhằm ổn định việc làm và lợi ích của xã hội thay vì mục tiêu tối đa hóa giá trị công ty. Điều này làm cho dòng thu nhập của công ty ít có sự biến động. Ngoài ra, tác động nghịch chiều của sở hữu nhà nước và mức độ chấp nhận rủi ro của các công ty niêm yết Việt Nam cũng có thể được giải thích dựa trên quan điểm nhà quản lý. Sự chi phối của sở hữu nhà nước liên quan đến một cơ chế bồi thường kém bởi vì các nhà quản lý công ty không nhận được sự giám sát phù hợp. Cơ chế bồi thường không được gắn liền với kết quả hoạt động của công ty. Do đó, các nhà quản lý không có động lực để thực hiện các dự án rủi ro làm tăng giá trị của công ty nhằm đạt được các khoản bồi thường cao. Bên cạnh đó, phần vốn sở hữu của nhà nước tại công ty thường được trao cho một cá nhân làm đại diện. Khi người được giao quyền đại diện phần vốn của nhà nước không sử dụng quyền hạn của mình để thực hiện những điều đã hứa mà chuyển hướng để phục vụ cho lợi ích cá nhân của mình thì hành động này sẽ ngăn cản công ty thực hiện các dự án rủi ro. Do vậy, sở hữu của nhà nước trong công ty có tác động tiêu cực đến việc chấp nhận rủi ro của các công ty niêm yết Việt Nam. Kết quả này tương tự các nghiên cứu của Boubakri & cộng sự (2013) tại 57 quốc gia hay Khaw & cộng sự (2017) tại Trung Quốc.

Tác động của các biến quy mô công ty (*Size*) và tỷ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách của tổng tài sản (*Tobin's Q*) là nghịch chiều trong khi đòn bẩy tài chính (*Leverage*) tác động thuận chiều đến mức độ chấp nhận rủi ro tại các công ty niêm yết Việt Nam có sở hữu nhà nước. Trong khi đó, dòng tiền tự do của công ty (*Cashflows*) tác động nghịch chiều trong mô hình với thước đo rủi ro tổng thể nhưng thuận chiều với thước đo rủi ro đặc thù.

4.3.2. Kết quả tác động của sở hữu nước ngoài đến mức độ chấp nhận rủi ro

Kết quả ở Bảng 4 cho thấy biến sở hữu nước ngoài có tác động mạnh (có mức ý nghĩa thống kê 1%) và thuận chiều đến biến động rủi ro tổng thể và rủi ro đặc thù. Tác động thuận chiều đã cung cấp bằng chứng ủng hộ cho giả thuyết nghiên cứu đã đề cập rằng sở hữu nước ngoài có tác động tích cực đến mức độ chấp nhận rủi ro của các công ty niêm yết Việt Nam. Điều này phản ánh đúng xu hướng các nhà đầu tư nước ngoài là những nhà đầu tư thích rủi ro khi đầu tư ra ngoài lãnh thổ quốc gia có tác động đến việc lựa chọn các chiến lược đầu tư của công ty mà họ nắm giữ cổ phần theo hướng chấp nhận rủi ro nhiều hơn. Bên cạnh đó, nhà đầu tư nước ngoài có nhiều kỹ năng quản lý tốt giúp cho công ty có thể vận dụng được các cải tiến mới vào các dự án đầu tư. Các dự án rủi ro cao và được quản trị tốt giúp cho công ty có khả năng nhận được nhiều lợi nhuận, sự biến động của các dòng thu nhập của công ty cao hơn. Do đó, sở hữu nước ngoài làm tăng mức độ chấp nhận rủi ro. Điều này cũng phù hợp với quan điểm cho rằng nhà đầu tư nước ngoài thường né tránh các công ty quản trị kém và tồn tại vấn đề bất cân xứng thông tin nghiêm trọng. Họ có kỹ năng để lựa chọn được các công ty có quản trị tốt và ít tồn tại bất cân xứng thông tin, các công ty như vậy cũng thường gắn với hiệu quả hoạt động tốt hơn. Do đó, mối quan hệ giữa sở hữu nước ngoài và mức độ chấp nhận rủi ro của các công ty niêm yết Việt Nam là thuận chiều. Kết quả này tương tự các nghiên cứu của Boubakri & cộng sự (2013) và Nguyen (2011).

Quy mô công ty (*Size*) có tác động nghịch chiều trong mô hình với cả hai thước đo. Các biến giải thích còn lại chỉ có ý nghĩa trong mô hình nghiên cứu với một trong hai thước đo mức độ chấp nhận rủi ro. Chi tiêu vốn đầu tư (*Capex*) tác động thuận chiều và dòng tiền tự do (*Cashflows*) tác động nghịch chiều trong mô hình với thước đo rủi ro tổng thể. Tác động của đòn bẩy tài chính (*Leverage*) và tỷ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách của tổng tài sản (*Tobin's Q*) lần lượt là thuận chiều và nghịch chiều trong mô hình với thước đo rủi ro đặc thù.

Wintoki & cộng sự (2012) đã chỉ rõ rằng tương quan chuỗi có thể tồn tại trong AR (1) nhưng không nên có tương quan chuỗi trong AR (2). Kết quả ước lượng cho thấy giá trị p-value của AR (2) trong mô hình (1) và (2) ở cả Bảng 3 và 4 đều lớn hơn 0,1. Như vậy, không có tương quan chuỗi trong AR (2). Ngoài ra, kết

Bảng 4: Sở hữu nước ngoài và mức độ chấp nhận rủi ro

Biến độc lập	STDRET	IVOL
	(1)	(2)
STDRET _{t-1}	0,1195*** (6,24)	
IVOL _{t-1}		0,1269*** (3,41)
Foreign	0,1022*** (8,42)	0,0257*** (5,94)
Size	-0,0062*** (-5,30)	-0,0053*** (-11,92)
Lev	0,0078 (0,49)	0,0328*** (6,07)
Capex	0,1180** (2,48)	-0,0048 (-0,36)
Cashflows	-0,1308*** (-4,19)	0,0192 (1,64)
Tobin's Q	0,0076 (0,99)	-0,0088*** (-3,53)
Tác động cố định năm	Có	Có
Tác động cố định ngành	Có	Có
Mean VIF	1,33	1,34
Số quan sát	1635	1883
Số nhóm	421	439
Số công cụ	172	185
AR (1) (p-value)	0,000	0,000
AR (2) (p-value)	0,503	0,536
Kiểm định Hansen (p-value)	0,470	0,376
Kiểm định khác biệt Hansen (p-value)	0,317	0,819

Ghi chú: *, ** và *** thể hiện mức ý nghĩa tương ứng với 10%, 5%, và 1%.

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả.

quả của kiểm định Hansen cho tính hiệu lực của mô hình có giá trị p-value trong tất cả các mô hình thực nghiệm cho thấy các công cụ được sử dụng trong nghiên cứu này là hợp lệ. Kiểm định khác biệt Hansen có giá trị p-value của cả bốn mô hình cho thấy vấn đề nội sinh đã được xử lý bởi các công cụ phù hợp. Giá trị p-value của kiểm định khác biệt Hansen cũng cho thấy rằng các công cụ được sử dụng trong nghiên cứu này là ngoại sinh. Như vậy, các kết quả ước lượng từ mô hình là đáng tin cậy.

Thêm vào đó, kết quả hồi quy đã cho thấy chiều hướng tác động nhất quán đối với cả hai thước đo là rủi ro tổng thể và rủi ro đặc thù trong cả bốn mô hình nghiên cứu. Điều này chứng tỏ những ảnh hưởng từ độ rộng lớn của thị trường khi đo lường mức độ chấp nhận rủi ro bằng rủi ro tổng thể so với rủi ro đặc thù không ảnh hưởng đến hướng tác động của mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu và mức độ chấp nhận rủi ro của các công ty niêm yết Việt Nam.

5. Kết luận và hàm ý chính sách

Nghiên cứu này xem xét tác động của sở hữu nhà nước và sở hữu nước ngoài đến mức độ chấp nhận rủi ro của các công ty niêm yết Việt Nam. Sử dụng hai thước đo mức độ chấp nhận rủi ro là biến động rủi ro tổng thể và rủi ro đặc thù và phương pháp ước lượng GMM hệ thống hai bước, kết quả ước lượng đã cung cấp minh chứng hàm ý rằng sở hữu nhà nước tác động đến việc lựa chọn các chiến lược của công ty theo hướng hạn chế công ty tham gia vào các dự án rủi ro, sở hữu nước ngoài có xu hướng thúc đẩy công ty tham gia vào các dự án rủi ro nhiều hơn. Do đó, sở hữu nhà nước gắn với mức độ chấp nhận rủi ro của công ty thấp hơn. Ngược lại, sở hữu nước ngoài làm tăng mức độ chấp nhận rủi ro của công ty.

Các công ty sở hữu nhà nước vẫn thường gắn với hiệu quả hoạt động kém. Do đó, quá trình cổ phần hóa,

thoái vốn nhà nước tại các công ty có tỷ lệ sở hữu nhà nước cao cần được đẩy mạnh nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động và tăng giá trị công ty. Tuy nhiên, cần xác định tỷ lệ sở hữu nhà nước hợp lý để cân bằng giữa mục tiêu tối đa hóa giá trị công ty và mục tiêu gia tăng việc làm, ổn định chính trị và kinh tế - xã hội.

Đối với sở hữu nước ngoài, để phát huy những ảnh hưởng tích cực của nhà đầu tư nước ngoài thì các chính sách mở cửa thị trường vốn, thu hút đầu tư nước ngoài cần tiếp tục được sửa đổi, ban hành phù hợp hơn nữa. Các quy định quản trị công ty của quốc gia cần hướng các công ty trở nên ngày càng minh bạch, giảm bất cân xứng thông tin. Từ đó, công ty có thể huy động thêm vốn để mở rộng sản xuất kinh doanh, vận dụng được các cải tiến mới và hoàn thiện cơ chế quản trị công ty.

Nghiên cứu này vẫn còn tồn tại điểm hạn chế đó là cấu trúc sở hữu chỉ đề cập đến sở hữu nhà nước và sở hữu nước ngoài mà chưa nghiên cứu các hình thức sở hữu khác như sở hữu cổ đông lớn, sở hữu nhà quản lý,... Những hình thức sở hữu này có thể được xem xét trong các nghiên cứu tiếp theo để chỉ ra toàn diện hơn kết quả tác động của cấu trúc sở hữu đến mức độ chấp nhận rủi ro tại các công ty niêm yết Việt Nam.

Ghi chú:

1. Quản trị thu nhập “là hành vi điều chỉnh báo cáo tài chính của nhà quản lý dẫn đến việc phản ánh thiếu chính xác kết quả hoạt động kinh doanh của công ty...” (Healy & Wahlen, 1999).

Tài liệu tham khảo

- Aabo, T., Pantzalis, C. & Park, J.C. (2017), ‘Idiosyncratic volatility: An indicator of noise trading?’, *Journal of Banking & Finance*, 75, 136-151.
- Alam, A. & Ali Shah, S.Z. (2013), ‘Corporate governance and its impact on firm risk’, *SSRN Electronic Journal*, 2(2), 76-98.
- Arellano, M. & Bover, O. (1995), ‘Another look at the instrument variable estimation of error – components models’, *Journal of Econometrics*, 68(1), 29-51.
- Boubakri, N., Cosset, J.C. & Saffar, W. (2013), ‘The role of state and foreign owners in corporate risk-taking: Evidence from privatization’, *Journal of Financial Economics*, 108(3), 641-658.
- Boycko, M., Shleifer, A. & Vishny, R. (1996), ‘A theory of privatization’, *Economic Journal*, 106, 309-319.
- Cheng, S. (2008), ‘Board size and the variability of corporate performance’, *Journal of Financial Economics*, 87(1), 157-176.
- Chun, S.E. & Lee, M.H. (2017), ‘Corporate ownership structure and risk taking: Evidence from Japan’, *Journal of Governance and Regulation*, 6(4), 39-52.
- Denis, D.K. & McConnell, J.J. (2003), ‘International corporate governance’, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, 1-36.
- Djankov, S. & Murrell, P. (2002), ‘Enterprise restructuring in transition: A quantitative survey’, *Journal of Economic Literature*, 40, 739-792.
- Doidge, C., Karolyi, G., Lins, K., Miller, D. & Stulz, R. (2009), ‘Private benefits of control, ownership, and the cross-listing decision’, *Journal of Finance*, 64, 425-466.
- Dyck, A. (2001), ‘Privatization and corporate governance: Principles, evidence, and future challenges’, *The World Bank Research Observer*, 16, 59-84.
- Estrin, S., Hanousek, J., Kocenda, E. & Svejnar, J. (2009), ‘The effects of privatization and ownership in transition economies’, *Journal of Economic Literature*, 47, 699-728.
- Faccio, M., Marchica, M.T. & Mura, R. (2011), ‘Large shareholder diversification and corporate risk-taking’, *Review of Financial Studies*, 24(11), 3601-3641.
- Ferreira, M.A. & Matos, P. (2008), ‘The colors of investors’ money: The role of institutional investors around the

-
- world', *Journal of Financial Economics*, 88, 499-533.
- Fogel, K., Morck, R. & Yeung, B. (2008), 'Corporate stability and economic growth: Is what's good for general motors good for America?', *Journal of Financial Economics*, 89, 83-108.
- Frydman, R., Gray, C., Hessel, M. & Rapaczynski, A. (1999), 'When does privatization work? The impact of private ownership on corporate performance in the transition economies', *Quarterly Journal of Economics*, 114, 1153-1191.
- Gillan, S.L. & Starks, L.T. (2003), 'Corporate governance, corporate ownership, and the role of institutional investors: A global perspective', *Journal of Applied Finance*, 13, 4-22.
- Healy, P.M. & Wahlen, J.M. (1999), 'A review of the earnings management literature and its implications for standard setting', *Accounting Horizons*, 13(4), 365-383.
- Jiraporn, P. & Lee, S.M. (2017), 'How do independent directors influence corporate risk-taking? Evidence from Quasi-Natural experiment', *International Review of Finance*, 18(3), 507-519.
- John, K., Litov, L. & Yeung, B. (2008), 'Corporate governance and risk-taking', *The Journal of Finance*, 63(4), 1679-1728.
- Khaw, K.L., Liao, J., Tripe, D. & Wongchoti, U. (2016), 'Gender diversity, state control, and corporate risk – taking: Evidence from China', *Pacific-Basin Finance Journal*, 39, 141-158.
- Koerniadi, H., Krishnamurti, C. & Tourani-Rad, A. (2014), 'Corporate governance and risk-taking in New Zealand', *Australasian Journal of Management*, 6, 3-18.
- Leuz, C., Lins, K. & Warnock, F. (2009), 'Do foreigners invest less in poorly governed firms?', *Review of Financial Studies*, 22, 3245-3285.
- Nguyen, P. (2011), 'Corporate governance and risk-taking: Evidence from Japanese firms', *Pacific-Basin Finance Journal*, 19(3), 278-297.
- Nguyen, P. (2012), 'The impact of foreign investors on the risk-taking of Japanese firms', *Journal of the Japanese and International Economies*, 26(2), 233-248.
- Phùng Đức Nam (2017), 'Sở hữu nhà nước và hành vi chấp nhận rủi ro: Trường hợp các công ty niêm yết Việt Nam', *Tạp chí Phát triển kinh tế*, 28(2), 44-60.
- Vickers, J. & Yarrow, G. (1991), 'Economic perspectives on privatization', *Journal of Economic Perspectives*, 5, 111-132.
- Vo, Xuan Vinh (2016), 'Foreign investors and corporate risk taking behavior in an emerging market', *Finance Research Letters*, 18, 273-277.
- Windmeijer, F. (2005), 'A finite sample correction for the variance of linear efficient two-step GMM estimators', *Journal of Econometrics*, 126(1), 25-51.
- Wintoki, M.B., Linck, J.S. & Netter, J.M. (2012), 'Endogeneity and the dynamics of internal corporate governance', *Journal of Financial Economics*, 105(3), 581-606.