

Mối quan hệ giữa cổ đông lớn và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp - Nghiên cứu tại các doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh

Dương Ngân Hà - Vũ Hoàng Trung - Lê Hồng Cảnh

Học viện Ngân hàng

Ngày nhận: 01/06/2021

Ngày nhận bản sửa: 09/06/2021

Ngày duyệt đăng: 25/06/2021

***Tóm tắt:** Nghiên cứu nhằm mục đích đánh giá mối quan hệ giữa tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn tới kết quả kinh doanh của doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam. Bằng cách sử dụng dữ liệu của 384 doanh nghiệp đang niêm yết tại Sở Giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh trong giai đoạn từ 2010 đến 2020 và phương pháp hồi quy GMM, kết quả cho thấy tồn tại mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu của cổ đông lớn tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp Việt Nam. Cụ thể, cổ đông lớn có tác động*

Relationship between blockholders and performance of enterprise-Empirical evidence in listed firms on the Ho Chi Minh city stock exchanges

Abstract: This paper aims to investigate the relationship between the ownership structure of major shareholders (blockholders) and listed firm performance in Vietnam. Using GMM regression method and financial data of approximately 400 listed firms on the Ho Chi Minh City Stock Exchange in the period from 2010 to 2020. The results show that there is a relationship between the ownership structure of blockholders and the performance of Vietnamese enterprises. Specifically, blockholders have a positive impact on the profitability of the business, however the correlation coefficient is extremely small. Moreover, domestic blockholders has no impact on the firms'ROA. Foreign blockholder have been shown to have an impact on business performance but not consistently. While institutional blockholders have a positive impact on the firm performance, foreign individual blockholders have a negative impact during the study period. Finally, the results also show that performance of State-owned enterprise with at least 51% state ownership are worse than other enterprises.

Keywords: Ownership structure, Blockholders, Firm performance

Duong, Ngan Ha

Email: hadn@hvn.edu.vn

Vu, Hoang Trung

Email: vhtung2710@gmail.com

Le, Hong Canh

Email: hongcanh511@gmail.com

Organizations of all: Banking Academy of Vietnam

tích cực tới tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp, tuy nhiên mức độ tác động là rất nhỏ. Nhóm cổ đông lớn trong nước không có tác động tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, cổ đông nước ngoài được chứng minh có tác động không đồng nhất tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Cổ đông lớn là tổ chức có tác động tích cực trong khi đó cổ đông lớn là cá nhân lại ảnh hưởng tiêu cực tới hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Cuối cùng, kết quả nghiên cứu cũng chỉ ra rằng hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp có sở hữu Nhà nước từ 51% trở lên sẽ kém hơn so với các doanh nghiệp còn lại.

Từ khóa: Cấu trúc sở hữu, Cổ đông lớn, Hiệu quả hoạt động

1. Giới thiệu

Lợi ích của cổ đông luôn là vấn đề được quan tâm trong hoạt động góp vốn vào công ty cổ phần. Số lượng cổ phần nắm giữ của các cổ đông sẽ đại diện cho quyền sở hữu vốn tại doanh nghiệp. Cụ thể như quyền biểu quyết, quyền nhận cổ tức, quyền mua cổ phiếu mới... Khi quyền sở hữu càng tăng, mức độ chi phối của lợi ích cá nhân có thể sẽ ảnh hưởng tới hoạt động của doanh nghiệp, đặc biệt liên quan đến các hoạt động quản trị doanh nghiệp, công khai thông tin giao dịch với những người có liên quan (Edmans, 2014).

Theo quy định của Luật Doanh nghiệp (2020) và Luật Chứng khoán (2019) cổ đông lớn được định nghĩa là cổ đông hoặc nhóm cổ đông nắm giữ từ 5% tổng số cổ phần phổ thông trở lên hoặc một tỷ lệ khác nhỏ hơn theo quy định tại Điều lệ công ty. Cổ đông thuộc nhóm này có các quyền nhất định như xem xét, tra cứu một số tài liệu, có quyền triệu tập cuộc họp cổ đông hoặc yêu cầu Ban kiểm soát kiểm tra các vấn đề có liên quan đến quản lý điều hành công ty nếu cần thiết.

Trong số các cổ đông lớn hiện nay, doanh nghiệp thường duy trì hai nhóm cổ đông bao gồm: cổ đông tổ chức và cổ đông cá nhân hoặc cổ đông trong nước và cổ đông nước ngoài. Đối với một số doanh nghiệp

có cổ phần của Nhà nước, tùy thuộc vào tỷ lệ sở hữu của Nhà nước tại doanh nghiệp, cổ đông đại diện phần vốn góp của Nhà nước có thể là cổ đông lớn (khi sở hữu trên 5% cổ phần phổ thông) hoặc cổ đông chi phối (doanh nghiệp Nhà nước- sở hữu từ 51% cổ phần trở lên).

Có thể thấy, cổ đông lớn là nhóm cổ đông có khả năng chi phối tới các quyết định tài chính của doanh nghiệp. Do đó, duy trì một cơ cấu cổ đông lớn không hợp lý có thể dẫn tới những vấn đề liên quan tới lợi ích nhóm do xuất phát từ những lợi ích cá nhân của người kiểm soát doanh nghiệp.

Hiện nay có khá nhiều nghiên cứu tại nước ngoài phân tích ảnh hưởng của sở hữu cổ đông lớn tới hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp- thường được đo lường bằng tỷ số giữa lợi nhuận sau thuế và tổng tài sản của doanh nghiệp (ROA). De Miguel và cộng sự (2004), Liu và cộng sự (2012) đã tìm thấy mối tương quan hình chữ U ngược giữa sở hữu của cổ đông lớn và khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Tại Việt Nam các nghiên cứu về cấu trúc sở hữu vốn chưa nhiều, các nghiên cứu tập trung chủ yếu vào cấu trúc sở hữu nói chung như sở hữu nhà nước, sở hữu cổ đông lớn nói chung và sở hữu nước ngoài mà chưa nghiên cứu cụ thể từng đối tượng cổ đông lớn như cá nhân, tổ chức (Carlin và Pham, 2008, Phung và Mishra, 2016).

Vì vậy, tác giả lựa chọn nghiên cứu một cách có hệ thống về ảnh hưởng của cổ đông lớn là nhà đầu tư nước ngoài, trong nước và nhà nước, cổ đông lớn là cá nhân, tổ chức đối với hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp Việt Nam.

Sử dụng phương pháp hồi quy GMM dựa trên số liệu 384 doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (HSX) trong giai đoạn từ 2010-2020, nghiên cứu tìm hiểu mối quan hệ giữa tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn tới hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam. Theo đó, bài nghiên cứu được trình bày theo 5 phần. Phần 1 giới thiệu về vấn đề nghiên cứu, phần 2 nhóm tác giả trình bày tổng quan các nghiên cứu trước đây, phần 3 đưa ra dữ liệu, phương pháp và mô hình nghiên cứu, phần 4 trình bày kết quả nghiên cứu và phần 5 là một số khuyến nghị dựa trên kết quả nghiên cứu.

2. Tổng quan nghiên cứu về mối quan hệ giữa cổ đông lớn và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp

2.1. Cổ đông Nhà nước và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp

Sở hữu Nhà nước có thể ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp nếu có sự bất đồng giữa mục tiêu của nhà nước với các cổ đông khác. Mục tiêu của các cổ đông là tối đa hóa giá trị tài sản. Tuy nhiên, sở hữu Nhà nước có thể có các mục tiêu khác nhau như mục tiêu về xã hội là để tăng cơ hội việc làm hoặc mục tiêu về chính trị nhằm ngăn chặn sự xâm nhập của các nhà đầu tư nước ngoài và bảo vệ các nhà sản xuất trong nước. Các mục tiêu như vậy không phù hợp với việc tối đa hóa giá trị của doanh nghiệp. Capobianco và Christiansen (2011) cho rằng tác động tích cực của sở hữu Nhà nước đối với hiệu quả

hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp là do sở hữu Nhà nước có những mục tiêu khác so với mục tiêu của các chủ sở hữu khác. Trước đó, Shleifer (1998) cũng đã lập luận rằng sở hữu Nhà nước phải chịu chi phí cao thường là do quản trị doanh nghiệp kém, do đó sở hữu Nhà nước có ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp.

Tuy vậy, doanh nghiệp có sở hữu Nhà nước có thể giúp doanh nghiệp dễ dàng hơn trong việc giải quyết các chính sách và nhận được sự ưu đãi từ Chính phủ. Le và Buck (2011) đã chỉ ra rằng các doanh nghiệp có thể có được lợi ích từ quyền sở hữu Nhà nước thông qua các nhà quản lý giám sát hoặc các chủ sở hữu tư nhân.

2.2. Sở hữu của cổ đông lớn và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp

Mục tiêu chính của các cổ đông tổ chức là lợi nhuận, vì vậy các ý kiến, tác động của họ đến tình hình kinh doanh của doanh nghiệp đều nhằm mục tiêu tối đa hóa lợi nhuận. Bởi vậy đa số các tài liệu trước đó từng nghiên cứu đều chỉ ra cơ cấu sở hữu là tổ chức càng cao thì kết quả kinh doanh của doanh nghiệp càng đạt kết quả tốt. Kansil và Singh (2018) cũng chỉ ra mối quan hệ tích cực giữa cơ cấu cổ đông tổ chức với hiệu quả hoạt động doanh nghiệp thông qua nghiên cứu với các công ty trên Sở Giao dịch chứng khoán Bombay và Sở Giao dịch Chứng khoán NSE của Ấn Độ. Thanatawee (2014) chỉ ra rằng tỷ lệ sở hữu cổ phần của các nhà đầu tư tổ chức trong nước có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, trong khi tỷ lệ sở hữu tổ chức nước ngoài càng cao thì ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp càng thấp hơn. Lin và Fu (2017) đã thực hiện nghiên cứu với phương pháp hồi quy GMM dựa trên các công ty

niêm yết tại Trung Quốc. Và kết quả đã chỉ ra rằng cơ cấu sở hữu tổ chức có ảnh hưởng đáng kể và tích cực đến hiệu quả hoạt động kinh doanh. Đặc biệt, kết quả chỉ ra rằng các cổ đông tổ chức lớn nước ngoài có ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả hoạt động của công ty hơn so với trong nước và các tổ chức nhỏ.

2.3. Nhà đầu tư nước ngoài và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp

Nghiên cứu của Driffield và cộng sự (2018) tại Đức, Ba Lan, Ý, Vương quốc Anh đã cho thấy rằng mối quan hệ ngày càng tăng nhưng phi tuyến tính giữa cơ cấu sở hữu nước ngoài và kết quả hoạt động kinh doanh. Bentivogli và Mirenda (2017) đã tìm thấy bằng chứng cho thấy kết quả kinh doanh của doanh nghiệp đã được cải thiện khi tỷ lệ sở hữu, đầu tư của nhà đầu tư nước ngoài tăng lên ở nhiều khía cạnh như quy mô, lợi nhuận và sự ổn định về tài chính. Gurbuz và Aybars (2010) cũng đã thực hiện nghiên cứu trên các công ty niêm yết tại Thổ Nhĩ Kỳ. Kết quả tổng thể của nghiên cứu này chỉ ra rằng sở hữu nước ngoài cải thiện tài chính doanh nghiệp cũng như hiệu suất doanh nghiệp ở Thổ Nhĩ Kỳ lên đến một cấp độ nhất định, xa hơn so với khi không có sự đầu tư từ nước ngoài. Pervan và cộng sự (2012) đã kiểm tra mối liên hệ giữa quyền sở hữu công ty và hiệu quả hoạt động của công ty ở Croatia và nhận thấy rằng các công ty niêm yết do các nhà đầu tư nước ngoài kiểm soát hoạt động tốt hơn các công ty trong nước.

Có thể thấy, cấu trúc sở hữu doanh nghiệp được chứng minh là có tác động tới hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Trong đó, nhóm cổ đông lớn do có lợi thế về quyền biểu quyết được kỳ vọng sẽ có những tác động đáng kể tới khả năng sinh lời của doanh nghiệp.

3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu

Bài viết sử dụng cơ sở dữ liệu 384 doanh nghiệp được niêm yết tại HSX vào thời điểm cuối năm 2020 (Fiingroup, 2021). Dữ liệu tài chính của các doanh nghiệp niêm yết được lấy từ chuyên trang dữ liệu tài chính của công ty Fiingroup. Dữ liệu về cấu trúc sở hữu được lấy từ Báo cáo thường niên của doanh nghiệp công bố tại website Vietstock.vn. Khoảng thời gian nghiên cứu kéo dài từ năm 2010 đến năm 2020 nhằm xem xét toàn diện tác động của sự thay đổi trong cấu trúc sở hữu của cổ đông lớn tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp trong các giai đoạn thị trường khác nhau.

Trong khoảng thời gian nghiên cứu kéo dài 11 năm, có một số doanh nghiệp niêm yết không đủ thời gian nhưng vẫn được đưa vào nghiên cứu, một số biến do không có công bố thông tin từ phía công ty niêm yết sẽ được để trống và coi như giá trị bị thiếu. Thêm vào đó, do việc tính toán một số biến dựa trên dữ liệu có sẵn nhưng không đầy đủ dẫn tới số lượng quan sát của một số biến sẽ bị giảm. Số lượng quan sát mỗi biến dao động từ 3762 tới 4233 quan sát.

3.2. Phương pháp nghiên cứu và mô hình nghiên cứu

Mô hình tác động cố định (Fix Effect) thường được sử dụng để kiểm tra sự không đồng nhất không được quan sát đối với dữ liệu bảng (Baltagi, 2005). Tuy nhiên, biến cấu trúc sở hữu được chứng minh có tồn tại vấn đề nội sinh khi đưa vào các mô hình kiểm định, do đó việc sử dụng mô hình tác động cố định là không phù hợp và sẽ dẫn tới kết quả ước lượng không vững (Demsetz & Villalonga, 2001). Do đó, việc đưa vào một biến công cụ là cần thiết để giảm bớt vấn

đề đồng nhất do biến sở hữu gây ra. Tuy nhiên, rất khó để tìm được các biến công cụ thích hợp đáp ứng được các yêu cầu của một biến công cụ hợp lệ, bao gồm không có mối tương quan với sai số và mối tương quan với biến nội sinh (Nakano và Nguyen, 2012). Để khắc phục các vấn đề trên, tác giả sử dụng mô hình GMM (Hansen, 1982) thay thế cho mô hình tác động cố định. Biến công cụ được sử dụng là biến trễ của kết quả hoạt động kinh doanh (ROA).

Sử dụng phương pháp GMM và mô hình nghiên cứu của một số tác giả trước đây như Lin và Fu (2017), Phung và Mishra (2016), King và Santor (2008), nhóm tác giả đưa ra mô hình nghiên cứu như sau:

$$ROA_{ij} = \alpha + \gamma ROA_{i-1} + \beta_1 OWN_{ij} + \beta_2 CONTROL_{ij} + e_{ij}$$

Trong đó:

ROA_{ij} : tỷ lệ ROA của công ty i tại năm j

OWN_{ij} : Nhóm biến cấu trúc sở hữu tại công ty i năm j

$CONTROL_{ij}$: Nhóm biến kiểm soát có tác động tới ROA của công ty i năm j

e_{ij} : Nhiễu

Mô tả cụ thể cách tính toán của các biến được trình bày trong Bảng 1.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Thống kê mô tả dữ liệu

Với giá trị trung bình là 42,5% và giá trị lớn nhất là 100%, tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn sở hữu trên 5% cổ phần có quyền biểu quyết tại các doanh nghiệp niêm yết tại HSX ở mức tương đối cao. Cụ thể đối với từng nhóm cổ đông lớn, cổ đông Nhà nước

Bảng 1. Mô tả các biến được sử dụng trong mô hình

Biến phụ thuộc	
ROA	Lợi nhuận sau thuế/ Tổng tài sản
Biến OWN _{ij}	
Blockholder	tổng tỷ lệ sở hữu của các cổ đông lớn (cổ đông sở hữu từ 5% cổ phần) có quyền biểu quyết của doanh nghiệp
Stateown	Tỷ lệ sở hữu của cổ đông Nhà nước tại doanh nghiệp (sở hữu từ 5% cổ phần có quyền biểu quyết của doanh nghiệp)
SOE	biến giả, SOE= 1 khi Stateown ≥ 51%; SOE= 0 trong trường hợp ngược lại
Dinsblock	tỷ lệ sở hữu cổ đông lớn là tổ chức trong nước
Dindblock	tỷ lệ sở hữu cổ đông lớn là cá nhân trong nước
Finssblock	tỷ lệ sở hữu cổ đông lớn là tổ chức nước ngoài
Findblock	tỷ lệ sở hữu cổ đông lớn là cá nhân nước ngoài
Biến CONTROL _{ij}	
SIZE	Logarit tự nhiên của Tổng tài sản
Lev	Tổng nợ/Tổng tài sản
Salesgrowth	Doanh thu thuần năm t /doanh thu thuần năm $(t-1)$
Inv_Ratio	Tỷ lệ mua sắm xây dựng TSCĐ/tổng tài sản
FA_Ratio	Tài sản cố định/tổng tài sản
AGE	Số năm hoạt động của doanh nghiệp tính từ thời điểm thành lập công ty cổ phần

Nguồn: Nhóm tác giả tổng hợp

tại một số doanh nghiệp còn ở mức rất cao lên tới 96,77% trong khi mức bình quân là 15,9%. Tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn là cá nhân có xu hướng nhỏ hơn đáng kể so với sở hữu của nhà đầu tư tổ chức. Với mức sở hữu trung bình đạt 8,9% đối với cổ đông trong nước và 0,3% đối với cổ đông nước ngoài. Con số này là 12,8% đối với cổ đông lớn là tổ chức trong nước và 4,5% đối với cổ đông lớn là tổ chức nước ngoài.

4.2. Tác động của cổ đông lớn tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp

Kết quả nghiên cứu được trình bày tại Bảng 3 cho thấy mối quan hệ giữa tỷ lệ sở hữu của các nhóm cổ đông lớn và hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp được đo lường qua chỉ tiêu ROA.

Mô hình (1) kiểm tra tác động của cổ đông sở hữu trên 5% cổ phần có quyền biểu quyết tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu cho thấy sự

phù hợp với các nghiên cứu trước đây như Thanatawee (2014), Lin và Fu (2017), Kansil và Singh (2018). Cổ đông lớn có tác động tích cực tới ROA mặc dù mức độ tác động không nhiều, kết quả có ý nghĩa thống kê với $t=2,44$. Nói cách khác, hệ số tương quan 0,009 cho thấy nếu tỷ lệ sở hữu tăng 1% thì ROA sẽ tăng 0,009%.

Nhóm tác giả đưa thêm biến giả SOE vào mô hình (1) để kiểm tra sự khác biệt trong tác động của cổ đông lớn giữa doanh nghiệp Nhà nước và doanh nghiệp tư nhân. Kết quả nghiên cứu được thể hiện ở mô hình (2) cho thấy nhóm cổ đông lớn vẫn có tác động tích cực tới hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp, hệ số tương quan là 0,012 với mức ý nghĩa 1%. Biến SOE có ý nghĩa thống kê với hệ số tương quan âm (-0,004) cho thấy sự khác biệt trong hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp Nhà nước và doanh nghiệp tư nhân trong mẫu nghiên cứu. Cụ thể, doanh nghiệp có sở hữu nhà nước trên 51% sẽ hoạt động kém hiệu quả hơn so với doanh

Bảng 2. Thống kê mô tả các biến nghiên cứu

Biến	Số quan sát	Trung bình	Trung vị	SD	Nhỏ nhất	Lớn nhất
Blockholder	4.224	0,425271	0,479	0,286369	0	1
Stateown	4.213	0,159681	0	0,258628	0	0,9677
SOE	4.233	0,208835	0	0,406525	0	1
Dindblock	4.219	0,0892	0	0,166211	0	1
Dinsblock	4.216	0,12878	0	0,209259	0	0,989
Findblock	4.209	0,00312	0	0,029687	0	0,4874
Finsblock	4.209	0,045428	0	0,107041	0	0,9411
FP	4.222	0,060723	0,043335	0,072971	-0,09874	0,354591
AGE	4.223	8,921857	9	5,438651	0	25
SIZE	3.928	28,15642	27,92289	1,635057	20,72017	34,9553
Inv_Ratio	3.762	0,049255	0,022819	0,070862	-0,06856	0,840952
FA_Ratio	3.882	0,231941	0,170936	0,220103	0,001242	0,895546
Salegrowth	4.223	0,218948	0,061336	0,750565	-0,7562	5,29164
Lev	3.928	0,50418	0,525812	0,222934	0,029516	0,942183

Nguồn: Nhóm tác giả tính toán (Stata – 14)

Bảng 3. Kết quả kiểm định mối quan hệ giữa sở hữu cổ đông lớn và ROA của doanh nghiệp niêm yết

	Mô hình (1)	Mô hình (2)	Mô hình (3)	Mô hình (4)
	ROA	ROA	ROA	ROA
L.ROA	0,676***	0,680***	0,681***	0,681***
	(9,24)	(9,33)	(9,61)	(9,52)
Blockholder	0,009**	0,012***		
	(2,44)	(2,77)		
SOE		-0,004*		
		(-1,91)		
Dinsblock			0,010	
			(1,60)	
Dindblock			-0,004	
			(-0,74)	
Stateown			0,006	
			(1,41)	
Finsblock				0,022**
				(2,19)
Findblock				-0,120**
				(-1,99)
SIZE	-0,001	-0,001	-0,001	-0,001
	(-1,14)	(-1,11)	(-1,01)	(-1,26)
Lev	-0,038***	-0,037***	-0,038***	-0,039***
	(-4,16)	(-4,07)	(-4,17)	(-4,18)
Salegrowth	0,014***	0,014***	0,014***	0,014***
	(6,32)	(6,30)	(6,15)	(6,31)
Inv_Ratio	-0,017	-0,019	-0,017	-0,019
	(-1,05)	(-1,16)	(-1,03)	(-1,15)
AGE	-0,000	-0,000	-0,000	-0,000
	(-0,93)	(-1,17)	(-0,57)	(-0,99)
FA_Ratio	-0,001	-0,000	-0,001	-0,000
	(-0,24)	(-0,10)	(-0,21)	(-0,01)
_cons	0,061**	0,059**	0,059**	0,068***
	(2,40)	(2,35)	(2,29)	(2,62)
Số quan sát	3430	3430	3411	3415
AR(1)	0,000	0,000	0,000	0,000
AR(2)	0,595	0,959	0,902	0,947

Mối quan hệ giữa cổ đông lớn và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp-Nghiên cứu tại các doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh

	Mô hình (1)	Mô hình (2)	Mô hình (3)	Mô hình (4)
	ROA	ROA	ROA	ROA
Sargan test	0,000	0,000	0,000	0,000
Hassen test	0,327	0,321	0,307	0,334

* $p < 0.1$ - mức ý nghĩa 10%, ** $p < 0.05$ - mức ý nghĩa 5%, *** $p < 0.01$ - mức ý nghĩa 1%

Nguồn: Nhóm tác giả tính toán (Stata 14)

ng nghiệp tư nhân. Kết quả này là phù hợp với nghiên cứu của Capobianco và Christiansen (2011).

Mô hình (3) cho thấy mối quan hệ giữa các nhóm cổ đông lớn trong nước tới tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản của doanh nghiệp. Hệ số tương quan của nhóm cổ đông lớn tổ chức cho thấy tác động tích cực của nhóm này lên ROA của doanh nghiệp niêm yết. Ngược lại, cổ đông lớn là cá nhân lại có tác động ngược chiều khi dấu tương quan -0,004. Tuy nhiên, giá trị t nhỏ cho thấy không tồn tại mối quan hệ giữa cổ đông lớn trong nước tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Mô hình cuối cùng (mô hình 4) kiểm tra mối quan hệ giữa cổ đông lớn là nhà đầu tư nước ngoài tới ROA của doanh nghiệp. Với hai biến Finsblock và Findblock đều có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 5%, tuy nhiên dấu của hệ số tương quan ngược nhau cho thấy tác động ngược chiều tới ROA của doanh nghiệp từ hai nhóm cổ đông nước ngoài. Trong khi tổ chức nước ngoài có tác động tích cực, cá nhân nước ngoài lại tác động tiêu cực tới ROA của doanh nghiệp. Cụ thể, khi tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn là tổ chức nước ngoài tăng 1% thì ROA của doanh nghiệp sẽ tăng 0,022% (mức ý nghĩa 5%). Ngược lại, khi tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn là cá nhân nước ngoài tăng 1%, ROA của doanh nghiệp sẽ giảm tương ứng 0,120%. Tác động này phù hợp với thực tế về đặc điểm của cổ đông lớn là cá nhân sẽ dễ dàng bị chi phối bởi lợi ích cá nhân của mình hơn so với những lợi ích đem lại cho

doanh nghiệp. Trong khi đó, cổ đông lớn là tổ chức nước ngoài thường là các quỹ đầu tư lớn, các tổ chức tài chính lớn với tiềm lực tài chính, kinh nghiệm quản trị công ty sẽ góp phần thay đổi hoạt động của doanh nghiệp theo hướng tích cực hơn. Kết quả nghiên cứu về cổ đông nước ngoài có sự phù hợp nhất định với những nghiên cứu trước đây của Pervan và cộng sự (2012), Bentivogli và Mirenda (2017). Tuy nhiên, nghiên cứu đã cho thấy sự khác biệt trong nhóm cổ đông lớn nước ngoài khi chỉ ra mức độ tác động cũng như chiều hướng tác động là không đồng nhất giữa nhà đầu tư cá nhân và nhà đầu tư tổ chức.

5. Kết luận và khuyến nghị

Nghiên cứu được thực hiện nhằm mục đích kiểm tra mối quan hệ giữa tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn tới hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam. Kết quả nghiên cứu cho thấy tồn tại mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu của cổ đông lớn và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Cụ thể sở hữu của cổ đông lớn có tác động tích cực tới khả năng sinh lời (ROA) của doanh nghiệp, mặc dù mức độ tác động không quá lớn. Mức độ ảnh hưởng của cổ đông lớn tới ROA của doanh nghiệp Nhà nước là tiêu cực hơn so với doanh nghiệp tư nhân. Thêm vào đó, kết quả nghiên cứu còn chứng minh được cổ đông lớn trong nước không có tác động tới hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp niêm yết. Đối với nhóm cổ đông lớn là nhà đầu tư tổ chức

nước ngoài có tác động tới hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Cụ thể, nhóm cổ đông lớn cá nhân nước ngoài lại tác động tiêu cực lên ROA với mức độ ảnh hưởng đáng kể lên tới 0,12% trong khi đó nhóm cổ đông lớn là tổ chức nước ngoài có tác động tích cực tới ROA. Kết quả này cho thấy lợi ích cá nhân của các cổ đông lớn là cá nhân có thể chi phối và làm ảnh hưởng tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp hơn là các cổ đông lớn là nhà đầu tư tổ chức.

Từ kết quả nghiên cứu, nhóm tác giả đưa ra một số khuyến nghị đối với các doanh nghiệp và một số chủ thể quản lý thị trường như sau:

Thứ nhất, doanh nghiệp có thể cân nhắc việc gia tăng tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn tại công ty do tác động tích cực của nhóm cổ đông này lên ROA của doanh nghiệp. Tăng số lượng cũng như tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn tại doanh nghiệp cũng cần chú ý tới những ảnh hưởng tích cực và tiêu cực từ nhóm cổ đông này. Thực tế cho thấy, cổ đông lớn là các nhà đầu tư chiến lược với tầm nhìn, khả năng quản trị công ty tốt sẽ hỗ trợ doanh nghiệp trong các hoạt động kinh doanh. Điều này được ủng hộ bởi nghiên cứu khi xem xét tác động nhóm cổ đông lớn nước ngoài là nhà đầu tư tổ chức.

Thứ hai, giảm tỷ lệ sở hữu của Nhà nước thông qua hoạt động cổ phần hóa và thoái vốn tại doanh nghiệp nhà nước cần được tiếp tục đẩy mạnh. Cổ phần hóa và thoái vốn sẽ giúp giảm tỷ lệ sở hữu Nhà nước và từ đó tác động tích cực tới hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Do đó, Chính phủ cần có những biện pháp quyết liệt hơn để đẩy nhanh hoạt động thoái vốn nhà nước trong thời gian tới.

Thứ ba, quy định về nới tỷ lệ sở hữu tối đa của nước ngoài tại các doanh nghiệp cũng đặt ra vấn đề về lựa chọn cổ đông, đối tác nước ngoài. Theo quy định tại Luật Chứng khoán (2019), Luật Các tổ chức tín dụng

(2010, 2017) ngoại trừ Ngân hàng và các tổ chức tín dụng (nhà đầu tư nước ngoài được sở hữu tối đa 30% vốn cổ phần), cùng một số ngành nghề bị hạn chế đầu tư nước ngoài, hầu hết các doanh nghiệp trong lĩnh vực kinh doanh khác đều được gia tăng tỷ lệ sở hữu của cổ đông nước ngoài lên tới đa 100%. Việc mở rộng tỷ lệ sở hữu dành cho nhà đầu tư nước ngoài sẽ gây ra những tác động trái chiều lên hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Lựa chọn đối tác nước ngoài phù hợp và hài hòa lợi ích của nhóm cổ đông lớn với lợi ích của doanh nghiệp là điều mà các nhà quản lý hiện nay nên cân nhắc, đặc biệt là chính sách sở hữu lớn của nhà đầu tư cá nhân nước ngoài. Quy định một tỷ lệ sở hữu lớn nhất định dành cho các cổ đông cá nhân nước ngoài là điều cần thiết để hạn chế lợi ích cá nhân khi quyền kiểm soát bị cổ đông hoặc một nhóm cổ đông cá nhân chi phối.

Nghiên cứu về tác động của cơ cấu sở hữu cổ đông lớn tới hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp niêm yết cho thấy những tác động nhất định của các nhóm cổ đông lớn là Nhà nước, cổ đông lớn trong nước và nước ngoài, cổ đông tổ chức và cá nhân. Đối tượng nghiên cứu là các doanh nghiệp có quy mô vốn hóa lớn được niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh với gần 400 doanh nghiệp niêm yết. Tuy nhiên, với 1655 doanh nghiệp đang niêm yết trên thị trường chứng khoán tính tới cuối năm 2020 (thống kê từ Ủy ban chứng khoán Nhà nước, 2021), việc nghiên cứu trên mẫu tổng thể của toàn thị trường nên được thực hiện trong thời gian tới. Thêm vào đó, một số chỉ tiêu đánh giá hiệu quả sinh lời của doanh nghiệp như ROE, TobinQ sẽ được tiếp tục nghiên cứu ■

Tài liệu tham khảo

- Baltagi, B.H. (2005), *Econometric Analysis of Panel Data*, West Sussex, John Wiley & Sons, Ltd.
- Bentivogli, C., & Mirenda, L. (2017). Foreign Ownership and Performance: Evidence from Italian Firms. *International Journal of the Economics of Business*, 24(3), 251–273.
- Carlin, T.M. and Pham, C.D. (2008), Financial Performance of Privatized State-Owned Enterprises (SOEs) in Vietnam, *Journal of International Business Research*, vol. 7, p. 105
- Capobianco, A. and Christiansen, H. (2011), *Competitive Neutrality and State-Owned Enterprises: Challenges and Policy Options*. OECD Corporate Governance Working Papers, No. 1. OECD Publishing.
- De Miguel, A., Pindado, J., & De la Torre, C. (2004). Ownership structure and firm value: New evidence from Spain. *Strategic Management Journal*, 25(12), 1199-1207.
- Demsetz, H. and Villalonga, B. (2001), Ownership Structure and Corporate Performance, *Journal of Corporate Finance*, vol. 7, pp. 209–233.
- Driffield, N., Sun, K., & Temouri, Y. (2018). Investigating the link between foreign ownership and firm performance – an endogenous threshold approach. *Multinational Business Review*.
- Edmans, A. (2014). Blockholders and corporate governance. *Annu. Rev. Financ. Econ.*, 6(1), 23-50.
- Fiingroup, (2021), Dữ liệu thông tin tài chính của các doanh nghiệp niêm yết. Thông tin truy cập nội bộ.
- Gurbuz, A. O., & Aybars, A. (2010). The impact of foreign ownership on firm performance, evidence from an emerging market: Turkey. *American Journal of Economics and Business Administration*, 2(4), 350-359.
- Hansen, L. P. (1982). Large sample properties of generalized method of moments estimators. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 1029-1054.
- Kansil, R., & Singh, A. (2018). Institutional ownership and firm performance: evidence from Indian panel data. *International Journal of Business and Emerging Markets*, 10(3), 250.
- King, M. R., & Santor, E. (2008). Trading places: impact of foreign ownership changes on Canadian firms. *Journal of Banking and Finance*, 32(11), 2423-2432.
- Le, T.V. and Buck, T. (2011), State Ownership and Listed Firm Performance: A Universally Negative Governance Relationship?, *Journal of Management and Governance*, vol. 15, pp. 227–248.
- Lin, Y. R., & Fu, X. M. (2017). Does institutional ownership influence firm performance? Evidence from China. *International Review of Economics & Finance*, 49, 17–57.
- Luật Chứng khoán, (2019), Luật số 54/2019/QH14
- Luật các tổ chức tín dụng, (2010), Luật số 47/2010/QH12
- Luật các tổ chức tín dụng sửa đổi bổ sung, (2017), Luật số 17/2017/QH14
- Luật Doanh nghiệp, (2020), Luật số 59/2020/QH14
- Nakano, M. and Nguyen, P. (2012), Foreign Ownership and Firm Performance: Evidence from Japan's Electronics Industry, *Applied Financial Economics*, vol. 23, pp. 41–50.
- Pervan, M., Pervan, I. and Todoric, M. (2012), Firm Ownership and Performance: Evidence for Croatian Listed Firms, *World Academy of Science, Engineering and Technology*, vol. 61, pp. 964–970.
- Phung, D. N., & Mishra, A. V. (2016). Ownership structure and firm performance: Evidence from Vietnamese listed firms. *Australian Economic Papers*, 55(1), 63-98.
- Shleifer, A. (1998), State versus Private Ownership, *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 12, pp. 133–150
- Thanatawee, Y. (2014) Institutional ownership and firm value in Thailand, *Asian Journal of Business and Accounting*, Vol. 7, No. 2, pp.1–22
- Ủy ban chứng khoán Nhà nước, (2021), “Thống kê thị trường”. Tham khảo ngày 20/4/2021 tại https://ssc.gov.vn/ubck/faces/vi/vimenu/vipages_vithongtinthitruong/thongkettck?_adf.ctrl-state=gaa13pe9_4&_afLoop=19799834376000
- Vietstock.vn, (2021), Dữ liệu về cấu trúc sở hữu. Truy cập thông tin tại: <https://vietstock.vn/>