

ẢNH HƯỞNG CỦA SỞ HỮU CỔ ĐÔNG LÊN LỢI NHUẬN CỔ PHIẾU CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT VIỆT NAM

Nguyễn Văn Tuấn

*Khoa Kinh tế và Quản trị kinh doanh, Trường Đại học Đà Lạt
Email: tuannv@dlu.edu.vn*

Phạm Thảo Quyên

Email: phamthaoquyen41@gmail.com

Ngày nhận: 30/5/2017

Ngày nhận bản sửa: 19/6/2017

Ngày duyệt đăng: 25/7/2017

Tóm tắt:

Sử dụng kỹ thuật hồi quy dữ liệu bảng để kiểm soát các nguồn nội sinh tiềm năng, nghiên cứu này xem xét mối quan hệ giữa cơ cấu sở hữu cổ đông và lợi nhuận cổ phiếu của 162 công ty niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) trong giai đoạn 2011-2015. Khác với nhiều nghiên cứu trước đây, chúng tôi không tìm thấy ảnh hưởng của sở hữu tổ chức, sở hữu nước ngoài và sở hữu nhà nước lên lợi nhuận cổ phiếu của các doanh nghiệp niêm yết. Kết quả kiểm định tăng cường cũng xác nhận rằng không tồn tại mối quan hệ có ý nghĩa thống kê giữa cấu trúc sở hữu cổ đông và hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Phát hiện này góp phần làm sáng rõ những thay đổi về mối quan hệ giữa cơ cấu sở hữu cổ đông và lợi nhuận cổ phiếu tại Việt Nam trong thời gian vừa qua, cũng như đóng góp thêm bằng chứng thực nghiệm cho mối quan hệ này ở các thị trường mới nổi.

Từ khóa: Sở hữu cổ đông, Lợi nhuận cổ phiếu, Doanh nghiệp niêm yết Việt Nam.

The impact of ownership structure on earnings per share of Vietnamese listed companies

Abstract:

Using estimation technique for panel data to control for potential endogeneity problems, this paper investigates the relationship between ownership structure and financial performance (measured by earnings per share ratio - EPS) of 162 Vietnamese companies listed on the Ho-Chi-Minh Stock Exchange (HOSE). Unlike several previous studies, we find no evidence of the effects of organization ownership, foreign ownership, and state ownership on EPS of Vietnamese listed companies. The robustness checking also confirms that there is no relationship between the three types of ownership structure and firm financial performance. Our findings contribute to the literature on the relationship between ownership structure and firm financial performance for the Vietnamese market and provide empirical evidence from emerging markets.

Keywords: Ownership structure; Earnings per share; Vietnamese listed companies.

1. Giới thiệu

Đối với các doanh nghiệp cổ phần, đặc biệt là doanh nghiệp cổ phần niêm yết, cổ đông đóng vai trò rất quan trọng trong việc hình thành nên nguồn vốn tài trợ cho các hoạt động của doanh nghiệp. Sự đa dạng về thành phần cổ đông tất yếu sẽ dẫn đến sự đa dạng trong cấu trúc sở hữu. Cấu trúc sở hữu

thường được phân loại thành hai trường hợp: (i) sở hữu tập trung và (ii) sở hữu hỗn hợp (Gürsoy & Aydoğan, 2002). Trong đó, sở hữu tập trung có thể được định nghĩa là tỷ lệ cổ phiếu phổ thông của các cổ đông sở hữu ít nhất 5% trong tổng số cổ phiếu phổ thông của công ty (Nguyen & cộng sự, 2015). Sở hữu hỗn hợp liên quan đến đặc tính của các cổ

đồng, bao gồm sở hữu của cổ đông tổ chức, cổ đông nước ngoài và cổ đông nhà nước (Nguyễn & cộng sự, 2014). Theo Chen (2012), ảnh hưởng của các loại hình sở hữu khác nhau đối với hiệu quả hoạt động của công ty là khác nhau, bởi vì chủ sở hữu khác nhau có ưu tiên riêng của mình về các mục tiêu chiến lược của công ty và khác nhau về động cơ và khả năng để giải quyết các vấn đề đại diện.

Đã có nhiều nghiên cứu về mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu và hiệu quả tài chính doanh nghiệp ở Việt Nam (xem, Chu & cộng sự, 2015; Nguyen & cộng sự, 2015; Võ, 2014). Tuy nhiên, theo hiểu biết của tác giả, chưa có nghiên cứu nào trước đây cho thị trường Việt Nam sử dụng lợi nhuận cổ phiếu để đo lường hiệu quả tài chính doanh nghiệp. Bên cạnh đó, trong những năm vừa qua, môi trường pháp lý của Việt Nam đã có nhiều thay đổi dẫn đến sự biến động của cơ cấu cổ đông, kéo theo sự thay đổi trong mối quan hệ giữa sở hữu cổ đông và lợi nhuận cổ phiếu. Chẳng hạn như Khoản 22, Điều 4, Luật Doanh nghiệp 2005 quy định: “Doanh nghiệp nhà nước là doanh nghiệp trong đó Nhà nước sở hữu trên 50% vốn điều lệ” (Quốc hội, 2005). Đến năm 2014, Khoản 8, Điều 4, Luật Doanh nghiệp 2014 lại quy định: “Doanh nghiệp nhà nước là doanh nghiệp do Nhà nước nắm giữ 100% vốn điều lệ” (Quốc hội, 2014).

Như vậy, cùng một cổ đông nhưng trước năm 2014 được xem là cổ đông nhà nước, sau năm 2014 thì lại được xem là cổ đông tổ chức thông thường. Việc định nghĩa lại khái niệm doanh nghiệp nhà nước đương nhiên làm cho tỷ lệ sở hữu nhà nước trong các doanh nghiệp giảm đi, tỷ lệ sở hữu tổ chức tăng lên, kéo theo sự thay đổi của ảnh hưởng tiềm năng của sở hữu nhà nước và sở hữu tổ chức lên hiệu quả tài chính nói chung và lợi nhuận cổ phiếu của doanh nghiệp nói riêng.

Trong bối cảnh đó, mục tiêu của nghiên cứu này là kiểm tra lại mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu và hiệu quả tài chính doanh nghiệp ở Việt Nam trong giai đoạn 2011-2015. Kết quả nghiên cứu sẽ cung cấp bằng chứng thực nghiệm, góp phần làm sáng rõ mối quan hệ giữa cơ cấu sở hữu cổ đông và lợi nhuận cổ phiếu trong giai đoạn luật pháp Việt Nam có nhiều thay đổi. Đồng thời, nghiên cứu này cũng xem xét một số yếu tố khác có thể ảnh hưởng lên hiệu quả tài chính nói chung và lợi nhuận cổ phiếu nói riêng nhằm cung cấp các hàm ý thực tiễn, giúp các doanh nghiệp niêm yết có thể cơ cấu lại thành

phần cổ đông một cách hợp lý, hoặc điều chỉnh các yếu tố khác có liên quan để hoạt động có hiệu quả hơn.

2. Lược sử nghiên cứu và phát triển giả thuyết

2.1. Các nghiên cứu trên thế giới

Lý thuyết đại diện (agency theory) được đề cập khá phổ biến trong các nghiên cứu về mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu và hiệu quả doanh nghiệp. Jensen & Meckling (1976) định nghĩa mối quan hệ đại diện như là một hợp đồng mà trong đó một hoặc nhiều người chủ sở hữu doanh nghiệp liên kết với một người khác (người đại diện) để thực hiện một số dịch vụ thay mặt họ, bao gồm việc ủy thác một số quyền ra quyết định cho người đại diện. Nếu cả hai bên trong mối quan hệ đó là những người tối đa hóa lợi ích, thì rõ ràng người đại diện sẽ không phải luôn luôn hành động vì lợi ích tốt nhất của chủ sở hữu công ty (Jensen & Meckling, 1976). Như vậy, để cải thiện hiệu quả công ty và giảm thiểu xung đột giữa các thành phần cổ đông, người đại diện nên nắm giữ cổ phần công ty (Jensen & Meckling, 1976).

Về mặt thực nghiệm, kết quả nghiên cứu của Demsetz & Villalonga (2001) cho thị trường Mỹ cho thấy không có mối quan hệ có ý nghĩa thống kê giữa cấu trúc sở hữu và hiệu quả doanh nghiệp. Kết quả này phù hợp với quan điểm cho rằng sở hữu phân tán có thể làm trầm trọng thêm một số vấn đề đại diện, nhưng cũng mang lại lợi ích bù đắp cho những vấn đề đó. Phát hiện này ủng hộ quan điểm cho rằng thị trường, một cách tự nhiên, có cơ chế điều tiết các cấu trúc sở hữu, cho dù đó là khuếch tán hay tập trung, sao cho phù hợp với chiến lược phát triển của doanh nghiệp (Demsetz & Villalonga, 2001).

Tian & Estrin (2008) cho rằng cổ phần của nhà nước ảnh hưởng tiêu cực lên giá trị doanh nghiệp tại Trung Quốc. Tian & Estrin (2008) lập luận rằng hiệu quả của việc ra quyết định sẽ giảm xuống khi các nhà quản lý phải cân bằng các yêu cầu cạnh tranh của cổ đông tư nhân lớn và cổ đông nhà nước lớn. Hơn nữa, trong bối cảnh Trung Quốc, khi nhà nước nắm giữ lượng cổ phần cao, nhà nước có xu hướng can thiệp và bóp méo cơ chế thị trường theo hướng có lợi cho các công ty mà nhà nước sở hữu. Vì vậy, nếu sự hiện diện của một cổ đông nhà nước là có lợi cho một công ty, cổ phần nắm giữ của nhà nước phải tương đối lớn (Tian & Estrin, 2008). Tương tự, nghiên cứu của Mao (2015) cho thị trường Trung Quốc cho thấy trong hầu hết các tình huống, quyền sở hữu nhà nước có ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả

tài chính của công ty vì các chủ sở hữu nhà nước theo đuổi các mục tiêu chính trị (như giá sản phẩm thấp, quan ngại về việc làm và các mục tiêu phi lợi nhuận khác) thay vì tối đa hoá lợi nhuận. Ngoài ra, Mao (2015) cũng cho rằng các nhà đầu tư tổ chức có nhiều ưu đãi và năng lực tài chính để theo dõi việc quản lý, do đó tăng cường hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Nghiên cứu của Zeitun & Tian (2007) cho thấy sở hữu của chính phủ có tác động tiêu cực đối với tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu (Return on equity - ROE) của các công ty niêm yết tại Jordan. Một nghiên cứu khác cho thị trường Jordan của Al-Najjar & Taylor (2008) lập luận rằng các nhà đầu tư tổ chức được xem là những đối tượng chính trong thị trường tài chính và ảnh hưởng của họ trong quản trị doanh nghiệp đã tăng lên do chính sách cổ phần hóa được áp dụng. Đồng thời, các nhà sở hữu tổ chức đóng một vai trò quan trọng trong việc giám sát các công ty mà họ nắm giữ cổ phần thông qua việc bầu ban giám đốc (Al-Najjar & Taylor, 2008).

Kết quả nghiên cứu của Kapopoulos & Lazaretou (2007) cho thị trường Hy Lạp cho thấy cơ cấu sở hữu tập trung càng lớn thì lợi nhuận của công ty càng cao, và rằng lợi nhuận của công ty cao hơn đòi hỏi mức độ sở hữu phân tán ít hơn. Tại Ấn Độ, Chhibber & Majumdar (1999) phát hiện rằng khi quyền sở hữu nước ngoài ở mức 51%, các công ty sẽ có hiệu quả tài chính cao hơn do các cổ đông nước ngoài có được quyền kiểm soát chiến lược phát triển của công ty. Ngoài ra, theo Li & cộng sự (2009), sở hữu nước ngoài không chỉ mang lại vốn và công nghệ, mà còn nhập khẩu kinh nghiệm thực hành quản trị tốt hơn và phong cách quản lý hiện đại hơn cho doanh nghiệp. Nghiên cứu của Pirzada & cộng sự (2015) tại Malaysia cung cấp bằng chứng về mối quan hệ thuận chiều giữa sở hữu tổ chức và hiệu quả tài chính, đo lường bởi lợi nhuận cổ phiếu (Earnings per share - EPS). Tuy nhiên, mối quan hệ giữa sở hữu tổ chức và ROE lại không có ý nghĩa thống kê.

2.2. Các nghiên cứu tại Việt Nam

Mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu cổ đông và hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp Việt Nam cũng được xem xét trong một số nghiên cứu trong nước. Nghiên cứu của Nguyen & cộng sự (2015) về mối quan hệ giữa sở hữu tập trung và hiệu quả hoạt động của các công ty ở Singapore và Việt Nam cho thấy tác động đến hiệu quả tài chính công ty của quyền sở hữu tập trung tồn tại ở cả hai thị trường. Theo

Nguyen & cộng sự (2015), tác động tích cực của quyền sở hữu tập trung đối với hoạt động của các doanh nghiệp trong hệ thống quản trị quốc gia kém phát triển (Việt Nam) có xu hướng mạnh hơn so với trong hệ thống quản trị quốc gia tốt (Singapore).

Nguyễn & cộng sự (2014) nghiên cứu về mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu và khả năng sinh lời của một mẫu gồm 40 ngân hàng thương mại Việt Nam. Kết quả mô hình với biến phụ thuộc là tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản (Return on total assets - ROA) cho thấy biến sở hữu nhà nước không có ý nghĩa thống kê; Mức độ tập trung vốn vào 5 cổ đông lớn nhất và tỷ lệ sở hữu tư nhân có tác động thuận chiều lên ROA; Tỷ lệ sở hữu nước ngoài và tỷ lệ sở hữu trong nước tác động ngược chiều lên ROA. Theo Nguyễn & cộng sự (2014), năm cổ đông lớn nhất của ngân hàng là những người tham gia hội đồng quản trị nên sẽ không có mâu thuẫn lợi ích giữa chủ sở hữu và ban quản lý. Ngoài ra, việc cổ phần hóa sẽ tạo thành áp lực để các ngân hàng hoạt động lành mạnh và hiệu quả hơn (Nguyễn & cộng sự, 2014).

Nghiên cứu của Chu & cộng sự (2015) về các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính của 230 công ty phi tài chính niêm yết trên thị trường HOSE. Kết quả cho thấy sở hữu nhà nước có tác động ngược chiều đến hiệu quả tài chính (đo lường bằng chỉ tiêu ROA). Chu & cộng sự (2015) lập luận rằng công ty có quy mô vốn nhà nước lớn chủ yếu thuộc lĩnh vực xây dựng, khai khoáng và sản xuất điện, phân phối khí đốt. Các công ty này thường thực hiện xây dựng các dự án công cộng vì lợi ích chung của xã hội, cung cấp các yếu tố đầu vào cần thiết cho xã hội (điện, khí đốt...). Vốn đầu tư cho các lĩnh vực này khá lớn nhưng lợi nhuận thấp. Do đó, hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp nhà nước này thường ở mức thấp (Chu & cộng sự, 2015).

Lược sử các nghiên cứu về mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu cổ đông và hiệu quả tài chính công ty cho thấy rằng các kết quả nghiên cứu trước đây chưa có sự thống nhất, và chịu ảnh hưởng của bối cảnh thị trường và thời gian được nghiên cứu. Dựa trên các kết quả nghiên cứu ấy, chúng tôi đề xuất 3 giả thuyết liên quan đến mối quan hệ giữa sở hữu cổ đông và lợi nhuận cổ phiếu (EPS) cho thị trường Việt Nam, được kiểm định trong nghiên cứu này lần lượt như sau:

H_1 : Có mối quan hệ thuận chiều giữa sở hữu tổ chức và EPS.

H_2 : Có mối quan hệ thuận chiều giữa sở hữu nước ngoài và EPS.

H_3 : Có mối quan hệ nghịch chiều giữa sở hữu nhà nước và EPS.

3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

3.1. Nguồn dữ liệu

Dữ liệu được thu thập từ các công ty niêm yết trên thị trường HOSE trong giai đoạn 2011-2015. Trong quá trình thu thập dữ liệu, các công ty không đủ thông tin về cơ cấu sở hữu của các loại cổ đông tổ chức, cổ đông nước ngoài, cổ đông nhà nước cũng như các công ty thiếu dữ liệu về các biến kiểm soát sẽ bị loại. Theo tiêu chuẩn này, trong số hơn 300 công ty được niêm yết trên HOSE, có 162 công ty có đầy đủ dữ liệu trong thời gian 5 năm, tạo thành cấu trúc dữ liệu bảng cân bằng với 810 quan sát. Dữ liệu tài chính được trích xuất từ các báo cáo thường niên; Báo cáo tài chính hợp nhất, bao gồm: Bảng cân đối kế toán; Báo cáo hoạt động kinh doanh; Báo cáo lưu chuyển tiền tệ; Thuyết minh các báo cáo tài chính.

3.2. Đo lường các biến nghiên cứu

3.2.1. Biến phụ thuộc

Nghiên cứu này sử dụng biến phụ thuộc là lợi nhuận cổ phiếu (EPS) để đo lường hiệu quả tài chính. Ngoài ra, tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu (ROE) và tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản (ROA) cũng được sử dụng cho mục đích kiểm định tăng cường. Lợi nhuận cổ phiếu được dùng trong nhiều nghiên cứu để đo lường hiệu quả tài chính của doanh nghiệp (Kim & cộng sự, 1988; Pirzada & cộng sự, 2015). EPS “là một yếu tố quan trọng nhất, quyết định giá trị của cổ phần bởi vì nó đo lường sức thu nhập chứa đựng trong một cổ phần hay nói cách khác nó thể hiện thu nhập nhà đầu tư có được do mua cổ phần.” (Đoàn, 2015, tr. 139). Theo Đoàn (2015), ba chỉ số này được tính toán theo các công thức (1), (2) và (3) sau đây:

$$EPS = \frac{\text{Thu nhập ròng của cổ đông thường}}{\text{Số lượng cổ phần thường đang lưu hành}} \quad (1)$$

$$ROE = \frac{\text{Lợi nhuận ròng}}{\text{Vốn cổ phần}} \quad (2)$$

$$ROA = \frac{\text{Lợi nhuận ròng}}{\text{Toàn bộ tài sản}} \quad (3)$$

3.2.2. Biến độc lập

Ba biến độc lập được quan tâm trong mô hình thực nghiệm của nghiên cứu này là: (i) Tỷ lệ sở hữu của cổ đông tổ chức; (ii) Tỷ lệ sở hữu của cổ đông

nước ngoài; (iii) Tỷ lệ sở hữu của cổ đông nhà nước. Theo Nguyễn & cộng sự (2014), định nghĩa của các biến này được trình bày lần lượt như sau:

- INSTITUTION: Tỷ lệ sở hữu của cổ đông tổ chức, bao gồm cổ đông tổ chức trong nước (không bao gồm cổ đông là tổ chức nhà nước) và cổ đông tổ chức nước ngoài trong tổng vốn cổ phần.

- FOREIGN: Tỷ lệ sở hữu của cổ đông nước ngoài, bao gồm cổ đông cá nhân nước ngoài và cổ đông tổ chức nước ngoài trong tổng vốn cổ phần.

- STATE: Tỷ lệ sở hữu của cổ đông là tổ chức nhà nước trong tổng vốn cổ phần.

3.2.3. Biến kiểm soát

Dựa trên các nghiên cứu trước đây (Võ, 2014; Chen, 2012) một số biến kiểm soát sau đây cũng được sử dụng trong nghiên cứu này:

- LNSIZE: Quy mô doanh nghiệp. Công ty có quy mô lớn hơn có thể sẽ hoạt động hiệu quả hơn nhờ vào lợi thế về quy mô. Biến này được đo bằng logarit tự nhiên tổng tài sản tại thời điểm cuối năm tài chính.

- DEBT: Đòn bẩy tài chính. Tỷ số này giúp đánh giá mức độ sử dụng vốn vay cho hoạt động kinh doanh của một công ty (Đoàn, 2015, tr. 133). Tỷ số đòn bẩy tài chính có thể được đo lường theo nhiều cách khác nhau. Nghiên cứu này sử dụng thước đo theo công thức (4) sau đây:

$$DEBT = \frac{\text{Tổng nợ}}{\text{Tổng tài sản}} \quad (4)$$

LNSALES: Chỉ số doanh thu. Công ty có doanh thu càng cao thì được kỳ vọng sẽ thu được lợi nhuận càng nhiều và hoạt động càng hiệu quả. Chỉ số này được đo bằng logarit tự nhiên của tổng doanh thu.

- INVEST: Tỷ lệ tăng trưởng tài sản. Theo Chen (2012), tỷ lệ tăng trưởng tài sản là một trong những thước đo được sử dụng phổ biến để đo lường khả năng tăng trưởng của công ty. Chỉ số này cũng được sử dụng trong nghiên cứu của Cooper & cộng sự (2008). Nó được xác định bằng công thức (5) như sau:

$$DEBT = \frac{\text{Tổng tài sản}_{\text{năm } t} - \text{Tổng tài sản}_{\text{năm } t-1}}{\text{Tổng tài sản}_{\text{năm } t-1}} \quad (4)$$

- INDUSTRY: Biến giả ngành kinh doanh. Mỗi ngành kinh doanh có đặc điểm hoạt động riêng, do đó nghiên cứu này dùng biến giả ngành để kiểm soát các đặc trưng theo ngành.

- YEAR: Biến giả năm. Biến này nhằm kiểm soát

các ảnh hưởng đặc trưng theo thời gian, phản ánh tác động của tình hình kinh tế vĩ mô hoặc các biến động thị trường đến hiệu quả tài chính doanh nghiệp (Nguyen & cộng sự, 2015).

3.3. Mô hình nghiên cứu

- Mô hình hồi quy tuyến tính đa biến được đề xuất như phương trình (6) sau:

$$EPS = \beta_0 + \beta_1 INSTITUTE + \beta_2 FOREIGN + \beta_3 STATE + \beta_4 LNSIZE + \beta_5 DEBT + \beta_6 LNSALES + \beta_7 INVEST + \beta_8 INDUSTRY + \beta_9 YEAR + \varepsilon$$

Các mô hình kiểm định tăng cường sẽ sử dụng biến phụ thuộc là ROE và ROA

Nghiên cứu này sử dụng kỹ thuật hồi quy bình phương tối thiểu thông thường (Ordinary least squares - OLS) cho mô hình dữ liệu gộp OLS và mô hình các ảnh hưởng cố định dành cho dữ liệu bảng (Fixed effects model - FEM) nhằm xem xét mối quan hệ giữa cơ cấu sở hữu cổ đông với lợi nhuận cổ phiếu của các công ty cổ phần. Đồng thời, tác giả cũng thực hiện một số kiểm định cần thiết để đảm bảo rằng các kết quả ước lượng OLS thỏa mãn các ràng buộc của mô hình hồi quy tuyến tính cổ điển (ước lượng tuyến tính không chệch hiệu quả nhất). Kết quả kiểm định White và kiểm định Wooldridge (các kiểm định này không được trình bày trong bài viết nhằm đảm bảo tính ngắn gọn của nghiên cứu) cho thấy cả 3 mô hình ước lượng tồn tại hiện tượng phương sai sai số thay đổi. Mô hình với biến phụ thuộc EPS có hiện tượng tự tương quan, mô hình với biến phụ thuộc ROE và ROA không có hiện tượng tự tương quan. Để khắc phục các hiện tượng trên, kỹ thuật hồi quy với sai số chuẩn mạnh (robust standard errors) đã được sử dụng trong tất cả các mô hình ước lượng thực nghiệm.

4. Kết quả và thảo luận

4.1. Thống kê mô tả và ma trận tương quan

Các giá trị thống kê mô tả được trình bày trong Bảng 1 cho thấy EPS có giá trị trung bình là 2.590,1 đồng/cổ phiếu. Nhìn chung có thể thấy các doanh nghiệp niêm yết hoạt động tương đối hiệu quả, đem lại khả năng sinh lời dương cho mỗi cổ phiếu. Tuy nhiên, còn tồn tại sự chênh lệch lớn khi giá trị thấp nhất của EPS là -10.332 đồng/cổ phiếu, giá trị cao nhất lên đến 22.356 đồng/cổ phiếu. Tương tự, ROE trung bình là khoảng 11,82%, với khoảng biến thiên từ -129,22% đến 91,24%. ROA có giá trị trung bình thấp hơn, khoảng 6.42%, với khoảng biến thiên từ -64,55% đến 72,19%. Như vậy, giá trị EPS, ROE và ROA giữa các công ty được lựa chọn có sự chênh lệch đáng kể.

Cả ba loại cổ đông là tổ chức, nước ngoài và nhà nước đều có tỷ lệ sở hữu đáng kể. Một cách trung bình, cổ đông tổ chức có tỷ lệ sở hữu cao nhất (29,21%) và sở hữu nước ngoài chiếm tỷ lệ thấp nhất (14,57%). Tỷ lệ sở hữu của nhà nước có biến động lớn nhất, với độ lệch chuẩn 26,07. Tỷ lệ đòn bẩy tài chính, một cách bình quân, là khá cao (48,8%). Như vậy, bên cạnh nguồn tài trợ của cổ đông do phát hành cổ phiếu, các công ty niêm yết trên thị trường HOSE còn sử dụng nguồn tài trợ từ vốn vay khá lớn để duy trì hoạt động kinh doanh.

Các hệ số tương quan giữa các biến được lựa chọn trong mô hình và mức ý nghĩa của chúng được trình bày trong Bảng 2. Ta thấy cả ba loại cấu trúc sở hữu đều có tương quan thuận chiều với EPS, ROE và ROA. Tương tự, các biến kiểm soát cũng có sự tương quan với EPS, trong đó, tỷ lệ đòn bẩy tài chính tương quan ngược chiều với cả ba biến EPS, ROE và ROA. Điều này cho thấy rằng việc sử dụng nợ vay trong cấu trúc vốn có tiềm năng gây tác động tiêu cực đối với lợi nhuận dành cho chủ sở hữu

Bảng 1. Thống kê mô tả của mẫu nghiên cứu

Các biến	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Tối thiểu	Tối đa
eps	810	2590.10	3183.35	-10332.000	22356.00
roe	810	11.82	15.64	-129.220	91.24
roa	810	6.42	8.97	-64.550	72.19
institution	810	29.21	23.93	0.003	99.59
foreign	810	14.57	18.30	0.000	88.69
state	810	25.05	26.07	0.000	90.72
lnsize	810	27.89	1.43	24.640	34.14
debt	810	48.80	21.13	0.290	97.06
lnsales	810	27.44	1.73	0.000	31.32
invest	810	11.47	31.96	-68.710	370.64

Nguồn: Tính toán của tác giả

nếu doanh nghiệp hoạt động kém hiệu quả. Ngoài ra, các hệ số tương quan giữa các biến độc lập khá thấp (<0,4) nên ít có khả năng xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình hồi quy. Kết quả tính toán nhân tử phóng đại phương sai (VIF) cũng xác nhận điều này khi các biến độc lập có hệ số VIF khá thấp (VIFs<2).

4.2. Phân tích hồi quy đa biến

4.2.1. Mô hình hồi quy OLS cho dữ liệu gộp (hồi quy gộp OLS)

Trước tiên, nghiên cứu thực hiện hồi quy gộp OLS nhằm đánh giá sơ bộ mối quan hệ giữa sở hữu cổ đông và lợi nhuận cổ phiếu trong mô hình. Kết quả hồi quy gộp OLS với sai số chuẩn mạnh được trình bày trong cột 2 của Bảng 3. Với giá trị $R^2 = 29,2\%$, nhìn chung mô hình giải thích được 29,2% sự thay đổi của lợi nhuận cổ phiếu. Ngoài ra, thống kê F có Prob (F-statistic) < 0,05, cho thấy mô hình là phù hợp với dữ liệu mẫu.

Kết quả từ hồi quy gộp OLS cho thấy các biến độc lập, gồm sở hữu của cổ đông tổ chức, nước ngoài, và nhà nước đều có tác động tích cực và có ý nghĩa thống kê lên lợi nhuận cổ phiếu. Trong đó, biến sở hữu tổ chức có ý nghĩa thống kê ở mức 5%, các biến sở hữu nước ngoài và nhà nước có mức ý nghĩa 1%. Ngoài ra, các biến đòn bẩy tài chính, chỉ số doanh thu và tỷ lệ tăng trưởng tài sản đều có ý nghĩa thống kê trong mô hình. Trong đó, đòn bẩy tài chính có tác động tiêu cực lên lợi nhuận cổ phiếu ở mức 1%, chỉ số doanh thu và tỷ lệ tăng trưởng tài sản tác động tích cực lên lợi nhuận cổ phiếu với mức ý nghĩa lần lượt là 5% và 1%. Riêng biến quy mô doanh nghiệp không có tác động có ý nghĩa thống kê trong mô hình.

Hai kỹ thuật hồi quy phổ biến dùng cho dữ liệu bảng là hồi quy các ảnh hưởng cố định (FEM) và hồi quy các ảnh hưởng ngẫu nhiên (Random effects model - REM). Hạn chế của mô hình hồi quy gộp OLS là các ảnh hưởng cá nhân không thể quan sát được bị bỏ qua. Do đó, để kiểm soát các ảnh hưởng này, mô hình hồi quy dữ liệu bảng được áp dụng để kiểm định tăng cường. Ngoài ra, để đảm bảo việc lựa chọn phương pháp hồi quy phù hợp, chúng tôi thực hiện các kiểm định: F-test, BP-test và Hausman-test. Kết quả F-test cho thấy mô hình hồi quy FEM phù hợp hơn mô hình OLS. Kết quả BP-test cho thấy mô hình hồi quy REM phù hợp hơn mô hình OLS. Cuối cùng, kết quả $\text{Prob} > \chi^2 = 0,0000 < 0,05$ từ kiểm định Hausman gợi ý rằng mô hình FEM là thích hợp

Bảng 2. Ma trận tương quan và nhân tử phóng đại phương sai (VIF)

	eps	roe	roa	institution	foreign	state	lnsize	debt	lmsales	invest	VIF
eps	1.00										
roe	0.84***	1.00									1.69
roa	0.84***	0.87***	1.00								1.57
institution	0.19***	0.08**	0.15***	1.00							1.30
foreign	0.27***	0.14***	0.20***	0.51***	1.00						1.82
state	0.10***	0.11***	0.10***	-0.41***	-0.22***	1.00					1.46
lnsize	0.07*	0.04	-0.06*	0.24***	0.27***	0.11***	1.00				1.46
debt	-0.26***	-0.20***	-0.45***	-0.20***	-0.25***	0.10***	0.38***	1.00			1.46
lmsales	0.27***	0.21***	0.12***	0.13***	0.22***	0.10***	0.54***	0.28***	1.00		1.46
invest	0.18***	0.21***	0.18***	0.11***	0.02	-0.07*	0.11***	0.06	0.07**	1.00	1.03

Ghi chú: Các ký hiệu *, **, và *** lần lượt biểu diễn cho các mức ý nghĩa thống kê: 10%; 5%; và 1%
 Nguồn: Tính toán của tác giả

Bảng 3. Ảnh hưởng của sở hữu cổ đông lên hiệu quả tài chính: Kết quả ước lượng hồi quy gộp OLS và hồi quy FEM

Biến giải thích	Biến phụ thuộc: EPS, ROE và ROA					
	Hồi quy OLS cho dữ liệu gộp			Hồi quy FEM		
	EPS	ROE	ROA	EPS	ROE	ROA
	b/(t)	b/(t)	b/(t)	b/(t)	b/(t)	b/(t)
	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
<i>institution</i>	11.97** (2.29)	0.0138 (0.50)	0.0275* (1.80)	-13.32 (-1.26)	-0.149* (-1.89)	-0.0683 (-1.39)
<i>foreign</i>	23.01*** (2.78)	0.0450 (1.25)	0.0242 (1.17)	6.350 (0.20)	-0.0255 (-0.19)	-0.0225 (-0.24)
<i>state</i>	21.39*** (4.85)	0.0731*** (3.40)	0.0547*** (4.86)	-16.79 (-1.56)	-0.126* (-1.66)	-0.0373 (-0.79)
<i>Insize</i>	-121.1 (-0.57)	-0.702 (-0.72)	-0.353 (-0.68)	1269.6** (2.58)	7.536*** (2.82)	3.296** (2.31)
<i>debt</i>	-45.21*** (-6.34)	-0.192*** (-4.56)	-0.211*** (-10.18)	-56.47*** (-4.47)	-0.397*** (-4.09)	-0.269*** (-4.89)
<i>Insales</i>	525.5** (2.19)	2.492** (2.46)	1.218** (2.39)	245.0* (1.71)	1.420** (2.08)	0.668* (1.95)
<i>invest</i>	17.87*** (2.81)	0.102*** (2.98)	0.0542*** (2.98)	10.72** (2.36)	0.0736** (2.39)	0.0432** (2.36)
<i>Industry dummies</i>	yes	yes	yes	no	no	no
<i>Year dummies</i>	yes	yes	yes	yes	yes	yes
<i>Tung độ góc</i>	-7668.1** (-2.37)	-29.85* (-1.69)	-10.13 (-1.03)	-35654.0*** (-2.67)	-207.6*** (-2.84)	-86.46** (-2.29)
N	810	810	810	810	810	810
R ²	0.292	0.200	0.357	0.124	0.129	0.172
F	12.29	8.379	18.71	7.250	6.185	6.050
Prob>F	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

Ghi chú: Thống kê t được đặt trong dấu ngoặc đơn. Các ký hiệu *, **, và *** lần lượt biểu diễn cho các mức ý nghĩa thống kê: 10%; 5%; và 1%

Nguồn: Tính toán của tác giả

hơn mô hình REM để thực hiện nghiên cứu này.

4.2.2. Mô hình hồi quy FEM cho dữ liệu bảng

Hồi quy FEM với sai số chuẩn mạnh được chúng tôi sử dụng để khắc phục hiện tượng tự tương quan và phương sai sai số thay đổi trong mô hình.

Kết quả từ cột 5 của Bảng 3 cho thấy các biến sở hữu tổ chức, sở hữu nhà nước, và sở hữu nước ngoài đều không có tác động có ý nghĩa thống kê đối với EPS. Như vậy, không có đủ bằng chứng thống kê để chấp nhận các giả thuyết đã đặt ra (H1; H2; và H3), và có thể kết luận rằng không có mối quan hệ có ý nghĩa thống kê giữa các cấu trúc sở hữu và lợi nhuận cổ phiếu. Phát hiện này là tương đồng với kết quả của Demsetz & Villalonga (2001).

Kết quả từ cột 5 của Bảng 3 cũng cho thấy tất cả các biến kiểm soát đều có tương quan có ý nghĩa thống kê với EPS. Hệ số hồi quy khá cao giữa quy

mô doanh nghiệp và EPS cho thấy EPS có thể chịu ảnh hưởng lớn từ sự thay đổi quy mô. Kết quả này phù hợp với nghiên cứu của Chen (2012); Almajali & cộng sự (2012) cho rằng các công ty lớn có nhiều nguồn lực hơn, nhiều nhân viên kế toán và các hệ thống thông tin phức tạp dẫn đến hiệu quả tài chính cao. Đòn bẩy tài chính tác động tiêu cực lên EPS, có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Tỷ lệ tăng trưởng tài sản ảnh hưởng tích cực lên EPS với mức ý nghĩa thống kê 5%. Nghiên cứu của Çoban (2014) cũng cho thấy mối quan hệ thuận chiều giữa khả năng tăng trưởng và lợi nhuận của công ty. Như vậy, công ty càng tăng trưởng tốt thì hoạt động càng hiệu quả.

4.2.3. Kiểm định tăng cường

Để kiểm tra độ vững của các mối quan hệ đã được trình bày, nghiên cứu tiến hành kiểm định tăng cường, bằng cách thay thế biến phụ thuộc EPS bởi các chỉ số ROE và ROA để xem xét lại mối quan hệ

giữa sở hữu cổ đông và hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Kết quả hồi quy gộp OLS thể hiện ở cột 3 trong Bảng 3 cho thấy: Trong các biến về cấu trúc sở hữu, chỉ có biến sở hữu nhà nước có tác động tích cực có ý nghĩa thống kê lên ROE. Ngược lại, mối quan hệ giữa sở hữu tổ chức và sở hữu nước ngoài với ROE không có ý nghĩa thống kê. Bên cạnh đó, cột 4 của Bảng 3 cũng cho thấy biến sở hữu nước ngoài không có ý nghĩa thống kê. Như vậy, về cơ bản, kết quả kiểm định tăng cường với mô hình OLS là phù hợp với kết quả hồi quy theo mô hình FEM với biến phụ thuộc EPS.

Thêm vào đó, kết quả được trình bày trong cột 6 và cột 7 của Bảng 3 cho thấy rằng cả ba biến cấu trúc sở hữu đều không có tác động có ý nghĩa thống kê lên ROA; Các biến sở hữu nhà nước và sở hữu tổ chức tuy có ảnh hưởng lên ROE nhưng ở mức ý nghĩa thống kê lên đến 10%. Nếu xét ở mức ý nghĩa thống kê thường được áp dụng trong các nghiên cứu khoa học kinh tế (5%) thì có thể kết luận rằng không có mối quan hệ có ý nghĩa thống kê giữa hai biến sở hữu nhà nước và sở hữu tổ chức với ROE. Ngoài ra, các biến kiểm soát đều giữ nguyên chiều tác động và đều có ý nghĩa thống kê, tương tự như kết quả hồi quy FEM với biến phụ thuộc EPS.

Bên cạnh đó, chúng tôi thực hiện thêm kiểm định tăng cường bằng cách sử dụng các đo lường thay thế cho các biến cấu trúc sở hữu. Cụ thể, ba biến giả cấu trúc sở hữu được bổ sung vào mô hình, bao gồm biến *dinstitution*, *dforeign*, và *dstate* có giá trị bằng 1 nếu sở hữu tổ chức, nước ngoài, và nhà nước lần lượt chiếm tỷ lệ ít nhất là 50% và bằng 0 nếu ngược lại. Kết quả hồi quy mô hình FEM với sai số chuẩn mạnh cho thấy không tồn tại mối quan hệ có ý nghĩa thống kê giữa các đo lường thay thế cho biến cấu trúc sở hữu và các đo lường thay thế cho biến hiệu quả tài chính doanh nghiệp (EPS, ROE, và ROA)¹. Điều này cho phép tái khẳng định phát hiện từ mô hình gốc rằng các cấu trúc sở hữu không có mối quan hệ có ý nghĩa thống kê với hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp niêm yết Việt Nam.

5. Kết luận

Sự phát triển của Thị trường chứng khoán Việt Nam những năm gần đây có nhiều dấu hiệu khả quan khi duy trì được tốc độ tăng trưởng tốt, mang lại nhiều cơ hội cho các nhà đầu tư. Bên cạnh đó, sự đổi mới trong Luật Doanh nghiệp có thể kéo theo

sự thay đổi trong cấu trúc sở hữu, và sự thay đổi này có tiềm năng gây ra những thay đổi trong mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu và hiệu quả tài chính doanh nghiệp. Do đó, nghiên cứu này nhằm kiểm tra mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu và lợi nhuận cổ phiếu của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường HOSE trong giai đoạn 2011-2015.

Kết quả hồi quy gộp OLS cho thấy dường như có một mối quan hệ thuận chiều và có ý nghĩa thống kê giữa các cấu trúc sở hữu và lợi nhuận cổ phiếu. Tuy nhiên, sau khi kiểm soát các nguồn nội sinh tiềm năng gây ra bởi những ảnh hưởng cá nhân không quan sát được trong mô hình, kết quả ước lượng bằng kỹ thuật hồi quy FEM cho thấy rằng cả ba loại hình sở hữu tổ chức, sở hữu nước ngoài và sở hữu nhà nước đều không tác động có ý nghĩa thống kê lên lợi nhuận cổ phiếu. Phát hiện này khác với kết quả của một vài nghiên cứu trước đây cho thị trường Việt Nam. Nguyên nhân có thể là từ sự thay đổi trong chính sách của nhà nước trong giai đoạn nghiên cứu 2011-2015, làm tình hình cơ cấu cổ đông biến động, kéo theo sự thay đổi trong mối quan hệ giữa sở hữu cổ đông và lợi nhuận cổ phiếu.

Bên cạnh đó, chúng tôi cũng không tìm thấy bằng chứng cho một mối quan hệ có ý nghĩa thống kê giữa sở hữu nước ngoài, sở hữu tổ chức và lợi nhuận cổ phiếu. Điều này có thể do sự phân tán quyền sở hữu giữa các cá nhân và tổ chức nước ngoài làm mất đi tác động tích cực của sở hữu nước ngoài. Nhìn chung, mẫu các công ty được chọn có mức độ tập trung sở hữu chưa cao, cổ đông chưa đủ lớn để chi phối hoạt động của doanh nghiệp. Như vậy, hiệu quả tài chính, xét trên khía cạnh khả năng sinh lời của mỗi cổ phiếu, không chịu ảnh hưởng bởi sở hữu tổ chức, sở hữu nước ngoài và sở hữu nhà nước đối với mẫu đã chọn trong giai đoạn 2011-2015. Kết quả nghiên cứu góp phần vào việc phân tích tình hình thực tế tại Việt Nam (cụ thể là các doanh nghiệp niêm yết trên HOSE) về mối quan hệ giữa sở hữu cổ đông và lợi nhuận cổ phiếu trong giai đoạn 2011-2015. Mặc dù cấu trúc cổ đông dường như không tác động đến lợi nhuận cổ phiếu, nhưng một số yếu tố khác như quy mô doanh nghiệp, chỉ số doanh thu, tỷ lệ tăng trưởng tài sản, đòn bẩy tài chính đều có những tác động khác nhau lên lợi nhuận cổ phiếu của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường HOSE.

Ghi chú:

1. Các kết quả không được trình bày để đảm bảo tính cô đọng của bài viết, nhưng có thể được tác giả cung cấp theo yêu cầu.

Tài liệu tham khảo

- Al-Najjar, B. & Taylor, P. (2008), 'The relationship between capital structure and ownership structure: New evidence from Jordanian panel data', *Managerial Finance*, 34(12), 919-933.
- Almajali, A.Y., Alamro, S.A. & 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), 266-289.
- Chen, L. (2012), *The effect of ownership structure on firm performance: Evidence from non-financial listed companies in Scandinavia*, Master's thesis, Aarhus University, Aarhus, Denmark.
- Chhibber, P.K. & Majumdar, S.K. (1999), 'Foreign ownership and profitability: Property rights, control, and the performance of firms in Indian industry', *Journal of Law and Economics*, 42(1), 209-238.
- Chu, T.T.T., Nguyễn, T.H. & Ngô, T.Q. (2015), 'Phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính: Nghiên cứu điển hình tại các công ty cổ phần phi tài chính niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh', *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, 215, 59-66.
- Çoban, S. (2014), 'The interaction between firm growth and profitability: Evidence from Turkish (listed) manufacturing firms', *Bilgi Ekonomisi ve Yönetimi Dergisi*, 9(1), 41-50.
- Cooper, M.J., Gulen, H. & Schill, M.J. (2008), 'Asset growth and the cross-section of stock returns', *Journal of Finance*, 63(4), 1609-1651.
- Demsetz, H. & Villalonga, B. (2001), 'Ownership structure and corporate performance', *Journal of Corporate Finance*, 7(3), 209-233.
- Đoàn, A.T. (2015), *Phân tích hoạt động kinh doanh*, Tài liệu lưu hành nội bộ, Khoa Kinh tế - Quản trị kinh doanh, Trường Đại học Đà Lạt, Đà Lạt.
- Gürsoy, G. & Aydoğan, K. (2002), 'Equity ownership structure, risk taking, and performance: An empirical investigation in Turkish listed companies', *Emerging Markets Finance & Trade*, 38(6), 6-25.
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1976), 'Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure', *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Kapopoulos, P. & Lazaretou, S. (2007), 'Corporate ownership structure and firm performance: Evidence from Greek firms', *Corporate Governance: An International Review*, 15(2), 144-158.
- Kim, W.S., Lee, J.W. & Francis, J.C. (1988), 'Investment performance of common stocks in relation to insider ownership', *Financial Review*, 23(1), 53-64.
- Li, K., Yue, H. & Zhao, L. (2009), 'Ownership, institutions, and capital structure: Evidence from China', *Journal of Comparative Economics*, 37(3), 471-490.
- Mao, L. (2015), *State ownership, institutional ownership and relationship with firm performance: Evidence from Chinese public listed firms*, Master's thesis, University of Twente, Enschede, Netherlands.
- Nguyễn, H.S., Trần, T.T.T., Đinh, X.C., Lại, A.N. & Phạm, B.K. (2014), 'Tác động của cấu trúc sở hữu đến khả năng sinh lời của các ngân hàng thương mại Việt Nam trong bối cảnh tái cơ cấu', *Kỷ yếu Hội thảo Diễn đàn kinh tế mùa Xuân 2014*, Ủy ban Kinh tế của Quốc hội và UNDP tại Việt Nam, Quảng Ninh, Việt Nam.
- Nguyen, T., Locke, S. & Reddy, K. (2015), 'Ownership concentration and corporate performance from a dynamic perspective: Does national governance quality matter?', *International Review of Financial Analysis*, 41, 148-161.
- Pirzada, K., Mustapha, M.Z.B. & Wickramasinghe, D. (2015), 'Firm performance, institutional ownership and capital structure: A case of Malaysia', *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 211, 170-176.

Quốc hội (2005), *Luật Doanh nghiệp, Số 60/2005/QH11*, ban hành ngày 29 tháng 11 năm 2005.

Quốc hội (2014), *Luật Doanh nghiệp, Số 68/2014/QH13*, ban hành ngày 26 tháng 11 năm 2014.

Tian, L. & Estrin, S. (2008), 'Retained state shareholding in Chinese PLCs: Does government ownership always reduce corporate value?', *Journal of Comparative Economics*, 36(1), 74-89.

Võ, X. V. (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 & Hội nhập*, 16(26), 28-32.

Zeitun, R. & Tian, G. G. (2007), 'Does ownership affect a firm's performance and default risk in Jordan?', *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 7(1), 66-82.