
ẢNH HƯỞNG CỦA SỞ HỮU VÀ QUẢN LÝ NƯỚC NGOÀI ĐẾN KHẢ NĂNG SINH LỜI TRONG CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Nguyễn Thị Xuân Hồng
Trường Đại học Công nghiệp Hà Nội
Email: nguyenthixuanhong@hau.edu.vn

Phạm Thu Huyền
Trường Đại học Công nghiệp Hà Nội
Email: phamthuhuyen@hau.edu.vn

Đào Thị Nhung
Trường Đại học Công nghiệp Hà Nội
Email: daothinhung@hau.edu.vn

Nguyễn Thị Nga
Trường Đại học Công nghiệp Hà Nội
Email: nguyenthinga@hau.edu.vn

Trần Thị Kim Ngọc
Email: ngocitk@hau.edu.vn

Nguyễn Văn Cung
Nhà Xuất bản Giáo dục Việt Nam
Email: cungvanhoahuunghi@gmail.com

Ngày nhận: 15/6/2020

Ngày nhận bản sửa: 27/7/2020

Ngày duyệt đăng: 05/11/2020

Tóm tắt:

Nghiên cứu thực hiện đánh giá sự ảnh hưởng của tỷ lệ sở hữu nước ngoài và sự tham gia quản lý của người nước ngoài đến khả năng sinh lời của tài sản (ROA) trong các doanh nghiệp Việt Nam niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Dữ liệu được thu thập gồm 427 doanh nghiệp niêm yết ở tất cả các ngành nghề, lĩnh vực. Nghiên cứu thực hiện kiểm định từng mô hình theo các phương pháp bình phương nhỏ nhất Pooled OLS, đánh giá tác động ngẫu nhiên – (REM) và đánh giá tác động cố định (FEM). Mô hình hiệu quả từ giữa các mô hình là mô hình FEM. Kết quả cho thấy tỷ lệ sở hữu nước ngoài, quy mô của doanh nghiệp ảnh hưởng tích cực đến khả năng sinh lời của tài sản. Việc tham gia quản lý của người nước ngoài, thời gian hoạt động, khả năng thanh toán và đòn bẩy tài chính tác động tiêu cực đến khả năng sinh lời của tài sản. Ngoài ra, nghiên cứu đưa ra một số khuyến nghị nhằm nâng cao khả năng sinh lời trong các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Từ khóa: Sở hữu nước ngoài, quản lý của người nước ngoài, hiệu quả tài chính

Mã JEL: M10, M40, M41

The impact of foreign ownership and management on profitability of listed firms on Vietnam Stock Exchange

Abstract:

This study is conducted to investigate the impact of foreign ownership and management on return on assets (ROA) in Vietnamese firms listed on Vietnam Stock Exchange. The data collected includes 427 listed firms in lines of business. The study carried out testing of each model by the Ordinary Least Squares method (Pooled OLS), random effects models (REM), and fixed effects model (FEM). Among the models, FEM is the effective model. The results show that the foreign ownership ratio and the firm size have positive impacts on ROA. The foreign management, operation time of the firms, liquidity and financial leverage have negative impacts on ROA. In addition, this research proposes some recommendations to improve profitability of listed firms in Vietnam.

Keywords: Foreign ownership, foreign management, financial performance

JEL Codes: M10, M40, M41

1. Giới thiệu

Tăng trưởng kinh tế là mục tiêu quan trọng của mọi quốc gia. Trong xu thế toàn cầu hoá hiện nay, để thực hiện và duy trì được mục tiêu này mỗi nền kinh tế đều phải phát huy nội lực trong nước kết hợp với các nguồn lực bên ngoài. Thực hiện chủ trương mở cửa kinh tế của Đảng và Nhà nước, khu vực kinh tế có vốn đầu tư nước ngoài ở Việt Nam đã ngày càng thể hiện được vai trò quan trọng và đóng góp đáng kể cho sự phát triển kinh tế xã hội của đất nước. Với sự gia tăng mạnh mẽ về số lượng của dòng vốn đầu tư đa quốc gia đã tạo được những bước phát triển mới, đẩy mạnh sự phát triển nền kinh tế nói chung và thúc đẩy hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp nói riêng.

Trong thời gian tới, định hướng phát triển kinh tế của Việt Nam là tiếp tục khẳng định khu vực đầu tư nước ngoài là một bộ phận cấu thành quan trọng của nền kinh tế. Nhằm đánh giá sự ảnh hưởng của sở hữu và quản lý nước ngoài đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, bài viết đã thu thập dữ liệu của 427 doanh nghiệp Việt Nam niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam và sử dụng phương pháp nghiên cứu định lượng để tìm hiểu về mối quan hệ này.

2. Tổng quan nghiên cứu

Khi nghiên cứu tác động của sở hữu nước ngoài đến hiệu quả của doanh nghiệp, hầu hết các nghiên cứu trước đó đều sử dụng dữ liệu bảng với phương pháp nghiên cứu được sử dụng phổ biến là hồi quy bình phương nhỏ nhất (Pooled OLS), Tác động cố định (FEM) và tác động ngẫu nhiên (REM) và đưa ra kết luận dựa trên mô hình phù hợp nhất, rất ít nghiên cứu sử dụng phương pháp hồi quy tổng quát GMM. Ngoài ra, do phạm vi nghiên cứu về cả không gian và thời gian khác nhau, khả năng sinh lời có thể là sinh lời từ tài sản, từ doanh thu, từ vốn chủ sở hữu hoặc vốn vay nên cũng làm cho kết quả về mối quan hệ giữa 2 nhân tố này cũng không giống nhau. Điển hình như, tại Ukraine, nghiên cứu Olga (2009) đã phân biệt tác động của các đối tượng sở hữu khác nhau và vấn đề nội sinh của quyền sở hữu các doanh nghiệp. Chỉ số ROA và ROS được sử dụng để thể hiện hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Kiểm định tác động cố định (FEM) cho thấy không có mối liên hệ giữa sở hữu nước ngoài và khả năng sinh lời của doanh nghiệp, nhưng khi phân tích chi tiết hơn với các đối tượng sở hữu bằng phương pháp GMM thì sự tương quan giữa các yếu tố này mới được thể hiện theo chiều hướng tích cực tại các doanh nghiệp có vốn đầu tư đến từ nhóm các nước phát triển. Nghiên cứu của Chibber & Majumdar (1999), Douma & cộng sự (2002) đã sử dụng số liệu các công ty có vốn đầu tư nước ngoài tại Ấn Độ thông qua phương pháp hồi quy dữ liệu chéo để tìm ra được những bằng chứng về tác động tích cực của các nhà đầu tư nước ngoài đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp này. Với các nghiên cứu có đối tượng nghiên cứu là các doanh nghiệp Việt Nam, với phương pháp nghiên cứu chủ yếu là hồi quy OLS, FEM và REM hoặc phương pháp GMM, rất nhiều tác giả cũng cho thấy mối quan hệ tích cực giữa hai nhân tố trên. Chẳng hạn như nghiên cứu của Mishra (2013), Nguyễn Thị Minh Huệ & Đặng Tùng Lâm (2017), Đinh Thanh Tráng & Hồ Xuân Tiến (2017), Nguyễn Văn Tuấn & Phạm Thảo Quyên (2017)... cho thấy sở hữu nước ngoài ở Việt Nam cũng có tác động tích cực đến khả năng sinh lời ở mức ý nghĩa từ 1% - 5%. Mối quan hệ tác động một cách tích cực này được các tác giả giải thích dựa trên những lợi thế mà các nhà đầu tư nước ngoài mang đến cho doanh nghiệp.

Mặc dù có mối quan hệ tỷ lệ thuận, nhưng một số nghiên cứu cho rằng tỷ lệ sở hữu của nước ngoài chỉ lên đến một mức nhất định sẽ ảnh hưởng tích cực đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp, sau đó cho dù có tăng tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài cũng không làm tăng thêm lợi nhuận của doanh nghiệp. Greenaway & cộng sự (2014) tìm thấy mối quan hệ giữa sở hữu nước ngoài với doanh nghiệp ở Trung Quốc được thể hiện bằng đồ thị hình chữ U ngược. Khả năng sinh lời của doanh nghiệp tăng lên khi mức độ sở hữu nước ngoài tăng lên khoảng 47% - 64% và giảm sau đó. Những doanh nghiệp có mức sở hữu kiểm soát của nước ngoài đạt mức 51% thì hiệu quả tài chính sẽ đạt hiệu suất kinh doanh vượt trội (Douma & cộng sự, 2002). Kết quả nghiên cứu này cũng đồng nhất với kết luận trong một nghiên cứu của Gurbuz & Aybars (2010) khi nghiên cứu các doanh nghiệp niêm yết ở Thổ Nhĩ Kỳ. Tại Việt Nam, Nguyễn Minh Hà & Nguyễn Thành Duy Phương (2013) đã chia các doanh nghiệp thành 4 nhóm tỷ lệ sở hữu nước ngoài từ 10% - 49% để nghiên cứu và nhận thấy khi tỷ lệ vốn đầu tư nước ngoài chiếm tỷ lệ sở hữu từ 20-50% thì sẽ ảnh hưởng tích cực rõ ràng hơn tới ROA của doanh nghiệp trong khi ROE chỉ bị tác động trong các doanh nghiệp có tỷ lệ sở hữu của nước ngoài nhỏ hơn 10%.

Trái ngược với mối quan hệ tỷ lệ thuận nói trên thì có rất nhiều nghiên cứu có kết quả đối lập như nghiên cứu của Xu & Wang (1999), Abbas & cộng sự (2009) khi xem xét tác động của cấu trúc sở hữu lên hoạt động của doanh nghiệp trên thị trường Malaysia cho thấy rằng ROE không có mối tương quan đối với sở hữu nước ngoài. Phân tích tác động của cấu trúc sở hữu cổ phần đến giá trị doanh nghiệp ở Hàn Quốc cũng cho rằng ROA không có dấu hiệu tác động của sở hữu nước ngoài đối với các doanh nghiệp này (Lee, 2008). Ở Việt Nam, nghiên cứu của Nguyễn Thị Xuân Mai (2018) cho thấy tỷ lệ đầu tư trực tiếp nước ngoài nói chung trong cả nước không có sự ảnh hưởng đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Nghiên cứu của Đoàn Ngọc Phúc (2014) đánh giá các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp nhà nước đã được cổ phần hóa cũng thu được kết quả tương tự như trên đối với hiệu quả tài chính đo lường bằng ROA, ROE, ROS.

Đối với sự ảnh hưởng của việc quản lý, điều hành của người nước ngoài cũng thu hút sự quan tâm của các nhà nghiên cứu. Nghiên cứu của Dhar & cộng sự (1988), Choi & cộng sự (2007)... nghiên cứu các doanh nghiệp ở các quốc gia khác nhau với các thước đo hiệu quả tài chính là các chỉ tiêu ROA, ROE, ROS cũng khác nhau nhưng đều cho thấy nếu sự tham gia của đội ngũ lãnh đạo có quốc tịch đa dạng thì ROA của doanh nghiệp sẽ cao hơn. Điều này được giải thích là do các công ty có người nước ngoài tham gia quản lý, kiểm soát sẽ có sự hợp tác kỹ thuật, sắp xếp tư vấn và tiếp thị, thương hiệu, nghĩa vụ bằng sáng chế và chia sẻ tài nguyên quản lý (Dhar & cộng sự, 1988). Thêm nữa, sự đa dạng quốc tịch thúc đẩy các mối quan hệ toàn cầu hiệu quả hơn. Từ đó giúp các doanh nghiệp nâng cao lợi nhuận của mình. Kết quả nghiên cứu của Joenes & Rokhim (2019) lại cho thấy sự hiện diện của thành viên hội đồng quốc tịch châu Á có ảnh hưởng tiêu cực đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Điều này được giải thích là do các công ty có thành viên Hội đồng quản trị quốc tịch ngoài châu Á chủ yếu đến từ các nước đang phát triển, nên kinh nghiệm, trình độ quản lý tốt hơn so với các thành viên đến từ các quốc gia Châu Á. Nghiên cứu của Rose (2007) khi nghiên cứu mối quan hệ giữa lãnh đạo nước ngoài với hiệu quả tài chính đo lường bằng ROA tại các doanh nghiệp niêm yết tại Đan Mạch lại không tìm thấy bằng chứng thực nghiệm cho thấy mối quan hệ tích cực trên.

Từ kết quả tổng quan các nghiên cứu thực nghiệm ở trên, chúng tôi thấy rằng mối tương quan giữa thành phần sở hữu vốn nước ngoài và sự tham gia quản lý của người nước ngoài với khả năng sinh lời của doanh nghiệp sẽ có kết quả khác nhau khi các nghiên cứu được thực hiện ở những quốc gia khác nhau trên thế giới ở các thời điểm khác nhau, sử dụng phương pháp nghiên cứu khác nhau. Là một quốc gia đang phát triển cùng với việc Chính phủ Việt Nam đang có nhiều chính sách để khuyến khích các dòng vốn đầu tư từ nước ngoài thì nghiên cứu ảnh hưởng của kiểm soát và sở hữu nước ngoài đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp cũng là đề tài được nhiều nhà khoa học trong nước quan tâm nghiên cứu.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Mô hình nghiên cứu

Dựa trên kết quả tổng quan các công trình nghiên cứu trong và ngoài nước, mô hình nghiên cứu dự kiến như sau:

$$\text{KNSL} = \beta_0 + \beta_1 \text{SHNN} + \beta_2 \text{QLNN} + \beta_3 \text{TTDT} + \beta_4 \text{TGHĐ} + \beta_5 \text{QMDN} + \beta_6 \text{KNNT} + \beta_7 \text{ĐBTC} + \varepsilon$$

Trong đó:

Biến phụ thuộc: là khả năng sinh lời được đo lường bằng khả năng sinh lời của tài sản (ROA).

Các biến độc lập:

- Sở hữu nước ngoài (SHNN): Là tỷ lệ sở hữu của các nhà đầu tư nước ngoài và được tính bằng tổng số cổ phần do cổ đông nước ngoài nắm giữ chia cho tổng số cổ phần đang lưu hành.

- Quản lý nước ngoài (QLNN): Sự tham gia quản lý của người nước ngoài trong doanh nghiệp và được đo bằng số lượng người nước ngoài tham gia quản lý trong doanh nghiệp.

Các biến kiểm soát gồm:

- Tốc độ tăng trưởng doanh thu (TTDT): là tốc độ tăng trưởng doanh thu thuần của doanh nghiệp được đo lường bằng cách lấy doanh thu thuần năm sau – doanh thu thuần năm trước, sau đó chia cho doanh thu thuần năm trước.

- Thời gian hoạt động của doanh nghiệp (TGHĐ): là số năm đã hoạt động của doanh nghiệp từ khi thành

Bảng 1: Giả thuyết về chiều hướng ảnh hưởng của các nhân tố

TT	Nhân tố		Kí hiệu	Chiều hướng ảnh hưởng	
	Biến độc lập/kiểm soát	Biến phụ thuộc		ROA	ROE
1	Tỷ lệ sở hữu nước ngoài		SHNN	+	+
2	Quản lý của người nước ngoài		QLNN	+	+
3	Tốc độ tăng trưởng doanh thu		TTDT	+	+
4	Thời gian hoạt động của doanh nghiệp		TGHĐ	+	+
5	Quy mô của doanh nghiệp		QMDN	+	+
6	Khả năng thanh toán hiện hành		KNTT	+	+
7	Đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp		DBTC	+	+

Nguồn: Nhóm tác giả tự tổng hợp.

lập đến năm nghiên cứu.

- Quy mô của doanh nghiệp (QMDN): là độ lớn của doanh nghiệp và được đo lường bằng logarit của tổng tài sản của doanh nghiệp.

- Khả năng thanh toán (KNTT): là khả năng thanh toán của doanh nghiệp và được đo lường bằng Tài sản ngắn hạn chia cho tổng nợ phải trả.

- Đòn bẩy tài chính (ĐBTC): là cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp, được tính bằng tổng nợ phải trả/tổng tài sản.

3.2. Giả thuyết nghiên cứu

Theo lý thuyết sở hữu, lý thuyết đại diện và các nghiên cứu đi trước, các giả thuyết về sự ảnh hưởng của tỷ lệ sở hữu và quản lý nước ngoài cùng các biến kiểm soát đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp được tổng hợp trong Bảng 1.

3.3. Mẫu nghiên cứu

Để thực hiện được mục tiêu nghiên cứu theo mô hình trên, nhóm tác giả sử dụng nguồn dữ liệu là thông tin về báo cáo tài chính và các thông tin liên quan trọng của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam từ năm 2014-2018. Theo mục đích nghiên cứu và phạm vi nghiên cứu đã đề ra thì mẫu nghiên cứu loại bỏ các doanh nghiệp thuộc lĩnh vực tài chính và các doanh nghiệp không thu thập đủ thông tin cần thiết. Sau khi thu thập và tổng hợp dữ liệu, tổng số doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu là 427 doanh nghiệp có đủ các tiêu chí, thông tin cần thiết phục vụ nghiên cứu.

3.4. Xử lý dữ liệu

Bảng 2: Thống kê mô tả các biến trong mô hình

Variable	Obs	Mean	Std.Dev.	Min	Max
ROA	2135	0,06888	0,08223	-0,99	0,72
ROE	2135	0,13172	0,15388	-1,69	1,61
SHNN	2135	0,12467	0,13819	0	0,78
QLNN	2135	0,25340	0,75794	0	6
TTDT	2135	0,19818	0,77907	-1,039	9,556
TGHĐ	2135	11,44965	3,74556	0	25
QMDN	2135	27,24204	1,74806	21,219	33,294
KNTT	2135	2,59159	3,77742	0,050	67,140
DBTC	2135	0,47873	0,21796	0,006	0,993

Nguồn: Kết quả từ phần mềm Stata.

Bảng 3: Kết quả kiểm định Hausman mô hình ROA, ROE

	ROA	ROE
Giá trị thống kê	45,79	65,28
Sig	0,0000	0,0000

Nguồn: Nhóm tác giả tự tổng hợp.

Quá trình thực hiện kiểm định mô hình trên lần lượt được thực hiện qua các phép kiểm định như: thống kê mô tả, kiểm tra hiện tượng đa cộng tuyến; thực hiện kiểm định mô hình theo các phương pháp bình phương nhỏ nhất Pooled OLS, đánh giá tác động ngẫu nhiên (REM) và đánh giá tác động cố định (FEM). Nghiên cứu lựa chọn mô hình hiệu quả từ giữa các mô hình trên bằng kiểm định Hausman hoặc Lagrange; sau đó nghiên cứu thực hiện kiểm tra hiện tượng tự tương quan, hiện tượng phương sai sai số thay đổi và sử dụng mô hình mô hình hồi quy tổng quát (GLS) để khắc phục các khuyết tật và đưa ra kết luận.

4. Kết quả và thảo luận

4.1. Thống kê mô tả

Dưới sự hỗ trợ của phần mềm Stata, các biến phụ thuộc, độc lập và kiểm soát trong mô hình được khái quát qua Bảng 2.

ROA bình quân của các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu đạt 0,069. Trong đó doanh nghiệp có ROA thấp nhất ở mức -0,99 và doanh nghiệp có ROA cao nhất là 0,72

Tỷ lệ sở hữu bình quân của các nhà đầu tư nước ngoài vào các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu là 13,41% với tỷ lệ đầu tư thấp nhất là 0% và cao nhất là 78%.

Số người nước ngoài trung bình tham gia vào hội đồng quản trị hoặc ban giám đốc của các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu là 0,25 người, doanh nghiệp có người nước ngoài quản lý đông nhất là 6 người.

Tốc độ tăng trưởng doanh thu bình quân của các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu là 19,81%, trong đó doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng thấp nhất ở mức -103,9% và cao nhất ở mức 955,6%.

Thời gian hoạt động của doanh nghiệp trung bình trong mẫu nghiên cứu là 11,45 năm, trong đó có doanh nghiệp tính đến năm 2014 mới đi vào hoạt động và có doanh nghiệp tính đến năm 2018 đã hoạt động được 25 năm.

Quy mô của doanh nghiệp theo logarit tự nhiên của Tổng tài sản có mức trung bình là 27,24 trong đó có doanh nghiệp có logarit tự nhiên tổng tài sản ở mức thấp nhất là 21,219 và cao nhất là 33,294.

Khả năng thanh toán hiện hành trung bình của các doanh nghiệp trong mẫu đạt 2,59 lần. Trong đó có doanh nghiệp có khả năng thanh toán rất thấp ở mức 0,05 lần và có doanh nghiệp thì khả năng thanh toán lại quá cao, ở mức 67,14 lần.

Đòn bẩy tài chính của các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu đạt trung bình ở mức 0,478. Trong đó có doanh nghiệp sử dụng rất ít nguồn vốn vay, chỉ ở mức 0,006, nhưng có doanh nghiệp dùng hầu hết nguồn vốn vay cho hoạt động sản xuất của mình với tỷ lệ nợ rất cao, lên đến 0,993

Bảng 4: Hệ số nhân tử phóng đại Vif

Variable	VIF	1/VIF
DBTC	1,56	0,63329
SHNN	1,44	0,69212
QLNN	1,35	0,74393
QMDN	1,33	0,75441
KNTT	1,31	0,76322
TGHD	1,03	0,96645
TTDT	1,02	0,97875
Mean VIF	1,29	

Nguồn: Kết quả từ Stata.

Bảng 5: Kết quả kiểm định tự tương quan

	ROA	ROE
Giá trị thống kê	4,713	0,071
Sig	0,0306	0,7897

Nguồn: Nhóm tác giả tự tổng hợp.

4.2. Lựa chọn mô hình thích hợp

Nhóm nghiên cứu thực hiện kiểm định Pooled OLS, REM và FEM, sau đó dùng kiểm định Hausman để lựa chọn mô hình phù hợp giữa FEM và REM. Kết quả kiểm định ở Bảng 3.

Với Significant < 0,05 chứng tỏ mô hình FEM phù hợp hơn mô hình REM. Do đó nghiên cứu lựa chọn mô hình phù hợp để tiếp tục sử dụng cho các kiểm định tiếp theo là mô hình FEM.

4.3. Kiểm tra khuyết tật của mô hình

Khi đã lựa chọn được mô hình FEM, nhóm nghiên cứu tiến hành kiểm tra các khuyết tật của mô hình gồm hiện tượng đa cộng tuyến, hiện tượng tự tương quan và hiện tượng phương sai sai số thay đổi.

Hiện tượng đa cộng tuyến

Nhóm nghiên cứu sử dụng hệ số nhân tử phóng đại phương sai Vif để kiểm tra hiện tượng đa cộng tuyến. Kết quả trình bày trong Bảng 4.

Nhìn vào hệ số Vif của các biến số trong mô hình đều nhỏ hơn 10, chứng tỏ các biến trong mô hình đều không bị hiện tượng đa cộng tuyến.

Hiện tượng tự tương quan

Nhóm nghiên cứu sử dụng kiểm định Wooldridge để kiểm định hiện tượng tự tương quan của mô hình. Kết quả như trình bày trong Bảng 5.

Nhìn vào kết quả kiểm định của từng mô hình cho thấy mô hình ROA có hiện tượng tự tương quan nhóm nghiên cứu sử dụng mô hình hồi quy mạnh hơn để khắc phục hiện tượng này, đó là mô hình hồi quy tổng thể GLS.

Hiện tượng phương sai sai số thay đổi

Do mô hình phù hợp được lựa chọn là mô hình FEM nên nhóm nghiên cứu sử dụng kiểm định Wald để kiểm tra hiện tượng phương sai sai số thay đổi đối với các mô hình nghiên cứu. Kết quả bày trong Bảng 6.

Kết quả kiểm định cho thấy mô hình bị hiện tượng phương sai sai số thay đổi. Do vậy, nhóm nghiên cứu khắc phục hiện tượng này bằng cách sử dụng mô hình hồi quy tổng thể GLS.

4.4. Kết quả kiểm định hồi quy

Nghiên cứu sử dụng mô hình hồi quy tổng thể GLS khắc phục cả hiện tượng tự tương quan và phương sai sai số thay đổi. Kết quả hồi quy được tổng hợp trong Bảng 7.

4.5. Thảo luận

Kết quả nghiên cứu 427 doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam cho thấy tỷ lệ sở hữu của người nước ngoài ảnh hưởng tích cực tới khả năng sinh lời đo lường bằng ROA. Kết quả này đồng nhất với kết quả nghiên cứu của Olga (2009), Chibber & Majumdar (1999), Douma & cộng sự (2002), Đinh Thanh Tráng & Hồ Xuân Tiến (2017)... nhưng lại trái ngược với kết quả của Abbas & cộng sự (2009), Lee (2008),

Bảng 6: Kết quả kiểm định tự phương sai sai số thay đổi

	ROA	ROE
Giá trị thống kê	3,2	2,1
Sig	0,0000	0,0000

Nguồn: Nhóm tác giả tự tổng hợp.

Bảng 7: Kết quả mô hình hồi quy tổng hợp GLS

Biến	Kí hiệu	ROA		ROE	
		Beta	Sig	Beta	Sig
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	SHNN	0,0320	0,000	0,1040	0,000
Tham gia quản lý của người nước ngoài	QLNN	-0,0023	0,053	-0,0080	0,000
Tốc độ tăng trưởng doanh thu	TTDT	-0,0089	0,000	0,0214	0,000
Thời gian hoạt động của doanh nghiệp (tuổi của DN)	TGHD	-0,0010	0,000	-0,0024	0,000
Quy mô của doanh nghiệp	QMDN	0,0008	0,134	0,0033	0,000
Khả năng thanh toán hiện hành	KNTT	-0,0008	0,020	-0,0029	0,000
Đòn bẩy tài chính	DBTC	-0,1270	0,000	-0,0650	0,000
Hằng số	Cons	0,1112	0,000	0,0894	0,000
R-Square		22,3		18,4	

Nguồn: Nhóm tác giả tự tổng hợp.

Nguyễn Anh Phong & Ngô Phú Thanh (2017), Nguyễn Thị Xuân Mai (2018).

Việc tham gia quản lý của người nước ngoài có tác động ngược chiều đến ROA. Kết quả nghiên cứu này tương đồng với kết quả nghiên cứu của Rose (2007), Joenoos & Rokhim (2019) nhưng lại trái với kết quả nghiên cứu của Oxelheim & Randoy (2003), Ruigrok & Kaczmarek (2008), Choi & cộng sự (2007). Điều này có thể do việc tham gia quản lý của người nước ngoài không nhất thiết phải là các nhà đầu tư nước ngoài mà là do doanh nghiệp thuê trên thị trường quốc tế về để điều hành, quản trị doanh nghiệp, do vậy chi phí quản lý sẽ tăng cao hơn so với thuê người quản lý trong nước. Bên cạnh đó, việc cải tiến công nghệ, nâng cao chất lượng dịch vụ, sản phẩm hoặc bổ thêm các chi phí đào tạo cũng làm cho chi phí của doanh nghiệp thêm gánh nặng, dẫn đến sự suy giảm khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Hơn nữa, các cuộc khảo sát doanh nghiệp FDI của Bộ Kế hoạch và đầu tư một số năm gần đây đều cho thấy, các doanh nghiệp FDI kê khai lỗ hàng năm chiếm tỷ lệ trung bình tới trên 70% do có hành vi chuyển giá hoặc một số doanh nghiệp FDI có lãi nhưng tỷ suất lợi nhuận trên doanh thu cũng không đáng kể. Do vậy, nếu doanh nghiệp có người nước ngoài lãnh đạo trong những doanh nghiệp này có thể có khả năng chỉ đạo điều chỉnh lợi nhuận của doanh nghiệp dẫn đến khả năng sinh lời không cao.

Tốc độ tăng trưởng doanh thu của doanh nghiệp lại có tác động ngược chiều đến ROA. Kết quả này đồng thuận với kết quả nghiên cứu của Huỳnh Thị Tuyết Phượng (2016), nhưng lại ngược chiều với kết quả nghiên cứu của Ntim & Osei (2011), Costea (2012). Thực tế cho thấy tốc độ tăng trưởng doanh thu của doanh nghiệp thể hiện được tiềm lực kinh tế, sự ổn định của doanh nghiệp và mức tăng trưởng của doanh nghiệp, từ đó gia tăng lợi nhuận đem lại cho các chủ sở hữu doanh nghiệp...

Kết quả nghiên cứu thật đáng ngạc nhiên khi cho thấy thời gian hoạt động của doanh nghiệp lại tác động ngược chiều với khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Điều này có nghĩa là các doanh nghiệp có số năm hoạt động càng lớn thì giá trị thị trường của vốn, khả năng sinh lời càng thấp. Kết quả nghiên cứu này đồng nhất kết quả nghiên cứu của Chhibber & Majumdar (1999), Huỳnh Thị Tuyết Phượng (2016); Trái ngược với kết quả của Gurbuz & Aybars (2010), Maleya & Muturi (2013), Nguyễn Anh Phong & Ngô Phú Thanh (2017). Theo Huỳnh Thị Tuyết Phượng (2016) thì các doanh nghiệp hoạt động càng lâu năm trên thị trường thì càng trở nên trì trệ và có sức ì lớn, trở nên bão hòa và chưa kịp chuyển hướng sang những ngành, lĩnh vực có hiệu quả cao hơn. Bên cạnh đó, xã hội ngày càng phát triển, các lĩnh vực mới, thị trường luôn không ngừng phát triển. Các doanh nghiệp non trẻ có thể đã biết nắm bắt những cơ hội, tìm cách thâm nhập thị trường nên không ngừng tạo dựng uy tín, nâng cao chất lượng sản phẩm để có thể tồn tại và phát triển. Do vậy, thời gian hoạt động trên thị trường dài không phải là yếu tố giúp doanh nghiệp nâng cao được khả năng sinh lời của mình.

Quy mô của doanh nghiệp được đo lường bằng logarit tự nhiên tổng tài sản của doanh nghiệp không có dấu hiệu cho thấy ảnh hưởng đến ROA. Kết quả này đồng nhất với kết quả nghiên cứu của Gurbuz & Aybars (2010), Maleya & Muturi (2013) nhưng trái với kết quả nghiên cứu của Nguyễn Anh Phong & Ngô Phú Thanh (2017), Vũ Xuân Vinh (2014). Điều này có thể lý giải, nếu doanh nghiệp đầu tư để mở rộng quy mô, đặc biệt tăng tài sản cố định sẽ giúp doanh nghiệp sản xuất các sản phẩm có chất lượng, tính thẩm mỹ, phù hợp thị hiếu hơn. Tuy nhiên, việc đầu tư mở rộng quy mô làm cho tốc độ tăng trưởng về tài sản cao hơn lợi nhuận, do vậy quy mô không có dấu hiệu ảnh hưởng đến ROA.

Khả năng thanh toán hiện hành của doanh nghiệp tác động tỷ lệ nghịch đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Kết quả này phù hợp với kết quả nghiên cứu của Almajali & cộng sự (2012), Nguyễn Anh Phong & Ngô Phú Thanh (2017) nhưng trái với kết quả nghiên cứu của Paris (2010). Với doanh nghiệp, khả năng thanh toán ngắn hạn là một chỉ tiêu rất quan trọng mà nhà quản trị quan tâm khi hoạt động. Tuy nhiên, theo kết quả nghiên cứu này thì khả năng thanh toán hiện hành của doanh nghiệp ở mức rất cao (2,56 lần). Tỷ số này quá cao, đồng nghĩa với việc doanh nghiệp có quá nhiều tài sản ngắn hạn so với nợ ngắn hạn. Điều này có thể dẫn đến hiệu quả sử dụng tài sản ngắn hạn kém hiệu quả, và có thể là nguyên nhân gián tiếp làm giảm khả năng sinh lời của doanh nghiệp.

Đòn bẩy tài chính tác động ngược chiều với khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Kết quả này đồng nhất với kết quả nghiên cứu của Tian & Zeitun (2007), Nguyễn Minh Hà & Nguyễn Trần Duy Phương (2013). Tuy nhiên lại trái ngược với kết quả nghiên cứu của Nguyễn Anh Phong & Ngô Phú Thanh (2017). Có thể thấy, đặc thù của các doanh nghiệp tại Việt Nam thường có tỷ lệ nợ vay rất cao, về mặt lý thuyết điều này có thể là đòn bẩy khuếch đại lợi nhuận của doanh nghiệp. Nhưng tỷ lệ nợ vay cao lại làm tăng chi phí trả lãi, dẫn đến giảm lợi nhuận của doanh nghiệp. Đồng thời có thể tỷ lệ nợ cao có thể ảnh hưởng đến khả năng huy động vốn vay của doanh nghiệp, áp lực trả lãi, gốc càng lớn làm doanh nghiệp sẽ hoạt động khó khăn hơn.

5. Một số khuyến nghị

Qua kết quả kiểm định, nhóm nghiên cứu đề xuất một số khuyến nghị nhằm cải thiện khả năng sinh lời của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam như sau:

Về phía các doanh nghiệp

Thứ nhất, các doanh nghiệp nên minh bạch, công khai kết quả kinh doanh của mình theo đúng các quy định hiện hành theo xu hướng tiệm cận chuẩn mực quốc tế (IFRS). Sự minh bạch và công bố thông tin sẽ giúp công ty nâng cao uy tín của mình trên thị trường, đồng thời giúp các nhà đầu tư nước ngoài phân tích được thông tin của doanh nghiệp trung thực, hợp lý hơn. Qua đó, thu hút thêm nguồn vốn đầu tư từ các nhà đầu tư này, từ đó tăng hiệu quả hoạt động và cải thiện lợi nhuận của doanh nghiệp.

Thứ hai, các doanh nghiệp nên chủ động xây dựng chiến lược kinh doanh, kế hoạch kinh doanh cụ thể, hiệu quả để thu hút nhà đầu tư, đồng thời đưa ra chính sách cổ tức hợp lý nhằm khuyến khích các nhà đầu tư nước ngoài.

Thứ ba, các doanh nghiệp nên kiểm soát chặt chẽ nguồn vốn gián tiếp vào đơn vị của mình; theo dõi động thái đầu tư của các nhà đầu tư chuyên nghiệp và cùng với Nhà nước, hệ thống giám sát tài chính - ngân hàng để quản lý nguồn vốn gián tiếp có hiệu quả.

Thứ tư, các doanh nghiệp nên xem xét tăng cường thành viên trong hội đồng quản trị, ban giám đốc quản lý, điều hành là người trong nước, hạn chế thuê người có quốc tịch ngoài Việt Nam tham gia trong đội ngũ này. Có chăng, doanh nghiệp chỉ nên thuê đội ngũ chuyên gia trong một khoảng thời gian nhất định để giải quyết những tình huống, dự án nhất định. Còn cả quá trình điều hành, quản lý thì nên tận dụng nguồn nhân lực trong nước.

Về phía Nhà nước

Thứ nhất, Chính phủ cần bảo đảm môi trường chính sách và kinh tế vĩ mô ổn định, hoàn thiện khung khổ pháp luật trong nước đảm bảo phù hợp với cam kết đầu tư quốc tế để thị trường chứng khoán phát triển mạnh mẽ và bền vững. Qua đó, giúp thị trường chứng khoán tăng tính thanh khoản, phát triển ổn định, bền vững và an toàn; tăng tính hấp dẫn của thị trường, thu hút sự quan tâm của nhà đầu tư nước ngoài trên thị trường chứng khoán.

Thứ hai, các cơ quan quản lý cần có cơ chế giám sát chặt chẽ dòng vốn đầu tư nước ngoài và nâng cao năng lực quản trị rủi ro đối với thị trường chứng khoán. Đồng thời, thực hiện các giải pháp để thúc đẩy quá trình nâng hạng thị trường chứng khoán Việt Nam như: Rà soát giảm bớt các lĩnh vực cần hạn chế sở hữu nước ngoài; cắt giảm thủ tục hành chính cho nhà đầu tư nước ngoài khi mở tài khoản vốn đầu tư gián tiếp tại Việt Nam;

Thứ ba, xây dựng và ban hành các chính sách tạo nguồn cung cho thị trường thông qua thúc đẩy tiến trình cổ phần hóa, thoái vốn của nhà nước tại doanh nghiệp, gắn với việc niêm yết và đăng ký giao dịch; Tăng

cường phối hợp chặt chẽ giữa các cơ quan ngân hàng – tài chính – chứng khoán trong việc quản lý dòng vốn đầu tư nước ngoài nhằm đảm bảo sự an toàn, vững chắc và lành mạnh hệ thống tài chính.

Cuối cùng, các cơ quan hữu quan có thể xem xét giải pháp quy định về “room ngoại”, cần có những quy định về gia tăng thêm sự tham gia của khối ngoại thông qua các sản phẩm mang tính chất kỹ thuật mà không ảnh hưởng đến quy định pháp lý hiện hành. Bên cạnh đó, cần nhắc khả năng cho phép doanh nghiệp trong nước niêm yết chéo trên thị trường chứng khoán nước ngoài. Đây là một giải pháp kỹ thuật cũng có thể thu hút thêm dòng vốn đầu tư nước ngoài là những giải pháp thúc đẩy hoạt động niêm yết chéo sang các thị trường nước ngoài để gián tiếp thu hút đầu tư.

Tài liệu tham khảo

- Abbas, S., Rahman, R., & Mahenthiran, S. (2009), ‘Ultimate Ownership and Performance of Islamic Financial Institutions in Malaysia’, *Asian Finance Association Conference, July 2009*.
- Almajali, Y. A., Alamro, S. H., & Al-Soub, Y. Z. (2012), ‘Factors Affecting the Financial Performance of Jordanian Insurance Companies Listed at Amman Stock Exchange’, *Journal of Management Research*, 4(2), 226-289.
- Chibber, P. K., & Majumdar, S. K. (1999), ‘Foreign Ownership and Profitability: Property Rights, Control, and the Performance of Firms in Indian Industry’, *The Journal of Law and Economics*, 42, 209-238.
- Choi, J. J., Park, S. W., & Yoo, S. S. (2007), ‘The value of outside directors: evidence from corporate governance reform in Korea’, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42(4), 941-962.
- Costea, V. (2012), ‘Determinants of corporate financial performance’, Retrieved April 20, 2020, from: www.dafi.ase.ro/revista/6/Costea%20Valentin.pdf
- Dhar, V., Mager, D., Iqbal, A. I., & Schildkrautl, C. I. (1988), ‘The Coordinate Replication of the Human 3-Globin Gene Domain Reflects Its Transcriptional Activity and Nuclease Hypersensitivity’, *Molecular and Cellular Biology*, 8(11), 4958-4965.
- Đình Thanh Tráng & Hồ Xuân Tiến (2017), ‘Mối quan hệ giữa các loại hình chủ sở hữu và hiệu quả kinh doanh: Trường hợp nghiên cứu doanh nghiệp sau cổ phần hóa đã niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam’, *Tạp chí Công thương*, số 4+5, 238-245
- Đoàn Ngọc Phúc (2014), ‘Luận án nâng cao hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp nhà nước sau cổ phần hóa ở Việt Nam’, *Trường Đại học Kinh tế TP Hồ Chí Minh*, 2014.
- Douma, S., George, R., & Kabir, R. (2002), ‘Foreign and domestic ownership, business groups and firm performance: Evidence from a large emerging market’, *Titenburg University Working Paper*.
- Greenaway, D., Guariglia, A., & Zhihong, Y. (2014), ‘The more the better? Foreign ownership and corporate performance in China’, *The European Journal of Finance*, 20(7-9), 681-702.
- Gurbuz, A.O & Aybars A. (2010), ‘The impact of foreign ownership on Firm Performance, evidence from an Emerging market: Turkey’, *American Journal of Economics & Business Administration*, 2(4), 350-359.
- Huỳnh Thị Tuyết Phượng (2016), ‘Nghiên cứu những nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết’, *Tạp chí tài chính*, tháng 11/2016, 47-50.
- Joenoes, M.Z., & Rokhim, R. (2019), ‘Does foreign board increase the company’s performance? the evidence from Indonesia’, *Journal of Economics, Business, and Accountancy Ventura*, 22(2), 213 – 222.
- Lee S. (2008), ‘Ownership Structure and Financial Performance: Evidence from Panel Data of South Korea’, *Forthcoming in Corporate Ownership & Control*, 6(2), Winter 2008.
- Maleya M. O. & Muturi, D.W., (2013), ‘Factors Affecting the Financial Performance of Listed Companies at the Nairobi Securities Exchange in Kenya’, *Research Journal of Finance and Accounting*, 4(15), 99-105.
- Mishra, A.V., (2013), ‘Foreign ownership in Australian firms’, *Research in International Business and Finance*, 28, 1-18.
- Nguyễn Anh Phong & Ngô Phú Thanh (2017), ‘Tác động của quy mô và sở hữu nước ngoài đến hiệu quả hoạt động

doanh nghiệp', *Tạp chí Khoa học Đại học Huế: Kinh tế và Phát triển*, 5C, 75–85.

- Nguyễn Minh Hà & Nguyễn Thành Duy Phương (2013), 'Sở hữu nước ngoài tác động đến hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam', *Tạp chí Những vấn đề kinh tế và chính trị thế giới*, 4(204), 70-80.
- Nguyễn Thị Minh Huệ & Đặng Tùng Lâm (2017), 'Tác động của cấu trúc sở hữu đến hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam,' *Tạp chí Khoa học ĐHQGHN: Kinh tế và Kinh doanh*, 33(1), 23-33.
- Nguyễn Thị Xuân Mai (2018), 'Các yếu tố ảnh hưởng đến hoạt động của các công ty trên sàn chứng khoán Việt Nam', *Tạp chí Tài chính-Ngân hàng-bảo hiểm*, 13, 376-381.
- Nguyễn Văn Tuấn & Phạm Thảo Quyên (2017), 'Ảnh hưởng của sở hữu cổ đông lên lợi nhuận cổ phiếu của các doanh nghiệp niêm yết Việt Nam', *Tạp chí Kinh tế và phát triển*, 242, 26-35.
- Ntim, C.G., Osei. A.C. (2011), 'The Impact of Corporate Board Meetings on Corporate Performance in South Africa', *African Review of Economics and Finance*, 2(2), 83-103.
- Olga B. (2009), 'Foreign Ownership And Firm Performance: A Closer Lookat Offshore Owned Companies In Ukraine', MA in Economics, *Kyiv School of Economics*.
- Oxelheim, L. & Randøy, T. (2003), 'The impact of foreign board membership on firm value', *Journal of Banking and Finance*, 27(12), 2369-2392
- Paris, A. (2010), 'The Evolution of capital Productivity in Greek Manufacturing', *Global business and Management Research: An International Journal*, 2(2&3), 141-161.
- Rose, C. (2007), 'Does female board representation influence firm performance? The Danish evidence', *Corporate Governance: An International Review*, 15(2), 404-413.
- Ruigrok, W. & Kaczmarek, S. (2008), 'Nationality and international experience diversity and firm performance: country effects', *Working paper*, University of St Gallen, St Gallen, September.
- Tian, G. G., & Zeitun, R. (2007). 'Capital Structure and Corporate Performance: Evidence from Jordan'. *Australasian Accounting Business & Finance Journal*, 1, 16-23, 25, 28-30, 32, 34-37.
- Vũ Xuân Vinh (2014), 'Cấu trúc sở hữu, hiệu quả hoạt động và giá trị doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán Việt Nam', *Tạp chí Phát triển và Hội nhập*, 16, 28–32.
- Xu. X., Wang Y. (1999), 'Ownership structure and corporate governance in Chinese stock companies', *China Economic Review*, 10(1), 75-98.