

# 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

Nguyễn Thị Minh Huệ<sup>1,\*</sup>, Đặng Tùng Lâm<sup>2</sup>

<sup>1</sup>*Viện Ngân hàng Tài chính, Trường Đại học Kinh tế Quốc dân,  
Số 207, Giải Phóng, Đồng Tâm, Hai Bà Trưng, Hà Nội, Việt Nam*

<sup>2</sup>*Trường Đại học Kinh tế, Đại học Đà Nẵng, Số 71, Ngũ Hành Sơn, Đà Nẵng, Việt Nam*

Nhận ngày 9 tháng 01 năm 2017

Chỉnh sửa ngày 14 tháng 3 năm 2017; Chấp nhận đăng ngày 15 tháng 3 năm 2017

**Tóm tắt:** Bài viết nghiên cứu mối quan hệ giữa các nhân tố gồm cấu trúc sở hữu, đòn bẩy tài chính và hiệu quả hoạt động với bộ dữ liệu toàn bộ các công ty niêm yết trên hai sàn giao dịch chứng khoán ở Việt Nam. Kết quả thực nghiệm từ các mô hình định lượng cho thấy mối quan hệ ngược chiều giữa sở hữu nhà nước và hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết, và mối quan hệ thuận chiều giữa sở hữu nước ngoài và hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết. Thêm vào đó, nghiên cứu mối quan hệ với đòn bẩy tài chính của các công ty cho thấy hàm ý về nhân tố trung gian giữa cấu trúc sở hữu và hiệu quả hoạt động, khi đòn bẩy tài chính được xem là một công cụ trong quản trị tài chính của công ty. Theo đó, các công ty có sở hữu nhà nước cao thì có đòn bẩy tài chính cao và các công ty có tỷ lệ đòn bẩy cao lại cho hiệu quả hoạt động thấp, đi ngược lại với nghiên cứu về sở hữu nước ngoài. Bài viết bổ sung minh chứng cho chính sách khuyến khích giảm tỷ lệ sở hữu nhà nước và tăng tỷ lệ sở hữu nước ngoài trong các công ty ở Việt Nam.

*Từ khóa:* Cấu trúc sở hữu, hiệu quả hoạt động, đòn bẩy tài chính, công ty niêm yết.

## 1. Giới thiệu

Các công ty cổ phần 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. Các nghiên cứu về tác động của cấu trúc sở hữu đến hiệu quả hoạt động của công ty là một chủ đề nghiên cứu cần thiết. Theo đó, mỗi loại hình sở hữu có thể có những tác động khác nhau đến hiệu quả hoạt động của công ty, mối quan hệ tương quan này cũng chịu sự tác động khác nhau từ môi trường thể chế của các quốc gia.

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 quốc gia này thường có một tỷ lệ cao sau khi nền kinh tế được chuyển đổi từ nền kinh tế tập trung, điều này thể hiện sự can thiệp của nhà nước trong các hoạt động của các công ty trong nền kinh tế. Theo đó, kết quả nghiên cứu thực nghiệm về tác động của sở hữu nhà nước đến hiệu quả hoạt động của công ty cũng rất khác nhau trong các mẫu nghiên cứu khác nhau: ảnh hưởng thuận chiều trên thị trường Nga [1]; ảnh hưởng ngược chiều hoặc không rõ rệt trên thị trường Trung Quốc [2]; ảnh hưởng ngược chiều tại Việt Nam [3]. Bên cạnh đó, sở hữu nước ngoài được xem là hình thức sở hữu đối trọng với sở hữu nhà nước. Đối với các quốc gia mà nhà nước muốn nắm quyền chi phối nền kinh tế, sở hữu nhà nước và sở hữu nước ngoài thường có kết quả tác động ngược chiều nhau. Khi nhà nước có xu

\* Tác giả liên hệ. ĐT.: 84-912346692  
Email: minhhuectqd@gmail.com

hướng giảm tỷ lệ sở hữu nhà nước thì đồng thời các chính sách cho phép các nhà đầu tư nước ngoài cũng được nới lỏng, tỷ lệ sở hữu nước ngoài sẽ tăng. Tác động của sở hữu nước ngoài đến hiệu quả hoạt động của công ty có kết quả ngược chiều với tác động của sở hữu nhà nước đến hiệu quả hoạt động của công ty [4, 5].

Với các kết quả không đồng nhất giữa các quốc gia về mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu và hiệu quả hoạt động của công ty, nghiên cứu này là một sự bổ sung thực nghiệm về mối quan hệ này trong phạm vi một quốc gia. Khác với nghiên cứu của Lê Đức Hoàng (2015) [3], nghiên cứu này sử dụng mẫu nghiên cứu trên toàn bộ các công ty niêm yết trên hai sàn giao dịch chứng khoán của Việt Nam. Kết quả thực nghiệm đồng nhất với các nghiên cứu trước đây trên các mẫu nghiên cứu nhỏ hơn tại Việt Nam. Sở hữu nhà nước càng lớn, hiệu quả hoạt động của công ty niêm yết càng thấp. Ngược lại, sở hữu nước ngoài càng lớn, hiệu quả hoạt động của công ty niêm yết càng cao.

Nghiên cứu này còn đóng góp thêm minh chứng thực nghiệm khi làm rõ cơ chế tác động của cấu trúc sở hữu đến hiệu quả hoạt động của công ty niêm yết thông qua cơ chế đòn bẩy tài chính. Cho đến nay, các nghiên cứu ở Việt Nam chỉ nghiên cứu các mối quan hệ giữa hai trong ba nhân tố: cấu trúc sở hữu, cấu trúc vốn và hiệu quả hoạt động, mà chưa có nghiên cứu kết nối của cả 3 nhân tố này. Nghiên cứu này đã cho kết quả đồng nhất khi cho thấy sở hữu nhà nước cao thì công ty có xu hướng vay nợ nhiều hơn, đồng thời các công ty có đòn bẩy tài chính cao lại có hiệu quả hoạt động thấp. Đối với sở hữu nước ngoài, kết quả cũng đồng nhất trên giác độ, sở hữu nước ngoài cao thì công ty có đòn bẩy tài chính thấp hơn, nhưng tỷ lệ đòn bẩy tài chính thấp thì các công ty đó lại cho hiệu quả hoạt động cao hơn.

## 2. Cơ sở lý thuyết và phương pháp nghiên cứu

### 2.1. Cơ sở lý thuyết

*Mối quan hệ giữa sở hữu nhà nước, sở hữu nước ngoài và hiệu quả hoạt động của công ty*

Với đặc thù sở hữu nhà nước tại các quốc gia có sự can thiệp lớn của nhà nước vào các hoạt động kinh tế, sở hữu nhà nước có tác động ngược chiều đến hiệu quả hoạt động của công ty khi người đại diện cho phần vốn góp của nhà nước trong công ty lại không thật sự là cổ đông của công ty. Lý thuyết người đại diện và các chi phí đại diện phát sinh do các cổ đông nhà nước là các cá nhân đại diện, cổ đông đại diện có thể hoạt động không vì mục tiêu hiệu quả và lợi ích của công ty dẫn đến sở hữu nhà nước cao lại có tác động tiêu cực đến kết quả hoạt động của công ty [6, 7].

Ngược lại, sở hữu nước ngoài được hiểu là sở hữu của các nhà đầu tư tư nhân nước ngoài. Khi các nhà đầu tư nước ngoài được phép sở hữu vốn cổ phần của các công ty trong nước, hiệu quả hoạt động của công ty sẽ được cải thiện khi các nhà đầu tư nước ngoài tham gia và có trách nhiệm hơn trong các hoạt động của công ty. Hiệu quả hoạt động của công ty cũng chính là lợi ích của các cổ đông nước ngoài đang góp vốn trong công ty [5, 8, 9].

Trên cơ sở tương đồng về thể chế của Việt Nam trong vấn đề sở hữu nhà nước và sở hữu nước ngoài, các giả thuyết được xây dựng là: Sở hữu nhà nước có tác động tiêu cực, trong khi đó, sở hữu nước ngoài có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

*Mối quan hệ giữa sở hữu nhà nước, sở hữu nước ngoài và đòn bẩy tài chính của công ty*

Đòn bẩy tài chính của công ty được thể hiện bằng tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản của công ty, được xem là một nhân tố chịu sự tác động của cấu trúc sở hữu.

Các công ty có sở hữu nhà nước lớn thường có lợi thế với các khoản vay vốn từ ngân hàng, đặc biệt là các ngân hàng thương mại nhà nước. Kasseeah (2008) và Qi, Wu và Zang (2000) nghiên cứu trên thị trường Trung Quốc đều cho thấy 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 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 [10, 11].

Những minh chứng này là cơ sở cho giả thuyết về mối quan hệ thuận chiều giữa sở hữu nhà nước và đòn bẩy tài chính, và mối quan hệ ngược chiều giữa sở hữu nước ngoài và đòn bẩy tài chính.

*Mối quan hệ giữa đòn bẩy tài chính và hiệu quả hoạt động của công ty*

Tỷ lệ đòn bẩy tài chính cao, tức là công ty có xu hướng vay nợ nhiều hơn, công ty có thể chịu thêm sự chi phối và giám sát của các chủ nợ, hiệu quả hoạt động (tỷ suất sinh lời) trên toàn bộ tài sản (ROA) của công ty có thể tăng. Tuy nhiên, mối quan hệ này cũng phụ thuộc vào mức độ minh bạch thông tin của các quốc gia và bản chất của hoạt động vay vốn của các công ty tại các quốc gia. Đối với các thị trường phát triển, hoạt động vay vốn chủ yếu là vay trực tiếp trên thị trường tài chính thông qua việc phát hành các công cụ nợ. Thị trường phát triển cũng có nghĩa là mức độ minh bạch thông tin tốt hơn, khả năng giám sát hoạt động của các chủ nợ đối với công ty cũng dễ dàng hơn. Việc giao dịch mua bán nợ thông qua thị trường thứ cấp cũng giúp công ty và các chủ nợ thường xuyên đánh giá được chất lượng khoản nợ, từ đó có những điều chỉnh kịp thời trong hoạt động kinh doanh, hiệu quả hoạt động của công ty theo đó cũng tốt hơn. Đối với các quốc gia này, giả thuyết về mối quan hệ giữa đòn bẩy tài chính và hiệu quả hoạt động trên toàn bộ công ty là mối quan hệ dương.

Ngược lại, đối với các quốc gia mà hoạt động vay vốn chủ yếu từ các khoản vay của ngân hàng thương mại (Việt Nam là một điển hình), việc phê duyệt khoản vay có thể không xuất phát từ chính hiệu quả hoạt động của công ty, mà còn chịu sự chi phối lớn từ nhiều yếu tố khác thì vốn vay có thể tăng tại chính các công ty mà hiệu quả hoạt động không cao. Ngoài ra, khả năng hạn chế trong giám sát hoạt động sau khi cho vay của các ngân hàng thương mại tại các quốc gia này cũng làm gia tăng khả năng

các công ty không thật sự chú trọng đến việc sử dụng hiệu quả và đúng mục đích các khoản vay. Do vậy, với các quốc gia đang phát triển như Việt Nam, giả thuyết được xây dựng là các công ty có tỷ lệ vay nợ cao lại có thể là các công ty hoạt động kém hiệu quả.

## 2.2. Phương pháp nghiên cứu

*Nguồn dữ liệu:* Số liệu được sử dụng là toàn bộ các công ty niêm yết trên hai sàn giao dịch chứng khoán của Việt Nam (Sàn giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh và Sàn giao dịch chứng khoán Thành phố Hà Nội) trong khoảng thời gian 2007-2014. Số liệu do công ty Stoxplus cung cấp.

*Xây dựng các biến:*

*Cấu trúc sở hữu (OS)* được nghiên cứu với hai biến sở hữu đặc trưng của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam: (1) biến sở hữu nhà nước (SHNN) là tỷ lệ sở hữu nhà nước; (2) biến sở hữu nước ngoài (SHNNg) là tỷ lệ sở hữu của cổ đông nước ngoài.

*Đòn bẩy tài chính* của các công ty niêm yết trong mẫu nghiên cứu là tỷ lệ giữa nợ dài hạn/tổng giá trị tài sản của công ty vào thời điểm cuối năm (biến LEV).

*Hiệu quả hoạt động* được nghiên cứu trên góc độ hiệu quả đối với toàn bộ tài sản của công ty vào thời điểm cuối năm (biến ROA).

*Các biến kiểm soát* đặc thù của các công ty niêm yết trong mẫu bao gồm: tỷ lệ sở hữu tư nhân (SHTN); quy mô công ty (MV); hệ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách (MB); giao dịch cổ phiếu (Turnover); tính bất ổn của lợi tức cổ phiếu (StdRet); tỷ lệ lợi tức năm của cổ phiếu (ARet); tỷ lệ cổ tức trên giá cổ phiếu (DIVYield); tài sản cố định hữu hình (PPE); khấu hao (DEP).

Để hạn chế ảnh hưởng của những quan sát ngoại vi, các quan sát được loại bỏ ở phân vị 1% và phân vị 99% trong phân phối mẫu của mỗi biến, hoặc thay thế bằng các giá trị thích hợp.

*Mô hình phân tích*

Các mô hình định lượng được xây dựng nghiên cứu mối quan hệ trung quan giữa cấu trúc sở hữu, đòn bẩy tài chính và hiệu quả hoạt động của công ty, bao gồm:

*Mô hình 1:* Nghiên cứu mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu và hiệu quả hoạt động của công ty niêm yết.

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 * OS_{i,t-1} + \beta_2 * CONTROL_{i,t-1} + \mu_{it} \quad (1)$$

*Mô hình 2:* Nghiên cứu mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu và đòn bẩy tài chính của công ty niêm yết.

$$LEV_{it} = \alpha + \beta_1 * OS_{i,t-1} + \beta_2 * CONTROL_{i,t-1} + \mu_{it} \quad (2)$$

*Mô hình 3:* Nghiên cứu mối quan hệ giữa đòn bẩy tài chính và hiệu quả hoạt động của công ty niêm yết.

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 * LEV_{i,t-1} + \beta_2 * CONTROL_{i,t-1} + \mu_{it} \quad (3)$$

Các mô hình được ước lượng với sai số chuẩn để giải quyết hiện tượng phương sai không đồng nhất và sai số chuẩn theo cụm mỗi công ty để giải quyết vấn đề tự tương quan khi tính giá trị thống kê t.

### 3. Kết quả nghiên cứu

#### 3.1. Thống kê mô tả và ma trận tương quan

Các biến nghiên cứu, sau khi được xử lý loại bỏ các giá trị ngoại vi, có kết quả thống kê mô tả như trong Bảng 1. Các biến nghiên cứu chính đều cho các giá trị phù hợp với các nhận

định quan sát được. Theo đó, tỷ lệ sở hữu nhà nước, có giá trị trung bình 28%, cao hơn giá trị trung bình (7,6%) của tỷ lệ sở hữu nước ngoài. Điều này cho thấy xu thế kiểm soát của Nhà nước đối với các hoạt động của các công ty ở Việt Nam và sự hạn chế của các cổ đông nước ngoài trong việc tham gia sở hữu đối với các công ty niêm yết. Các biến ROA và LEV của các công ty có giá trị trung bình lần lượt là 6,4% và 11,6%.

Hệ số tương quan Pearson giữa các biến cho thấy mức độ tương quan là thấp, do vậy có thể loại bỏ khả năng đa cộng tuyến trong phân tích hồi quy của các mô hình nghiên cứu đề xuất (Bảng 2).

#### 3.2. Kết quả thực nghiệm

3.2.1. Tác động của cấu trúc sở hữu đến hiệu quả hoạt động của công ty niêm yết

Bảng 3 và Bảng 4 trình bày kết quả nghiên cứu từ mô hình (1) với ba phương pháp chạy mô hình: (1) phương pháp OLS; (2) Phương pháp sử dụng biến trễ trong OLS; (3) phương pháp cố định ảnh hưởng của Sàn giao dịch. Kết quả thực nghiệm là có ý nghĩa thống kê và phù hợp với giả thuyết đã đưa ra. Cụ thể, sở hữu nhà nước càng cao thì hiệu quả hoạt động của công ty niêm yết càng thấp. Trong khi đó, sở hữu nước ngoài càng cao thì hiệu quả hoạt động của công ty niêm yết càng cao.

Bảng 1. Thống kê mô tả các biến nghiên cứu

	Số quan sát công ty - năm	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Phân vị 90%	Phân vị 75%	Giá trị trung vị	Phân vị 25%	Phân vị 10%
SNNN	4749	0,280	0,258	0,596	0,510	0,269	0,000	0,000
SHNNg	4345	0,076	0,132	0,251	0,092	0,014	0,001	0,000
SHTN	4689	0,656	0,272	1,000	0,934	0,645	0,460	0,297
ROA	4967	0,064	0,087	0,153	0,097	0,049	0,019	0,003
LEV	4343	0,116	0,150	0,345	0,172	0,050	0,007	0,001
DIVyield	2821	0,105	0,095	0,203	0,125	0,080	0,052	0,033
MV	5071	-1,890	1,742	0,292	-0,930	-1,981	-2,966	-4,086
MB	5070	-0,183	0,739	0,724	0,289	-0,151	-0,664	-1,160
Turnover	3815	0,085	0,122	0,239	0,108	0,037	0,011	0,004
StdRet	3733	0,149	0,075	0,245	0,186	0,135	0,096	0,070
Aret	3808	-0,145	0,631	0,549	0,251	-0,043	-0,458	-1,041
PPE	4664	0,716	11,634	1,134	0,746	0,420	0,191	0,060
Dep	4664	0,277	4,235	0,536	0,280	0,132	0,047	0,013

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả.

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

Biến	MV	MB	LEV	ROA	DivYield	Turnover	StdRet	Aret	SHNN	SHNNg	SHTN	PPE	Dep
MV	1												
MB	0,52	1											
LEV	0,175	0,028	1										
ROA	0,199	0,318	-0,212	1									
DivYield	-0,38	-0,6	-0,022	0,04	1								
Turnover	-0,107	-0,23	-0,076	-0,092	0,194	1							
StdRet	-0,242	-0,175	-0,014	-0,074	0,194	0,323	1						
Aret	0,06	0,126	0,007	0,169	-0,073	0,085	-0,082	1					
SHNN	0,112	0,162	0,137	0,109	-0,041	-0,257	-0,073	0,039	1				
SHNNg	0,419	0,156	-0,044	0,141	-0,192	-0,112	-0,11	0,04	-0,173	1			
SHTN	-0,309	-0,213	-0,115	-0,151	0,142	0,297	0,122	-0,056	-0,881	-0,298	1		
PPE	0,017	0,028	0,012	0,006	-0,017	-0,131	-0,03	0,052	-0,011	-0,01	0,016	1	
Dep	0,015	0,035	0,003	0,013	-0,018	-0,158	-0,062	0,097	-0,001	-0,004	0,005	0,995	1

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả.

Bảng 3. Sở hữu nhà nước và hiệu quả hoạt động của công ty niêm yết

Biến	Phương pháp	(1)	(2)	(3)
ROA	SNN	<b>-0,044**</b> <b>(-2,48)</b>	<b>-0,016*</b> <b>(-1,92)</b>	<b>-0,040**</b> <b>(-2,31)</b>
	SHTN	-0,068*** <b>(-3,72)</b>	-0,025*** <b>(-2,68)</b>	-0,067*** <b>(-3,70)</b>
	MV	-0,001 <b>(-0,67)</b>	-0,003** <b>(-2,57)</b>	-0,003 <b>(-1,23)</b>
	MB	0,045*** <b>(11,51)</b>	0,029*** <b>(12,66)</b>	0,046*** <b>(11,41)</b>
	LEV	-0,092*** <b>(-7,50)</b>	-0,017** <b>(-2,27)</b>	-0,091*** <b>(-7,50)</b>
	Turnover	-0,017 <b>(-1,04)</b>	-0,003 <b>(-0,22)</b>	-0,016 <b>(-0,94)</b>
	StdRet	-0,028 <b>(-1,28)</b>	0,005 <b>(0,33)</b>	-0,024 <b>(-1,13)</b>
	Aret	0,028*** <b>(6,36)</b>	0,005 <b>(1,38)</b>	0,028*** <b>(6,37)</b>
	l_roa		0,620*** <b>(22,79)</b>	
	Hằng số	0,216*** <b>(10,99)</b>	0,042*** <b>(4,05)</b>	0,207*** <b>(10,37)</b>
	Ảnh hưởng cố định	IY	IY	IY
	Số quan sát	2,281	2,280	2,281
	Adj.R2	0,3097	0,5636	0,3111

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả.

Bảng 4. Sở hữu nước ngoài và hiệu quả hoạt động của công ty niêm yết

Biến	Phương pháp	(1)	(2)	(3)
ROA	SHNNg	<b>0,047**</b> <b>(2,57)</b>	<b>0,018**</b> <b>(2,06)</b>	<b>0,043**</b> <b>(2,41)</b>
	SHTN	-0,023** (-2,51)	-0,009* (-1,79)	-0,026*** (-2,78)
	MV	-0,001 (-0,72)	-0,003*** (-2,63)	-0,003 (-1,27)
	MB	0,045*** (11,52)	0,029*** (12,65)	0,046*** (11,42)
	LEV	-0,092*** (-7,51)	-0,017** (-2,27)	-0,091*** (-7,50)
	Turnover	-0,017 (-1,03)	-0,003 (-0,22)	-0,016 (-0,93)
	StdRet	-0,027 (-1,25)	0,006 (0,34)	-0,024 (-1,11)
	Aret	0,028*** (6,35)	0,005 (1,38)	0,028*** (6,36)
	l_roa		0,620*** (22,77)	
	Hằng số	0,171*** (11,21)	0,025*** (3,13)	0,166*** (10,40)
	Ảnh hưởng cố định	IY	IY	IY
	Số quan sát	2,281	2,280	2,281
	Adj.R2	0,3101	0,5637	0,3115

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả.

3.2.2. Tác động của cấu trúc sở hữu đến đòn bẩy tài chính của các công ty niêm yết

Kết quả nghiên cứu của mô hình (2) được trình bày trong Bảng 5 và Bảng 6 cùng với ba phương pháp xử lý mô hình. Giả thuyết về mối quan hệ giữa sở hữu nhà nước và tỷ lệ đòn bẩy tài chính đã được chứng minh với mức ý nghĩa

1% cho cả ba phương pháp hồi quy. Sở hữu nhà nước được khẳng định có mối quan hệ thuận chiều với tỷ lệ đòn bẩy tài chính và sở hữu nước ngoài có mối quan hệ ngược chiều với tỷ lệ đòn bẩy tài chính trong các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Bảng 5. Sở hữu nhà nước và đòn bẩy tài chính

Biến	Phương pháp	(1)	(2)	(3)
LEV	SHNN	<b>0,157***</b> <b>(4,11)</b>	<b>0,034***</b> <b>(3,27)</b>	<b>0,156***</b> <b>(4,08)</b>
	SHTN	0,098*** (2,81)	0,028*** (3,00)	0,098*** (2,81)
	MV	0,025*** (4,71)	0,006*** (4,48)	0,025*** (4,38)
	MB	-0,016* (-1,80)	-0,008*** (-3,65)	-0,017* (-1,83)
	ROA	-0,355*** (-7,49)	-0,021 (-1,26)	-0,354*** (-7,56)
	PPE	0,007	0,001	0,007

	(1,10)	(1,60)	(1,10)
Dep	-0,020	-0,004*	-0,020
	(-1,10)	(-1,67)	(-1,09)
I_LEV		0,859***	
		(65,28)	
Hằng số	0,057*	-0,002	0,058
	(1,73)	(-0,19)	(1,60)
Ảnh hưởng cố định	IY	IY	IY
Số quan sát	3,305	3,195	3,305
Adj.R2	0,1624	0,7818	0,1621

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả.

Bảng 6. Sở hữu nước ngoài và đòn bẩy tài chính của công ty niêm yết

Biến	Phương pháp	(1)	(2)	(3)
LEV	SHNNg	<b>-0,159***</b> <b>(-3,99)</b>	<b>-0,035***</b> <b>(-3,49)</b>	<b>-0,158***</b> <b>(-3,97)</b>
	SHTN	-0,057** (-2,58)	-0,006 (-0,91)	-0,057** (-2,54)
	MV	0,025*** (4,71)	0,006*** (4,51)	0,025*** (4,38)
	MB	-0,016* (-1,80)	-0,008*** (-3,67)	-0,017* (-1,83)
	ROA	-0,354*** (-7,48)	-0,020 (-1,25)	-0,354*** (-7,55)
	PPE	0,007 (1,10)	0,001 (1,60)	0,007 (1,10)
	Dep	-0,020 (-1,10)	-0,004* (-1,67)	-0,020 (-1,09)
	I_LEV		0,859*** (65,32)	
	Hằng số	0,214*** (8,16)	0,032*** (4,68)	0,215*** (7,55)
	Ảnh hưởng cố định	IY	IY	IY
	Số quan sát	3,305	3,195	3,305
	Adj.R2	0,1621	0,7818	0,1618

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả.

3.2.3. Tác động của đòn bẩy tài chính đến hiệu quả hoạt động của công ty niêm yết

Mô hình nghiên cứu đề xuất mối quan hệ giữa tỷ lệ đòn bẩy tài chính và hiệu quả hoạt động của công ty được đưa ra trong mô hình (3). Theo đó, giả thuyết được xây dựng, trong bối cảnh của các quốc gia đang phát triển như Việt Nam, tỷ lệ vay nợ càng cao thì hiệu quả hoạt động của công ty càng thấp. Kết quả nghiên cứu thực nghiệm cho thấy sự phù hợp với giả thuyết đưa ra

với mức ý nghĩa cao (1%) đối với cả ba phương pháp xử lý mô hình (Bảng 7).

### 3.3. Kiểm định tính bền vững của kết quả

Với kết quả thực nghiệm có ý nghĩa thống kê trong các mô hình nghiên cứu được đề xuất, phương pháp hồi quy bình phương nhỏ nhất (Mô hình OLS) vẫn có thể gặp phải vấn đề nội sinh ảnh hưởng đến kết quả. Chính vì vậy, các mô hình nghiên cứu được xem xét thêm các

biến trễ của biến độc lập nhằm hạn chế sự tác động ngược lại của biến độc lập đến các biến phụ thuộc trong mô hình, đó là phương pháp sử dụng biến trễ trong OLS. Ngoài ra, khi các công ty trong mẫu nghiên cứu là các công ty niêm yết trên cả hai sàn giao dịch chứng khoán của Việt Nam, các ảnh hưởng cố định từ đặc thù của sàn giao dịch có thể xảy ra. Do vậy, nhóm tác giả giải quyết vấn đề này bằng phương pháp hồi

quy xem xét đến ảnh hưởng cố định từ sàn giao dịch. Ngoài ra, các mô hình nghiên cứu đều được kiểm soát ảnh hưởng cố định năm và ngành (IY).

Các kết quả thực nghiệm vẫn đồng nhất và phù hợp với các giả thuyết đưa ra với việc kiểm định bằng các phương pháp hồi quy khác nhau. Điều này khẳng định thêm tính bền vững của kết quả nghiên cứu.

Bảng 7. Đòn bẩy tài chính và hiệu quả hoạt động của công ty niêm yết

Biến	Phương pháp	(1)	(2)	(3)
ROA	LEV	<b>-0,110***</b> <b>(-8,82)</b>	<b>-0,023***</b> <b>(-3,11)</b>	<b>-0,108***</b> <b>(-8,58)</b>
	DIVYield	0,208*** (7,87)	0,015 (0,92)	0,206*** (7,80)
	MV	0,005** (2,43)	-0,000 (-0,09)	0,003 (1,27)
	MB	0,059*** (11,60)	0,024*** (8,68)	0,060*** (11,64)
	Turnover	-0,043** (-2,57)	-0,028** (-2,44)	-0,043** (-2,57)
	StdRet	-0,030 (-1,31)	-0,004 (-0,25)	-0,026 (-1,10)
	Aret	0,029*** (5,72)	0,007* (1,67)	0,028*** (5,69)
	I_ROA		0,654*** (22,53)	
	Hằng số	0,108*** (8,00)	0,031*** (3,37)	0,098*** (6,67)
	Ảnh hưởng cố định	IY	IY	IY
	Số quan sát	1,802	1,802	1,802
	Adj.R2	0,3748	0,6468	0,3767

#### 4. Các hàm ý và kết luận

Kết quả phân tích định lượng đã cho thấy các mối quan hệ có ý nghĩa trong hoạt động quản trị tài chính của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Ứng dụng nghiên cứu thực nghiệm trên toàn bộ các công ty niêm yết trong một khoảng thời gian đủ lớn là một hướng nghiên cứu có thể giúp đánh giá các mối quan hệ mang tính bản chất và đặc thù cơ bản cho thị trường chứng khoán Việt Nam,

luận giải những đặc trưng riêng trong hoạt động quản trị công ty tại Việt Nam.

Kết quả phân tích thực nghiệm từ các mô hình kinh tế lượng đề xuất có thể tóm lược trong Bảng 8.

##### *Cấu trúc sở hữu và quyết định tài trợ vốn*

Sở hữu nhà nước có tác động thuận chiều đến các quyết định tài trợ vốn bằng đòn bẩy tài chính của công ty niêm yết, trong khi đó, sở hữu nước ngoài lại có tác động ngược chiều.



Như vậy, có thể thấy rõ kết quả ngược chiều nhau trong tác động của sở hữu nhà nước và sở hữu nước ngoài.

#### *Cấu trúc sở hữu và hiệu quả hoạt động của công ty*

Nghiên cứu hoạt động quản trị của công ty, các quyết định tài chính như quyết định sử dụng nợ vay cao hay thấp của công ty được xem là các hoạt động quản trị trung gian, mục đích cuối cùng của quản trị công ty vẫn là hiệu quả hoạt động. Do vậy, việc xem xét tác động của cấu trúc sở hữu đến hoạt động của công ty không chỉ dừng lại ở việc đánh giá tác động đến các quyết định tài chính, mà quan trọng hơn là tác động đến hiệu quả hoạt động của công ty.

Kết quả nghiên cứu thực nghiệm cũng cho thấy tác động khá rõ ràng, được kiểm định là có ý nghĩa, giữa cấu trúc sở hữu và hiệu quả hoạt động của công ty. Tác động của sở hữu nhà nước và sở hữu nước ngoài lại có kết quả trái ngược nhau. Cụ thể, sở hữu nhà nước có tác động ngược chiều, trong khi sở hữu nước ngoài có tác động thuận chiều đến hiệu quả hoạt động của công ty. Kết quả này cũng phù hợp với các nhận định cho rằng các doanh nghiệp có tỷ lệ sở hữu nhà nước cao thường tỏ ra yếu kém trong hoạt động kinh doanh và hoạt động quản trị. Việc lựa chọn các nhà lãnh đạo trong các công ty này còn bị chi phối bởi nhiều yếu tố, chưa thật sự vì yếu tố lợi ích và giá trị công ty. Ngoài ra, hoạt động của các công ty này cũng thường ít linh hoạt hơn, phản ứng chậm hơn với những

biến động thị trường do cơ chế quản trị và báo cáo các cấp quản lý nhà nước đòi hỏi nhiều thời gian hơn.

Ngược lại, các công ty có tỷ lệ sở hữu nước ngoài cao thường có lợi thế từ hệ thống nhà quản trị và công cụ quản trị hiện đại và linh hoạt, các nhà quản trị hoạt động vì lợi ích của chính họ, vì vậy, hoạt động quản trị ưu tiên hướng đến mục tiêu hiệu quả hoạt động cho công ty.

#### *Quyết định tài trợ vốn và hiệu quả hoạt động của công ty*

Nhằm nghiên cứu rõ hơn mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu và hiệu quả hoạt động của công ty, đánh giá tác động của các quyết định tài trợ vốn đến hiệu quả hoạt động của công ty chính là làm rõ hơn cơ chế tác động của mối quan hệ này trong hoạt động quản trị của công ty.

Kết quả nghiên cứu thực nghiệm cho thấy, các công ty có tỷ lệ vay vốn cao hơn thì có kết quả hoạt động kinh doanh thấp hơn. Điều này logic với phân tích cơ chế tác động của cấu trúc sở hữu nhà nước cao dẫn đến tỷ lệ vốn vay cao, nhưng lại làm hiệu quả hoạt động của công ty thấp.

Trong khi, cấu trúc sở hữu nước ngoài cao dẫn đến tỷ lệ vốn vay thấp, nhưng lại làm hiệu quả hoạt động của công ty cao. Nghiên cứu ba mối quan hệ tác động giữa cấu trúc sở hữu, quyết định tài trợ vốn và hiệu quả hoạt động đã cho một kết quả thống nhất.

Bảng 8. Kết quả mối quan hệ tương quan giữa trong hoạt động quản trị tài chính của các công ty niêm yết

	Quyết định tài trợ vốn (LEV)	Hiệu quả hoạt động (ROA)
Sở hữu nhà nước (SHNN)	+	-
Sở hữu nước ngoài (SHNNg)	-	+
Quyết định tài trợ vốn (LEV)		-

## 5. Kết luận

Kết quả nghiên cứu thực nghiệm về sự tác động của cấu trúc sở hữu đến hiệu quả hoạt động của công ty đã được nghiên cứu khá nhiều tại các quốc gia và cũng đã được nghiên cứu ở Việt Nam. Tuy nhiên, nghiên cứu này được thực hiện trên một bộ dữ liệu đầy đủ hơn về tất

cả các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam và khẳng định thêm về mối quan hệ thuận chiều của sở hữu nhà nước và mối quan hệ ngược chiều của sở hữu nước ngoài đối với hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết. Hơn thế, nghiên cứu cũng bổ sung và làm rõ hơn cơ chế tác động của cấu trúc sở hữu đến hiệu quả hoạt động thông qua việc

nghiên cứu mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu với đòn bẩy tài chính và giữa đòn bẩy tài chính với hiệu quả hoạt động của công ty. Đòn bẩy tài chính được xem là công cụ trung gian thể hiện sự tương tác giữa cấu trúc sở hữu đến hiệu quả hoạt động. Kết quả nghiên cứu cũng đồng nhất và phù hợp với hiện tượng: khi tỷ lệ sở hữu nhà nước cao thì tỷ lệ vay nợ cao, nhưng lại dẫn đến hiệu quả hoạt động của công ty thấp. Ngược lại, khi tỷ lệ sở hữu nước ngoài cao thì tỷ lệ đòn bẩy tài chính lại thấp và dẫn đến hiệu quả hoạt động của công ty cao. Các kết quả nghiên cứu thực nghiệm này có thể là minh chứng ủng hộ cho các chính sách quản lý của Nhà nước đang có xu thế giảm tỷ lệ sở hữu nhà nước và tăng tỷ lệ sở hữu nước ngoài trong các công ty ở Việt Nam.

#### Tài liệu tham khảo

- [1] John S. Earle, “Post-privatization ownership structure and productivity in Russia Industrial Enterprises”, Working Paper, Stockholm School of Economics, Central European University, 1998.
- [2] Xu, X., & Wang, Y., “Ownership structure and corporate governance in Chinese stock companies”, China Journal of Accounting Research, 6 (1999) 2, 75-87.
- [3] Lê Đức Hoàng, “Tác động của cấu trúc sở hữu tới hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ở Việt Nam”, Luận án tiến sĩ, Trường Đại học Kinh tế Quốc dân, 2015.
- [4] Claessens, S. and Djankov, S., “Ownership concentration and corporate performance in the Czech Republic”, Journal of Comparative Economics, 27 (1999), 498-513.
- [5] Wei Z., F. Xie, S. Zhang, “Ownership structure and Firm Value in China’s Privatized Firms: 1991-2001”, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 40 (2004) 1, 87-108.
- [6] Jensen, M.C. and Meckling, W.H., “Agency Costs and the theory of the firm”, Journal of Accounting and Economics, 3 (1976), 305-360.
- [7] Le, T. and Chizema, A., “State ownership and Firm performance: Evidence from the Chinese listed firms”, Organization and Markets in Emerging Economies, 2 (2011) 2, 72-90.
- [8] Megginson, W.L. and Netter J., “From state to market: A survey of empirical studies on privatization”, Forthcoming, Journal of Economics Literature, 2001.
- [9] Saul E., J. Hanousek, J. Svejnar, “The effects of privatization and ownership in transition economies”, Journal of Economics Literature, 47 (2008) 3, 699-728.
- [10] Kasseeah, H., “What determines the leverage decision of Chinese firms?”, Journal of the Asia Pacific Economy, 13 (2008) 3, 354-374.
- [11] Qi, D., Wu, W. and Zang, H., “Shareholding structure and corporate performance of partially privatized firms: Evidence from listed Chinese companies”, Pacific-Basin Finance Journal, 8 (2000) 5, 587-610.

## Impacts of Ownership Structure on Firm Profitability among Listed Firms in Vietnamese Securities Exchange

Nguyen Thi Minh Hue<sup>1</sup>, Dang Tung Lam<sup>2</sup>

<sup>1</sup>School of Banking and Finance - University of Economics and Business,  
No. 207, Giai Phong, Dong Tam, Hai Ba Trung Dist., Hanoi, Vietnam

<sup>2</sup>University of Danang - University of Economics,  
No. 71, Ngu Hanh Son, Da Nang City, Vietnam

**Abstract:** The paper studies relationships between: ownership structure and leverage and profitability of firms using data of all listed firms in the two exchanges in Vietnam. The empirical

findings show negative relationships between state ownership and firm profitability and positive relationships between foreign ownership and firm profitability. In addition, the relationships of leverages with ownerships resulted logically with firm profitability when leverages are considered as a tool of financial management. Particularly, leverage is high in high state ownership firms, and the high leverage firms have low profitability. The findings are in an inverse way with regard to foreign ownership. The paper contributes more empirical evidence to the policies which potentially enhance low state ownership and high foreign ownership in Vietnamese firms.

*Keywords:* Ownership structure, firm profitability, leverage, listed firms.