

Cơ cấu sở hữu và giá trị doanh nghiệp: Nghiên cứu trên thị trường chứng khoán Việt Nam

Võ Xuân Vinh

Trường Đại học Kinh tế TP.HCM - vinhvx@ueh.edu.vn

Ngày nhận:	06/05/2014	Tóm tắt
Ngày nhận lại:	16/06/2014	Cơ cấu sở hữu và giá trị doanh nghiệp là vấn đề lớn thu hút nhiều học giả trong lĩnh vực tài chính doanh nghiệp. Sử dụng phương pháp hồi quy cho dữ liệu bảng với chỉ số tài chính các doanh nghiệp niêm yết trên Sàn Giao dịch Chứng khoán TP.HCM từ 2007 - 2012, nghiên cứu xem xét mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu và giá trị của các công ty niêm yết. Kết quả cho thấy cổ đông nước ngoài và cổ đông tổ chức có tác động dương lên giá trị doanh nghiệp. Ngoài ra, nghiên cứu phát hiện cổ đông nhà nước, cổ đông quản lý không có tác động đến giá trị doanh nghiệp.
Ngày duyệt đăng:	16/06/2014	
Mã số:	0514-G-05	

Từ khóa:

Giá trị doanh nghiệp, sở hữu nước ngoài, sở hữu nhà nước, sở hữu tổ chức, sở hữu nhà quản lý.

Keywords:

Firm value, foreign ownership, state ownership, management ownership, institutional ownership.

Abstract

Ownership structure and firm value constitute an important topic in corporate finance which attracts many researchers. Employing panel data regression analysis with a dataset of firm financial attribute variables of listed firms in HCMC Stock Exchange from 2007 to 2012, this paper examines the relationship between ownership structure and firm value. The results suggest that foreign and institutional ownerships have positive impacts on firm value. In addition, we do not find the evidence that state ownership and management ownership help to increase firm value.

1. GIỚI THIỆU

Cùng với sự phát triển của thị trường chứng khoán VN, số lượng các công ty niêm yết tăng dần qua các năm và số lượng các nhà đầu tư cũng tăng thêm, bao gồm các nhà đầu tư nước ngoài, nhà đầu tư tổ chức và đông đảo các nhà đầu tư cá nhân. Sự tăng trưởng về quy mô của thị trường chứng khoán giúp cho việc chuyển nhượng cổ phần dễ dàng đồng nghĩa với việc doanh nghiệp dễ có sự thay đổi trong cơ cấu sở hữu của các loại hình cổ đông. Do vậy, một trong những vấn đề đang được quan tâm từ nhiều bên liên quan, đặc biệt là nhà đầu tư, các nhà lập pháp và các học giả là quan hệ cấu trúc sở hữu và giá trị doanh nghiệp. Các nhóm cổ đông khác nhau có những quyền lợi và lợi ích khác nhau, có những quan hệ khác nhau với chính phủ, với ngân hàng, với đối tác chiến lược nên cơ cấu sở hữu có ảnh hưởng lớn đến những quyết định của doanh nghiệp và tác động đến giá trị doanh nghiệp khác nhau.

Trên thế giới đã có nhiều nghiên cứu xem xét tác động của cấu trúc sở hữu lên giá trị công ty và các nghiên cứu về chủ đề này cho kết quả chưa thống nhất (La Porta & cộng sự, 1999; La Porta & cộng sự, 2000; Lin & cộng sự, 2011; Morck & cộng sự, 2000). Ở VN, nghiên cứu về quan hệ giữa cấu trúc sở hữu và giá trị doanh nghiệp sử dụng dữ liệu các công ty niêm yết chưa nhiều. Do vậy, nghiên cứu này sẽ có đóng góp nhất định cho học thuật, trước hết nhằm bổ sung cho các kết quả nghiên cứu hiện có trên thế giới, sau đó là nghiên cứu thực nghiệm về chủ đề này sử dụng dữ liệu VN.

2. CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ GIẢ THUYẾT NGHIÊN CỨU

Jensen & Meckling (1976) đặt nền móng cho nghiên cứu về chủ đề này khi cho rằng cấu trúc sở hữu có tác động đến giá trị của doanh nghiệp. Họ cho rằng nếu một doanh nghiệp có các cổ đông lớn thì sẽ làm tăng giá trị doanh nghiệp. Tuy nhiên, có nhiều nghiên cứu bác bỏ quan điểm này. Những nghiên cứu bác bỏ luận điểm này dựa trên lý thuyết người đại diện (Agency Theory) cho rằng một khi doanh nghiệp sở hữu bởi các loại cổ đông lớn sẽ có hiện tượng các cổ đông lớn thu lợi riêng cho họ làm cho doanh nghiệp có hiệu quả hoạt động kém hơn. Vấn đề này trở nên nghiêm trọng hơn ở các nước đang phát triển như VN do điều kiện và khả năng kiểm soát của luật pháp chưa hoàn chỉnh, chưa bảo vệ được cổ đông nhỏ.

Giả thuyết nghiên cứu

Từ cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu trước, đặc biệt dựa trên hoàn cảnh thực tiễn của VN, bài báo xây dựng các giả thuyết nghiên cứu như sau:

Cổ đông nhà nước & giá trị doanh nghiệp

Các công ty có sở hữu nhà nước cao thường có thông tin bất cân xứng thể hiện ở việc các doanh nghiệp này không tích cực trong việc cung cấp thông tin đầy đủ và chi tiết cho nhà đầu tư (Choi & cộng sự, 2010). Tuy nhiên, khi niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán, các doanh nghiệp này buộc phải cung cấp đầy đủ thông tin và tuân thủ pháp luật về công bố thông tin như các công ty niêm yết khác nên thông tin bất cân xứng sẽ giảm và do vậy, thị trường sẽ đánh giá giá trị cao hơn. Mặt khác, khi là cổ đông của các công ty cổ phần, cổ đông nhà nước cũng như các cổ đông khác, cũng có thể tồn tại những xung đột lợi ích nhưng vẫn phải đảm bảo doanh nghiệp hoạt động có hiệu quả tạo giá trị cao cho doanh nghiệp. Ngoài ra, các công ty có cổ phần nhà nước thường có những lợi thế ưu đãi hơn so với các công ty cổ phần khác như ưu đãi từ các chính sách nhà nước, có nhiều tài sản hơn, có nhiều lợi thế về giá trị vô hình như mối quan hệ với ngân hàng và các đối tác lớn nên việc tiếp cận các nguồn vốn bên ngoài dễ dàng hơn, chi phí thấp hơn và khi đó công ty cũng thuận lợi hơn trong các hoạt động kinh doanh. Từ những lập luận trên, tác giả đưa ra giả thuyết nghiên cứu là:

*H₁: Tỷ lệ sở hữu nhà nước có quan hệ cùng chiều với giá trị doanh nghiệp
Cổ đông nước ngoài & giá trị doanh nghiệp*

Các cổ đông nước ngoài thường là những nhà đầu tư chuyên nghiệp, kỹ năng hiện đại kiểm soát và ngăn chặn những hành động gây thiệt hại cho cổ đông của người quản lý. Theo nghiên cứu của Vinh (2010) về sở hữu nhà đầu tư nước ngoài trên sàn HOSE từ 2007 - 2009 thì các nhà đầu tư nước ngoài thích đầu tư vào những công ty lớn, tỉ lệ vốn hóa thị trường trên vốn chủ sở hữu cao và có tỉ lệ nợ thấp. Ngoài ra, Jeon, Lee & Moffett (2011) cho rằng các nhà đầu tư nước ngoài thích những công ty có vốn lớn, ổn định, có nhiều cơ hội đầu tư hơn. Hơn nữa, các công ty nước ngoài thường có trình độ quản lý tốt hơn, có quan hệ tốt trong việc tạo thị trường và hình ảnh doanh nghiệp. Vì vậy, giả thuyết nghiên cứu là:

*H₂: Tỷ lệ sở hữu nước ngoài có quan hệ cùng chiều với giá trị doanh nghiệp
Cổ đông quản lý & giá trị doanh nghiệp*

Jensen & Meckling (1976) cho rằng sở hữu tập trung cao tạo ra những cổ đông lớn và có những ưu tiên cho lợi ích riêng của họ. Tỷ lệ sở hữu của nhà quản lý càng tăng thì có thể hưởng lợi ích của nhà quản lý giống với lợi ích của cổ đông, khi đó nhà quản lý có những động lực mạnh mẽ để làm tối đa hóa giá trị công ty, cổ đông có thể được hưởng cổ tức nhiều hơn và hàm ý giá trị công ty cao hơn. Lập luận này được hỗ trợ bởi nhiều nghiên cứu sau đó (Alli & cộng sự 1993; Jensen & cộng sự 1992; Jensen &

Meckling 1976; Rozeff 1982). Ngược lại, Demsetz & Lehn (1985) cho rằng tỉ lệ sở hữu quá lớn của nhà quản lí có thể làm cho họ luôn nghĩ về lợi ích của mình hơn lợi ích của cổ đông bên ngoài, do đó các công ty có sở hữu quản lí thường được đánh giá thấp hơn. Lập luận này được hỗ trợ nhiều nghiên cứu sau đó (Agrawal & Jayaraman 1994; Harada & Nguyen 2011; Jensen & cộng sự 1992; Manos 2002; Short & cộng sự 2002; Sulong & Nor 2008). Với những lập luận như trên, tác giả đưa ra giả thuyết:

H₃: Tỉ lệ sở hữu quản lí có quan hệ cùng chiều với giá trị doanh nghiệp.

Cổ đông tổ chức và hiệu quả hoạt động

Jensen (1986) dựa trên giả thuyết về dòng tiền tự do khi cho rằng cổ đông tổ chức có khả năng giám sát, kiểm soát các hoạt động của công ty tốt hơn các cổ đông cá nhân. Họ luôn biết tạo những ảnh hưởng đến các quyết định công ty hơn, và luôn hướng đến việc tối đa hóa giá trị doanh nghiệp cho cổ đông. Ngoài ra, các nhà quản lí phải chịu sự giám sát của cổ đông tổ chức. Dựa vào lí thuyết đại diện, giả thuyết nghiên cứu là:

H₄: Tỉ lệ sở hữu của cổ đông tổ chức có quan hệ cùng chiều với giá trị doanh nghiệp

3. DỮ LIỆU VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Dữ liệu nghiên cứu được thu thập từ 245 công ty niêm yết trên Sàn Giao dịch Chứng khoán TP.HCM giai đoạn 2007 - 2012 dựa trên các báo cáo tài chính, báo cáo thường niên của các công ty được công bố và từ Sở Giao dịch Chứng khoán HOSE. Dữ liệu không bao gồm các công ty sáp nhập, công ty tài chính, bảo hiểm và ngân hàng. Dữ liệu có cấu trúc dạng bảng cân bằng. Đây là mẫu dữ liệu cập nhật nhất vì cho đến thời điểm nghiên cứu, các báo cáo tài chính của năm 2013 chưa được các công ty công bố hoàn chỉnh.

Mô hình nghiên cứu được sử dụng như sau:

$$VALUE_{it} = \alpha + \beta_1 OWN_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 DEBT_{it} + \beta_2 INVEST_{it} + \beta_5 SALES_{it} + \varepsilon_{it}$$

trong đó:

- $VALUE_{it}$ là chỉ số đo lường hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, được đo lường bởi hai chỉ số TobinQ và MTB tại thời điểm cuối năm t của công ty i, trong đó chỉ số Tobin Q đại diện cho giá trị tài sản doanh nghiệp điều chỉnh theo thị trường và MTB đại diện cho giá trị kì vọng của nhà đầu tư đối với doanh nghiệp. TobinQ được tính bằng giá trị thị trường của tài sản và nợ trên giá trị sổ sách của tài sản và nợ. Do VN

chưa có thị trường nợ và không có số liệu chính thức về nợ nên nghiên cứu này giả định giá trị thị trường của nợ bằng giá trị sổ sách. MTB được tính bằng giá trị thị trường của doanh nghiệp (tính bằng vốn hóa thị trường chia cho giá trị sổ sách của doanh nghiệp) (Kang & Kim, 2012).

- OWN_{it} đại diện cho các loại cổ đông, theo mục tiêu nghiên cứu, đề tài sẽ tìm hiểu 4 loại cổ đông, gồm cổ đông nhà nước (STATE), cổ đông nước ngoài (FOREIGN), cổ đông quản lí (MAN) và cổ đông tổ chức (INST). STATE được xác định bằng số cổ phần sở hữu bởi Nhà nước trên tổng số lượng cổ phiếu đang lưu hành của công ty tại thời điểm cuối năm tài chính (Lam & cộng sự, 2012; Wei & Xiao, 2009); FOREIGN là tỉ lệ sở hữu của cổ đông nước ngoài được tính bằng phần trăm vốn cổ phần sở hữu bởi cổ đông nước ngoài ở thời điểm cuối năm (Lam & cộng sự, 2012); MAN là tỉ lệ sở hữu của cổ đông quản lí (MAN) được xác định bằng số cổ phần sở hữu bởi ban giám đốc, kế toán trưởng và kể cả phần các thành viên này đại diện cho các cổ đông khác chia cho tổng số cổ phiếu đang lưu hành của công ty ở thời điểm cuối năm tài chính; INST là tỉ lệ sở hữu của cổ đông tổ chức (không bao gồm sở hữu của tổ chức nước ngoài; cổ đông của Nhà nước) được tính bằng số lượng cổ phần sở hữu bởi cổ đông tổ chức (bao gồm cổ đông tổ chức trong nước và không bao gồm cổ đông tổ chức nước ngoài, Nhà nước) có sở hữu từ 5% trở lên chia cho tổng số cổ phần đang lưu hành tại thời điểm cuối năm tài chính.

- $SIZE_{it}$ là chỉ số đại diện cho quy mô của công ty i ở năm t . Quy mô công ty đo bằng logarit tự nhiên tổng tài sản tại thời điểm cuối năm tài chính (Chen & cộng sự, 2005; Farinha, 2003; Gugler & Yurtoglu, 2003; Harada & Nguyen, 2011; Lam & cộng sự, 2012; Ramli, 2010; Smith & Watts, 1992; Thanatawee, 2013; Wei & Xiao, 2009).

- $DEBT_{it}$ đại diện cho tỉ lệ nợ của công ty i ở năm t . Nhiều nghiên cứu cho thấy tỉ lệ nợ có tác động lớn lên giá trị công ty (Aivazian & cộng sự, 2003; Jensen & cộng sự, 1992). Trong giai đoạn khủng hoảng, lãi suất vay ngân hàng rất cao trong thời gian vừa qua, một công ty có tỉ lệ nợ thấp thì được đánh giá có giá trị cao hơn những công ty có tỉ lệ nợ cao. DEBT được xác định bằng tổng nợ trên tổng tài sản tại thời điểm cuối năm tài chính (Aivazian & cộng sự, 2003; Jensen & cộng sự, 1992; Lam & cộng sự, 2012; Wei & Xiao, 2009),

- $INVEST_{it}$ là chỉ số đại diện cho cơ hội tăng trưởng của công ty i tại thời điểm t . Tương tự như (Wei & Xiao, 2009), tác giả sử dụng tỉ lệ tăng trưởng tài sản của công ty để đại diện cho cơ hội tăng trưởng của công ty. Theo lí thuyết tài chính, công ty có cơ

hội tăng trưởng cao thì được thị trường đánh giá cao hơn và có giá trị hơn các công ty không có cơ hội tăng trưởng (Smith & Watts, 1992).

- $SALES_{it}$ là chỉ số doanh thu của công ty và có tác động trực tiếp đến lợi nhuận của công ty, qua đó có tác động đến giá trị công ty. Khi ước lượng mô hình hồi quy thì SALES được tính bằng logarit tự nhiên của tổng doanh thu của công ty.

- ε_{it} là phần dư không quan sát của công ty i ở thời điểm t .

Phương pháp nghiên cứu

Tác giả sử dụng phương pháp nghiên cứu dữ liệu bảng. Thông thường, với mô hình hồi quy dữ liệu bảng thì có hai ước lượng là ước lượng cố định (Fixed Effects) và ước lượng ngẫu nhiên (Random Effect). Bài báo sử dụng kiểm định Hausman để lựa chọn ước lượng cố định hay ước lượng ngẫu nhiên. Kết quả kiểm định Hausman cho thấy các mô hình hồi quy sử dụng ước lượng cố định được lựa chọn. Tác giả không trình bày các kết quả kiểm định Hausman ở đây vì tính thông dụng của kiểm định này. Ngoài ra, tác giả còn sử dụng ước lượng Dynamic GMM (Generalized Methods of Moments) để ước lượng mô hình.

4. KẾT QUẢ VÀ THẢO LUẬN

Bảng 1. Thông kê mô tả các biến

Biến	Giá trị trung bình	Giá trị lớn nhất	Giá trị nhỏ nhất	Độ lệch chuẩn
TOBIN_Q	1,2077	7,2524	0,3403	0,7203
MTB	1,4022	9,4350	0,1484	1,3175
STATE	0,2492	0,9672	0,0000	0,2348
FOREIGN	0,1229	0,4900	0,0000	0,1419
MAN	0,1323	0,8496	0,0000	0,1680
INST	0,4802	0,9675	0,0000	0,2617
SIZE	13,6982	17,6254	11,3920	1,1110
DEBT	0,4819	0,9575	0,0311	0,2103
INVEST	0,2504	5,7223	-0,6742	0,5146
SALES	13,4640	18,0394	8,2292	1,2328

Nguồn: Tính toán của tác giả

Hệ số tương quan giữa các biến được mô tả ở Bảng 2. Kết quả ở bảng này thể hiện các hệ số tương quan giữa các biến nghiên cứu không có cặp nào lớn hơn 0,8. Do vậy, khi sử dụng mô hình hồi quy sẽ ít có khả năng gặp hiện tượng quan đa cộng tuyến giữa các biến (multicollinearity). Điều này cũng được kiểm định lại bằng cách sử dụng hệ số VIF khi chạy hồi quy và kết quả không cho thấy có hiện tượng đa cộng tuyến.

Bảng 2. Ma trận tương quan giữa các biến

Biến	TOBIN_Q	MTB	STATE	FOREIGN	MAN	INST	SIZE	DEBT	INVEST	SALES
TOBIN_Q	1									
MTB	0,89	1								
STATE	0,12	0,09	1							
FOREIGN	0,24	0,20	-0,09	1						
MAN	0,06	0,03	0,05	-0,11	1					
INST	0,16	0,11	0,67	0,23	-0,11	1				
SIZE	0,08	0,12	0,01	0,24	0,07	0,17	1			
DEBT	-0,15	-0,07	-0,02	-0,29	0,09	-0,12	0,33	1		
INVEST	0,27	0,30	-0,12	0,05	-0,02	-0,09	0,09	0,04	1	
SALES	0,11	0,12	0,08	0,17	0,04	0,22	0,65	0,30	0,04	1

Nguồn: Tính toán của tác giả

Bảng 3 biểu diễn kết quả hồi quy theo ước lượng Fixed Effect cho dữ liệu bảng và GMM với biến phụ thuộc là TOBINQ và MTB; biến đại diện cho sở hữu là STATE. Kết quả cho thấy hệ số tỉ lệ sở hữu nhà nước là dương nhưng không có ý nghĩa thống kê. Như vậy, có thể khẳng định rằng doanh nghiệp có sở hữu nhà nước cao, khi cổ phần hóa và giao dịch trên sàn có làm tăng hiệu quả hoạt động của công ty. Điều này có ý nghĩa về mặt thực tiễn chứng minh rằng chủ trương lên sàn của các công ty nhà nước cổ phần hóa là đúng đắn.

**Bảng 3. Kết quả hồi quy với biến phụ thuộc là TOBINQ, MTB;
biến độc lập là STATE**

	Biến phụ thuộc là TOBINQ				Biến phụ thuộc là MTB			
	TĐCĐ		GMM		TĐCĐ		GMM	
	Hệ số	Prob	Hệ số	Prob	Hệ số	Prob	Hệ số	Prob
C	13,999	0,000	-0,324	0,136	28,948	0,000	-1,378	0,003
STATE	0,409	0,346	0,256	0,002	0,980	0,199	0,369	0,032
SIZE	-1,089	0,000	0,051	0,008	-2,442	0,000	0,178	0,000
DEBT	0,811	0,002	-0,493	0,000	3,107	0,000	-0,790	0,000
INVEST	0,259	0,000	0,891	0,010	0,432	0,000	2,962	0,000
SALES	0,116	0,050	0,052	0,014	0,301	0,004	-0,014	0,761
R ²	0,565				0,600			
R ² điều chỉnh	0,416				0,462			
Thống kê F	3,782				4,361			
Xác suất (Thống kê F)	0,000				0,000			

Nguồn: tính toán của tác giả

Bảng 4 thể hiện kết quả hồi quy với ước lượng cố định cho dữ liệu bảng và ước lượng GMM, với biến đại diện cho sở hữu là FOREIGN. Kết quả cho thấy các hệ số sở hữu nhà đầu tư nước ngoài là dương và có ý nghĩa thống kê. Như vậy, có thể khẳng định các nhà đầu tư nước ngoài góp phần làm cho hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp tốt hơn. Điều này cũng khẳng định gợi ý nâng tỉ lệ sở hữu nhà đầu tư nước ngoài trên thị trường chứng khoán VN.

Bảng 4. Kết quả hồi quy với biến phụ thuộc là TOBINQ, MTB; biến độc lập là FOREIGN

	Biến phụ thuộc là TOBINQ				Biến phụ thuộc là MTB			
	TĐCD		GMM		TĐCD		GMM	
Biến	Hệ số	Prob	Hệ số	Prob	Hệ số	Prob	Hệ số	Prob
C	14,631	0,000	-0,102	0,647	-0,309	0,554	-1,003	0,033
FOREIGN	0,885	0,005	0,456	0,001	1,370	0,000	0,782	0,009
SIZE	-1,145	0,000	0,030	0,122	0,023	0,624	0,142	0,001
DEBT	0,974	0,000	-0,375	0,000	-0,416	0,051	-0,582	0,006
INVEST	0,248	0,000	0,697	0,026	0,740	0,000	2,677	0,000
SALES	0,121	0,040	0,055	0,005	0,092	0,026	-0,010	0,817
R ²	0,569				0,132			
R ² điều chỉnh	0,421				0,128			
Thống kê F	3,842				31,278			
Xác suất (Thống kê F)	0,000				0,000			

Nguồn: Tính toán của tác giả

Bảng 5 trình bày kết quả hồi quy với ước lượng cố định cho dữ liệu bảng và ước lượng GMM. Biến đại diện cho sở hữu là MAN. Các hệ số hồi quy chủ yếu là âm và không có ý nghĩa thống kê. Tuy nhiên, có thể thấy các doanh nghiệp có sở hữu quản lý lớn thì hiệu quả hoạt động không cao trên thị trường chứng khoán VN. Điều này có hàm ý cho các nhà đầu tư nhỏ lẻ khi lựa chọn danh mục đầu tư nên xem xét cơ cấu sở hữu. Hơn nữa, điều này cũng gợi ý cho các nhà lập pháp cần bổ sung khung pháp lý và kiểm soát việc thực thi pháp luật ở các doanh nghiệp có sở hữu nhà quản lý để bảo vệ các cổ đông nhỏ lẻ.

**Bảng 5. Kết quả hồi quy với biến phụ thuộc là TOBINQ, MTB;
biến độc lập là MAN**

	Biến phụ thuộc là TOBINQ				Biến phụ thuộc là MTB			
	TĐCĐ		GMM		TĐCĐ		GMM	
	Hệ số	Prob	Hệ số	Prob	Hệ số	Prob	Hệ số	Prob
C	13,899	0,000	-0,298	0,164	29,017	0,000	-1,350	0,003
MAN	0,469	0,019	0,096	0,471	0,530	0,132	-0,125	0,654
SIZE	-1,077	0,000	0,048	0,012	-2,437	0,000	0,174	0,000
DEBT	0,813	0,002	-0,517	0,000	3,114	0,000	-0,810	0,000
INVEST	0,262	0,000	0,734	0,021	0,438	0,000	2,682	0,000
SALES	0,114	0,052	0,060	0,003	0,304	0,003	0,000	0,998
R ²	0,568				0,600			
R ² điều chỉnh	0,419				0,463			
Thống kê F	3,822				4,367			
Xác suất (Thống kê F)	0,000				0,000			

Nguồn: Tính toán của tác giả

Bảng 6 trình bày kết quả hồi quy với biến phụ thuộc là TOBINQ và MTB, biến độc lập đại diện cho sở hữu là INST. Kết quả cho thấy phần các hệ số ước lượng của biến INST dương. Các hệ số hồi quy này có ý nghĩa khi mô hình được ước lượng sử dụng phương pháp GMM. Như vậy, có thể khẳng định sở hữu của các tổ chức (không bao gồm sở hữu nhà nước, sở hữu nước ngoài) cũng có tác động dương đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp niêm yết trên Sàn Giao dịch Chứng khoán TP.HCM.

**Bảng 6. Kết quả hồi quy với biến phụ thuộc là TOBINQ, MTB;
biến độc lập là INST**

	Biến phụ thuộc là TOBINQ				Biến phụ thuộc là MTB			
	TĐCĐ		GMM		TĐCĐ		GMM	
	Hệ số	Prob	Hệ số	Prob	Hệ số	Prob	Hệ số	Prob
C	14,460	0,000	-0,184	0,403	29,985	0,000	-0,610	0,912
INST	0,571	0,012	0,328	0,000	1,250	0,002	0,506	0,180
SIZE	-1,137	0,000	0,040	0,036	-2,549	0,000	0,063	0,948

DEBT	0,866	0,001	-0,405	0,000	3,229	0,000	-0,574	0,522
INVEST	0,264	0,000	0,895	0,008	0,444	0,000	3,160	0,125
SALES	0,116	0,049	0,042	0,047	0,302	0,004	0,026	0,960
R ²	0,568				0,604			
R ² điều chỉnh	0,420				0,468			
Thống kê F	3,830				4,440			
Xác suất (Thống kê F)	0,000				0,000			

Nguồn: Tính toán của tác giả

Tóm lại, từ kết quả của Bảng 3, 4, 5 và 6, tác giả đưa ra các kết luận đối với cả giả thuyết nghiên cứu như sau:

- Không đủ cơ sở để chấp nhận giả thuyết các công ty có tỉ lệ sở hữu nhà nước cao thì có giá trị cao.
- Chấp nhận giả thuyết sở hữu nước ngoài càng cao thì công ty được thị trường đánh giá cao.
- Không đủ cơ sở để chấp nhận giả thuyết các công ty có sở hữu của các nhà quản lí càng cao thì được thị trường đánh giá cao
- Chấp nhận giả thuyết công ty có sở hữu của các cổ đông tổ chức càng cao thì được thị trường đánh giá cao.

5. KẾT LUẬN VÀ HÀM Ý CHÍNH SÁCH

Nghiên cứu này xác định mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu và giá trị doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán VN với mẫu nghiên cứu là các doanh nghiệp niêm yết trên Sàn Giao dịch Chứng khoán TP.HCM. Kết quả cho thấy các công ty có tỉ lệ sở hữu nước ngoài cao và các công ty có sở hữu của cổ đông tổ chức cao thì được thị trường đánh giá cao hơn và được coi là có giá trị hơn. Các công ty có sở hữu nhà nước cao và có sở hữu của cổ đông quản lí cao thì không được thị trường đánh giá cao và không được coi là có giá trị cao hơn.

Kết quả nghiên cứu có một số hàm ý như sau. Một là, về phía nhà đầu tư, tùy thuộc vào mong muốn của mình giá trị doanh nghiệp có thể lựa chọn cấu trúc sở hữu như là một gợi ý. Ví dụ, giả sử các yếu tố khác không thay đổi, nhà đầu tư muốn đầu tư vào cổ phiếu có giá trị thị trường cao thì có thể lựa chọn các doanh nghiệp có tỉ lệ sở hữu của cổ đông nước ngoài cao hoặc các doanh nghiệp có tỉ lệ sở hữu của cổ đông tổ chức

cao. Hơn nữa, việc mua, bán của các loại hình cổ đông cũng là một tín hiệu cho việc mua và bán cổ phiếu và hiểu biết về sở hữu giúp cho các nhà đầu tư lựa chọn cổ phiếu dễ dàng hơn thông qua thông tin về cơ cấu sở hữu.

Hai là, nghiên cứu hàm ý rằng các cổ đông nước ngoài được thị trường coi trọng và đánh giá cao nên các công ty họ có cổ phần cao được đánh giá cao. Do vậy, Nhà nước cần có các chính sách khuyến khích các nhà đầu tư nước ngoài đầu tư vào các doanh nghiệp niêm yết và thậm chí chưa niêm yết. Cụ thể, Chính phủ nên sớm tăng trần giới hạn sở hữu (nói room) nước ngoài cho các cổ đông nước ngoài sở hữu các doanh nghiệp VN trên thị trường chứng khoán chứ không nhất thiết để mức tối đa 49% như hiện nay. Hơn nữa, Chính phủ cũng nên tạo điều kiện bằng cách tạo cơ chế cung cấp thông tin rõ ràng, minh bạch cho các nhà đầu tư nước ngoài khi cổ phần hóa các doanh nghiệp nhà nước.

Ba là, nghiên cứu cho rằng các doanh nghiệp có sở hữu của cổ đông là tổ chức càng cao thì giá trị thị trường càng cao. Do vậy, các cổ đông tổ chức cũng cần được nhà nước khuyến khích và tạo điều kiện phát triển thông qua các chính sách ưu đãi về thuế và thậm chí họ có thể huy động vốn đầu tư thông qua việc phát hành chứng chỉ quỹ và niêm yết trên thị trường chứng khoán. Các cổ đông tổ chức thường thiết lập được đội ngũ phân tích, quản trị doanh mục đầu tư một cách chuyên nghiệp hơn nên họ tạo lập được giá trị đầu tư cao hơn. Hơn nữa, các nhà đầu tư tổ chức có lợi thế tận dụng được lợi ích của đa dạng hóa danh mục đầu tư và các nhà đầu tư cá nhân có thể gián tiếp đầu tư vào các cổ phiếu trên thị trường thông qua các tổ chức tài chính này.

Bốn là, các cổ đông nhà nước không được đánh giá cao và không mang lại giá trị cao hơn cho doanh nghiệp nhà nước nên tích cực thoái vốn sớm ở các doanh nghiệp niêm yết. Hơn nữa, điều này cũng hàm ý rằng Nhà nước sớm cổ phần hóa các doanh nghiệp nhà nước đang hoạt động trong các lĩnh vực và phạm vi mà Nhà nước không nhất thiết nắm giữ.

Cuối cùng, kết quả bài báo cho rằng các doanh nghiệp có cổ đông lớn làm quản lý điều hành cũng không mang lại giá trị cao hơn cho doanh nghiệp. Do vậy, để được thị trường đánh giá cao, các doanh nghiệp cần tách bạch vai trò chủ sở hữu và vai trò nhà quản lý để mang lại giá trị cao hơn cho doanh nghiệp. Điều này có thể thực hiện trước tiên thông qua việc minh bạch các thông tin đặc biệt là các thông tin liên quan đến quản trị điều hành doanh nghiệp. Hơn nữa, các cơ quan quản lý thị trường và lập pháp

nên sớm từng bước hoàn thiện và có chế tài kiểm soát để tách bạch vai trò quản lí và vai trò chủ sở hữu, bảo vệ cho các cổ đông bên ngoài ■

Tài liệu tham khảo

- Agrawal, A. & Jayaraman, N. 1994, "The Dividend Policy of all Equity Firms a Direct Test of the Free Cash Flow Theory", *Managerial and Decision Economics*, vol. 15, pp. 139-148.
- Aivazian, V., Booth, L. & Cleary, S. 2003, "Do Emerging Market Firms Follow Different Dividend Policies from US Firms?", *Journal of Financial Research*, vol. 26, no. 3, pp. 371-387.
- Alli, K.L., Khan, A.Q. & Ramirez, G.G. 1993, 'Determinants of Corporate Dividend Policy: A Factorial Analysis', *Financial Review*, vol. 28, no. 4, pp. 523-547.
- Chen, Z., Cheung, Y.-L., Stouraitis, A. & Wong, A.W.S. 2005, "Ownership Concentration, firm Performance, and Dividend Policy in Hong Kong", *Pacific-Basin Finance Journal*, vol. 13, pp. 431-449.
- Choi, J.J., Sami, H. & Zhou, H. 2010, "The Impacts of State Ownership on Information Asymmetry: Evidence from an Emerging Market", *China Journal of Accounting Research*, vol. 3, no. 0, pp. 13-50.
- Demsetz, H. & Lehn, K. 1985, "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences", *Journal of Political Economy*, vol. 93, no. 6, pp. 1155-1177.
- Farinha, J. 2003, "Dividend Policy, Corporate Governance and the Managerial Entrenchment Hypothesis: An Empirical Analysis", *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 30, pp. 1173-1209.
- Gugler, K. & Yurtoglu, B.B. 2003, "Corporate Governance and Dividend Payout in Germany", *European Economic Review*, vol. 47, pp. 731-758.
- Harada, K. & Nguyen, P. 2011, "Ownership Concentration, Agency Conflicts, and Dividend Policy in Japan", *Managerial Finance*, vol. 37, pp. 362-379.
- Jensen, G.R., Solberg, D.P. & Zorn, T.S. 1992, "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 27, no. 02, pp. 247-263.
- Jensen, M.C. 1986, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", *American Economic Review*, vol. 76, no. 2, pp. 323-329.
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. 1976, "Theory of firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 3, no. 4, pp. 305-360.
- Jeon, J.Q., Lee, C. & Moffett, C.M. 2011, "Effects of Foreign Ownership on Payout Policy: Evidence from the Korean Market", *Journal of Financial Markets*, vol. 14, pp. 344-375.

- Kang, Y.S. & Kim, B.Y. 2012, "Ownership Structure and Firm Performance: Evidence from the Chinese Corporate Reform", *China Economic Review*, vol. 23, no. 2, pp. 471-481.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. & Shleifer, A. 1999, "Corporate Ownership Around the World", *Journal of Finance*, vol. 54, no. 2, pp. 471-517.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R.W. 2000, "Agency Problems and Dividend Policies around the World", *The Journal of Finance*, vol. 55, no. 1, pp. 1-33.
- Lam, K.C.K., Sami, H. & Zhou, H. 2012, "The Role of Cross-Listing, Foreign Ownership and State Ownership in Dividend Policy in an Emerging Market", *China Journal of Accounting Research*, vol. 5, pp. 199-216.
- Lin, C., Ma, Y., Malatesta, P. & Xuan, Y. 2011, "Ownership Structure and the Cost of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics*, vol. 100, no. 1, pp. 1-23.
- Manos, R. 2002, "Dividend Policy and Agency Theory: Evidence on Indian Firms", *Finance and Development Research Programme, Working Paper Series.*, vol. 41, pp. 1-25.
- Morck, R., Nakamura, M. & Shivdasani, A. 2000, "Banks, Ownership Structure, and Firm Value in Japan", *Journal of Business*, vol. 73, no. 4, pp. 539-568.
- Ramli, N.M. 2010, "Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from Malaysian Companies", *International Review of Business Research Papers*, vol. 6, no. 1, pp. 170-180.
- Rozeff, M.S. 1982, "Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios", *Journal of Financial Research*, vol. 5, no. 3, pp. 249-259.
- Short, H., Zhang, H. & Keasey, K. 2002, "The Link Between Dividend Policy and Institutional Ownership", *Journal of Corporate Finance*, vol. 8, pp. 105-122.
- Smith, J.C. & Watts, R.L. 1992, "The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies", *Journal of Financial Economics*, vol. 32, no. 3, pp. 263-292.
- Sulong, Z. & Nor, F.M. 2008, "Dividends, Ownership Structure and Board Governance on Firm Valua: Empirical Evidence from Malaysia Listed Firms", *Malaysian Accounting Review*, vol. 7, no. 2, pp. 55-94.
- Thanatawee, Y. 2013, "Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from Thailand", *International Journal of Economics and Finance*, vol. 5, no. 1, pp. 121-132.
- Vinh, V.X. 2010, "Foreign Ownership in Vietnam Stock Markets - An Empirical Analysis", *MPRA Paper*, vol. 29863, pp. 1-26.
- Wei, G. & Xiao, J.Z. 2009, "Equity Ownership Segregation, Shareholder Preferences, and Dividend Policy in China", *The British Accounting Review*, vol. 41, pp. 169-183.