

Cơ cấu sở hữu và hiệu quả hoạt động của công ty trên thị trường chứng khoán Việt Nam

Võ Xuân Vinh*

Cơ cấu sở hữu và hiệu quả hoạt động là một vấn đề lớn và là một chủ đề thu hút nhiều học giả trong lĩnh vực tài chính doanh nghiệp. Sử dụng các phương pháp hồi quy cho dữ liệu bảng bao gồm hồi quy tác động cố định và GMM, với dữ liệu nghiên cứu là các chỉ số tài chính của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh từ 2007 đến 2012, nghiên cứu này xem xét mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu và hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết. Kết quả cho thấy các công ty có sở hữu nước ngoài cao thì hiệu quả hoạt động cao, các công ty có sở hữu tổ chức cao thì hiệu quả hoạt động cao. Kết quả không cho rằng các công ty có tỷ lệ sở hữu nhà nước cao và sở hữu quản lý cao hiệu quả hoạt động cao.

Từ khóa: hiệu quả hoạt động, sở hữu nước ngoài, sở hữu nhà nước, sở hữu tổ chức, sở hữu nhà quản lý

1. Giới thiệu

Cùng với sự phát triển của thị trường chứng khoán, số lượng các công ty niêm yết tăng dần qua các năm. Với xuất phát ban đầu chỉ có bốn công ty niêm yết, cho đến cuối năm 2012, số lượng các doanh nghiệp niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh đã lên đến 314 doanh nghiệp. Một trong những vấn đề đang được quan tâm từ nhiều bên liên quan, đặc biệt là nhà đầu tư, các nhà lập pháp và các học giả quan tâm là vấn đề cấu trúc sở hữu và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Các nhóm cổ đông khác nhau thì có những quyền lợi và lợi ích khác nhau, có những quan hệ khác nhau với chính phủ, với ngân hàng, với đối tác chiến lược nên cơ cấu sở hữu có ảnh hưởng lớn đến những quyết định của doanh nghiệp và tác động đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp khác nhau. Nhiều nghiên cứu xem xét tác động của cơ cấu sở hữu lên hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp nhưng kết quả chưa thống nhất (Belkhir, 2009; Fauzi và Locke, 2012; Jones và cộng sự, 2005; La Porta và cộng sự, 1999; La Porta và cộng sự, 2000; Lin và cộng sự, 2011; Margaritis và Psillaki, 2010; Yu, 2005). Ngoài ra, nghiên cứu về cấu trúc sở hữu và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp ở Việt Nam chưa nhiều. Do vậy, đóng góp đầu tiên của nghiên cứu này là làm giàu

cho kho tàng học thuật về chủ đề này ở Việt Nam.

Nghiên cứu này có một số hàm ý cho chính sách kinh tế hiện tại của chính phủ. Một là, chủ trương thu hút đầu tư nước ngoài bằng việc nâng trần sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài trên thị trường chứng khoán. Hai là, chủ trương cổ phần hóa các doanh nghiệp nhà nước và thoái vốn bớt tại các doanh nghiệp. Ba là, việc khuyến khích các nhà đầu tư tổ chức bao gồm các quỹ đầu tư, các doanh nghiệp lớn có lợi thế về tài chính, kinh nghiệm quản trị, điều hành tham gia đầu tư vào doanh nghiệp, đặc biệt là doanh nghiệp cổ phần hóa nâng cao hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Bốn là, nghiên cứu về cấu trúc sở hữu và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp là một công cụ của chính phủ trong việc đảm bảo hiệu quả hoạt động tốt nhất của doanh nghiệp (Kang và Kim 2012).

2. Cơ sở lý thuyết và giả thuyết nghiên cứu

Jensen và Meckling (1976) đặt nền móng cho nghiên cứu về chủ đề này khi cho rằng cấu trúc sở hữu có tác động đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Nghiên cứu này cho rằng nếu một doanh nghiệp có các cổ đông lớn thì sẽ làm tăng hiệu quả hoạt động và giá trị doanh nghiệp. Tuy nhiên, có nhiều nghiên cứu bác bỏ quan điểm này (La Porta

và cộng sự, 1999). Những nghiên cứu bác bỏ luận điểm này dựa trên lý thuyết người đại diện (agency theory) cho rằng một khi doanh nghiệp sở hữu bởi các loại cổ đông lớn sẽ có hiện tượng các cổ đông lớn thu lợi riêng cho họ làm cho doanh nghiệp có hiệu quả hoạt động kém hơn. Vấn đề này trở nên nghiêm trọng hơn ở các nước đang phát triển như Việt Nam do điều kiện và khả năng kiểm soát của luật pháp chưa hoàn chỉnh, chưa bảo vệ được cổ đông nhỏ.

Từ cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu trước, đặc biệt dựa trên hoàn cảnh thực tiễn của Việt Nam, bài báo xây dựng các giả thuyết nghiên cứu như sau:

2.1. Cổ đông nhà nước và hiệu quả hoạt động

Cổ đông nhà nước cũng như các cổ đông khác, cũng có những xung đột lợi ích nhưng cũng phải đảm bảo hiệu quả hoạt động cho nhà nước. Ngoài ra, các công ty có cổ phần nhà nước thường xuất phát từ những doanh nghiệp nhà nước cổ phần hóa và có những ưu đãi hơn so với các công ty cổ phần khác như ưu đãi hơn từ các chính sách nhà nước, có nhiều tài sản hơn, có mối quan hệ với ngân hàng nên việc tiếp cận các nguồn vốn bên ngoài dễ dàng hơn, chi phí vốn thấp hơn (Borisova và Megginson, 2011; Sun và cộng sự, 2002) nên hiệu quả hoạt động được kỳ vọng cao hơn. Do vậy, chúng tôi đưa ra giả thuyết nghiên cứu là:

H1: Tỷ lệ sở hữu nhà nước càng cao thì hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp càng cao

2.2. Cổ đông nước ngoài và hiệu quả hoạt động

Các cổ đông nước ngoài thường là những nhà đầu tư chuyên nghiệp, kỹ năng hiện đại kiểm soát và ngăn chặn những hành động gây thiệt hại cho cổ đông của người quản lý. Theo nghiên cứu của Vinh (2010) về sở hữu nhà đầu tư nước ngoài trên sàn HOSE từ 2007 đến 2009 thì các nhà đầu tư nước ngoài thích đầu tư vào những công ty lớn, tỷ lệ vốn hóa thị trường trên vốn chủ sở hữu cao và có tỷ lệ nợ thấp. Ngoài ra, Jeon và cộng sự (2010) cho rằng các nhà đầu tư nước ngoài thích những công ty có lớn, ổn định, có nhiều cơ hội đầu tư hơn. Hơn nữa, các nhà đầu tư nước ngoài thường có kinh nghiệm quản trị, có khả năng điều hành, có quan hệ thị trường và đối tác lớn nên thường hỗ trợ doanh nghiệp hoạt động hiệu quả hơn. Vì vậy, giả thuyết nghiên cứu là:

H2: Tỷ lệ sở hữu nước ngoài càng cao thì hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp càng cao

2.3. Cổ đông quản lý và hiệu quả hoạt động

Jensen và Meckling (1976) cho rằng sở hữu tập

trung cao tạo ra những cổ đông lớn và có những ưu tiên cho lợi ích riêng của họ. Tỷ lệ sở hữu của nhà quản lý càng tăng thì có thể hướng lợi ích của nhà quản lý giống với lợi ích của cổ đông, khi đó nhà quản lý có những động lực mạnh mẽ để làm tối đa hóa giá trị công ty bằng cách tạo ra hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp cao hơn. Lập luận này được hỗ trợ bởi nhiều nghiên cứu sau đó (Alli và cộng sự, 1993; Grossman và Hart, 1986; Jensen và cộng sự, 1992; Jensen và Meckling, 1976; Rozeff, 1982). Ngược lại, Demsetz và Lehn (1985) cho rằng tỷ lệ sở hữu quá lớn của nhà quản lý có thể làm cho họ luôn nghĩ về lợi ích của mình hơn lợi ích của cổ đông bên ngoài nên các công ty có sở hữu quản lý thường có hiệu quả hoạt động thấp hơn. Lập luận này được hỗ trợ nhiều nghiên cứu sau đó (Agrawal và Jayaraman, 1994; Harada và Nguyen, 2011; Jensen và cộng sự, 1992; Manos, 2002; Short và cộng sự, 2002; Sulong và Nor, 2008). Với những lập luận như trên, chúng tôi đưa ra giả thuyết:

H3: Tỷ lệ sở hữu quản lý càng cao thì hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp càng thấp.

2.4. Cổ đông tổ chức và hiệu quả hoạt động

Jensen (1986) dựa trên giả thuyết về dòng tiền tự do cho rằng cổ đông tổ chức có khả năng giám sát, kiểm soát các hoạt động của công ty tốt hơn các cổ đông cá nhân. Họ luôn biết tạo những ảnh hưởng đến các quyết định công ty để mang lại hiệu quả hoạt động tốt hơn. Ngoài ra, các nhà quản lý phải chịu sự giám sát của cổ đông tổ chức (Shleifer và Vishny, 1986). Dựa vào lý thuyết đại diện, giả thuyết nghiên cứu là:

H4: Tỷ lệ sở hữu của cổ đông tổ chức càng cao thì hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp càng cao

3. Dữ liệu, mô hình và phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu và mô hình

Dữ liệu nghiên cứu được thu thập của 259 công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh giai đoạn từ 2007 đến 2012 từ các báo cáo tài chính, báo cáo thường niên của các công ty được công bố và từ sở giao dịch chứng khoán HOSE. Dữ liệu không bao gồm các công ty sáp nhập, công ty tái chính trong giai đoạn nghiên cứu. Dữ liệu có cấu trúc dữ liệu bảng.

Mô hình nghiên cứu được sử dụng như sau:

$$PERFORMANCE_{it} = \alpha + \beta_1 OWN_{it} + \sum \beta_k CONTROL_{it} + \varepsilon_{it}$$

trong đó:

- $PERFORMANCE_{it}$ là chỉ số đo lường hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, được đo lường bởi hai chỉ số EPS và ROA tại thời điểm cuối năm t của công ty i , trong đó chỉ số EPS đại diện cho thu nhập của mỗi cổ phiếu (hay đại diện cho khả năng sinh lời doanh nghiệp đối với mỗi cổ đông) và ROA đại diện cho khả năng sinh lời hay hiệu quả tạo ra thu nhập của tài sản. EPS được tính bằng thu nhập sau thuế chia cho số cổ phiếu đang lưu hành và ROA được xác định bằng lợi nhuận sau thuế dành cho cổ đông của công ty i trên tổng tài sản ở thời điểm cuối năm tài chính (Lam và cộng sự, 2012; Wei và Xiao, 2009).

- OWN_{it} đại diện cho các loại cổ đông, theo mục tiêu nghiên cứu, đề tài sẽ tìm hiểu 4 loại cổ đông, gồm cổ đông nhà nước (STATE), cổ đông nước ngoài (FOREIGN), cổ đông quản lý (MAN) và cổ đông tổ chức (INST). $STATE_{it}$ được xác định bằng số cổ phần sở hữu bởi nhà nước trên tổng số lượng cổ phiếu đang lưu hành của công ty i tại thời điểm cuối năm tài chính (Lam và cộng sự, 2012; Wei và Xiao, 2009); $FOREIGN_{it}$ là tỷ lệ sở hữu của cổ đông nước ngoài được tính bằng phần trăm vốn cổ phần sở hữu bởi cổ đông nước ngoài của công ty i ở thời điểm cuối năm t (Lam và cộng sự, 2012); MAN_{it} là tỷ lệ sở hữu của cổ đông quản lý (MAN) được xác định bằng số cổ phần sở hữu bởi ban giám đốc, kế toán trưởng và kể cả phần các thành viên này đại diện cho các cổ đông khác chia cho tổng số cổ phiếu đang lưu hành của công ty i ở thời điểm cuối năm tài chính t ; $INST_{it}$ là tỷ lệ sở hữu của cổ đông tổ chức (không bao gồm sở hữu của tổ chức nước ngoài, cổ đông của nhà nước) được tính bằng số lượng cổ phần sở hữu bởi cổ đông tổ chức (bao gồm cổ đông tổ chức trong nước và không bao gồm cổ đông tổ chức nước ngoài, cổ đông nhà nước) có sở hữu từ 5% trở lên chia cho tổng số cổ phần đang lưu hành của công ty i tại thời điểm cuối năm tài chính t .

- $CONTROL_{it}$ là các biến kiểm soát của mô hình, dựa trên các nghiên cứu trước, bao gồm các yếu tố được coi là có tác động đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp: $SIZE_{it}$ là chỉ số đại diện cho qui mô của công ty i ở năm t . Qui mô công ty đo bằng logarit tự nhiên tổng tài sản tại thời điểm cuối năm tài chính (Chen và cộng sự, 2005; Farinha, 2003; Gugler và Yurtoglu, 2003; Harada và Nguyen, 2011; Lam và cộng sự, 2012; Ramli, 2010; Smith và Watts, 1992; Thanatawee, 2013; Wei và Xiao, 2009); $DEBT_{it}$ đại diện cho tỷ lệ nợ của công ty i ở năm t . Nhiều nghiên cứu cho thấy tỷ lệ nợ là yếu tố chính có tác động quyết định đến hiệu quả hoạt

động của công ty, đặc biệt là trong giai đoạn khó khăn này của nền kinh tế Việt Nam. Một công ty có tỷ lệ nợ thấp thì có nhiều khả năng hoạt động hiệu quả về mặt tài chính cao hơn là các công ty có tỷ lệ nợ cao. $DEBT_{it}$ được xác định bằng tổng nợ trên tổng tài sản của công ty i tại thời điểm cuối năm t (Aivazian và cộng sự, 2003; Jensen và cộng sự, 1992; Lam và cộng sự, 2012; Wei và Xiao, 2009); $INVEST_{it}$ là chỉ số đại diện cho cơ hội tăng trưởng của công ty i tại thời điểm t . Tương tự như Wei và Xiao (2009), chúng tôi sử dụng tỷ lệ tăng trưởng tài sản của công ty để đại diện cho cơ hội tăng trưởng của công ty. Công ty có cơ hội tăng trưởng cao thì được giả định là hoạt động có hiệu quả hơn các công ty không có cơ hội tăng trưởng (Smith và Watts, 1992); $SALES_{it}$ là chỉ số doanh thu của công ty và có tác động trực tiếp đến lợi nhuận của công ty. Khi ước lượng mô hình hồi quy thì $SALES_{it}$ được tính bằng logarit tự nhiên của tổng doanh thu của công ty.

ε_{it} là phần dư không quan sát của công ty i ở thời điểm t .

3.2. Phương pháp nghiên cứu

Chúng tôi sử dụng phương pháp nghiên cứu là phương pháp ước lượng hồi quy cho dữ liệu bảng. Thông thường, với mô hình hồi quy dữ liệu bảng thì có hai ước lượng là ước lượng cố định (fixed effects) và ước lượng ngẫu nhiên (random effect). Bài báo sử dụng kiểm định Hausman để lựa chọn ước lượng cố định hay ước lượng ngẫu nhiên. Kết quả kiểm định Hausman cho thấy các mô hình hồi quy sử dụng ước lượng cố định được lựa chọn. Để tinh gọn chúng tôi không trình bày các kết quả kiểm định ở đây. Ngoài ra, bài báo còn sử dụng ước lượng GMM (Generalized Methods of Moments) để ước lượng mô hình. Ước lượng GMM được coi là một ước lượng ưu việt để giải quyết hiện tượng nội sinh trong mô hình bổ sung cho các ước lượng của dữ liệu bảng nêu trên.

4. Kết quả và thảo luận kết quả

Bảng 1 mô tả đặc tính thống kê của các biến trong nghiên cứu.

Hệ số tương quan giữa các biến được mô tả ở bảng 2. Kết quả ở bảng này thể hiện các hệ số tương quan giữa các biến nghiên cứu không có cặp nào lớn hơn 0.8. Do vậy, khi sử dụng mô hình hồi quy sẽ ít có khả năng gặp hiện tượng tương quan giữa các biến (multicollinearity). Điều này cũng được kiểm định lại bằng cách sử dụng hệ số VIF khi chạy hồi quy và kết quả cho thấy không có hiện tượng tự tương quan

Bảng 1: Thống kê mô tả các biến

Biến	Giá trị trung bình	Giá trị lớn nhất	Giá trị nhỏ nhất	Độ lệch chuẩn
EPS	3443	32507	-10332	3461
ROA	0,0786	0,5484	-0,6455	0,0830
STATE	0,2492	0,9672	0,0000	0,2348
FOREIGN	0,1229	0,4900	0,0000	0,1419
MAN	0,1323	0,8496	0,0000	0,1680
INST	0,4802	0,9675	0,0000	0,2617
SIZE	13,6982	17,6254	11,3920	1,1110
DEBT	0,4819	0,9575	0,0311	0,2103
INVEST	0,2504	5,7223	-0,6742	0,5146
SALES	13,4640	18,0394	8,2292	1,2328

(chúng tôi không trình bày các kiểm định VIF ở đây để cho gọn).

Bảng 3 biểu diễn kết quả hồi quy theo ước lượng tác động cố định (Fixed effects) cho dữ liệu bảng và GMM với biến phụ thuộc là EPS và ROA; biến đại diện cho sở hữu là STATE. Kết quả từ bảng này cho thấy hệ số tỷ lệ sở hữu nhà nước là dương nhưng không có ý nghĩa thống kê ngoại trừ mô hình có biến phụ thuộc là ROA và phương pháp GMM. Mặc dù vậy, có thể khẳng định rằng, doanh nghiệp có sở

hữu nhà nước cao, khi cổ phần hóa và giao dịch trên sàn thì có làm tăng hiệu quả hoạt động của công ty. Tuy nhiên, khi sở hữu nhà nước cao thì không có tác động có ý nghĩa đến hiệu quả hoạt động. Điều này có ý nghĩa về mặt thực tiễn và ý nghĩa chính sách chứng minh rằng chủ trương niêm yết trên sàn giao dịch và giảm tỷ lệ nắm giữ của các công ty nhà nước cổ phần hóa là đúng đắn.

Bảng 4 thể hiện kết quả hồi quy với ước lượng cố định cho dữ liệu bảng và ước lượng GMM, với biến

Bảng 2: Ma trận tương quan giữa các biến

Biến	EPS	ROA	STATE	FOREIGN	MAN	INST	SIZE	DEBT	INVEST	SALES
EPS	1									
ROA	0,78	1								
STATE	0,04	0,14	1							
FOREIGN	0,30	0,23	-0,09	1						
MAN	-0,03	-0,02	0,05	-0,11	1					
INST	0,15	0,22	0,67	0,23	-0,11	1				
SIZE	0,08	-0,09	0,01	0,24	0,07	0,17	1			
DEBT	-0,21	-0,48	-0,02	-0,29	0,09	-0,12	0,33	1		
INVEST	0,20	0,16	-0,12	0,05	-0,02	-0,09	0,09	0,04	1	
SALES	0,23	0,08	0,08	0,17	0,04	0,22	0,65	0,30	0,04	1

Bảng 3: Kết quả hồi qui OLS với biến phụ thuộc là EPS, ROA; biến độc lập là STATE

Biến phụ thuộc EPS					Biến phụ thuộc ROA			
TĐCĐ		GMM			TĐCĐ		GMM	
Biến	Hệ số	Prob,	Hệ số	Prob,	Hệ số	Prob,	Hệ số	Prob,
C	-0,4994	0,0001	-0,0809	0,7586	-0,0607	0,4690	0,1268	0,0347
STATE	0,0427	0,3126	0,0350	0,6758	-0,0238	0,5311	0,0339	0,6659
SIZE	-0,0228	0,0539	-0,0499	0,0748	-0,0223	0,0036	-0,0184	0,0041
DEBT	-0,4876	0,0000	-0,4204	0,0008	-0,2193	0,0000	-0,2112	0,0000
INVEST	0,1398	0,0000	0,1406	0,7418	0,0322	0,0000	-0,0353	0,7104
SALES	0,0999	0,0000	0,0935	0,0003	0,0408	0,0000	0,0222	0,0001
R-squared	0,6707				0,7491			
Adjusted R-squared	0,5576				0,6630			
F-statistic	5,9311				8,6965			
Prob(F-statistic)	0,0000				0,0000			

đại diện cho sở hữu là FOREIGN. Kết quả cho thấy các hệ số sở hữu nhà đầu tư nước ngoài là dương và có ý nghĩa thống kê. Như vậy, có thể khẳng định rằng các nhà đầu tư nước ngoài góp phần làm cho

hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp tốt hơn. Điều này cũng khẳng định gợi ý nâng room sở hữu nhà đầu tư nước ngoài trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Bảng 4: Kết quả hồi qui OLS với biến phụ thuộc là EPS, ROA; biến độc lập là FOREIGN

Biến phụ thuộc EPS					Biến phụ thuộc ROA			
TĐCĐ		GMM			TĐCĐ		GMM	
Biến	Hệ số	Prob,	Hệ số	Prob,	Hệ số	Prob,	Hệ số	Prob,
C	-0,2758	0,0353	0,0278	0,8662	0,0396	0,1726	0,0754	0,0505
FOREIGN	0,5033	0,0000	0,6395	0,0000	0,0342	0,0438	0,0491	0,0448
SIZE	-0,0431	0,0003	-0,0547	0,0002	-0,0118	0,0000	-0,0131	0,0001
DEBT	-0,3458	0,0000	-0,2695	0,0003	-0,2025	0,0000	-0,1954	0,0000
INVEST	0,1332	0,0000	0,2017	0,3829	0,0289	0,0000	-0,0210	0,6972
SALES	0,0952	0,0000	0,0792	0,0000	0,0213	0,0000	0,0200	0,0000
R-squared	0,2119		0,2756		0,3261		0,2925	
Adjusted R-squared	0,2080		0,2708		0,3228		0,2877	
F-statistic	55,0608				99,1074			
Prob(F-statistic)	0,0000				0,0000			

Bảng 5: Kết quả hồi qui OLS với biến phụ thuộc là EPS, ROA; biến độc lập là MAN

Biến phụ thuộc EPS					Biến phụ thuộc ROA			
TĐCĐ		GMM			TĐCĐ		GMM	
Biến	Hệ số	Prob,	Hệ số	Prob,	Hệ số	Prob,	Hệ số	Prob,
C	-1,1686	0,0034	-0,2559	0,1098	-0,0639	0,4430	0,0541	0,1386
MAN	-0,0455	0,5866	-0,1040	0,2987	-0,0100	0,5676	0,0052	0,8193
SIZE	-0,1021	0,0054	-0,0285	0,0437	-0,0223	0,0037	-0,0111	0,0006
DEBT	-0,4781	0,0000	-0,4559	0,0000	-0,2194	0,0000	-0,2104	0,0000
INVEST	0,1545	0,0000	0,2060	0,3841	0,0320	0,0000	-0,0181	0,7382
SALES	0,2309	0,0000	0,0872	0,0000	0,0406	0,0000	0,0205	0,0000
R-squared	0,6705				0,7491			
Adjusted R-squared	0,5573				0,6629			
F-statistic	5,9258				8,6955			
Prob(F-statistic)	0,0000				0,0000			

Bảng 5 trình bày kết quả hồi quy với ước lượng cố định cho dữ liệu bảng và ước lượng GMM. Biến đại diện cho sở hữu là MAN. Các hệ số hồi quy chủ yếu là âm và không có ý nghĩa thống kê. Tuy nhiên,

có thể thấy rằng, các doanh nghiệp có sở hữu quản lý lớn thì hiệu quả hoạt động không cao trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Điều này có hàm ý cho các nhà đầu tư nhỏ lẻ khi lựa chọn danh mục

Bảng 6: Kết quả hồi qui OLS với biến phụ thuộc là EPS, ROA; biến độc lập là INST

Biến phụ thuộc EPS					Biến phụ thuộc ROA			
TĐCĐ		GMM			TĐCĐ		GMM	
	Hệ số	Prob,	Hệ số	Prob,	Hệ số	Prob,	Hệ số	Prob,
C	-1,1126	0,0053	-0,2145	0,1815	-0,0636	0,4467	0,0699	0,0496
INST	0,1436	0,0293	0,1050	0,0623	0,0100	0,0142	0,0447	0,0004
SIZE	-0,1106	0,0029	-0,0318	0,0226	-0,0226	0,0036	-0,0122	0,0001
DEBT	-0,4653	0,0000	-0,4271	0,0000	-0,2186	0,0000	-0,1956	0,0000
INVEST	0,1551	0,0000	0,2843	0,2467	0,0320	0,0000	0,0055	0,9187
SALES	0,2294	0,0000	0,0807	0,0000	0,0405	0,0000	0,0181	0,0000
R-squared	0,6713				0,7491			
Adjusted R-squared	0,5585				0,6629			
F-statistic	5,9490				8,6944			
Prob(F-statistic)	0,0000				0,0000			

đầu tư nên xem xét cơ cấu sở hữu. Hơn nữa, điều này cũng gợi ý cho các nhà lập pháp cần bổ sung khung pháp lý và kiểm soát việc thực thi pháp luật ở các doanh nghiệp có sở hữu nhà quản lý để bảo vệ các cổ đông nhỏ lẻ.

Bảng 6 trình bày kết quả hồi quy với biến phụ thuộc là EPS và ROA, biến độc lập đại diện cho sở hữu là INST. Kết quả cho thấy phần các hệ số ước lượng của biến INST dương. Các hệ số hồi quy này có ý nghĩa khi mô hình được ước lượng sử dụng phương pháp tác động cố định và GMM. Như vậy, có thể khẳng định rằng sở hữu của các tổ chức (không bao gồm sở hữu nhà nước, sở hữu nước ngoài) cũng có tác động dương đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh.

Tóm lại, kết quả của nghiên cứu cho các kết luận đối với cả giả thuyết nghiên cứu như sau:

- Nếu công ty có tỷ lệ sở hữu nhà nước càng cao thì hiệu quả hoạt động có cao hơn, nhưng không có ý nghĩa thống kê. Do vậy, không chấp nhận giả thuyết sở hữu nhà nước càng cao thì hiệu quả hoạt động càng cao và không có cơ sở để chấp nhận giả thuyết H1;

- Nếu công ty có tỷ lệ sở hữu nước ngoài càng cao thì hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp càng cao và giả thuyết H2 được chấp nhận;

- Chưa có đủ bằng chứng để kết luận nếu công ty có sở hữu của các nhà quản lý càng cao thì hiệu quả hoạt động càng thấp hay nói cách khác, chưa đủ cơ sở để chấp nhận giả thuyết H3. Tuy nhiên, các hệ số của sở hữu quản lý trong mô hình âm phần nào nói lên tương quan ngược chiều của sở hữu quản lý và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp;

- Nếu công ty có sở hữu của các cổ đông tổ chức càng cao hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp càng cao và giả thuyết H4 được chấp nhận. Như vậy, cần có chính sách khuyến khích các quỹ đầu tư, các định

chế tài chính đầu tư vào các doanh nghiệp họ có lợi thế vào các doanh nghiệp, đặc biệt là các doanh nghiệp đang cổ phần hóa để nâng cao hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Ngoài ra, kết quả nghiên cứu cũng cho chúng ta thấy một số đặc trưng của các doanh nghiệp trên sàn giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh. Cụ thể, công ty càng lớn thì tăng trưởng và thu nhập thấp hơn các công ty nhỏ. Công ty có tỷ lệ nợ cao thì hiệu quả hoạt động thấp. Công ty có cơ hội đầu tư cao thì hiệu quả hoạt động cao hơn.

5. Kết luận

Nghiên cứu này xác định mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu và hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Kết quả cho thấy, các doanh nghiệp có sở hữu nhà nước càng cao thì hiệu quả hoạt động có cao nhưng không có ý nghĩa thống kê. Các doanh nghiệp có sở hữu nước ngoài càng cao thì hiệu quả hoạt động càng cao. Các doanh nghiệp có sở hữu quản lý càng cao thì hiệu quả hoạt động không cao mặc dù không có ý nghĩa thống kê. Các doanh nghiệp có sở hữu cổ đông tổ chức càng cao thì hiệu quả hoạt động càng cao.

Nghiên cứu có một số hàm ý về mặt chính sách như sau. Thứ nhất, Chính phủ nên khuyến khích cổ phần hóa vì hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp niêm yết cao. Tuy nhiên, chính phủ nên khuyến khích các cổ đông nhà nước thoái vốn ở các doanh nghiệp này. Thứ hai, để nâng cao hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp thì có thể khuyến khích, tạo điều kiện và nâng room quy định sở hữu nước ngoài ở doanh nghiệp. Thứ ba, khuyến khích các quỹ đầu tư, các tổ chức tham gia đầu tư vào doanh nghiệp vì những lợi thế và kinh nghiệm của họ trong quản trị điều hành làm tăng hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp. □

Tài liệu tham khảo

- Agrawal, A. và Jayaraman, N. (1994), 'The Dividend Policy of All equity Firms A Direct Test of The Free Cash Flow Theory', *Managerial And Decision Economics*, vol. 15, pp. 139-48.
- Aivazian, V., Booth, L. và Cleary, S. (2003), 'Do emerging market firms follow different dividend policies from US firms?', *Journal of Financial Research*, vol. 26, no. 3, pp. 371-87.
- Alli, K.L., Khan, A.Q. và Ramirez, G.G. (1993), 'Determinants of Corporate Dividend Policy: A Factorial Analysis', *Financial Review*, vol. 28, no. 4, pp. 523-47.
- Belkhir, M. (2009), 'Board structure, ownership structure and firm performance: Evidence from banking', *Applied Financial Economics*, vol. 19, no. 19, pp. 1581-93.

- Borisova, G. và Megginson, W.L. (2011), 'Does Government Ownership Affect the Cost of Debt? Evidence from Privatization', *Review of Financial Studies*, vol. 24, no. 8, pp. 2693-737.
- Chen, Z., Cheung, Y. L., Stouraitis, A. và Wong, A.W.S. (2005), 'Ownership concentration, firm performance, and dividend policy in Hong Kong', *Pacific-Basin Finance Journal*, vol. 13, pp. 431-49.
- Demsetz, H. và Lehn, K. (1985), 'The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences', *Journal of Political Economy*, vol. 93, no. 6, pp. 1155-77.
- Farinha, J. (2003), 'Dividend policy, corporate governance and the managerial entrenchment hypothesis: an empirical analysis', *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 30, pp. 1173-209.
- Fauzi, F. và Locke, S. (2012), 'Board structure, ownership structure and firm performance: A study of New Zealand listed-firms', *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, vol. 8, no. 2, pp. 43-67.
- Grossman, S.J. và Hart, O. (1986), 'The Cost and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration', *Journal of Political Economy*, vol. 94, no. 4, pp. 691-719.
- Gugler, K. và Yurtoglu, B.B. (2003), 'Corporate governance and dividend payout in Germany', *European Economic Review*, vol. 47, pp. 731-58.
- Harada, K. và Nguyen, P. (2011), 'Ownership concentration, agency conflicts, and dividend policy in Japan', *Managerial Finance*, vol. 37, pp. 362-79.
- Jensen, G.R., Solberg, D.P. và Zorn, T.S. (1992), 'Simultaneous determination of insider ownership, debt and dividend policies', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 27, no. 02, pp. 247-63.
- Jensen, M.C. (1986), 'Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers', *American Economic Review*, vol. 76, no. 2, pp. 323-9.
- Jensen, M.C. và Meckling, W.H. (1976), 'Theory of firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure', *Journal of Financial Economics*, vol. 3, no. 4, pp. 305-60.
- Jeon, J.Q., Lee, C. và Moffett, C.M. (2011), 'Effects of foreign ownership on payout policy: Evidence from the Korean market', *Journal of Financial Markets*, vol. 14, pp. 344-75.
- Jones, D.C., Kalmi, P. và Mygind, N. (2005), 'Choice of ownership structure and firm performance: Evidence from Estonia', *Post-Communist Economies*, vol. 17, no. 1, pp. 83-107.
- Kang, Y.S. và Kim, B.Y. (2012), 'Ownership structure and firm performance: Evidence from the Chinese corporate reform', *China Economic Review*, vol. 23, no. 2, pp. 471-81.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. và Shleifer, A. (1999), 'Corporate Ownership Around the World', *Journal of Finance*, vol. 54, no. 2, pp. 471-517.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. và Vishny, R.W. (2000), 'Agency Problems and Dividend Policies around the World', *The Journal of Finance*, vol. 55, no. 1, pp. 1-33.
- Lam, K.C.K., Sami, H. và Zhou, H. (2012), 'The role of cross-listing, foreign ownership and state ownership in dividend policy in an emerging market', *China Journal of Accounting Research*, vol. 5, pp. 199-216.
- Lin, C., Ma, Y., Malatesta, P. và Xuan, Y. (2011), 'Ownership structure and the cost of corporate borrowing', *Journal of Financial Economics*, vol. 100, no. 1, pp. 1-23.
- Manos, R. (2002), 'Dividend Policy and Agency Theory: Evidence on Indian Firms', *Finance and Development Research Programme, Working Paper Series.*, vol. 41, pp. 1-25.
- Margaritis, D. và Psillaki, M. (2010), 'Capital structure, equity ownership and firm performance', *Journal of Banking and Finance*, vol. 34, no. 3, pp. 621-32.
- Ramli, N.M. (2010), 'Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from Malaysian Companies', *International Review of Business Research Papers*, vol. 6, no. 1, pp. 170-80.
- Rozeff, M.S. (1982), 'Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios.', *Journal of Financial Research*, vol. 5, no. 3, pp. 249-59.
- Shleifer, A. và Vishny, R.W. (1986), 'Large shareholders and corporate control', *Journal of Political Economy*, vol.

- 94, no. 3, pp. 461-88.
- Short, H., Zhang, H. và Keasey, K. (2002), 'The link between dividend policy and institutional ownership', *Journal of Corporate Finance*, vol. 8, pp. 105-22.
- Smith, J.C. và Watts, R.L. (1992), 'The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies.', *Journal of Financial Economics*, vol. 32, no. 3, pp. 263-92.
- Sulong, Z. và Nor, F.M. (2008), 'Dividends, ownership structure and board governance on firm value: empirical evidence from Malaysia listed Firms.', *Malaysian Accounting Review*, vol. 7, no. 2, pp. 55-94.
- Sun, Q., Tong, W.H.S. và Tong, J. (2002), 'How does government ownership affect firm performance? Evidence from China's privatisation experience', *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 29, pp. 1-27.
- Thanatawee, Y. (2013), 'Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from Thailand', *International Journal of Economics and Finance*, vol. 5, no. 1, pp. 121-32.
- Vinh, V.X. (2010), 'Foreign ownership in Vietnam stock markets - an empirical analysis', *MPRA Paper*, vol. 29863, pp. 1-26.
- Wei, G. và Xiao, J.Z. (2009), 'Equity ownership segregation, shareholder preferences, and dividend policy in China', *The British Accounting Review*, vol. 41, pp. 169-83.
- Yu, B.J. (2005), 'Board structure, ownership and firm performance: Korean evidence', vol. 1, pp. 853-6.

Ownership Structure and Firm Performance: Empirical Investigation into Vietnam Stock Market

Abstract:

Ownership structure and firm performance is central topic in corporate finance which attracts much research attention. Employing panel data regression analysis with a data set of firm financial attribute variables of listed firms in Ho Chi Minh City Stock Exchange from 2007 to 2012, this paper examines the relationship between ownership structure and firm performance. The results suggest that foreign ownership and institutional ownership have positive impacts on firm performance. Moreover, we do not find the evidence that state ownership and management ownership help to increase firm performance.

Thông tin tác giả:

*** Võ Xuân Vinh, tiến sĩ**

- Tổ chức tác giả công tác: Khoa Ngân hàng - Trường Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh
- Lĩnh vực nghiên cứu chính: Kinh tế vĩ mô, Tài chính, Ngân hàng
- Một số tạp chí tiêu biểu mà tác giả đã từng đăng tải công trình nghiên cứu: *Tạp chí Phát triển Kinh tế, Tạp chí Kinh tế và Phát triển, Tạp chí Phát triển khoa học và công nghệ, Tạp chí công nghệ ngân hàng, Global Finance Journal, Research in International Business and Finance, Applied Financial Economics, Applied Economics, International Review of Financial Analysis, Emerging Markets Finance and Trade*
- Thông tin liên lạc: Địa chỉ email: vinhvx@ueh.edu.vn