

Nghiên cứu mối tương quan giữa hiệu quả hoạt động của công ty cổ phần và cơ cấu cổ đông lớn

ThS. PHẠM QUỐC VIỆT

Giữa cơ cấu cổ đông lớn và hiệu quả công ty cổ phần tồn tại hai hiệu ứng: hiệu ứng ngăn chặn và hiệu ứng hội tụ. Việc tìm ra cơ cấu cổ đông phù hợp có ý nghĩa rất lớn không chỉ cho các cơ quan quản lý nhà nước đối với doanh nghiệp, mà còn giúp cho các nhà quản trị doanh nghiệp và nhà đầu tư trong việc ra quyết định kinh doanh và đầu tư của mình.

Qua việc thiết lập và kiểm chứng phương trình hồi quy về tương quan giữa hiệu quả công ty (ROE) và cấu trúc sở hữu cổ đông lớn tại các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM trong giai đoạn 2006 - 2007, tác giả rút ra được một số kết luận sau:

(1) Tỷ lệ sở hữu cổ đông lớn nhà nước và tỷ lệ sở hữu tư nhân lớn trong nước không có tương quan có ý nghĩa với hiệu quả công ty;

(2) Tỷ lệ sở hữu cổ đông lớn nước ngoài có tương quan âm với hiệu quả công ty, tuy nhiên đối với các nhóm công ty có hiệu quả kinh doanh cao, hoặc tỷ trọng đầu tư tài chính quá khứ cao, thì tương quan này không có ý nghĩa;

(3) Tỷ lệ sở hữu cổ đông lớn nước ngoài có tương quan âm với tỷ lệ sở hữu nhà nước, tỷ lệ sở hữu cổ đông lớn trong nước và có tương quan dương với vốn hoá công ty.

1. Đặt vấn đề

Trong xu hướng đổi mới doanh nghiệp nhà nước (DNNN) và tự do hoá các giao dịch vốn của VN, vấn đề mà Nhà nước quan tâm là mức độ chi phối của sở hữu nhà nước trong cơ cấu chủ sở hữu các doanh nghiệp, và tỷ trọng sở hữu nước ngoài tối đa trong các công ty cổ phần.

Quy định chung hiện nay là tỷ lệ sở hữu cổ phần của nhà đầu tư nước ngoài trong một công ty niêm yết là không quá 49% vốn cổ phần có quyền biểu quyết (riêng đối với ngành ngân hàng, tỷ lệ này là 30%); và đối với sở hữu nhà nước, trong một số ngành nghề, địa bàn cần chi phối thì tỷ lệ sở hữu nhà nước chi phối được hiểu là trên 50%.

Tuy nhiên, cho đến nay ở VN, chưa có nghiên cứu định lượng nào kiểm tra việc duy trì tỷ lệ quy định như vậy có giúp gia tăng hiệu quả hoạt động của công ty hay

không. Việc xác định một tỷ lệ phù hợp, chẳng hạn tỷ lệ sở hữu tối ưu của nhà nước ở mức 35%, sẽ giúp tăng hiệu quả sử dụng nguồn lực tài chính của xã hội bằng việc thoái vốn nhà nước khỏi các công ty cổ phần để điều chuyển cho mục đích sử dụng công cộng mà vẫn đảm bảo hiệu quả hoạt động của các công ty này.

Giả thiết được đề nghị trong nghiên cứu này là:

(1) Tỷ lệ sở hữu nhà nước không có ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của công ty niêm yết

(2) Tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài và tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư tư nhân lớn trong nước có ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của công ty niêm yết.

Mục tiêu nghiên cứu: nghiên cứu mối tương quan giữa hiệu quả hoạt động của công ty cổ phần (ROE) và cấu trúc sở hữu cổ đông lớn, nhằm kiểm tra hai giả thiết nghiên cứu (1) và (2).

Đối tượng nghiên cứu: hiệu quả hoạt động của công ty cổ phần (ROE) trong mối tương quan với tỷ trọng sở hữu của cổ đông nhà nước (statown), cổ đông nước ngoài (forown) và cổ đông tư nhân lớn trong nước (privown).

Phạm vi nghiên cứu: các công ty cổ phần niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM, trong khoảng thời gian từ tháng 1/2005 đến tháng 12/2007.

2. Cơ sở lý luận

Hiệu quả hiểu theo nghĩa rộng là tỷ số giữa kết quả đầu ra so với nguồn lực đầu vào đã sử dụng. Hoạt động của một công ty cổ phần có thể có những đầu ra khác nhau như doanh thu, lợi nhuận, dòng tiền ròng (net cashflow)... và có những đầu vào cũng khác nhau như vốn, sức lao động, bí quyết công nghệ... Tuy nhiên, cổ đông thường quan tâm đến việc tối đa hoá giá trị tài sản chủ sở hữu nên họ quan tâm nhất đến đầu vào là vốn chủ sở hữu và đầu ra là lãi cơ bản trên cổ phiếu (EPS – earnings per share) hoặc lợi nhuận sau thuế dành cho cổ đông phổ thông. Do đó, công thức tính hiệu quả phù hợp cho cổ đông là ROE (tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu) = lợi nhuận sau thuế / vốn chủ sở hữu.

Công ty cổ phần có cấu trúc quản trị tương đối đặc thù so với những loại hình công ty khác: cơ quan quyền lực cao nhất trong công ty là đại hội đồng cổ đông, đại hội đồng cổ đông lại bầu ra cơ quan đại diện thường trực

cho mình là Hội đồng quản trị, và Hội đồng quản trị với tư cách là đại diện chủ sở hữu sẽ chỉ định Ban Giám đốc (Ban Tổng Giám đốc) để điều hành hoạt động hàng ngày của công ty cổ phần. Để đảm bảo giám sát hoạt động của Ban Giám đốc và Hội đồng quản trị, đại hội đồng cổ đông lại bầu ra Ban Kiểm soát.

Sự tách biệt giữa quyền sở hữu (cổ đông) và quyền quản lý (ban giám đốc) gây ra mâu thuẫn tiềm tàng giữa cổ đông và ban quản trị. Một phương pháp giảm mâu thuẫn là khuyến khích nhà quản trị sở hữu cổ phần. Tuy nhiên, phương pháp này gây ra hai hiệu ứng: hiệu ứng hội tụ (convergence effect) cho rằng có tương quan dương giữa vốn hoá công ty và tỷ trọng sở hữu của nhà quản trị, còn hiệu ứng ngăn chặn (entrenchment effect) cho rằng tương quan âm vì tỷ trọng sở hữu lớn của nhà quản trị ngăn chặn việc kiểm soát công ty từ thị trường (các bên có quan tâm) [5].

David L. Kang và Aage B. Sorensen [5] cho rằng hệ thống quản trị trong công ty đại chúng hiện đại ảnh hưởng đến các kết quả (outcome) quan trọng của công ty. Theo hai ông, các nhóm chủ thể có thể gây ảnh hưởng đến kết quả là: cổ đông lớn, lãnh đạo cao cấp, nhà đầu tư tổ chức, trong đó, cổ đông lớn đóng vai trò quan trọng trong giảm thiểu chi phí đại diện (agency cost).

Demsetz (1983) cho rằng không có tương quan giữa cơ cấu sở hữu và hiệu quả công ty (tỷ suất lợi nhuận và mức độ tập trung sở hữu), thông qua việc khảo sát 511 công ty Mỹ với số liệu năm 1980 [7].

Wruck (1988) tìm thấy liên hệ dương giữa thay đổi tập trung sở hữu với hiệu quả công ty [7].

Ram Mudambi và Carmela Nicosia [7] qua mô hình nghiên cứu định lượng đã rút ra một số kết luận:

- Mức độ tập trung sở hữu là nhân tố giải thích hiệu quả công ty;
- Mức độ tập trung sở hữu và mức độ kiểm soát của cổ đông có ảnh hưởng hoàn toàn khác nhau đến hiệu quả công ty, cụ thể là tăng kiểm soát của cổ đông lớn có một tương quan dương đến hiệu quả công ty.

Ở VN hiện nay, cổ đông lớn là những cổ đông sở hữu trên 5% số cổ phần có quyền biểu quyết trong công ty cổ phần. Có thể chia các cổ đông lớn thành 3 nhóm chính: cổ đông nhà nước, cổ đông tư nhân lớn trong nước và cổ đông lớn nước ngoài. Cổ đông nhà nước là người đại diện phần vốn nhà nước tại công ty, quyền và lợi ích của cổ đông này không thực sự gắn bó với công ty cổ phần; do đó, tác giả giả định rằng cổ đông nhà nước không gây ra các tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động của công ty cổ phần. Nhưng đối với nhà đầu tư tư nhân

trong nước và đầu tư nước ngoài bỏ vốn vào công ty nhằm tìm kiếm lợi nhuận, và trong một chừng mực nào đó, có thể có ước vọng nắm quyền quản lý công ty (thông qua hoạt động thôn tính); do đó hành xử của hai nhóm cổ đông này sẽ khác, có nghĩa là nếu hiệu quả hoạt động của công ty không tốt, họ có thể sẽ thoái vốn và chuyển sang kênh đầu tư thay thế. Giả định thứ hai của nghiên cứu xuất phát từ giả định này, nghĩa là tồn tại mối tương quan có ý nghĩa giữa tỷ lệ sở hữu của cổ đông tư nhân lớn trong nước và cổ đông lớn nước ngoài với hiệu quả hoạt động của công ty cổ phần.

3. Thiết kế nghiên cứu

Việc thu thập số liệu về các công ty cổ phần ở VN để có được mẫu đại diện và việc rất khó khăn vì hai lẽ: các công ty chưa có thói quen và cũng chưa bị bắt buộc thực hiện chế độ công bố thông tin (mặc dù đã có quy định về công bố thông tin đối với công ty đại chúng), chưa có nhiều tổ chức cung cấp dịch vụ thông tin doanh nghiệp. Những công ty có thể thu thập được số liệu hiện nay chỉ có các nhóm công ty niêm yết tại hai thị trường chứng khoán tập trung, đó là Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE) và Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HASTC). Do sự khác biệt về điều kiện niêm yết giữa hai thị trường này, tác giả lựa chọn các công ty niêm yết tại HOSE (có quy mô vốn chủ sở hữu lớn hơn và điều kiện về lợi nhuận khắt khe hơn).

Để kiểm tra hai giả thiết nghiên cứu, tác giả lập 2 mô hình tương quan sau:

$$ROE_{it} = a_0 + b_1 * statown_{it} + b_2 * forown_{it} + b_3 * privown_{it} + b_4 * debt_{it} + b_5 * fin_invest_{it} + b_6 * lag_invest_{it} + b_7 * fin_return_{it} + b_8 * size_firm_{it} + b_9 * lag_perf_{it} + e \text{ (mô hình 1)}$$

$$forown_{it} = a_0 + b_1 * statown_{it} + b_2 * privown_{it} + b_3 * debt_{it} + b_4 * fin_invest_{it} + b_5 * lag_invest_{it} + b_6 * fin_return_{it} + b_7 * size_firm_{it} + b_8 * lag_perf_{it} + b_9 * ROE_{it} + e \text{ (mô hình 2)}$$

Trong đó:

- Tỷ lệ sở hữu nhà nước – statown: được tính bằng phần trăm, cho từng công ty và tại thời điểm cuối năm.
- Tỷ lệ sở hữu cổ đông tư nhân lớn trong nước – privown: được tính bằng phần trăm, cho từng công ty và tại từng thời điểm cuối năm.
- Tỷ lệ sở hữu cổ đông lớn ngoài nước – forown: được tính bằng phần trăm, cho từng công ty và tại từng thời điểm cuối năm.
- Tỷ lệ sở hữu của các cổ đông nhỏ = 1 – statown – privown – forown, nên không đưa vào trong mô hình.
- Tỷ lệ nợ trên tổng tài sản – debt: tính bằng tỷ lệ

giữa tổng nợ vay ngắn hạn và trung dài hạn so với tổng tài sản vào cuối mỗi năm

- Tỷ trọng đầu tư tài chính trên tổng tài sản – fin_invest : tính bằng tỷ lệ giữa tổng đầu tư tài chính ngắn hạn và đầu tư tài chính dài hạn so với tổng tài sản vào cuối mỗi năm.

- Tỷ trọng đầu tư tài chính trên tổng tài sản năm trước – lag_invest : tính bằng tỷ lệ giữa tổng đầu tư tài chính ngắn hạn và đầu tư tài chính dài hạn so với tổng tài sản vào đầu mỗi năm.

- Thu nhập từ hoạt động tài chính so với doanh thu thuần – fin_return : tính bằng tỷ lệ giữa thu nhập từ hoạt động tài chính với doanh thu thuần vào cuối mỗi năm.

- Quy mô công ty – $size_firm$: logarithm của vốn hoá công ty vào cuối mỗi năm.

- Hiệu quả quá khứ – lag_perf : tính theo ROE năm trước.

- Hiệu quả công ty – ROE_{it} : tính bằng tỷ số (lợi nhuận trước thuế - Doanh thu bất thường + chi phí bất thường)/vốn chủ sở hữu vào cuối mỗi năm, nhằm loại trừ ưu đãi về thuế thu nhập doanh nghiệp và tác động

4. Thảo luận kết quả nghiên cứu

Mô hình hồi quy được xử lý bằng phần mềm STATA ver. 8.2. Các kết quả được trình bày trong các bảng từ bảng 1 đến bảng 8.

Mức độ R-squared (0,3484) chấp nhận được đối với hiện tượng và quá trình kinh tế - xã hội.

Bảng 4.2 cho thấy, có 4 biến độc lập $forown$, $debt$, fin_return và lag_perf có tương quan có ý nghĩa với ROE, cụ thể lag_perf và $debt$ có tương quan dương với ROE, còn $forown$ và fin_return có tương quan âm với ROE.

Kết quả này cho thấy:

- Tỷ lệ nợ trên tổng tài sản có tương quan dương với ROE, phù hợp với lý thuyết về khả năng khuyếch đại của đòn bẩy tài chính đến ROE;

- Hiệu quả quá khứ (ROE năm trước) có tương quan dương với hiệu quả hoạt động năm nghiên cứu;

- Tỷ lệ sở hữu cổ đông lớn nước ngoài có tương quan âm với ROE (điều này cần phải nghiên cứu thêm);

- Tỷ lệ sở hữu nhà nước và sở hữu tư nhân lớn trong nước không có tương quan với ROE.

Bảng 1: Kiểm tra tương quan cặp giữa các biến độc lập

. cor statown forown privown debt fin_invest lag_invest fin_return size_firm lag_perf (obs=207)

	statown	forown	privown	debt	fin_in~t	lag_in~t	fin_re~n	size_f~m	lag_perf
statown	1.0000								
forown	-0.3120	1.0000							
privown	-0.4545	-0.0465	1.0000						
debt	-0.0291	-0.1690	0.0734	1.0000					
fin_invest	-0.1123	0.0975	0.1009	-0.3839	1.0000				
lag_invest	-0.0346	0.0476	0.1058	-0.2494	0.6744	1.0000			
fin_return	-0.1185	0.0182	0.1899	-0.1114	0.4428	0.3714	1.0000		
size_firm	0.0910	0.3266	0.1268	-0.1004	0.3189	0.3180	0.2885	1.0000	
lag_perf	-0.0426	0.0205	-0.0077	-0.1140	0.1241	0.1017	0.1953	0.1494	1.0000

Ngoại trừ 2 biến lag_invest và fin_invest có hệ số tương quan cặp hơi cao (0,6744), tương quan cặp các biến còn lại đều chấp nhận được.

của những yếu tố bất thường.

Số lượng công ty niêm yết tại HOSE vào cuối năm 2006 và 2007 lần lượt là 116 và 157 công ty. Loại bỏ những công ty chưa có báo cáo tài chính năm đã kiểm toán, số liệu còn lại cho 2 năm lần lượt là 105 và 127 công ty. Sau khi loại trừ những công ty không có đủ số liệu về cổ đông lớn, số lượng dữ liệu còn lại cho 2 năm lần lượt là 100 và 124.

Mức độ R-squared (0,4007) chấp nhận được đối với hiện tượng và quá trình kinh tế - xã hội.

Bảng 3 cho thấy, 3 biến độc lập lag_invest , fin_invest và lag_perf có tương quan dương có ý nghĩa với ROE, nghĩa là:

- Tỷ trọng đầu tư tài chính (quá khứ và hiện tại) có tương quan dương với ROE;

- Hiệu quả quá khứ (ROE năm trước) có tương quan dương với hiệu quả hoạt động năm nghiên cứu;

- Tỷ lệ sở hữu nhà nước, sở hữu tư nhân lớn trong nước và sở hữu nước ngoài không có tương quan với ROE.

Bảng 2: Hệ số hồi quy của mô hình 1 cho 2 năm 2006 – 2007

. regress roe statown forown privown debt fin_invest lag_invest fin_return
size_firm lag_perf

Source	ss	df	MS	Number of obs		
Model	1.03213164	9	.114681293	F(9, 195)	= 11.59	
Residual	1.93021516	195	.009898539	Prob > F	= 0.0000	
Total	2.96234679	204	.014521308	R-squared	= 0.3484	
				Adj R-squared	= 0.3183	
				Root MSE	= .09949	

roe	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
statown	.0652712	.0442913	1.47	0.142	-.0220802	.1526227
forown	-.0754321	.0459109	-1.64	0.102	-.1659777	.0151136
privown	.0241705	.064859	0.37	0.710	-.1037448	.1520858
debt	.0602632	.0371688	1.62	0.107	-.0130413	.1335677
fin_invest	-.0474597	.0651643	-0.73	0.467	-.175977	.0810575
lag_invest	.1101574	.0736476	1.50	0.136	-.0350907	.2554055
fin_return	-.1334556	.0714401	-1.87	0.063	-.2743501	.0074388
size_firm	.015164	.0133675	1.13	0.258	-.0111995	.0415275
lag_perf	.6085156	.0654784	9.29	0.000	.4793789	.7376523
_cons	-.1428089	.1457422	-0.98	0.328	-.4302422	.1446244

Bảng 3: Hệ số hồi quy của mô hình 1 cho 2 năm 2006 – 2007, với mức ROE cao (ROE > 0,18019)

. drop if roe <= 18019 (110 observations deleted)

. regress roe statown forown privown debt fin_invest lag_invest fin_return
size_firm lag_perf

Source	ss	df	MS	Number of obs		
Model	.574590019	9	.063843335	F(9, 89)	= 6.61	
Residual	.859260241	89	.009654609	Prob > F	= 0.0000	
Total	1.43385026	98	.014631125	R-squared	= 0.4007	
				Adj R-squared	= 0.3401	
				Root MSE	= .09826	

roe	Coef.	Std. Err.	t	P > t	[95% Conf. Interval]	
statown	.0693032	.064012	1.08	0.282	-.0578873	.1964938
forown	-.0690262	.0762871	-0.90	0.368	-.2206071	.0825547
privown	.0048495	.0893075	0.05	0.957	-.1726025	.1823015
debt	.0630676	.0544786	1.16	0.250	-.0451802	.1713155
fin_invest	-.1511299	.1144893	-1.32	0.190	-.3786177	.0763579
lag_invest	.29954	.1297147	2.31	0.023	.0417007	.5572804
fin_return	.4527722	.2687854	1.68	0.096	-.0812987	.9868431
size_firm	.0019296	.0178804	0.11	0.914	-.0335985	.0374576
lag_perf	.594691	.0894262	6.65	0.000	.417003	.772379
_cons	.05633	.1956436	0.29	0.774	-.3324096	.4450696

Mức độ R-squared (0,4367) chấp nhận được đối với hiện tượng và quá trình kinh tế - xã hội.

Bảng 5 cho thấy, chỉ có hiệu quả kinh doanh quá khứ giải thích được hiệu quả kinh doanh năm đang nghiên cứu, các biến còn lại không có tương quan có ý nghĩa với ROE.

Để nghiên cứu thêm mối tương quan giữa tỷ lệ sở hữu cổ đông lớn nước ngoài và các yếu tố khác, ta sử dụng mô hình hồi quy số 2. Kết quả xử lý số liệu được nêu ở các Bảng từ 6 đến 8.

Mức độ R-squared (0,3716) chấp nhận được đối với hiện tượng và quá trình kinh tế - xã hội.

Số liệu Bảng 6 cho thấy, statown, privown, debt, ROE có tương quan âm có ý nghĩa với forown; còn size_firm có tương quan dương có ý nghĩa với forown.

Lập lại mô hình hồi quy 2 cho từng giai đoạn thị trường giá lên (2006) và thị trường giá xuống.

Mức độ R-squared (0,3310)

Bảng 4: Hệ số hồi quy của mô hình 1 cho 2 năm 2006 – 2007, với mức đầu tư tài chính quá khứ cao (lag_invest > 0,01277)

. drop if lag_invest <= 01277 (106 observations deleted)

. regress roe statown forown privown debt fin_invest lag_invest fin_return size_firm lag_perf

Source	ss	df	MS	Number of obs		
Model	.907228789	9	.100803199	F(9, 92)	= 8.51	
Residual	1.09000608	92	.011847892	Prob > F	= 0.0000	
Total	1.99723487	101	.019774603	R-squared	= 0.4542	
				Adj R-squared	= 0.4009	
				Root MSE	= .10885	

roe	Coef.	Std. Err.	t	P > t	[95% Conf. Interval]	
statown	.0895974	.0708363	1.26	0.209	-.0510897	.2302844
forown	-.0600838	.0747623	-0.80	0.424	-.2085682	.0884007
privown	-.0183031	.1094388	-0.17	0.868	-.2356581	.1990518
debt	.0395062	.0611677	0.65	0.520	-.0819781	.1609905
fin_invest	-.0779464	.088945	-0.88	0.383	-.2545988	.098706
lag_invest	.0872075	.0975311	0.89	0.374	-.1064976	.2809126
fin_return	-.1234765	.0828546	-1.49	0.140	-.2880328	.0410798
size_firm	-.0091359	.0223748	-0.41	0.684	-.0535742	.0353024
lag_perf	.81703	.0977189	8.36	0.000	.6229519	1.011108
_cons	.1202353	.2451131	0.49	0.625	-.3665806	.6070511

Mức độ R-squared (0,4542) chấp nhận được đối với hiện tượng và quá trình kinh tế - xã hội.

Bảng 4 cho thấy, chỉ có hiệu quả kinh doanh quá khứ giải thích được hiệu quả kinh doanh năm đang nghiên cứu, các biến còn lại không có tương quan có ý nghĩa với ROE.

chấp nhận được đối với hiện tượng và quá trình kinh tế - xã hội.

Số liệu Bảng 7 cho thấy statown, privown có tương quan âm có ý nghĩa với forown, còn size_firm có tương quan dương có ý nghĩa với forown

Mức độ R-squared (0,3615) chấp nhận được đối với hiện tượng và quá trình kinh tế - xã hội.

Số liệu Bảng 8 cho thấy statown, privown, debt có tương quan âm có ý nghĩa với forown, còn size_firm có tương quan dương có ý nghĩa với forown.

Từ kết quả phân tích số liệu tại các Bảng 6 đến 8, ta rút ra một số nhận xét sau:

- Tỷ lệ sở hữu cổ đông lớn nước ngoài nhìn chung có tương quan âm có ý nghĩa với tỷ lệ sở hữu nhà nước, tỷ lệ sở hữu cổ đông lớn trong nước, tỷ lệ nợ/tổng tài sản, tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu và có tương quan dương có ý nghĩa với vốn hoá công ty;

- Trong giai đoạn thị trường giá lên (bull market), tỷ

lệ sở hữu cổ đông lớn nước ngoài có tương quan âm có ý nghĩa với tỷ lệ sở hữu nhà nước, tỷ lệ sở hữu cổ đông lớn trong nước và có tương quan dương có ý nghĩa với vốn hoá công ty;

- Trong giai đoạn thị trường giá xuống (bear market), tỷ lệ sở hữu cổ đông lớn nước ngoài nhìn chung có tương quan âm có ý nghĩa với tỷ lệ sở hữu nhà nước, tỷ lệ sở hữu cổ đông lớn trong nước, tỷ lệ nợ/tổng tài sản và có tương quan dương có ý nghĩa với vốn hoá công ty.

5. Kết luận và hướng nghiên cứu tiếp theo

Các nghiên cứu về mối tương quan giữa cơ cấu cổ đông lớn và hiệu quả công ty cổ phần xuất phát từ giả định có hai hiệu ứng:

hiệu ứng ngăn chặn và hiệu ứng hội tụ. Việc tìm ra cơ cấu cổ đông phù hợp, nhằm phát huy hiệu ứng hội tụ và hạn chế hiệu ứng ngăn chặn có ý nghĩa rất lớn không chỉ cho các cơ quan quản lý nhà nước đối với doanh nghiệp nói chung và doanh nghiệp có phần vốn sở hữu nhà nước nói riêng, mà còn giúp cho các nhà quản trị doanh nghiệp và nhà đầu tư trong việc ra quyết định kinh doanh và đầu tư của mình.

Qua việc thiết lập và kiểm chứng phương trình hồi quy về tương quan giữa hiệu quả công ty (ROE) và cấu trúc sở hữu cổ đông lớn tại các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM, tác giả rút ra được một số kết luận sau:

(1) Tỷ lệ sở hữu cổ đông lớn nhà nước và tỷ lệ sở hữu tư nhân lớn trong nước không có tương quan có ý nghĩa với hiệu quả công ty;

(2) Tỷ lệ sở hữu cổ đông lớn nước ngoài có tương

quan âm với hiệu quả công ty, tuy nhiên đối với các nhóm công ty có hiệu quả kinh doanh cao, hoặc tỷ trọng đầu tư tài chính quá khứ cao, thì tương quan này không

có ý nghĩa;

(3) Tỷ lệ sở hữu cổ đông lớn nước ngoài có tương quan âm với tỷ lệ sở hữu nhà nước, tỷ lệ sở hữu cổ đông

lớn trong nước và có tương quan dương với vốn hoá công ty.

Bảng 5: Hệ số hồi quy của mô hình 1 cho năm 2006

regress roe statown forown privown debt fin_invest lag_invest fin_return size_firm lag_perf

Source	ss	df	MS	Number of obs	= 90
Model	.392647695	9	.043627522	F(9, 80)	= 6.89
Residual	.506448761	80	.00633061	Prob > F	= 0.0000
Total	.899096456	89	.010102207	R-squared	= 0.4367
				Adj R-squared	= 0.3733
				Root MSE	= .07957

roe	Coef.	Std. Err.	t	P > t	[95% Conf. Interval]	
statown	.0626486	.0555775	1.13	0.263	-.047954	.1732513
forown	-.0528231	.0552921	-0.96	0.342	-.1628578	.0572117
privown	.0641938	.0772959	0.83	0.409	-.08963	.2180176
debt	.0203338	.0419123	0.49	0.629	-.0630744	.103742
fin_invest	-.0522186	.1147966	-0.45	0.650	-.2806712	.176234
lag_invest	.0073608	.1293881	0.06	0.955	-.2501297	.2648513
fin_return	.3265613	.4084552	0.80	0.426	-.4862905	1.139413
size_firm	.0155428	.015118	1.03	0.307	-.014543	.0456286
lag_perf	.5235018	.0732044	7.15	0.000	.3778205	.6691831
_cons	-.1148081	.1645353	-0.70	0.487	-.4422438	.2126276

Bảng 6: Hệ số hồi quy của mô hình 2 cho giai đoạn 2006 – 2007

. regress forown statown privown debt fin_invest lag_invest fin_return size_firm lag_perf roe

Source	ss	df	MS	Number of obs	= 205
Model	2.73965674	9	.304406305	F(9, 195)	= 12.82
Residual	4.63200424	195	.023753868	Prob > F	= 0.0000
Total	7.37166098	204	.036135593	R-squared	= 0.3716
				Adj R-squared	= 0.3426
				Root MSE	= .15412

forown	Coef.	Std. Err.	t	P > t	[95% Conf. Interval]	
statown	-.4418918	.0613079	-7.21	0.000	-.5628034	-.3209802
privown	-.4133317	.0960522	-4.30	0.000	-.6027662	-.2238971
debt	-.147038	.0570009	-2.58	0.011	-.2594555	-.0346206
fin_invest	-.078219	.1009284	-0.77	0.439	-.2772703	.1208323
lag_invest	-.0544032	.1146745	-0.47	0.636	-.2805647	.1717583
fin_return	-.1692808	.1109942	-1.53	0.129	-.393184	.0496225
size_firm	.1432531	.0180666	7.93	0.000	.107622	.1788841
lag_perf	-.0021519	.1218424	-0.02	0.986	-.2424499	.2381462
roe	-.1810169	.1101739	-1.64	0.102	-.3983024	.0362686
_cons	-1.263269	.2074594	-6.09	0.000	-1.672421	-.8541163

Như vậy, giả thiết 1 đã được chứng minh, còn giả thiết 2 chỉ được chứng minh một phần. Tuy nhiên, kết luận nói trên cũng mang ý nghĩa phản biện đối với các cơ quan quản lý doanh nghiệp nhà nước trong chiến lược đồng thời duy trì tỷ lệ sở hữu nhà nước chi phối và thu hút vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài.

Hạn chế của chuyên đề nằm ở khâu dữ liệu, cụ thể:

- Tính đại diện của các công ty niêm yết ở HOSE cho các công ty cổ phần ở VN là chưa cao, vì nhiều công ty có quy mô lớn và tỷ trọng sở hữu nhà nước cao chưa niêm yết ở thị trường này;

- Khung thời gian mặc dù đã bao gồm 2 giai đoạn thị trường giá lên (2006) và thị trường giá xuống (2007), nhưng vẫn chưa đủ lớn để gia tăng mẫu quan sát. Đó cũng là cơ sở cho hướng nghiên cứu tiếp theo ■

Bảng 7: Hệ số hồi quy của mô hình 2 cho năm 2006

. regress forown statown privown debt fin_invest lag_invest fin_return size_firm lag_perf roe

Source	ss	df	MS	Number of obs		
Model	1.01284528	9	.112538364	F(9, 80)	= 4.40	
Residual	2.04735341	80	.025591918	Prob > F	= 0.0001	
Total	3.06019868	89	.034384255	R-squared	= 0.3310	
				Adj R-squared	= 0.2557	
				Root MSE	= .15997	
forown	Coef.	Std. Err.	t	P > t	[95% Conf. Interval]	
statown	-.4305898	.1018216	-4.23	0.000	-.6332212	-.2279584
privown	-.3063979	.1522751	-2.01	0.048	-.609435	-.0033608
debt	-.0728045	.0839999	-0.87	0.389	-.2399696	.0943607
fin_invest	.0299359	.2310857	0.13	0.897	-.4299393	.4898112
lag_invest	-.1111328	.2598579	-0.43	0.670	-.6282664	.4060008
fin_return	-1.266785	.8122648	-1.56	0.123	-2.883243	.3496737
size_firm	.1185789	.0275752	4.30	0.000	.0637025	.1734553
lag_perf	-.1108889	.1880384	-0.59	0.557	-.4850973	.2633195
roe	-.2135408	.223522	-0.96	0.342	-.6583638	.2312822
_cons	-1.009545	.3120355	-3.24	0.002	-1.630515	-.3885742

Bảng 8: Hệ số hồi quy của mô hình 2 cho năm 2007

. regress forown statown privown debt fin_invest lag_invest fin_return size_firm lag_perf roe

Source	ss	df	MS	Number of obs		
Model	1.42166943	9	.15796327	F(9, 106)	= 6.67	
Residual	2.51075816	106	.023686398	Prob > F	= 0.0000	
Total	3.93242759	115	.034195023	R-squared	= 0.3615	
				Adj R-squared	= 0.3073	
				Root MSE	= .1539	
forown	Coef.	Std. Err.	t	P > t	[95% Conf. Interval]	
statown	-.4117519	.0785721	-5.24	0.000	-.5675288	-.255975
privown	-.4429451	.1336185	-3.31	0.001	-.7078567	-.1780334
debt	-.2152157	.0825481	-2.61	0.010	-.3788754	-.051556
fin_invest	-.1008366	.1192424	-0.85	0.400	-.3372462	.1355729
lag_invest	-.0201097	.1348691	-0.15	0.882	-.2875009	.2472815
fin_return	-.1373554	.1207104	-1.14	0.258	-.3766755	.1019646
size_firm	.1321334	.0253044	5.22	0.000	.081965	.1823017
lag_perf	-.0114736	.1734253	-0.07	0.947	-.3553062	.332359
roe	-.1175486	.1304242	-0.90	0.369	-.3761271	.14103
_cons	-1.102416	.2925929	-3.77	0.000	-1.68251	-.5223225

Tài liệu tham khảo

1. Công ty cổ phần Tài Việt (2007), *Niên giám doanh nghiệp niêm yết 2007*. NXB Thanh niên.
2. Công ty cổ phần Tài Việt (2008), *Niên giám doanh nghiệp niêm yết 2008*. NXB Thanh niên.
3. Sở Giao dịch chứng khoán TP.HCM (2006, 2007), *Báo cáo tài chính đã kiểm toán của các công ty niêm yết*, <http://www.hsx.vn>
4. Christina Y. M. Ng (2002), "An empirical study on the relationship between ownership and performance in a family-based corporate environment", *Journal of accounting, auditing and finance*, pp.121-146
5. David L. Kang và Aage B. Sorensen (1999), "Ownership organization and firm performance", *Annual Reviews Sociology* 25, pp. 121-44
6. Jennifer E. Bethel, Julia Forter Liebeskind, and Tim Opler (1998), "Block share purchase and corporate performance", *The Journal of Finance*. Vol LIII No. 2, pp. 605-634
7. Ram Mudambi và Carmela Nicosia (1998), "Ownership structure and firm performance: evidence from the UK financial services industry", *Applied Financial Economics*, pp. 175-180.
8. Sonia M.Wong, Sonja Opper and Ruyin Hu (2004), "Shareholding structure, depoliticization and firm performance. Lessons from China's listed firms", *Economics of transition*, Volume 12 (1), pp. 29-66