



DOI:10.22144/ctu.jvn.2018.150

MỨC ĐỘ TẬP TRUNG VỐN VÀ HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH

Ngô Mỹ Trân^{1*} và Lê Thị Trang²

¹Khoa Kinh tế, Trường Đại học Cần Thơ

²Agribank Chi nhánh Thành phố Cần Thơ

*Người chịu trách nhiệm về bài viết: Ngô Mỹ Trân (email: nmtran@ctu.edu.vn)

Thông tin chung:

Ngày nhận bài: 23/01/2018

Ngày nhận bài sửa: 20/03/2018

Ngày duyệt đăng: 30/10/2018

Title:

The impact of ownership concentration and board ownership on the performance of firms listed in Ho Chi Minh stock exchange

Từ khóa:

Giá trị thị trường, GMM, hiệu quả hoạt động, mức độ tập trung vốn, tỷ lệ sở hữu

Keywords:

Board ownership, firm performance, firm value, GMM, ownership concentration

ABSTRACT

This research was aimed to investigate the impact of ownership concentration and board ownership on the performance of firms listed in Ho Chi Minh stock exchange. The data were collected from 287 non-financial listed firms in the period from 2011 to 2015. The generalized method of moments is used to analyze the data. The results indicated that ownership concentration enhanced the performance of non-financial firms listed in terms of market value as well as accounting performance. However, there was no statistical evidence on the impact of board ownership on firm performance. Besides, the higher leverage was found to reduce the performance of listed firms. In addition, listed firms which had good growth rates, large size and high annual fixed asset investment rate were statistically associated with higher market value and better accounting performance.

TÓM TẮT

Bài viết nhằm nghiên cứu ảnh hưởng của mức độ tập trung vốn đến hiệu quả hoạt động công ty, sử dụng số liệu thu thập từ 287 công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh giai đoạn từ 2011 – 2015. Phương pháp generalized method of moments (GMM) được sử dụng để phân tích số liệu. Kết quả nghiên cứu cho thấy sự tập trung vốn làm gia tăng giá trị thị trường và hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp phi tài chính, tuy nhiên không có bằng chứng thống kê cho thấy tỷ lệ sở hữu cổ phần của hội đồng quản trị có tác động đến giá trị thị trường và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Bên cạnh đó, tỷ lệ sử dụng nợ vay càng cao càng làm giảm giá trị thị trường cũng như hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Ngoài ra, có bằng chứng cho thấy các công ty niêm yết có tốc độ tăng trưởng tốt, quy mô lớn và tỷ lệ đầu tư tài sản cố định hàng năm cao có giá trị thị trường và hiệu quả hoạt động tốt hơn.

Trích dẫn: Ngô Mỹ Trân và Lê Thị Trang, 2018. Mức độ tập trung vốn và hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh. Tạp chí Khoa học Trường Đại học Cần Thơ. 54(7D): 138-145.

1 GIỚI THIỆU

Cùng với cơ hội thể chế kinh tế thị trường nước ta ngày càng hoàn thiện, hội nhập kinh tế quốc tế

đang tiến triển tốt đã mở ra nhiều cơ hội phát triển cho các doanh nghiệp Việt Nam nhưng đồng thời buộc họ phải tăng cường khả năng cạnh tranh dưới

hiều hình thức. Điều này dẫn đến xung đột lợi ích giữa chủ sở hữu và hội đồng quản trị (HĐQT) của doanh nghiệp, là vấn đề không thể tránh khỏi và luôn là đề tài hấp dẫn trong nhiều nghiên cứu về quản trị doanh nghiệp từ trước đến nay. Mâu thuẫn tất yếu này được lý giải từ nhiều cách tiếp cận khác nhau. Các lý thuyết liên quan đến sự tách bạch giữa quyền sở hữu và quyền quản lý, vấn đề đại diện và quản trị công ty đã được nêu ra và nghiên cứu trên thế giới từ lâu. Theo Jensen and Meckling (1976), xung đột lợi ích giữa cổ đông và HĐQT làm phát sinh chi phí đại diện, chi phí này càng lớn khi ban quản trị sở hữu càng ít hoặc không sở hữu cổ phần công ty. Để giải quyết vấn đề này, bên cạnh các giải pháp khuyến khích HĐQT về lương thưởng, chế độ đãi ngộ, hệ thống giám sát thuê ngoài, hay cơ chế giám sát của cổ đông lớn, còn có giải pháp để gắn kết lợi ích của hai chủ thể này với nhau, đó là việc các HĐQT cũng nắm giữ cổ phần trong công ty.

Ngoài ra, Demsetz (1983) và Fama and Jensen (1983) đã chỉ ra các chi phí đi kèm với việc HĐQT nắm giữ lượng cổ phần đáng kể. Điều này có nghĩa là khi HĐQT kiểm soát được lượng cổ phần đáng kể, họ sẽ có thể có đủ quyền biểu quyết hoặc có nhiều ảnh hưởng hơn trong việc bảo vệ công việc của họ tại công ty với một mức lương hấp dẫn. Do đó, HĐQT có thể theo đuổi sở thích của riêng bản thân, với những hành vi không làm tối đa hóa giá trị công ty và điều này làm trầm trọng hơn vấn đề đại diện cho cổ đông. Mặt khác, đặc điểm của mô hình sở hữu ở Việt Nam là tỷ lệ nắm giữ của HĐQT khá cao, tỷ lệ cổ đông nội bộ lớn và không minh bạch thông tin. Do đó, vấn đề đại diện từ lâu đã trở thành vấn đề nan giải của các doanh nghiệp Việt Nam và làm sao để giải quyết vấn đề đại diện dựa trên cơ sở cấu trúc sở hữu đang là mối quan tâm hàng đầu hiện nay. Xuất phát từ các vấn đề nêu trên, việc thực hiện nghiên cứu về “Mức độ tập trung vốn và hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh” là thật sự cần thiết.

2 GIẢ THUYẾT VỀ CÁC MỐI QUAN HỆ TRONG MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU

2.1 Sự tập trung vốn và hiệu quả hoạt động

Việc tập trung vốn vào một số cổ đông lớn sẽ tạo ra một lực cản các cổ đông khác tham gia vào công tác quản trị. Sự tập trung vốn tạo ra do một nhóm các nhà đầu tư nắm giữ tỷ lệ lớn cổ phần sẽ làm xuất hiện liên kết giữa các cổ đông trong nhóm thống trị để cùng thực hiện việc kiểm soát chung. Tuy nhiên, một nhóm các cổ đông cũng gây ra nhiều vấn đề hơn là một cổ đông đơn lẻ. Các cổ đông trong nhóm có thể sẽ nảy sinh những mâu

thuẫn về quyền lợi và chiến lược của công ty, từ đó dẫn đến hiện tượng mà dân gian gọi là “lắm thầy, nhiều ma”. Một khả năng khác là khi tồn tại một nhà đầu tư có quyền biểu quyết lớn hơn hẳn các nhà đầu tư khác, những nhà đầu tư nhỏ hơn có thể chỉ góp phần làm gia tăng chi phí tập trung qua việc làm giảm tính thanh khoản và giá trị thông tin của giá cổ phiếu. Hơn thế nữa, xét theo cấu trúc cổ đông của các doanh nghiệp Việt Nam, số lượng các cổ đông lớn (chiếm trên 5% vốn cổ phần) của một doanh nghiệp là không nhiều (không phân biệt nhà đầu tư tổ chức hay cá nhân). Tỷ lệ cổ phần của cổ đông lớn nhất cũng khá lớn (vượt trội so với các cổ đông còn lại).

Tương tự nghiên cứu của Demsetz and Lehn (1985) và Claessens and Djankov (1999), trong nghiên cứu này mức độ tập trung vốn được đo lường dựa trên tỷ lệ cổ phiếu sở hữu của năm cổ đông lớn nhất. Nghiên cứu kỳ vọng rằng khi quyền biểu quyết nằm trong tay một số cổ đông lớn sẽ giúp cho hoạt động của công ty được điều hành hiệu quả hơn do giảm thiểu chi phí phát sinh từ mâu thuẫn nội bộ, đồng thời cũng dự đoán sự phân tán quyền lực sẽ có tác động xấu đến hiệu quả của công ty.

Giả thuyết 1: Sự tập trung vốn có mối quan hệ cùng chiều với hiệu quả hoạt động công ty.

2.2 Tỷ lệ sở hữu của ban quản trị và hiệu quả hoạt động công ty

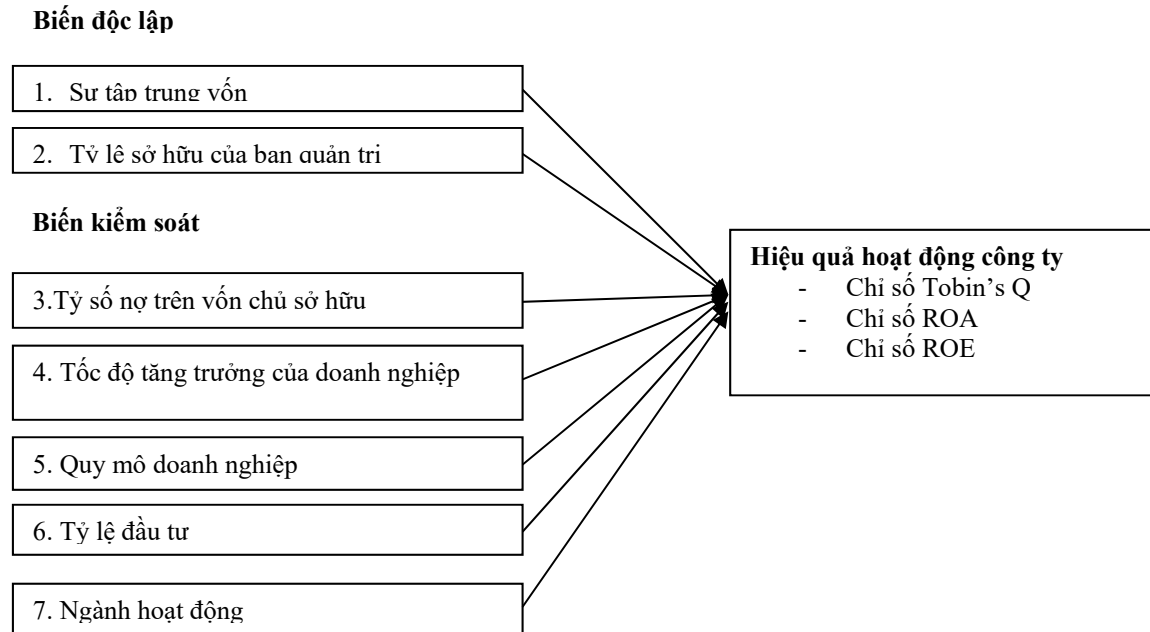
Những phân tích về đặc điểm của các doanh nghiệp Việt Nam cho thấy mô hình quản trị của các công ty cổ phần Việt Nam khá giống với hầu hết các nền kinh tế mới nổi, đó là mô hình với sự tập trung vốn cao, thông tin công bố hạn chế, yếu kém trong chính sách bảo vệ cổ đông thiểu số. Ngược lại, ở các quốc gia phát triển, cấu trúc sở hữu phân tán, đa số thành viên quản trị không trực tiếp điều hành công ty, thông tin công bố rộng rãi, cổ đông thiểu số được bảo vệ, cổ đông tổ chức chiếm tỷ lệ lớn. Do đó, tỷ lệ sở hữu HĐQT được lựa chọn như là một biến chính ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Hơn thế nữa, với các đặc điểm của các nền kinh tế mới nổi, đa số cổ phần nằm trong tay thành viên HĐQT. Số lượng cổ phần được sở hữu bởi HĐQT nhiều, có thể làm tăng sự kích lệ và nâng cao sự giám sát của họ đến ban giám đốc, từ đó làm gia tăng hiệu quả công ty (Brickley *et al.*, 1988). Tuy nhiên, HĐQT nắm trong tay tỷ lệ lớn cổ phần, họ có thể sẽ dựa trên lợi thế này cùng với hệ thống các quy định và pháp luật còn chưa hoàn thiện của Việt Nam và thông tin không công bố đúng mức để biểu quyết các phương án hoạt động, dự án đầu tư và kiểm soát ban điều hành theo hướng có lợi cho cá nhân, đi

ngược lại mục tiêu tối đa hóa giá trị công ty và đồng thời gây tổn thất cho các cổ đông thiểu số, thâu tóm các lợi ích lớn hơn giới hạn cho phép họ được nhận. Vì vậy, trong nghiên cứu này, các giả thuyết nghiên cứu tiếp theo được đặt ra như sau:

Giả thuyết 2a: Tỷ lệ sở hữu cổ phần của HĐQT có mối quan hệ cùng chiều với hiệu quả hoạt động công ty.

Giả thuyết 2b: Tồn tại mối quan hệ phi tuyến giữa tỷ lệ sở hữu cổ phần của HĐQT và hiệu quả hoạt động công ty.

Từ những giả thuyết nghiên cứu nêu trên, mô hình nghiên cứu về mối quan hệ giữa mức độ tập trung vốn đến hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) được thể hiện trong Hình 1.



Hình 1: Mô hình nghiên cứu đề xuất

3 PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

3.1 Phương pháp thu thập số liệu

Dữ liệu bảng phục vụ cho nghiên cứu này được thu thập qua các báo cáo tài chính và bảng báo cáo thường niên từ năm 2011 đến năm 2015 của 287 công ty được niêm yết trên sàn HOSE. Các định chế tài chính ngân hàng và các định chế tài chính phi ngân hàng được loại khỏi bộ dữ liệu vì sự khác biệt của nó so với các công ty trong lĩnh vực phi tài chính. Các báo cáo này được thu thập từ các cổng thông tin trực tuyến CAFEF, VIETSTOCK và COPHIEU68.

Cỡ mẫu nghiên cứu được lựa chọn theo nguyên tắc đảm bảo có đầy đủ thông tin liên quan đến tỷ lệ sở hữu cổ phần của cổ đông lớn và của các thành viên HĐQT, hiệu quả hoạt động hàng năm, cũng như những dữ liệu trên báo cáo tài chính cần thiết cho việc xây dựng các biến kiểm soát trong mô hình. Với biến giả ngành, phân loại các công ty trong mẫu theo hệ thống nhóm ngành dựa trên chuẩn phân ngành của Bộ phân ngành quốc tế GICS® (Global Industry Classification Standards –

Chuẩn phân ngành toàn cầu) mà HOSE đang áp dụng bao gồm 10 nhóm ngành: năng lượng, nguyên vật liệu, công nghiệp, hàng tiêu dùng, hàng tiêu dùng thiết yếu, chăm sóc sức khỏe, công nghệ thông tin, bất động sản, dịch vụ tiện ích, tài chính (do những tổ chức tài chính có những đặc thù riêng nên mẫu nghiên cứu không bao gồm những công ty thuộc lĩnh vực tài chính).

3.2 Phương pháp phân tích

Dữ liệu bảng không cân đối (unbalanced panel data) được sử dụng để phân tích ảnh hưởng của mức độ tập trung vốn đến hiệu quả hoạt động công ty. Trước tiên, nhóm nghiên cứu thực hiện hồi quy Pooled OLS như một ước lượng căn bản nhất. Tuy nhiên, độ vững và tính hiệu quả của các hệ số trong phân tích dữ liệu bảng dựa trên phương pháp ước lượng bình phương nhỏ nhất có thể không nhất quán vì mô hình Pooled OLS không quan tâm đến các yếu tố không thể thu thập được hoặc ảnh hưởng riêng lẻ, đặc thù từng doanh nghiệp, trong khi vấn đề ảnh hưởng riêng lẻ là một trong những hiện tượng xảy ra thường xuyên ở những nghiên

cứ thực nghiệm (Baltagi, 2005). Do đó, để xử lý vấn đề về các yếu tố không quan sát được (unobserved heterogeneity), mô hình tác động cố định (FEM) và tác động ngẫu nhiên (REM) được sử dụng. Kiểm định Hausman được sử dụng nhằm lựa chọn phương pháp FEM hay REM là phù hợp hơn. Mô hình ước lượng của nghiên cứu như sau:

$$\text{Perf}_{it} = \beta_0 + \beta_1\text{CON5}_{it} + \beta_2\text{OWNER}_{it} + \beta_3\text{DEBT}_{it} + \beta_4\text{GROWTH}_{it} + \beta_5\text{SIZE}_{it} + \beta_6\text{PPEA}_{it} + \beta_7D_{it} + u_{it} \quad (1)$$

Bảng 1 trình bày cách đo lường các biến sử dụng trong mô hình.

Bảng 1: Diễn giải các biến sử dụng trong mô hình hồi quy

Biến số	Tên biến	Cách đo lường	Dấu kỳ vọng
Perf	Biến phụ thuộc		
Tobin's Q	Giá trị thị trường của công ty	Giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu/ vốn chủ sở hữu	
ROA	Khả năng sinh lời trên tổng tài sản	Lợi nhuận sau thuế/ Tổng tài sản	
ROE	Khả năng sinh lời trên vốn chủ sở hữu	Lợi nhuận sau thuế/ Vốn chủ sở hữu	
	Biến độc lập		
CON5	Sự tập trung vốn	Tỷ lệ cổ phiếu của năm cổ đông lớn nhất trong công ty	(+)
OWNER	Tỷ lệ sở hữu của ban quản trị	Tỷ lệ cổ phiếu sở hữu bởi HĐQT	(+)
	Biến kiểm soát		
DEBTTA	Tỷ số nợ trên vốn chủ sở hữu	Tổng nợ / Tổng vốn chủ sở hữu	(-)
GROWTH	Tốc độ tăng trưởng doanh nghiệp	Tốc độ tăng trưởng doanh thu thuần bình quân trong năm	(+)
SIZE	Quy mô doanh nghiệp	Ln(tổng tài sản)	(+)
PPEA	Tỷ lệ đầu tư tài sản cố định	Giá trị tài sản cố định/ Tổng tài sản	(-)
D _{ij}	Biến giả ngành	Bao gồm các ngành: năng lượng, nguyên vật liệu, công nghiệp, hàng tiêu dùng, hàng tiêu dùng thiết yếu, chăm sóc sức khỏe, công nghệ thông tin, bất động sản, dịch vụ tiện ích (nhóm tham chiếu)	

Trong đó: (+): cùng chiều, (-): ngược chiều

Tuy nhiên, một số nghiên cứu thực nghiệm của Morck *et al.* (1988), McConnell and Servaes (1990), Chen *et al.* (2003), Ruan *et al.* (2011), Trần Minh Trí và Dương Như Hùng (2011), Võ Hồng Đức và Phan Bùi Gia Thủy (2013) đã tìm thấy mối quan hệ phi tuyến giữa tỷ lệ sở hữu của ban quản trị và hiệu quả hoạt động công ty. Để kiểm chứng mối quan hệ này trong môi trường nền kinh tế Việt Nam, biến OWNER_S được đưa vào mô hình (1) nhằm làm sáng tỏ mối quan hệ này. Biến OWNER_S được đo lường bằng bình phương của tỷ lệ sở hữu cổ phần của ban quản trị (OWNER_SQUARED).

$$\text{Perf}_{it} = \beta_0 + \beta_1\text{CON5}_{it} + \beta_2\text{OWNER}_{it} + \beta_3\text{OWNER_S}_{it} + \beta_4\text{DEBT}_{it} + \beta_5\text{GROWTH}_{it} + \beta_6\text{SIZE}_{it} + \beta_7\text{PPEA}_{it} + \beta_8D_{it} + u_{it} \quad (2)$$

Các biến phụ thuộc và biến độc lập trong phương trình trên có thể bị ảnh hưởng bởi hiện tượng nội sinh theo như kết quả của một số nghiên cứu thực nghiệm trước đây. Khi tỷ lệ sở hữu của

ban quản trị được kỳ vọng sẽ có tác động đến hiệu quả công ty nhưng hiệu quả hoạt động công ty cũng là nguyên nhân thay đổi ban quản trị (Demsetz, 1983; Demsetz and Lehn, 1985; Claessens and Djankov, 1999; Demsetz and Villalonga, 2001). Mối quan hệ nhân quả này sẽ làm kết quả ước lượng bằng phương pháp Pooled OLS, REM hoặc FEM bị sai lệch, đặc biệt là với những dữ liệu bảng ngắn (Cameron, 2007). Để giải quyết vấn đề này, các nghiên cứu trước đây đã sử dụng ước lượng biến công cụ (ước lượng IV). Tuy nhiên, vấn đề phát sinh khi sử dụng ước lượng biến công cụ là thường khó kiểm được biến công cụ phù hợp bởi vì nếu chọn những biến công cụ yếu, ước lượng IV có thể bị chệch (Mileva, 2007). Nói cách khác, khi sử dụng ước lượng IV mà không chọn được biến công cụ phù hợp, các vấn đề của ước lượng OLS cũng sẽ không được cải thiện. Do đó, phương pháp GMM do Arellano and Bond (1991) được đề xuất như một công cụ xử lý các vấn đề nêu trên. Trong nghiên cứu này, phương pháp GMM được sử dụng để khắc phục hiện tượng nội sinh cũng như kiểm soát các hiện tượng khác như

phương sai sai số thay đổi hay tự tương quan có thể xảy ra.

4 KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ THẢO LUẬN¹

Mối quan hệ giữa tỷ lệ sở hữu cổ phần của hội đồng quản trị và hiệu quả hoạt động công ty có thể tồn tại vấn đề nội sinh, nghĩa là tỷ lệ sở hữu cổ phần của hội đồng quản trị được kỳ vọng sẽ có tác động đến hiệu quả công ty, nhưng hiệu quả hoạt động công ty cũng là nguyên nhân làm thay đổi tỷ lệ sở hữu của ban quản trị (Demsetz, 1983; Demsetz and Lehn, 1985; Claessens and Djankov, 1999; Demsetz and Villalonga, 2001). Mối quan hệ nhân quả này sẽ làm kết quả ước lượng bằng phương pháp REM sẽ bị sai lệch, đặc biệt là với những dữ liệu bảng ngắn (Cameron, 2007). Mô hình 2 được hồi quy theo phương pháp ước lượng GMM. Kết quả hồi quy được thể hiện ở Bảng 2.

Kết quả ước lượng của mô hình 2 ở Bảng 2 cho thấy sự tập trung vốn có mối quan hệ cùng chiều với giá trị và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu ủng hộ cho giả thuyết được phát triển bởi Shleifer and Vishny (1997), tập trung vốn càng cao càng làm gia tăng sự kiểm soát và giảm các tổn thất chi phí gây ra bởi vấn đề đại diện. Đồng thời, kết quả tương đồng với kết quả của các nghiên cứu trước đó tại thị trường mới nổi (Xu and Wang, 1997; Claessens and Djankov, 1999; Al-Khouri, 2006; Zeitun and Tian, 2007; Jaafar and El-Shawa, 2009; Mandaci and Gumus, 2010).

Hệ số hồi quy của biến tỷ lệ sở hữu cổ phần của năm cổ đông lớn nhất có giá trị dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% ở mô hình biến giá trị công ty (Tobin's Q) làm biến phụ thuộc đại diện cho giá trị doanh nghiệp; có hệ số hồi quy dương và có ý nghĩa thống kê mức 5% ở mô hình biến tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA) làm biến phụ thuộc đại diện cho hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Chưa có bằng chứng thống kê cho thấy tỷ lệ sở hữu cổ phần của HĐQT có tác động đến giá trị và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Các kết quả này ủng hộ cho giả thuyết 1: sự tập trung vốn có mối quan hệ cùng chiều đến hiệu quả hoạt động công ty. Đồng thời, các chứng cứ được tìm thấy không ủng hộ giả thuyết 2a rằng tỷ lệ sở hữu cổ phần của HĐQT có mối quan hệ đồng biến với

hiệu quả hoạt động công ty và không ủng hộ giả thuyết 2b về sự tồn tại mối quan hệ phi tuyến giữa tỷ lệ sở hữu cổ phần của HĐQT và hiệu quả hoạt động công ty.

Bên cạnh đó, kết quả cho thấy các biến kiểm soát có tác động đến giá trị và hiệu quả doanh nghiệp. Hệ số hồi quy của biến tỷ lệ nợ có giá trị âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 10%. Do vậy, tỷ lệ sử dụng nợ vay càng cao không những làm giảm hiệu quả hoạt động mà còn làm xói mòn giá trị doanh nghiệp. Ngoài ra, kết quả nghiên cứu cũng tìm thấy thêm bằng chứng cho thấy tỷ lệ đầu tư tài sản cố định có tác động tích cực đến giá trị doanh nghiệp. Hệ số hồi quy của biến tỷ lệ đầu tư có giá trị dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 5%. Tỷ lệ đầu tư tài sản cố định càng tăng, giá trị thị trường và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp càng tăng.

Các kiểm định sự phù hợp của ước lượng GMM như kiểm định AR(2) trong các mô hình hồi quy ở bảng 2 đều có p value lớn hơn 10%, vì vậy chấp nhận giả thuyết Ho là không có tự tương quan bậc 2 trong phần dư. Bên cạnh đó, kiểm định Hansen test trong các mô hình hồi quy đều có giá trị của p value lớn hơn 10%, vì vậy chấp nhận giả thuyết Ho là các biến công cụ là ngoại sinh, hay nói cách khác là không có tương quan giữa biến công cụ và sai số. Tóm lại, các mô hình hồi quy ước lượng theo GMM là phù hợp và mang lại độ tin cậy cho kết quả hồi quy.

Để gia tăng tính thuyết phục của kết quả nghiên cứu, đặc biệt là mối quan hệ giữa mức độ tập trung vốn, hiệu quả và giá trị doanh nghiệp, tác giả thay đổi biến tỷ lệ sở hữu cổ phần của năm cổ đông lớn nhất bằng biến tỷ lệ sở hữu cổ phần của ba cổ đông lớn nhất ở mô hình 2 của nghiên cứu này. Kết quả ước lượng bằng phương pháp GMM được trình bày ở Bảng 3.

Kết quả hồi quy thể hiện ở Bảng 3 cho thấy với biến tỷ lệ sở hữu cổ phần của ba cổ đông lớn nhất thay cho biến tỷ lệ sở hữu cổ phần của năm cổ đông lớn nhất, kết quả hoàn toàn tương tự như kết quả ở Bảng 2. Kết quả này càng khẳng định rằng mức độ tập trung vốn càng lớn càng làm gia tăng giá trị và hiệu quả doanh nghiệp.

¹Do hạn chế về số trang nên tác giả không trình bày kết quả ước lượng của Pooled OLS và REM cho mô hình (1) và (2) cũng như kết quả ước lượng với GMM cho mô hình (1). Về cơ bản, các ước lượng từ các mô hình này không có nhiều sự khác biệt. Tác giả sẽ cung cấp kết quả qua email nếu độc giả nào có quan tâm đến các kết quả ước lượng này.

Bảng 2: Kết quả ước lượng mô hình 2 sử dụng phương pháp ước lượng GMM

Tên biến	Tobin's Q	ROA	ROE
Tỷ lệ cổ phần sở hữu của 5 cổ đông lớn nhất	0,254***	0,034**	0,025
Tỷ lệ cổ phần sở hữu của ban quản trị	0,404	-0,117	-0,314
Bình phương tỷ lệ sở hữu cổ phần của ban quản trị	-0,511	0,153	0,522
Tỷ lệ nợ/ vốn chủ sở hữu	-0,013*	-0,004*	0,029
Tốc độ tăng trưởng doanh nghiệp	0,018*	0,002	0,004
Quy mô doanh nghiệp	0,054*	0,002	0,012
Tỷ lệ đầu tư	0,416**	0,075**	0,131
Năng lượng	-0,144	-0,041	-0,256
Nguyên vật liệu	-0,155	-0,019	-0,039
Công nghiệp	-0,141	-0,021	-0,063
Hàng tiêu dùng	0,055	-0,013	-0,002
Hàng tiêu dùng thiết yếu	0,071	-0,012	-0,039
Chăm sóc sức khỏe	0,131	-0,020	-0,111
Công nghệ thông tin	-0,184	-0,018	-0,023
Bất động sản	-0,258**	-0,050**	-0,123**
Hệ số góc	-118,853***	-1,837	-1,926
AR (2) (P value)	0,642	0,382	0,248
Hansen Test (J Test) (P value)	0,374	0,580	0,807

Nguồn: Số liệu thu thập từ 287 công ty phi tài chính niêm yết trên HOSE giai đoạn 2011-2015.

Ghi chú: (***), (**) và (*) lần lượt có ý nghĩa thống kê ở mức 1%, 5% và 10%. Biến tham chiếu của nhóm biến giả ngành là biến ngành dịch vụ tiện ích. AR(2) là kiểm định tự tương quan bậc 2 sử dụng phần dư của sai phân bậc 1 với giả thuyết H_0 : không có tự tương quan bậc 2 trong phần dư, giá trị của AR(2) được trình bày trong bảng trên là giá trị P value. Hansen test kiểm định nội sinh và tự tương quan cho thấy sự phù hợp của biến đại diện sau ước lượng GMM, với giả thuyết H_0 : các biến ngoại sinh.

Bảng 3: Kết quả ước lượng mô hình 2 với phương pháp GMM và biến tỷ lệ sở hữu cổ phần của ba cổ đông lớn nhất thay cho biến tỷ lệ sở hữu cổ phần của năm cổ đông lớn nhất

Tên biến	Tobin's Q	ROA	ROE
Tỷ lệ cổ phần sở hữu của 3 cổ đông lớn nhất	0,260***	0,032*	0,018
Tỷ lệ cổ phần sở hữu của ban quản trị	0,362	-0,127	-0,325
Bình phương tỷ lệ sở hữu cổ phần của ban quản trị	-0,445	0,167	0,538
Tỷ lệ nợ	-0,014*	-0,004*	0,028
Tốc độ tăng trưởng	0,018*	0,002	0,004
Quy mô doanh nghiệp	0,054*	0,002	0,012
Tỷ lệ đầu tư	0,421**	0,075**	0,132
Năng lượng	-0,147	-0,041	-0,256
Nguyên vật liệu	-0,152	-0,019	-0,040
Công nghiệp	-0,136	-0,021	-0,065
Hàng tiêu dùng	0,065	-0,012	-0,002
Hàng tiêu dùng thiết yếu	0,078	-0,012	-0,039
Chăm sóc sức khỏe	0,142	-0,018	-0,110
Công nghệ thông tin	-0,165	-0,016	-0,023
Bất động sản	-0,249**	-0,049**	-0,123**
Hệ số góc	-119,704***	-2,039	-2,230
AR (2)	0,638	0,371	0,250
Hansen Test (J Test)	0,337	0,570	0,803

Nguồn: Số liệu thu thập từ 287 công ty phi tài chính niêm yết trên HOSE giai đoạn 2011-2015.

Ghi chú: (***), (**) và (*) lần lượt có ý nghĩa thống kê ở mức 1%, 5% và 10%. Biến tham chiếu của nhóm biến giả ngành là biến ngành dịch vụ tiện ích. AR(2) là kiểm định tự tương quan bậc 2 sử dụng phần dư của sai phân bậc 1 với giả thuyết H_0 : không có tự tương quan bậc 2 trong phần dư, giá trị của AR(2) được trình bày trong bảng trên là giá trị P value. Hansen test kiểm định nội sinh và tự tương quan, cho thấy sự phù hợp của biến đại diện sau ước lượng GMM, với giả thuyết H_0 : các biến ngoại sinh.

Tóm lại, một trong số những kết quả chính được tác giả quan tâm là mối quan hệ giữa tập trung vốn, hiệu quả và giá trị doanh nghiệp. Các kiểm định bằng nhiều phương pháp khác nhau đều cho các kết quả tương đối đồng nhất. Tỷ lệ vốn tập trung trong tay của số ít cổ đông (cụ thể trong trường hợp này là ba hoặc năm cổ đông lớn nhất) làm tăng hiệu quả hoạt động thể hiện thông qua việc gia tăng tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản và gia tăng giá trị doanh nghiệp. Với kết quả như vậy, một trong số những chiến lược giúp tối đa hóa giá trị cổ đông của các công ty niêm yết nói riêng và những công ty chưa niêm yết nói chung là giảm số lượng đối tượng (cá nhân hoặc tổ chức) nắm giữ cổ phiếu. Như các phân tích lúc đầu, số lượng lớn cổ phần nằm trong tay số ít cổ đông sẽ giúp họ gia tăng quyền lực, gia tăng sự kiểm soát ban quản lý và giảm thiểu các chi phí do vấn đề đại diện. Trái lại, càng nhiều cổ đông sẽ dễ dẫn đến quyền lực bị phân tán, các quyết sách kinh tế sẽ chậm trễ, sự lỏng lẻo trong việc kiểm soát hoạt động của ban quản lý (tình trạng “nhiều sãi không ai đóng cửa chùa”) từ đó làm cho các tổn thất kinh tế sẽ tăng dần lên.

Một trong những ứng dụng có ý nghĩa kinh tế rất quan trọng khác, được phát hiện từ kết quả nghiên cứu này, đó là giải quyết vấn đề lựa chọn số lượng các đối tác chiến lược trong công cuộc cổ phần hóa các doanh nghiệp nhà nước nói riêng và các doanh nghiệp khác nói chung. Cụ thể hơn, các doanh nghiệp có thể tìm hiểu, phân tích, gặp gỡ và đánh giá không hạn chế số lượng các nhà đầu tư tiềm năng, đủ năng lực và kinh nghiệm. Tuy nhiên, khi lựa chọn đối tác hợp tác chính thức, các doanh nghiệp nên lựa chọn càng ít đối tác chiến lược càng tốt bởi vì điều này có thể làm gia tăng giá trị thị trường và hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp.

5 KẾT LUẬN VÀ HÀM Ý CHÍNH SÁCH

Nghiên cứu này phân tích sự ảnh hưởng của mức độ tập trung vốn đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Dữ liệu được nhóm tác giả thu thập trong giai đoạn từ 2011 – 2015 cho các công ty niêm yết trên HOSE nhưng không bao gồm các công ty tài chính, ngân hàng và bảo hiểm. Nghiên cứu sử dụng phương pháp GMM theo Arellano and Bond (1991) để khắc phục hiện tượng nội sinh cũng như kiểm soát các hiện tượng khác như hiện tượng phương sai thay đổi hay hiện tượng tự tương quan có thể xảy ra. Kết quả nghiên cứu cho thấy tập trung vốn làm gia tăng giá trị và hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên HOSE. Chưa có bằng chứng cho thấy tỷ lệ sở hữu cổ phần của HĐQT có tác động đến giá trị và

hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Ngoài ra, kết quả nghiên cứu còn cung cấp chứng cứ cho thấy tỷ lệ sử dụng nợ vay càng cao càng làm giảm giá trị cũng như hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Những doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng tốt, có quy mô lớn và tỷ lệ đầu tư tài sản cố định hàng năm cao càng làm gia tăng giá trị công ty và hiệu quả hoạt động. Dựa trên kết quả nghiên cứu được tìm thấy nêu trên, một số hàm ý quản trị cho các nhà quản trị doanh nghiệp cũng như các nhà đầu tư với tư cách là cổ đông được đề xuất như sau:

Nghiên cứu chỉ ra rằng tập trung vốn làm gia tăng giá trị và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Phần lớn cổ phần nằm trong tay số ít cổ đông sẽ giúp họ gia tăng quyền lực, gia tăng sự kiểm soát ban quản lý và giảm thiểu các chi phí do vấn đề đại diện. Do vậy, các công ty nên nhìn nhận rằng công ty càng ít cổ đông sở hữu thì càng tốt. Bên cạnh đó, một khuyến nghị nên được xem xét, nhất là đối với các công ty chuẩn bị cổ phần hoá (công ty có vốn nhà nước) hoặc đối với những công ty phát hành cổ phần mới cho đối tác chiến lược để huy động vốn, đó là việc lựa chọn một số lượng hạn chế đối tác chiến lược (càng ít càng tốt) tham gia vào công ty là việc nên làm. Nói cách khác, trong quá trình tìm hiểu và lựa chọn đối tác, doanh nghiệp có thể thoải mái lựa chọn, phân tích nhiều nhà đầu tư chiến lược tiềm năng nhưng khi quyết định hợp tác thì cần lựa chọn một hoặc một số lượng rất hạn chế nhà đầu tư chiến lược tham gia để chuyển giao lượng lớn cổ phần cho họ từ đó sẽ làm gia tăng giá trị công ty và hiệu quả hoạt động. Thêm vào đó, nhiều ý kiến cho rằng những công ty có ít cổ đông sẽ kém minh bạch, gây tổn thất cho các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán. Chúng ta cần phân biệt rạch ròi giữa hai khái niệm minh bạch thông tin và tập trung vốn. Tập trung vốn là việc số ít cổ đông sở hữu lượng lớn cổ phần, còn minh bạch thông tin là khả năng thông tin đó cung cấp đầy đủ và chính xác các thông tin đến thị trường. Công ty có mức độ tập trung vốn cao không đồng nghĩa với việc công ty đó kém minh bạch. Cung cấp thông tin ra bên ngoài là nhiệm vụ mà mỗi công ty đại chúng, niêm yết phải thực hiện theo Luật.

Chưa có bằng chứng cho thấy tỷ lệ sở hữu cổ phần của HĐQT có ảnh hưởng đến giá trị và hiệu quả hoạt động công ty. Do vậy, công ty có thể tự tin bổ nhiệm thành viên HĐQT độc lập (hoàn toàn không sở hữu cổ phần) đủ năng lực và kinh nghiệm để tham gia vào HĐQT của công ty, và không nhất thiết họ phải sở hữu cổ phần thì mới phát huy hết khả năng quản trị. Tất nhiên, HĐQT sở hữu cổ phần cũng có thể là một phương án để gia tăng trách nhiệm của HĐQT đối với công ty.

Kết quả nghiên cứu còn cho thấy tỷ lệ sử dụng nợ vay càng cao càng làm giảm giá trị và hiệu quả hoạt động. Do vậy, nhà quản trị công ty cần có một chiến lược sử dụng nợ vay hợp lý. Việc phân tích và lựa chọn chiến lược phát triển phải cần trọng, phù hợp, tránh các dự án không mang hiệu quả, đồng thời, nhà quản trị cần cân đối nguồn vốn đầu tư phù hợp để không phải vay mượn nợ quá nhiều dẫn đến các áp lực trả nợ lớn. Ngoài ra, bên cạnh việc khai thác các tài sản hiện hữu, doanh nghiệp cần chú ý đến vấn đề đầu tư tài sản cố định thường xuyên để gia tăng giá trị và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Al-Khouri, R., 2006. Corporate governance and firms value in emerging markets: The case of Jordan. *Journal of Transnational Management*. 12(1): 25-49.
- Arellano, M. and Bond, S., 1991. Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *The Review of Economic Studies*. 58(2): 277-297.
- Baltagi, B.H., 2005. *Econometric Analysis of Panel Data*, Third Edition. John Wiley. London, 314 pages.
- Brickley, J. A., Lease, R. C. and Smith Jr, C. W., 1988. Ownership structure and voting on antitakeover amendments. *Journal of Financial Economics*. 20, 267-291.
- Cameron, A.C., 2007. Panel data methods for microeconometrics using Stata. *In: West Coast Stata Users' Group Meetings 2007 (No. 13)*. Stata Users Group.
- Chen, C.R., Guo, W. and Mande, V., 2003. Managerial ownership and firm valuation: Evidence from Japanese firms. *Pacific-Basin Finance Journal*. 11(3): 267-283.
- Claessens, S. and Djankov, S., 1999. Ownership concentration and corporate performance in the Czech Republic. *Journal of Comparative Economics*. 27(3): 498-513.
- Demsetz, H., 1983. The structure of ownership and the theory of the firm. *The Journal of Law and Economics*. 26(2): 375-390.
- Demsetz, H. and Lehn, K., 1985. The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of Political Economy*. 93(6): 1155-1177.
- Demsetz, H. and Villalonga, B. 2001. Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance*. 7(3): 209-233.
- Fama, E.F. and Jensen, M.C., 1983. Separation of ownership and control. *The Journal of Law and Economics*. 26(2): 301-325.
- Jaafar, A. and El-Shawa, M., 2009. Ownership concentration, board characteristics and performance: Evidence from Jordan. *In Accounting in Emerging Economies (73-95)*. Emerald Group Publishing Limited.
- Jensen, M.C. and Meckling, W.H., 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*. 3(4): 305-360.
- Mandaci, P. and Gumus, G., 2010. Ownership concentration, managerial ownership and firm performance: Evidence from Turkey. *South East European Journal of Economics and Business*. 5(1): 57-66.
- McConnell, J.J. and Servaes, H., 1990. Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics*. 27(2): 595-612.
- Mileva, E., 2007. Using Arellano-Bond dynamic panel GMM estimators in Stata. Economics Department, Fordham University. 1-10.
- Moreck, R., Shleifer, A. and Vishny, R.W., 1988. Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*. 20: 293-315.
- Ruan, W., Tian, G. and Ma, S. 2011. Managerial ownership, capital structure and firm value: Evidence from China's civilian-run firms. *Australian Accounting Business và Finance Journal*. 5(3): 73.
- Shleifer, A. and Vishny, R.W., 1997. A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*. 52(2): 737-783.
- Trần Minh Trí và Dương Như Hùng, 2011. Ảnh hưởng của tỷ lệ sở hữu quản trị đến hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết trên sàn HOSE. *Tạp chí Phát triển Khoa học và Công nghệ*. 14: 116-124.
- Võ Hồng Đức và Phan Bùi Gia Thủy, 2013. Quản trị công ty và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp: Minh chứng thực nghiệm từ các công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán TP. HCM. *Tạp chí Phát triển kinh tế*. 275: 01-15.
- Xu, X. and Wang, Y., 1997. Ownership structure, corporate governance, and corporate performance: The case of Chinese stock companies. Policy Research Working Paper 1794. World Bank Publications.
- Zeitun, R. and 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.