ĐẠI HỌC QUỐC GIA HÀ NỘI

**TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ**

**\*\*\*\*\*\*\*\*\*\*\*\*\***

**NGUYỄN TIẾN THÀNH**

**TÁC ĐỘNG CỦA CẤU TRÚC SỞ HỮU**

**TỚI KHẢ NĂNG SINH LỜI TẠI CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT**

**TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

**Chuyên ngành: Tài chính Ngân hàng**

**Mã số: 9340201.01**

**TÓM TẮT LUẬN ÁN TIẾN SĨ TÀI CHÍNH NGÂN HÀNG**

**Hà Nội - 2019**

**CÔNG TRÌNH ĐƯỢC HOÀN THÀNH TẠI**

**TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ, ĐẠI HỌC QUỐC GIA HÀ NỘI**

**Người hướng dẫn khoa học: PGS.TS. Lưu Thị Hương**

Phản biện 1:

**.TS. Nguyễn Hữu Điển**

Phản biện 2:

**Nguyễn Chí Thành**

Luận án được bảo vệ trước Hội đồng chấm luận án Tiến sĩ họp tại:

Trường Đại học Kinh tế, Đại Học Quốc Gia Hà Nội

Vào hồi .... giờ ...., ngày .... tháng .... năm 2019

**Có thể tìm hiểu luận án tại:**

**– Thư viên Quốc gia**

**– Trung tâm Thông tin – Thư viện, Đại học Quốc gia Hà Nội**

**DANH MỤC CÁC CÔNG TRÌNH NGHIÊN CỨU CỦA TÁC GIẢ**

1. “*Phát triển hoạt động công bố thông tin trên thị trường chứng khoán”*, Tạp chí kinh tế và dự báo số 08/2014

2. *“Chứng khoán hóa các khoản vay bất động sản tại Việt Nam*”, Tạp chí kinh tế và dự báo, số 15/2015

3. “*Phát* *triển dịch vụ tư vấn tài chính cá nhân: Kinh nghiệm từ thị trường Mỹ*”, Tạp chí kinh tế và dự báo, số 18/2015

4. *“Dịch vụ tư vấn tài chính cá nhân tại Việt Nam đã đến lúc chuyên nghiệp hóa”*, Tạp chí Ngân hàng, số 19/2015

5. Sách chuyên khảo: “*Phát triển dịch vụ tư vấn tài chính cá nhân: Kinh nghiệm quốc tế và bài học cho Việt Nam”,* Đồng tác giả, NXB ĐHQG, 2015

*6. “Managerial ownership and firm profitability – evidence from listed vietnamese firms”,* Hội thảo quốc tế: " 2016 symposium in Banking and Finance" - Ha Noi 17/11/2016

*7. “Tác động của sở hữu quản trị tới khả năng sinh lời của các doanh nghiệp niêm yết Việt Nam”,* Tạp chí kinh tế và dự báo, số 33/2017

# **LỜI NÓI ĐẦU**

## **Tính cấp thiết của đề tài**

Đích cuối cùng của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán là tăng hiệu quả hoạt động cho doanh nghiệp (đặc biệt là khả năng sinh lời), thúc đẩy nhanh quá trình phát triển thông qua các chức năng của thị trường chứng khoán, đó là môi trường giúp doanh nghiệp có thêm kênh để huy động vốn, đồng thời giúp doanh nghiệp quảng bá hình ảnh, giúp doanh nghiệp tiếp cận với nhiều nhà đầu tư chuyên nghiệp đến từ khắp mọi nơi, qua đó thu nạp được nguồn vốn, kinh nghiệm quản lý, công nghệ… từ nhiều nhà đầu tư trong và ngoài nước, qua đó tăng cường khả năng cạnh tranh, khả năng sinh lời, thúc đẩy sự phát triển của doanh nghiệp một cách nhanh chóng hơn.

Tuy nhiên, khi cơ cấu sở hữu của các công ty cổ phần đa dạng, đặc điểm cơ cấu cổ đông như thế nào sẽ đạt được được khả năng sinh lời tốt nhất đối với cả doanh nghiệp cũng như thị trường tài chính nói chung là một câu hỏi đáng để quan tâm, nếu chúng ta nắm bắt được điều này thì hẳn là chúng ta sẽ có những bước phát triển thị trường vững chắc cũng như những chính sách để giúp các công ty cổ phần có thể phát huy được tối đa sức mạnh từ sự đa dạng đến từ nhiều nhà đầu tư khác nhau trong đó có cả các nhà đầu tư nước ngoài, là các nhà đầu tư đến từ các thị trường phát triển hơn thị trường Việt Nam. Hiện tại khả năng sinh lời của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam còn thấp và một trong các nguyên nhân đến từ sự bất cập trong cấu trúc sở hữu. Trong bối cảnh đó, cần có những nghiên cứu chuyên sâu về tác động của cấu trúc sở hữu tới khả năng sinh lời tại các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Trên thế giới, đã có nhiều nghiên cứu liên quan đến cấu trúc sở hữu và hiệu quả hoạt động cả ở các nước phát triển và một số nước đang phát triển. Phần lớn kết quả cho biết có những mối liên hệ mật thiết giữa cấu trúc sở hữu và hiệu quả hoạt động của công ty. Tuy nhiên tại Việt Nam nghiên cứu về vấn đề này còn hạn chế, hầu hết mới dừng lại ở thực trạng và một số thống kê cơ bản liên quan đến cơ cấu sở hữu của một số ngành chứ chưa có những phân tích chuyên sâu, chưa có những kiểm định thực tế đầy đủ mối quan hệ giữa các hình thức cấu trúc sở hữu tới khả năng sinh lời của công ty trên toàn thị trường Việt Nam.

 Để làm rõ hơn một cách tổng thể và sâu sắc về sự tác động của cấu trúc sở hữu tới khả năng sinh lời của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, đề tài “**Tác động của cấu trúc sở hữu tới khả năng sinh lời tại các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam”** đã được lựa chọn để nghiên cứu.

## **Mục tiêu và nhiệm vụ nghiên cứu**

* 1. ***Mục tiêu nghiên cứu***

Nghiên cứu nhằm phát hiện ra có hay không sự tác động của cấu trúc sở hữu tới khả năng sinh lời của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Trên cơ sở đó, nghiên cứu sẽ đề xuất một số khuyến nghị về việc điều chỉnh cấu trúc sở hữu của các công ty niêm yết tại nhiều ngành nghề khác nhau nhằm góp phần nâng cao khả năng sinh lời của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

* 1. ***Nhiệm vụ nghiên cứu***
	+ Nghiên cứu các vấn đề lý thuyết về tác động của cấu trúc sở hữu tới khả năng sinh lời của công ty.
	+ Phân tích, đánh giá tác động của cấu trúc sở hữu tới khả năng sinh lời của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam
	+ Đưa ra các đề xuất, khuyến nghị nhằm đổi mới cấu trúc sở hữu của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam

## **Câu hỏi nghiên cứu**

* + Thực trạng cấu trúc sở hữu và khả năng sinh lời của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam như thế nào?
	+ Cấu trúc sở hữu, bao gồm: sở hữu nước ngoài, sở hữu quản trị, sở hữu nhà nước và sở hữu tổ chức tác động thế nào tới khả năng sinh lời của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam? Có hay không sự khác biệt giữa các ngành và tồn tại hay không một tỷ lệ sở hữu tối ưu?
	+ Cấu trúc sở hữu nên được điều chỉnh như thế nào để làm gia tăng khả năng sinh lời của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam?

## **Đối tượng và phạm vi nghiên cứu**

* 1. ***Đối tượng nghiên cứu***

Cấu trúc sở hữu *(bao gồm: Sở hữu nước ngoài, Sở hữu quản trị, Sở hữu nhà nước, Sở hữu tổ chức)* và sự tác động của cấu trúc sở hữu tới khả năng sinh lời của các công ty.

* 1. ***Phạm vi nghiên cứu***
	+ Phạm vi nội dung : Cấu trúc sở hữu và sự tác động của cấu trúc sở hữu tới khả năng sinh lời của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt nam
	+ Phạm vi không gian : Các công ty niêm yết trên Thị trường chứng khoán Việt Nam.
	+ Phạm vi thời gian : Giai đoạn từ năm 2009 - 2018

## **Đóng góp của nghiên cứu**

Nghiên cứu có những đóng góp, bổ sung thêm các vấn đề lý thuyết liên quan tới cấu trúc sở hữu trong công ty và tác động của cấu trúc sở hữu tới khả năng sinh lời của các công ty tại thị trường đang phát triển và có nền kinh tế chuyển đổi như Việt Nam. Ngoài ra, nghiên cứu cũng là nguồn tài liệu tham khảo cho các nhà làm chính sách trong việc đưa ra các quy định, luật lệ về việc điều chỉnh cấu trúc sở hữu theo hướng nâng cao khả năng sinh lời cho các công ty.

## **Cấu trúc của luận án**

Ngoài phần mở đầu, kết luận, danh mục tài liệu tham khảo và các phụ lục, Luận án gồm có 05 chương:

* Chương 1 : Tổng quan nghiên cứu và cơ sở lý luận về cấu trúc sở hữu, khả năng sinh lời của công ty và tác động của cấu trúc sở hữu tới khả năng sinh lời của công ty
* Chương 2 : Phương pháp nghiên cứu
* Chương 3 : Thực trạng cấu trúc sở hữu, khả năng sinh lời và tác động của cấu trúc sở hữu tới khả năng sinh lời tại các công ty niêm yết trên TTCK Việt Nam
* Chương 4 : Kiểm định tác động của cấu trúc sở hữu tới khả năng sinh lời tại các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam
* Chương 5 : Thảo luận kết quả và khuyến nghị

**CHƯƠNG 1: TỔNG QUAN NGHIÊN CỨU VÀ CƠ SỞ LÝ LUẬN VỀ CẤU TRÚC SỞ HỮU VÀ KHẢ NĂNG SINH LỜI CỦA CÔNG TY**

## **Tổng quan nghiên cứu về cấu trúc sở hữu và khả năng sinh lời của công ty**

### ***Các nghiên cứu về khả năng sinh lời, đo lường khả năng sinh lời và các nhân tố ảnh hưởng tới khả năng sinh lời của công ty***

Khả năng sinh lời của một công ty bị ảnh hưởng bởi rất nhiều yếu tố khác nhau. Những yếu tố đó có thể có những ảnh hưởng tích cực hoặc tiêu cực đến khả năng sinh lời. Trong thời gian qua đã có rất nhiều bài nghiên cứu trong nước và nước ngoài nghiên cứu về những yếu tố ảnh hưởng đến khả năng sinh lời của công ty, có thể kể đến như:

 Cho và Kim (2007) đã kiểm tra sự tác động của việc thuê các giám đốc bên ngoài và cấu trúc ban quản lý đến khả năng sinh lời của các công ty Hàn Quốc.

Bài nghiên cứu của Shen và Lin (2009) đã kiểm tra sự ảnh hưởng của quản lý và thu nhập quản lý cấp cao (top management turnover) đến khả năng sinh lời ở các công ty ở Trung Quốc. Bên cạnh đó, Asimakopoulos et al (2009) lại nghiên cứu về cả những tác nhân đặc thù ngành và tác nhân kinh tế đến khả năng sinh lời.

Trong một bài nghiên cứu khác, Pantea et al (2013) nghiên cứu về ảnh hưởng của những yếu tố kinh tế lên khả năng sinh lời của công ty. Bài nghiên cứu chỉ ra rằng quy mô, tốc độ tăng trưởng của công ty, mức độ vốn và nguồn nhân lực có ảnh hưởng tích cực đến khả năng sinh lời của công ty.

Bên cạnh những yếu tố trên, yếu tố đòn bẩy cũng có một số tác động nhất định đến khả năng sinh lời của công ty (Myers,1977)..

Bên cạnh đó, nhiều nhà kinh tế cho rằng quản lý vốn lưu động cũng có ảnh hưởng lên khả năng sinh lời của công ty.

Trong một bài nghiên cứu khác, Glancey (2015) đã nghiên cứu về những yếu tố ảnh hưởng đến sự phát triển và khả năng sinh lời Kết quả chỉ ra rằng những công ty lớn hơn trong số các công ty có quy mô nhỏ sẽ phát triển nhanh hơn và những công ty có tuổi đời lâu hơn lại có tốc độ phát triển chậm hơn so với những công ty trẻ hơn.

Trong bài nghiên cứu về sự phụ thuộc của ROA đối với các biến quy mô, tuổi đời, tốc độ phát triển, khả năng sinh lời trễ (lagged profitability), năng suất và sự sáp nhập ngành, Yazdanfar (2015) chỉ ra rằng những công ty trẻ hơn và quy mô lớn hơn với tốc độ phát triển và năng suất cao hơn sẽ có khả năng sinh lời cao hơn.

*Tại Việt Nam*, sử dụng mô hình hồi quy tuyến tính đa biến dựa vào phương pháp bình phương nhỏ nhất (OLS), Quan và Lý (2014) đã chỉ ra rằng tỷ lệ cổ phiếu quỹ và thời gian hoạt động của doanh nghiệp có ảnh hưởng tích cực còn tỷ lệ vốn vay/tổng nợ và tỷ lệ tài sản cố định lại có ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả kinh doanh của công ty. Thêm vào đó, biến tổng nợ/vốn chủ sở hữu có tác động tích cực đến ROE còn chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp lại có tác động tích cực đến ROA.

Một bài nghiên cứu trong nước khác của Đàm (2015) cũng nghiên cứu về các yếu tố ảnh hưởng đến khả năng sinh lời của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Kết quả bài nghiên cứu đưa ra là hệ số chi phí, số vòng quay hàng tồn kho, kỳ thu tiền bình quân và hệ số tự tài trợ có ảnh hưởng đến khả năng sinh lời của công ty, trong đó hệ số chi phí có sự tác động lớn nhất.

### ***Các nghiên cứu về cấu trúc sở hữu và ảnh hưởng của cấu trúc sở hữu tới khả năng sinh lời của công ty***

Tổng quan nghiên cứu cho thấy các nhà nghiên cứu thường tập trung vào một số nội dung cụ thể của cấu trúc sở hữu và đánh giá ảnh hưởng tới khả năng sinh lời của doanh nghiệp, cụ thể là: (i) Sở hữu tập trung và sở hữu phân tán; (ii) Sở hữu quản trị; (iii) Sở hữu nước ngoài; (iv) Sở hữu nhà nước; (v) Sở hữu tổ chức

#### Sở hữu tập trung – sở hữu phân tán và ảnh hưởng tới khả năng sinh lời/hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp

Cấu trúc sở hữu trong doanh nghiệp có thể chia làm 2 loại: Sở hữu tập trung và Sở hữu phân tán.  Với mỗi đặc điểm sở hữu tập trung hay phân tán lại quyết định rất lớn đến cấu trúc quản trị điều hành về sau của doanh nghiệp. Các nhà nghiên cứu đã tranh luận rằng các nhóm sở hữu tập trung khác nhau có thể có mức độ điều hành kinh doanh, kinh nghiệm, kỹ năng và chiến lược kinh doanh khác nhau.

Górriz và cộng sự (1996) nhận thấy các lý thuyết 'quản lý' và 'hợp đồng' của công ty tạo mối quan hệ nhân quả khác nhau giữa quyền sở hữu và hiệu suất của các công ty. Kết quả nghiên cứu cung cấp bằng chứng ủng hộ lý thuyết hợp đồng của công ty. Chi phí hợp đồng hoặc chi phí đại diện (agency costs) được giảm thiểu khi quyền sở hữu cổ phần công ty tập trung vào một vài chủ sở hữu và sự tập trung tất cả các bước của quy trình quyết định.

Yammeesri và các cộng sự (2006) xem xét ảnh hưởng của cấu trúc sở hữu đối với hoạt động của các công ty phi tài chính tại Thái Lan. Kết quả cho thấy có một mối quan hệ chặt chẽ giữa sở hữu tập trung và hiệu suất công ty, các loại sở hữu tập trung khác nhau có mối quan hệ chặt chẽ với các chỉ tiêu đo đường hiệu quả hoạt động công ty. Tuy nhiên, tác giả không tìm thấy bất kỳ bằng chứng nào chỉ ra sự sự tồn tại của mối quan hệ phi tuyến tính giữa quyền sở hữu của người quản lý và hiệu suất công ty.

Nghien cứu của Kapopoulos và cộng sự (2007) cho rằng một cơ cấu sở hữu tập trung hơn có tác động tích cực đến việc gia tăng lợi nhuận công ty, nói cách khác quyền sở hữu công ty ít bị phân tán hơn sẽ giúp công ty có lợi nhuận cao hơn.

#### Sở hữu quản trị và ảnh hưởng tới khả năng sinh lời/hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp

McConnell và cộng sự (1990) đã nghiên cứu mối quan hệ giữa Tobin’s Q và cơ cấu sở hữu cổ phần với kích thước mẫu là 1.173 công ty vào năm 1976 và 1.093 công ty vào năm 1986. Kết quả nghiên cứu cho thấy một mối quan hệ về đường cong rõ ràng giữa Q và tỷ lệ cổ phiếu phổ thông thuộc sở hữu của những người trong công ty. Đường cong dốc lên cho đến khi quyền sở hữu nội bộ đạt khoảng 40% đến 50% và sau đó dốc nhẹ đi xuống. Bên cạnh đó, các tác giả cũng tìm thấy tồn tại một mối quan hệ tích cực giữa Q và tỷ lệ cổ phần thuộc sở hữu của các nhà đầu tư tổ chức. Kết quả này phù hợp với giả thuyết rằng cấu trúc sở hữu cổ phần có ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp.

Craswell và các đồng nghiệp (1997) cũng nghiên cứu vấn đề trên dựa vào dữ liệu từ 349 công ty Úc giao dịch công khai vào năm 1986 và 1989. Kết quả cho thấy có mối quan hệ không rõ ràng về quyền sở hữu nội bộ và hiệu quả hoạt động của công ty, mặc dù mối quan hệ này không ổn định theo thời gian và không nhất quán trên các nhóm kích thước công ty khác nhau. Từ bằng chứng đó có thể thấy không thể coi quyền sở hữu tổ chức như một yếu tố quyết định quan trọng đối với hoạt động của công ty Úc..

.Bài nghiên cứu của Short và Keasy (1999) cũng kiểm định mối quan hệ giữa sở hữu quản trị và kết quả kinh doanh của 225 công ty trên Sàn chứng khoán London. Bài nghiên cứu đã chứng minh rằng giữa tỷ lệ sở hữu và kết quả kinh doanh có mối quan hệ tích cực khi tỷ lệ sở hữu tăng cao.

Tác giả Rose (2005) cũng có bài nghiên cứu về mối quan hệ sở hữu quản trị và hiệu quả kinh doanh trong các công ty ở Đan Mạch. Bài nghiên cứu chỉ ra rằng kết quả kinh doanh của công ty tăng lên sẽ làm tăng góp vốn sở hữu quản trị.

Về “Lý thuyết Chi phí đại diện”, Brailsford và các cộng sự (2002) đã lập luận rằng các nhà quản trị và các cổ đông lớn bên ngoài là hai nhóm cổ đông có thể ảnh hưởng đến các quyết định phân bổ nguồn lực trong công ty. Xét về mặt lý thuyết, trách nhiệm hàng đầu của nhà quản trị là quản lý công ty theo cách làm tối đa hóa lợi nhuận của các cổ đông, từ đó làm tăng các con số lợi nhuận và dòng tiền (Elliot (2002)). Tuy nhiên, Jensen và Meckling (1976) đề xuất rằng các nhà quản trị không luôn luôn vận hành công ty theo hướng tối đa hóa lợi nhuận cho cổ đông. Theo các tác giả, điều này là do lợi ích của nhà quản trị và cổ đông không phải lúc nào cũng giống nhau. Vì thành quả hoạt động của một công ty không liên quan đến việc trả lương cho các nhà quản trị như thế nào, nên họ sẽ thích được bao quanh bởi những loại “tiện nghi sang trọng” hơn là san sẻ lợi nhuận của công ty (chi trả cổ tức) cho các cổ đông (Simerly và Li, 2000).

Ngoài ra, có hai giả thuyết phổ biến khi nói về mối quan hệ giữa sở hữu quản trị và giá trị công ty là giả thuyết hội tụ lợi ích (convergence of interest hypothesis) và giả thuyết cố thủ (entrenchment hypothesis). Giả thuyết hội tụ lợi ích cho rằng giá trị của công ty sẽ tăng khi tỷ lệ sở hữu công ty của nhà quản trị cao. Ngược lại, giả thuyết cố thủ cho rằng giá trị công ty sẽ giảm khi nhà quản trị có tỷ lệ sở hữu cao. Giả thuyết quy tụ lợi ích đưa ra mối quan hệ tích cực giữa tỷ lệ sở hữu quản trị và kết quả kinh doanh, trong khi giả thuyết cố thủ đưa ra mối quan hệ tiêu cực.

Bên cạnh đó, bài nghiên cứu của Hu và Zhou (2008) chỉ ra rằng giữa tỷ lệ sở hữu quản trị và kết quả hiệu quả hoạt động cũng có mối quan hệ phi tuyến và điểm uốn sẽ xảy ra khi tỷ lệ sở hữu trên 50%.

Ryu và Yoo (2011) cũng có bài nghiên cứu về mối quan hệ này trong các công ty chi nhánh ở Hàn Quốc. Kết quả của bài nghiên cứu đưa ra là không có mối quan hệ rõ ràng giữa giá trị doanh nghiệp và tỷ lệ sở hữu quản trị khi tỷ lệ sở hữu dưới 42%, khi tỷ lệ này cao hơn 42% thì hai yếu tố này có mối quan hệ tích cực. Đồng thời, bài nghiên cứu cũng chỉ ra rằng quyền sở hữu và khả năng sinh lời sẽ giảm khi quyền quản lý (control right) tăng.

Tại Việt Nam, Quang và cộng sự (2004) đi nghiên cứu tác động của cấu trúc sở hữu và cấu trúc vốn đến hiệu quả tài chính của công ty trong bối cảnh của nền kinh tế mới nổi đang chuyển đổi. Theo kết quả nghiên cứu, khi một công ty có mức độ sở hữu nhà nước cao hơn thì công ty ấy có hiệu quả tài chính tốt hơn.

Bài nghiên cứu của Trần và Dương (2011) đã xem xét mối quan hệ giữa tỷ lệ sở hữu quản trị với hiệu quả hoạt động của các công ty trên Sàn chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh. Theo lý thuyết Đồng lợi ích, các nhà quản trị sẽ không nỗ lực tối đa hoá giá trị doanh nghiệp khi tỷ lệ sở hữu quản trị thấp hoặc bằng không. Khi tỷ lệ sở hữu quản trị cao hơn, họ sẽ nỗ lực tìm kiếm các dự án mới để nâng cao kết quả hiệu quả hoạt động.

#### Sở hữu nhà nước và ảnh hưởng tới khả năng sinh lời/ hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp

Sun và các đồng nghiệp (2002) nghiên cứu về kinh nghiệm tư nhân hóa Trung Quốc cho thấy bất kể là dưới hình thức sở hữu nhà nước hay sở hữu pháp nhân, quyền sở hữu của chính phủ có tác động tích cực đến các doanh nghiệp thuộc sở hữu nhà nước đã được tư nhân hóa một phần. Mối quan hệ này là phi tuyến và có dạng hình chữ U ngược.

Cũng đưa ra một nhận định giống Sun và các đồng nghiệp (2002), Gunasekarage và các đồng nghiệp (2007) nghiên cứu ảnh hưởng của mức độ sở hữu nhà nước và sự tập trung quyền sở hữu đối với hoạt động của công ty bằng cách sử dụng dữ liệu hàng năm 1034 công ty thuộc sở hữu nhà nước được niêm yết trên hai sàn giao dịch của Trung Quốc trong giai đoạn từ năm 2000 đến 2004. Kết quả cho thấy chỉ ở mức độ sở hữu của nhà nước cao, quyền sở hữu nhà nước mới gây ảnh hưởng tiêu cực đến hoạt động doanh nghiệp. Hơn nữa, một cấu trúc sở hữu cân bằng sẽ giúp nâng cao hiệu suất của công ty.

Nghiên cứu chủ đề tương tự Wei và cộng sự (2003) đưa ra kết luận khác quyền sở hữu nhà nước có tác động tiêu cực đến giá trị doanh nghiệp khi xem xét mối quan hệ giữa sở hữu cổ phần nhà nước và hiệu quả hoạt động của công ty đối với các công ty mới được tư nhân hóa của Trung Quốc năm 1994.

Kang và cộng sự (2012) khi đi phân tích tác động của cấu trúc sở hữu đối với hoạt động của doanh nghiệp tại Trung Quốc cho thấy các doanh nghiệp nhà nước được thị trường hóa sẽ có hiệu quả hoạt động vượt trội hơn so với các công ty do chính phủ kiểm soát, như vậy tư nhân hóa một phần các công ty Trung Quốc giúp cải thiện khả năng quản trị doanh nghiệp. Các doanh nghiệp nhà nước và doanh nghiệp tư nhân được thị trường hóa không chịu sự kiểm soát của các cổ đông lớn sẽ có hoạt động quản trị doanh nghiệp hiệu quả hơn và sự tập trung quyền sở hữu của một cổ đông kiểm soát làm giảm các ưu đãi đối với các cổ đông thiểu số nắm quyền.

*Tại Việt Nam,* Nguyễn và cộng sự (2017) tìm hiểu tác động của cấu trúc sở hữu đến hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Kết quả thực nghiệm từ các mô hình định lượng cho thấy mối quan hệ ngược chiều giữa sở hữu nhà nước và hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết, và mối quan hệ thuận chiều giữa sở hữu nước ngoài và hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết. Thêm vào đó, nghiên cứu mối quan hệ với đòn bẩy tài chính của các công ty cho thấy hàm ý về nhân tố trung gian giữa cấu trúc sở hữu và hiệu quả hoạt động, khi đòn bẩy tài chính được xem là một công cụ trong quản trị tài chính của công ty. Theo đó, các công ty có sở hữu nhà nước cao thì có đòn bẩy tài chính cao và các công ty có tỷ lệ đòn bẩy cao lại cho hiệu quả hoạt động thấp, đi ngược lại với nghiên cứu về sở hữu nước ngoài. Bài viết bổ sung minh chứng cho chính sách khuyến khích giảm tỷ lệ sở hữu nhà nước và tăng tỷ lệ sở hữu nước ngoài trong các công ty ở Việt Nam.

#### Sở hữu nước ngoài và ảnh hưởng tới khả năng sinh lời/ hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp

Dimelis và cộng sự của mình (2002) tìm hiểu về tác động của sở hữu nước ngoài đến các công ty sản xuất tại Hy Lạp. Kết quả cho thấy sở hữu nước ngoài tác động tích cực đến năng suất lao động.

Lensink và các cộng sự (2008) nghiên cứu về mối quan hệ giữa sở hữu nước ngoài và hiệu quả ngân hàng bằng cách kiểm tra sự hiệu quả của các ngân hàng nước ngoài có hay không phụ thuộc vào chất lượng thể chế của nước nhận đầu tư và vào sự khác biệt về thể chế giữa nước chủ đầu tư và nước nhận đầu tư. Kết quả nghiên cứu cho thấy rằng quyền sở hữu nước ngoài ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả ngân hàng. Tuy nhiên, ở các quốc gia có quản trị tốt, ảnh hưởng tiêu cực này đến hiệu quả ngân hàng ít rõ ràng hơn.

Cũng nghiên cứu vấn đề này, Nakano và cộng sự (2012) nghiên cứu xem sự tham gia sở hữu của các nhà đầu tư nước ngoài vào các công ty Nhật Bản liệu có góp phần cải thiện hiệu suất các công ty này? Các tác giả cho rằng câu trả lời phụ thuộc vào các giả định liên quan đến các tác động của công ty không thể quan sát được. Với điều kiện các giả định không đổi theo thời gian, trong hầu hết các nghiên cứu trước đó, ảnh hưởng của các nhà đầu tư nước ngoài dường như là tích cực.

He và các cộng sự (2013) tìm thấy tồn tại một mối quan hệ tích cực giữa tỷ lệ sở hữu nước ngoài lớn và thông tin giá cổ phiếu. Ngoài ra, kết quả cũng cho thấy tác động của thông tin giá cổ phiếu mạnh hơn ở những thị trường phát triển, nơi có tính minh bạch thông tin cao và khả năng bảo vệ nhà đầu tư tốt hơn.

Tiếp tục nghiên cứu về sở hữu nước ngoài bằng chứng thực nghiệm tại Ấn Độ Chhibber and cộng sự (2015) lại xem xét ở khía cạnh mối quan hệ giữa quyền sở hữu và lợi nhuận của các công ty trong ngành công nghiệp Ấn Độ qua việc nghiên cứu các chỉ số ROA và ROE. Kết quả nghiên cứu chỉ ra sau khi giành quyền kiểm soát công ty và những yếu tố đặc thù liên quan đến quyền kiểm soát, chỉ khi mức độ kiểm soát tài sản của chủ sở hữu nước ngoài khoảng 51%, quyền kiểm soát này mới thể hiện hiệu quả vượt trội.

Một số nhà nghiên cứu khác thì tìm thấy mối quan hệ không rõ ràng giữa sở hữu nước ngoài và hiệu quả công ty, hoặc thấy rằng đây là mối liên hệ tiêu cực.

Nghiên cứu sâu hơn về tính chất mối tương quan giữa sở hữu nước ngoài và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Tại Việt Nam, Phan (2014) tìm thấy các bằng chứng thực nghiệm cho thấy tồn tại một mối quan hệ hình chữ U ngược giữa sở hữu nước ngoài và hiệu quả công ty.

#### Sở hữu tổ chức và ảnh hưởng tới khả năng sinh lời/ hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp

Đã có rất nhiều bài nghiên cứu kiểm định sự tác động của sở hữu tổ chức lên kết quả kinh doanh (performance) của các công ty. Bài nghiên cứu của Duggal và Millar (1999) đã sử dụng tới hai mô hình là hồi quy bình phương nhỏ nhất (OLS) và hồi quy 2 giai đoạn (2SLS) để kiểm tra về mối quan hệ giữa tỷ lệ sở hữu tổ chức và hiệu quả hoạt động. Mô hình hồi quy OLS đưa ra kết quả là giữa sở hữu tổ chức và hiệu quả hoạt động công ty có mối quan hệ thuận chiều, trong khi đó, mô hình hồi quy 2SLS lại chỉ ra không có mối quan hệ nào giữa hai yếu tố trên.

Li và các cộng sự (2006) cũng tìm thấy kết quả rằng quyền sở hữu tổ chức có ảnh hưởng trực tiếp và đáng kể đến quản trị doanh nghiệp trong phạm vi thành phần hội đồng quản trị, tính hai mặt của CEO, sự lãnh đạo đa dạng và sự tập trung quyền sở hữu khi nghiên cứu 433 công ty niêm yết công khai tại Hồng Kông.

Bài nghiên cứu Ahmad và Jusoh (2014) nói rằng những nhà đầu tư tổ chức đóng vai trò chủ chốt trong thị trường tài chính và sự ảnh hưởng của họ ngày càng tăng sau khi chính sách tư nhân hoá được thực hiện ở nhiều quốc gia.

Feng và cộng sự ( 2014) xem xét ảnh hưởng của sự ổn định cổ phần của các nhà đầu tư tổ chức đến hiệu suất của công ty. Các kết quả thực nghiệm cho thấy việc tăng tính ổn định của sở hữu tổ chức có giúp hoạt động của công ty trở nên hiệu quả hơn.

## **Khoảng trống nghiên cứu**

Nghiên cứu về cấu trúc sở hữu với các loại cấu trúc sở hữu và tác động của cấu trúc sở hữu tới khả năng sinh lời của các công ty đã thu hút sự quan tâm của các nhà nghiên cứu trên thế giới. Phần lớn các nghiên cứu đều hướng tới một loại cấu trúc sở hữu cụ thể như sở hữu quản trị hoặc sở hữu tổ chức hoặc sở hữu nước ngoài hoặc sở hữu nhà nước và các nghiên cứu được thực hiện tại các quốc gia đang phát triển và các quốc gia có nền kinh tế mới nổi.

Tại Việt Nam, đã xuất hiện một vài nghiên cứu về tác động của sở hữu nước ngoài hoặc sở hữu quản trị tới lợi nhuận của các công ty niêm yết tại Việt Nam nhưng giới hạn mẫu nghiên cứu là một số công ty niêm yết trong một số ít ngành. Mẫu đại diện này chưa cho phép đại diện cho toàn bộ nền kinh tế và chưa bao quát hết các hàm ý chính sách về các loại sở hữu (bao gồm 04 loại chính: sở hữu quản trị, sở hữu tổ chức, sở hữu nước ngoài, sở hữu nhà nước). Đồng thời dữ liệu mà các nghiên cứu trong nước sử dụng chủ yếu từ năm 2015 trở về trước trong khi gần đây chúng ta đã có nhiều thay đổi về mặt chính sách và pháp lý. Cụ thể như đối với sở hữu nước ngoài, trước năm 2015 luật pháp chúng ta giới hạn sở hữu nước ngoài tối đa là 49% nên các kết quả nghiên cứu về sở hữu nước ngoài chưa được toàn diện, từ khi nghị định số 60/2015/NĐ-CP được ban hành, trong đó doanh nghiệp đại chúng không rơi vào các trường hợp đặc biệt thì khối ngoại hoàn toàn có thể sở hữu 100% cổ phần nếu điều lệ không có quy định giới hạn. Thay đổi này sẽ tạo điều kiện để chúng ta có thể nghiên cứu một cách tổng thể hơn và kết quả nghiên cứu sẽ toàn diện và chính xác hơn.

Chính vì vậy, luận án mở rộng đối tượng nghiên cứu bao gồm các công ty niêm yết trên toàn thị trường chứng khoán Việt Nam và mở rộng phạm vi thời gian nghiên cứu trong 10 năm (từ 2009 tới 2018). Luận án kỳ vọng sẽ phát hiện những điểm mới mà các nghiên cứu trước đây chưa đề cập, bao gồm:

*Thứ nhất,* luận án làm rõ thực trạng cấu trúc sở hữu (bao gồm: sở hữu quản trị, sở hữu tổ chức, sở hữu nước ngoài, sở hữu nhà nước) cũng như thực trạng về khả năng sinh lời của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong suốt giai đoạn 2009 – 2018.

*Thứ hai,* luận án làm rõ tác động của từng loại cấu trúc sở hữu (bao gồm: sở hữu quản trị, sở hữu tổ chức, sở hữu nước ngoài, sở hữu nhà nước) tới khả năng sinh lời của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong suốt giai đoạn 2009 – 2018. Bên cạnh việc cung cấp bằng chứng thực nghiệm về tác động của từng hình thức sở hữu tới khả năng sinh lời, luận án cũng lý giải và thảo luận về cơ chế ảnh hưởng này.

*Thứ ba*, nghiên cứu đặt ra vấn đề về kiểm định mối quan hệ phi tuyến giữa cấu trúc sở hữu và khả năng sinh lời của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam – điều mà không nhiều các nghiên cứu trước đây đề cập tới. Các nghiên cứu trước đầy phần lớn chỉ ra mối quan hệ tuyến tính giữa cấu trúc sở hữu và khả năng sinh lời, đó là khi tỷ lệ sở hữu tăng/giảm thì sẽ làm tăng/giảm hoặc giảm/tăng khả năng sinh lời của công ty. Tuy nhiên, về mặt lý thuyết có thể ban đầu khi tăng/giảm tỷ lệ sở hữu thì làm tăng/giảm hoặc làm giảm/tăng khả năng sinh lời nhưng khi tỷ lệ sở hữu vượt quá một mức ngưỡng tỷ lệ nào đó thì tác động lại đổi chiều. Vì vậy, trên cơ sở thực trạng về cấu trúc sở hữu và khả năng sinh lời của công ty niêm yết tại Việt nam, luận án phân tích về mối quan hệ phi tuyến giữa cấu trúc sở hữu và khả năng sinh lời. Thông qua đó, luận án cũng tìm ra điểm ngưỡng về tỷ lệ sở hữu cho từng hình thức sở hữu (bao gồm: sở hữu quản trị, sở hữu tổ chức, sở hữu nước ngoài, sở hữu nhà nước), mang tính chất gợi ý chính sách cho Việt Nam.

*Thứ tư,* nghiên cứu làm rõ mối quan hệ giữa các biến kiểm soát đại diện cho các yếu tố đặc thù của công ty sẽ ảnh hưởng như thế nào tới khả năng sinh lời của công ty. Các biến kiểm soát được đưa vào nghiên cứu, bao gồm: Quy mô công ty, tốc độ tăng trưởng doanh thu, số năm từ khi thành lập, đòn bẩy tài chính và địa điểm niêm yết.

*Thứ năm,* nghiên cứu không chỉ làm rõ tác động của cấu trúc sở hữu tới khả năng sinh lời của các công ty trên toàn thị trường, mà nghiên cứu còn chỉ rõ sự khác biệt trong mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu và khả năng sinh lời công ty tại các ngành khác nhau, đồng thời xem xét có hay không một tỷ lệ tối ưu cho mỗi ngành.

* 1. **Cơ sở lý luận về cấu trúc sở hữu và khả năng sinh lời của công ty**
		1. ***Khả năng sinh lời của công ty***

#### Khái niệm

Theo từ điển kinh tế học (NXB Kinh tế quốc dân) năm 2006 của tác giả Nguyễn Văn Ngọc, “Ở cấp độ doanh nghiệp, khả năng sinh lời là kết quả của việc sử dụng tập hợp các tài sản vật chất và tài sản tài chính, tức là vốn kinh tế mà doanh nghiệp nắm giữ”.

Tác giả Nguyễn Văn Công (2017) đưa ra định nghĩa “Khả năng sinh lời phản ảnh mức lợi nhuận mà doanh nghiệp thu được trên một đơn vị chi phí, trên một đơn vị yếu tố đầu vào hay trên một đơn vị đầu ra phản ánh về kết quả sản xuất”.

Như vậy, có thể hiểu khả năng sinh lời của công ty là một chỉ số tương đối phản ánh sự so sánh giữa lợi nhuận mà công ty tạo ra trong một giai đoạn và yếu tố đầu vào để tạo ra lợi nhuận đó. Yếu tố đầu vào để tạo ra lợi nhuận có thể là vốn chủ sở hữu của công ty, có thể là tài sản của công ty…

#### Các tiêu chí đo lường khả năng sinh lời

Theo Ross (2010), khả năng sinh lời của công ty được đo lường bằng 03 chỉ tiêu cơ bản như sau:

* Tỷ suất lợi nhuận trên doanh thu (Return on Sales – ROS)

$$Tỷ số LN trên doanh thu= \frac{LN sau thuế}{Doanh thu} $$

* + - Tỷ suất sinh lời trên tài sản (Return on Asset – ROA)

$$ROA= \frac{LN sau thuế}{Tổng tài sản BQ}$$

* Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (Return on Equity – ROE)

$$ROE= \frac{LN sau thuế}{Vốn chủ sở hữu BQ}$$

### ***Cấu trúc sở hữu của công ty***

#### Khái niệm

Jensen và Meckling (1976) và Holderness và cộng sự (1999) đưa ra định nghĩa về cấu trúc sở hữu của công ty. Theo đó, cấu trúc sở hữu được xác định bởi tỷ lệ phần trăm vốn chủ sở hữu (hay cổ phiếu của công ty) được nắm giữ bởi các nhóm cổ đông nhất định.

#### Phân loại

* Dựa trên mức độ tập trung và phân tán của sở hữu, cấu trúc sở hữu trong doanh nghiệp có thể chia làm 2 loại: Sở hữu tập trung và Sở hữu phân tán.  Với mỗi đặc điểm sở hữu tập trung hay phân tán lại quyết định rất lớn đến cấu trúc quản trị điều hành về sau của doanh nghiệp.
* Dựa trên chủ thể sở hữu trong công ty, cấu trúc sở hữu chia thành 04 loại: (i) Sở hữu quản trị; (ii) Sở hữu nước ngoài; (iiii) Sở hữu nhà nước; (iv) Sở hữu tổ chức

### ***Tác động của cấu trúc sở hữu tới khả năng sinh lời của công ty***

#### Lý thuyết về tác động của cấu trúc sở hữu tới khả năng sinh lời của công ty

Cho tới nay đã có rất nhiều nghiên cứu về tác động của cấu trúc sở hữu tới khả năng sinh lời của công ty. Các nghiên cứu phần lớn xem xét một loại hình cấu trúc sở hữu riêng lẻ như sở hữu quản trị, sở hữu nhà nước, sở hữu nước ngoài, sở hữu tổ chức… tới khả năng sinh lời của công ty. Nói cách khác, hầu hết các nhà nghiên cứu đều nhất trí quan điểm cấu trúc sở hữu và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp có tồn tại mối quan hệ với nhau, dù có thể có các kết quả trái ngược trên những thị trường khác nhau. Xét về cơ sở lý luận, tác động của cấu trúc sở hữu tới khả năng sinh lời của công ty xuất phát từ các lý thuyết sau: (i) Lý thuyết đại diện *(Agency Theory);* (ii) Giả thuyết hội tụ lợi ích *(convergence of interest hypothesis);* (iii) Giả thuyết cố thủ *(entrenchment hypothesis)*

* Lý thuyết đại diện (Agency Theory)

Các công ty thường được điều hành, quản lý bởi chính những người chủ (principal) hoặc những người làm (agent) do chủ công ty thuê. Những người làm (như giám đốc điều hành hay các thành viên trong ban điều hành) là những người được ủy quyền thay mặt các cổ đông trực tiếp điều hành, quản lý công ty, nhằm đem lại lợi ích cao nhất cho công ty nói chung và cho toàn bộ cổ đông của công ty nói riêng. Tuy nhiên, các cổ đông của công ty không có cơ sở chắc chắn về việc những người làm sẽ nỗ lực hết sức để đem lại mục tiêu này cho công ty bởi có thể những người làm có những mục tiêu cá nhân riêng và có thể gây bất lợi cho công ty, cho cổ đông của công ty.

* Giả thuyết hội tụ lợi ích (convergence of interest hypothesis)

Quản lý là một loại lao động nhưng có vai trò đặc biệt, đó là điều phối tất cả các hoạt động của công ty, hay nói cách khác đó là hoạt động "ra quyết định". Các nhà quản lý thường phải đối mặt với nhiều áp lực và họ thường cố gắng làm cho bản thân không thể thay thế theo cách mà công ty sẽ thua lỗ nếu không có họ. Người quản lý có động cơ đầu tư nguồn lực của công ty vào tài sản có giá trị cao hơn dưới thời anh ta hơn là dưới thời người quản lý tốt nhất, ngay cả khi khoản đầu tư đó không tối đa hóa giá trị cho công ty. Giả thuyết hội tụ lợi ích minh họa rằng khi công ty được sở hữu bởi chính các nhà quản lý thì công ty sẽ có mức độ chi phí đại diện ít hơn. Nếu công ty chủ yếu thuộc sở hữu của các cá nhân không đóng vai trò trong việc quản lý thì công ty sẽ phát sinh nhiều chi phí giám sát quản lý của công ty hơn. Đó là bởi vì khi quyền sở hữu và quyền quản lý thuộc về cùng một người thì lợi ích của người quản lý – cũng chính là chủ sở hữu của công ty được hội tụ. Nói cách khác, giá trị của công ty sẽ gia tăng khi tỷ lệ sở hữu quản trị cao

* Giả thuyết cố thủ (entrenchment hypothesis)

Giả thuyết cố thủ ra đời từ những năm 1980. Ngược lại với giả thuyết hội tụ lợi ích, giả thuyết cố thủ cho rằng giá trị công ty sẽ giảm khi tỷ lệ sở hữu quản trị cao. Nói cách khác, trong khi giả thuyết hội tụ lợi ích đưa ra mối quan hệ tích cực giữa tỷ lệ sở hữu quản trị và kết quả kinh doanh thì giả thuyết cố thủ đưa ra mối quan hệ ngược chiều giữa tỷ lệ sở hữu quản trị và khả năng sinh lời của công ty. Cụ thể, khi tỷ lệ sở hữu quản trị cao, họ 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. Đồng thời các nhà quản trị có thể theo đuổi sở thích riêng của họ với những hành vi không làm tối đa hóa giá trị và vấn đề đại diện có thể nghiêm trọng hơn, qua đó ảnh hưởng tới khả năng sinh lời của công ty theo chiều hướng tiêu cực.

#### Cơ chế tác động của cấu trúc sở hữu tới khả năng sinh lời của công ty

*Theo Lê và cộng sự (2012), về mặt lý thuyết “Quản trị công ty (QTCT) là một loạt các mối quan hệ giữa ban giám đốc, hội đồng quản trị (HĐQT), cổ đông và các bên có quyền lợi liên quan tạo nên một khung hướng dẫn quản lý và kiểm soát tốt, thúc đẩy gia tăng giá trị của công ty... góp phần vào việc tăng trưởng đầu tư và phát triển bền vững”. Như vậy có thể thấy rằng cấu trúc sở hữu tác động tới khả năng sinh lời thông qua cơ chế ảnh hưởng đến quản trị công ty.*

**CHƯƠNG 2: PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU**

## **Thiết kế nghiên cứu**

### ***Quy trình nghiên cứu***

Quy trình nghiên cứu của luận án được thể hiện tại Hình 2.1, bao gồm 04 bước chủ yếu: (i) Xác định vấn đề phân tích; (ii) Xác định phương pháp nghiên cứu và thu thập thông tin cần thiết; (iii) Trình bày kết quả nghiên cứu và thảo luận; (iv) Tổng hợp kết quả phân tích và đưa ra khuyến nghị.

Tổng quan nghiên cứu

Khoảng trống nghiên cứu

Câu hỏi nghiên cứu

Xác định khung phân tích

Áp dụng các phương pháp nghiên cứu

Thực trạng cấu trúc sở hữu và khả năng sinh lời của các DNNY trên TTCK VN

Kiểm định và phân tích tác động của CTSH tới khả năng sinh lời của các DNNY trên TTCK VN

Kết luận & Khuyến nghị

Sở hữu quản trị -

Khả năng sinh lời

Sở hữu tổ chức –

Khả năng sinh lời

Sở hữu nước ngoài –

Khả năng sinh lời

Sở hữu nhà nước –

 Khả năng sinh lời

**Hình 2.1: Quy trình nghiên cứu của luận án**

*Nguồn: Tác giả*

### ***Nội dung nghiên cứu***

Tác giả luận án nghiên cứu tác động của cấu trúc sở hữu tới khả năng sinh lời của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 10 năm, từ 2009 tới 2018. Cụ thể, luận án tập trung vào 04 loại cấu trúc sở hữu, bao gồm: (i) Sở hữu quản trị; (ii) Sở hữu tổ chức; (iii) Sở hữu nước ngoài; (iv) Sở hữu nhà nước. Theo đó, luận án sẽ trả lời chủ yếu 02 câu hỏi nghiên cứu chính như sau:

* + Cấu trúc sở hữu, bao gồm: sở hữu nước ngoài, sở hữu quản trị, sở hữu nhà nước và sở hữu tổ chức tác động thế nào tới khả năng sinh lời của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam? Có hay không sự khác biệt giữa các ngành và tồn tại hay không một tỷ lệ sở hữu tối ưu?
	+ Cấu trúc sở hữu nên được điều chỉnh như thế nào để làm gia tăng khả năng sinh lời của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Bên cạnh đó, tác giả cũng làm rõ thực trạng cấu trúc sở hữu (bao gồm: sở hữu quản trị, sở hữu tổ chức, sở hữu nước ngoài, sở hữu nhà nước) cũng như thực trạng về khả năng sinh lời của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong suốt giai đoạn 2009 – 2018. Tại nội dung này, tác giả sẽ thực hiện phân tích cũng như so sánh các ngành và hai Sở giao dịch về cấu trúc sở hữu và khả năng sinh lời.

### ***Dữ liệu nghiên cứu***

Phạm vi nghiên cứu của đề tài là các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam (bao gồm các công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh – HOSE, và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội - HNX). Theo đó, Số lượng công ty niêm yết trong mẫu nghiên cứu là 303 công ty bao gồm: 175 công ty niêm yết trên HNX và 128 công ty niêm yết trên HOSE. 303 công ty được chia thành 12 trong đó có hai ngành là “Ngành dịch vụ lưu trú và ăn uống” và “Ngành sản xuất nông nghiệp” chỉ có đại diện là 02 công ty, mẫu là quá bé. Do đó, luận án không thực hiện thực hiện kiểm định cho hai ngành này, mà chỉ tập trung vào kiểm định cho 10 ngành, bao gồm: (i) Ngành bán buôn; (ii) Ngành bán lẻ: (iii) Ngành công nghệ và thông tin; (iv) Ngành dịch vụ chuyên môn, khoa học và công nghệ; (v) Ngành khai khoáng; (vi) Ngành sản xuất; (vii) Ngành Tài chính và bảo hiểm; (viii) Ngành tiện ích; (ix) Ngành vận tải và kho bãi; (x) Ngành xây dựng và bất động sản.

Nguồn dữ liệu sử dụng trong nghiên cứu chủ yếu là hệ thống BCTC cũng như các công bố thông tin có liên quan mà hàng năm các công ty niêm yết thực hiện công bố trong suốt giai đoạn 2009 – 2018. Dữ liệu được NCS thu thập từ Vietstock. Các biến trong mô hình (bao gồm các biến phụ thuộc, biến độc lập, biến kiểm soát) trên cùng một đối tượng nghiên cứu là công ty, được thu thập vào thời điểm cuối mỗi năm.

## **Giả thuyết và mô hình nghiên cứu**

### ***Giả thuyết nghiên cứu***

* Giả thuyết 1 (H1): Sở hữu quản trị (MO) ảnh hưởng tới khả năng sinh lời của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.
* Giả thuyết 2 (H2):Sở hữu tổ chức (INST) ảnh hưởng tới khả năng sinh lời của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.
* Giả thuyết 3 (H3): Sở hữu nước ngoài (FOW) ảnh hưởng tới khả năng sinh lời của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.
* Giả thuyết 4 (H4): Sở hữu nhà nước (GOV) ảnh hưởng tới khả năng sinh lời của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

### ***Mô hình nghiên cứu và các biến nghiên cứu trong mô hình***

#### Lựa chọn mô hình nghiên cứu

Kế thừa các nghiên cứu trước đây, tác giả nhận thấy mô hình hồi quy đa biến là phù hợp cho nghiên cứu của đề tài luận án này. Do đó, tác giả đề xuất **Phương trình nghiên cứu số [1]** như sau:

$$Firm Profitability\_{i,t}= α\_{0}+β\_{1}Ownership Structure\_{i,t}+ \sum\_{j=1}^{n}γ\_{j}Controls\_{i,t}^{j}+ ε\_{t}$$

Trong đó:

* $α\_{0}$: Hệ số chặn của mô hình
* $Firm Profitability\_{i,t}$: Khả năng sinh lời của công ty i tại thời điểm t
* $Ownership Structure\_{i,t}$: Cấu trúc sở hữu của công ty i tại thời điểm t
* $Controls\_{i,t}^{j}$: Biến kiểm soát j của công ty i tại thời điểm t
* $ε\_{t}$: Sai số của mô hình

Tuy nhiên, xét trên thực tế và cả lý thuyết, mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu và khả năng sinh lời của công ty không chỉ là mối quan hệ tuyến tính. Khi cấu trúc sở hữu (bao gồm: Sở hữu quản trị, sở hữu tổ chức, sở hữu nước ngoài và sở hữu nhà nước) tăng lên một ngưỡng nhất định thì sẽ làm thay đổi theo chiều hướng ngược trong mối quan hệ với khả năng sinh lời của công ty. Do đó, tác giả sẽ thực hiện thêm kiểm định có tồn tại hay không mối quan hệ phi tuyến giữa khả năng sinh lời và cấu trúc sở hữu của công ty. Đây là lựa chọn bao hàm cả tính kế thừa các nghiên cứu của Morck và cộng sự (1988); Short và Keasy (1999); Duggal và Millar (1999); Chen và cộng sự (2003); Rose (2005); Mohammed Omran (2009); Coles và cộng sự (2012); Ryu và Yoo (2011).

Việc kiểm định quan hệ phi tuyến giữa khả năng sinh lời và cấu trúc sở hữu của công ty được thực hiện thông qua phân tích Curve Estimation. Tác giả sẽ chỉ thực hiện kiểm định bậc 2 *(Quadratic)* và bậc 3 *(Cubic)*. Nếup-value (hay Sigf) bé hơn 0,05 thì mô hình là phù hợp.

**Phương trình nghiên cứu số [2]** mà tác giả đề xuất có dạng như sau:

$Firm Profitability\_{i,t}= α\_{0}+β\_{1}Ownership Structure\_{i,t}+β\_{2}Ownership Structure\_{i,t}^{2}+ \sum\_{j=1}^{n}γ\_{j}Controls\_{i,t}^{j}+ ε\_{t}$

**Phương trình nghiên cứu số [3]** mà tác giả đề xuất có dạng như sau:

$Firm Profitability\_{i,t}= α\_{0}+β\_{1}Ownership Structure\_{i,t}^{3}+β\_{2}Ownership Structure\_{i,t}^{2}+ β\_{3}Ownership Structure\_{i,t}+ \sum\_{j=1}^{n}γ\_{j}Controls\_{i,t}^{j}+ ε\_{t}$

Trong đó:

* $α\_{0}$: Hệ số chặn của mô hình
* $Firm Profitability\_{i,t}$: Khả năng sinh lời của công ty i tại thời điểm t
* $Ownership Structure\_{i,t}$: Cấu trúc sở hữu của công ty i tại thời điểm t
* $Controls\_{i,t}^{j}$: Biến kiểm soát j của công ty i tại thời điểm t
* $ε\_{t}$: Sai số của mô hình

#### Các biến trong mô hìnhnghiên cứu

* **Biến phụ thuộc** – đại diện cho khả năng sinh lời của công ty: RÓ, ROA, EPS
* **Biến độc lập** – đại diện cho cấu trúc sở hữu của công ty, bao gồm: Sở hữu quản trị (MO), Sở hữu tổ chức (INST), Sở hữu nước ngoài (FOW) và Sở hữu nhà nước (GOV).
* **Biến kiểm soát:** (i) Quy mô công ty *(Size); (ii)* Tốc độ tăng trưởng doanh thu (*Growth – g); (iii)* Số năm từ khi thành lập (*Age*); (iv) Đòn bẩy tài chính (*Leverage*); (v) Địa điểm niêm yết (*List\_place)*

# **CHƯƠNG 3: THỰC TRẠNG CẤU TRÚC SỞ HỮU, KHẢ NĂNG SINH LỜI VÀ TÁC ĐỘNG CỦA CẤU TRÚC SỞ HỮU TỚI KHẢ NĂNG SINH LỜI TẠI CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN TTCK VIỆT NAM**

# **TỔNG QUAN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM VÀ CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT**

## ***Tổng quan thị trường chứng khoán Việt Nam***

Thị trường chứng khoán ở Việt Nam ra đời nhằm đáp ứng nhu cầu về vốn trong quá trình phát triển kinh tế và thúc đẩy quá trình đổi mới các doanh nghiệp nhà nước. Nền kinh tế Việt Nam được định hướng chuyển sang cơ chế thị trường kể từ Đại hội Đảng Cộng sản Việt Nam lần thứ VI năm 1986. Trong quá trình chuyển đổi nền kinh tế từ cơ chế kế hoạch hoá tập trung sang nền kinh tế vận hành theo cơ chế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa đặt ra vấn đề huy động vốn cho quá trình phát triển kinh tế xã hội và thúc đẩy quá trình cổ phần hoá, nâng cao hiệu quả hoạt động của khu vực kinh tế quốc doanh.

* ***Vốn hóa thị trường 10 năm sau khủng hoảng tài chính năm 2008***

Từ mức chỉ chiếm 18%/GDP năm 2008 vốn hóa thị trường chứng khoán đã tăng lên 72% sau 10 năm, tương ứng đạt 172,5 tỷ USD cuối năm 2018, tăng gần 10 lần so với mức 17,7 tỷ USD năm 2008 và trở thành kênh huy động vốn quan trọng giúp các doanh nghiệp tăng trưởng về quy mô vốn nhằm hỗ trợ việc mở rộng sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp.



**Hình 3.1: Tỷ lệ vốn hóa thị trường/GDP từ 2009-2018**

*Nguồn: Bloomberg, HOSE, HNX*

* ***Biến động của VN-index và tăng/giảm qua các năm 2009-2018***

So với điểm số sau khủng hoảng năm 2008, VN-Index hầu như không tăng trưởng, chồng chéo giữa các năm thăng trầm với nhau với 4 năm giảm điểm và 7 năm tăng điểm. 2017 là năm tăng trưởng vượt trội thứ 2 sau năm 2009 với mức tăng 48%, cũng là năm kéo dài chuỗi tăng thứ 6 liên tiếp. Trong khi năm 2008 ghi dấu ấn kỷ lục buồn với mức giảm mạnh 66%.

**

**Hình 3.2: Biến động của VN-index và tăng/giảm qua các năm 2009-2018**

*Nguồn: FiinPro, EVS*

## ***Tổng quan các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam***

Tính đến năm 2018, sàn HNX có 366 công ty niêm yết, chia làm 10 ngành gồm bán buôn, bán lẻ, công nghệ, dịch vụ, khai khoáng, sản xuất, tài chính và bảo hiểm, tiện ích, vận tải và kho bãi, xây dựng và bất động sản. Trong đó các doanh nghiệp trong ngành sản xuất chiếm tỷ lệ cao nhất gần 33%, tiếp theo là ngành xây dựng và bất động sản chiếm khoảng 25%. Các doanh nghiệp thuộc ngành bán lẻ có tỷ lệ thấp nhất chỉ khoảng 1,9%, ngành tiện ích và dịch vụ cũng chiếm tỷ trọng rất nhỏ, lần lượt chỉ khoảng 3,5% và 4,6%

**Hình 3.3: Số lượng các công ty niêm yết trên sàn HNX thời điểm cuối năm 2018**

Sàn HOSE có quy mô lớn hơn với 383 công ty đang niêm yết chia làm 11 ngành gồm bán buôn, bán lẻ, công nghệ, dịch vụ, khai khoáng, nghệ thuật vui chơi và giải trí, sản xuất, tài chính và bảo hiểm, tiện ích, vận tải và kho bãi, xây dựng và bất động sản. Ngoài các ngành tương tự trên sàn HNX, sàn HOSE có thêm ngành nghệ thuật vui chơi và giải trí. Trong đó các doanh nghiệp trong ngành sản xuất cũng chiếm tỷ lệ cao nhất gần 34%, tiếp theo là ngành xây dựng và bất động sản chiếm khoảng 25%. Các doanh nghiệp thuộc ngành nghệ thuật, công nghệ thông tin và dịch vụ có tỷ lệ thấp nhất chưa đến 2 %.

**Hình 3.4: Số lượng các công ty niêm yết trên sàn HOSE thời điểm cuối năm 2018**

*Nguồn: tác giả tự tổng hợp*

## **Thực trạng khả năng sinh lời và cấu trúc sở hữu của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam**

### ***Thực trạng khả năng sinh lời của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam***



**Hình 3.5: Khả năng sinh lời của các công ty niêm yết trên sàn HNX**

*Nguồn: Tác giả tổng hợp*

Trong 10 năm qua, khả năng sinh lời của các công ty trên cả hai sàn chứng khoán có nhiều biến đổi nhưng khái quát lại, chỉ số ROA và EPS có xu hướng giảm, nhưng trong những năm gần đây, hai chỉ số này có sự tăng trưởng nhẹ. Chỉ số ROS là chỉ số có sự dao động mạnh nhất trên cả hai sàn.

So với EPS và ROS, ROA có xu hướng ổn định hơn. Mặc dù, trong những năm qua, ROA cũng có xu hướng giảm nhưng sự chênh lệch giữa các năm là không quá lớn. Có thể thấy là ROA của các công ty trên Sàn chứng khoán Hà Nội có nhiều biến động tăng giảm trong khi đó, ROA của các công ty trên Sàn chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh lại tương đối ổn định và còn có dấu hiệu tăng nhẹ.

 Giai đoạn 2009 – 2013 là giai đoạn EPS của các công ty trên hai sàn giảm mạnh. Sau năm 2013, chỉ số này có sự phục hồi nhưng từ năm 2015 đến năm 2018, EPS trên Sàn giao dịch Hà Nội có dấu hiệu giảm nhẹ trong khi EPS trên Sàn giao dịch Thành phố Hồ Chí Minh lại có xu hướng tăng trưởng.

 Trong khi đó, chỉ số ROS lại biến động lớn giữa các năm. Trên Sàn Hà Nội, ROS giảm xuống -10% vào năm 2012, mặc dù sau đó, chỉ số này đã tăng trở lại nhưng sang năm 2014, ROS tiếp tục giảm sâu hơn xuống đến gần -15%. Năm 2015, ROS đã tăng trở lại cho đến năm 2018 thì chỉ số này lại có xu hướng đi xuống.

 Trên Sàn Thành phố Hồ Chí Minh, ROS cũng có những dao động mạnh mẽ nhưng không có năm nào xuống mức âm như Sàn Hà Nội. Dù vậy, ROS trên sàn này có nhiều sự biến động hơn Sàn Hà Nội nhưng cũng có xu hướng giảm vào năm 2018.

 Sự suy giảm của cả ROS, ROA và EPS của các công ty trên thị trường là do nền kinh tế đang rơi vào trạng thái suy thoái, dẫn đến hoạt động kinh doanh của các công ty gặp nhiều khó khăn. Bên cạnh đó, tình hình kinh tế và chính trị thế giới có nhiều bất ổn cũng có thể làm ảnh hưởng đến tình hình kinh doanh của các công ty ở Việt Nam.



**Hình 3.6: Khả năng sinh lời của các công ty niêm yết trên sàn HOSE**

* + 1. ***Thực trạng cấu trúc sở hữu của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán việt nam***

#### Thực trạng sở hữu quản trị tại các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam

**

**Hình 3.7: Tỷ lệ sở hữu quản trị tại các công ty niêm yết trên sàn HOSE 2009-2018**

*Nguồn: Tác giả tổng hợp*

#### Thực trạng sở hữu tổ chức tại các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam



**Hình 3.8: Tỷ lệ sở hữu tổ chức tại các công ty niêm yết trên sàn HOSE giai đoạn 2009-2018**

#### Thực trạng sở hữu nước ngoài tại các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam

**Hình 3.09: Tỷ lệ sở hữu nước ngoài tại các công ty niêm yết trên sàn HOSE 2009-2018**

*Nguồn: Tác giả tổng hợp*

#### Thực trạng sở hữu nhà nước tại các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam

**Hình 3.10: Tỷ lệ sở hữu nhà nước tại các công ty niêm yết trên sàn HOSE 2009-2018**

*Nguồn: Tác giả tổng hợp*

#

# **CHƯƠNG 4: KIỂM ĐỊNH TÁC ĐỘNG CỦA CẤU TRÚC SỞ HỮU TỚI KHẢ NĂNG SINH LỜI TẠI CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

###  **Mô tả dữ liệu**

#### Thống kê mô tả các biến nghiên cứu

**Bảng 4.1: Thống kê mô tả mẫu nghiên cứu trên cả hai sàn HNX và HOSE**

|  | **Giá trị** **trung bình** | **Giá trị****trung vị** | **Giá trị****lớn nhất** | **Giá trị** **nhỏ nhất** | **Độ** **lệch chuẩn** | **Số** **quan sát** |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| ROA | 6,10% | 4,85% | 61,02% | -47,09% | 7,30% | 3.030,00  |
| ROS | 6.23% | 4.87% | 353.06% | -3479.29% | 82.05% | 3,030.00  |
| EPS | 2,715.56  | 2,032.09  | 51,411.19  | (10,733.50) | 3,216.55  |  3,030.00  |
| MO | 10,09% | 3,52% | 96,72% | 0,00% | 14,77% | 3.030,00  |
| INST | 40,21% | 45,65% | 99,25% | 0,00% | 25,72% | 3.030,00  |
| GOV | 26,62% | 23,08% | 90,72% | 0,00% | 25,58% | 3.030,00  |
| FOW | 11,00% | 4,55% | 77,58% | 0,00% | 13,91% | 3.030,00  |
| SIZE |  26,26  |  26,04  |  33,35  |  21,72  |  1,81  | 3.030,00  |
| GROWTH | 148,22% | 107,73% | 54970,51% | -0,64% | 1120,97% | 3.030,00  |
| AGE |  29,80  |  26,00  |  91,00  |  11,00  |  14,14  | 3.030,00  |
| LEVERAGE | 51,51% | 54,30% | 99,29% | 0,69% | 22,36% | 3.030,00  |

*Nguồn: Tác giả tính toán dựa trên Excel*

Mẫu nghiên cứu là 303 công ty niêm yết trên TTCK, tương ứng với 3.030 quan sát. Tác giả sử dụng phần mềm Excel, xây dựng các bảng biểu, công thức để tính toán các biến sử dụng trong mô hình. Qua bảng thống kê mô tả những giá trị đã tính toán dựa trên phần mềm Excel (Bảng 4.1), có được các giá trị sau: giá trị nhỏ nhất (Min); giá trị cao nhất (Max); giá trị trung bình (Mean) và độ lệch chuẩn (Std.Dev) của 303 công ty trong mẫu từ năm 2009 đến năm 2018 , Các thước đo để đo lường khả năng sinh lời gồm: Tỷ suất sinh lời của tài sản (ROA), Tỷ suất lợi nhuận trên doanh thu (ROS) và Thu nhập trên mỗi cổ phần (EPS). Các thước đo để đo lường cấu trúc sở hữu của công ty bao gồm: Sở hữu quản trị (MO), sở hữu tổ chức (INST), sở hữu nhà nước (GOV) và sở hữu nước ngoài (FOW). Ngoài ra, còn có 05 nhân tố ảnh hưởng tới khả năng sinh lời của công ty, bao gồm: Quy mô của công ty (SIZE), Tốc độ tăng trưởng doanh thu (GROWTH), Số năm từ khi thành lập của công ty (AGE), Đòn bẩy tài chính của công ty (LEVERAGE).

#### **Hệ số tương quan giữa các biến**

Bảng 4.2 trình bày hệ số tương quan Pearson giữa các biến trong nghiên cứu. 03 biến phụ thuộc là ROS, ROA và EPS. Giá trị sig tô màu vàng là sig giữa các biến độc lập/biến kiểm soát với biến phụ thuộc. Giá trị sig tô màu xanh là sig giữa các biến độc lập/biến kiểm soát với nhau.

Hệ số tương quan giữa các biến trong nghiên cứu cho thấy các biến đo lường khả năng sinh lời của công ty có tương quan cao với nhau, và tương quan với nhau ở mức ý nghĩa 1%, tức độ tin cậy đạt 99%.

**Bảng 4.2: Hệ số tương quan giữa các biến *(Correlation)***

|  | ROS | EPS | ROA | MO | INST | GOV | FOW | SIZE | GROWTH | AGE | LEVERAGE | LIST\_PLACE |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| ROS | Pearson Correlation | 1 | .127\*\* | .245\*\* | -.010 | .067\*\* | .038\* | .055\*\* | .115\*\* | .008 | .023 | -.052\*\* | .058\*\* |
| Sig. (2-tailed) |  | .000 | .000 | .579 | .000 | .037 | .003 | .000 | .652 | .205 | .004 | .001 |
| N | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 |
| EPS | Pearson Correlation | .127\*\* | 1 | .740\*\* | -.061\*\* | .086\*\* | .080\*\* | .184\*\* | .256\*\* | -.003 | .110\*\* | -.108\*\* | .126\*\* |
| Sig. (2-tailed) | .000 |  | .000 | .001 | .000 | .000 | .000 | .000 | .871 | .000 | .000 | .000 |
| N | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 |
| ROA | Pearson Correlation | .245\*\* | .740\*\* | 1 | -.073\*\* | .114\*\* | .106\*\* | .186\*\* | .205\*\* | .007 | .064\*\* | -.431\*\* | .107\*\* |
| Sig. (2-tailed) | .000 | .000 |  | .000 | .000 | .000 | .000 | .000 | .720 | .000 | .000 | .000 |
| N | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 |
| MO | Pearson Correlation | -.010 | -.061\*\* | -.073\*\* | 1 | -.541\*\* | -.452\*\* | -.040\* | -.080\*\* | -.016 | -.102\*\* | .046\* | .048\*\* |
| Sig. (2-tailed) | .579 | .001 | .000 |  | .000 | .000 | .027 | .000 | .380 | .000 | .012 | .008 |
| N | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 |
| INST | Pearson Correlation | .067\*\* | .086\*\* | .114\*\* | -.541\*\* | 1 | .693\*\* | .105\*\* | .217\*\* | -.045\* | .187\*\* | -.007 | .034 |
| Sig. (2-tailed) | .000 | .000 | .000 | .000 |  | .000 | .000 | .000 | .013 | .000 | .687 | .059 |
| N | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 |
| GOV | Pearson Correlation | .038\* | .080\*\* | .106\*\* | -.452\*\* | .693\*\* | 1 | -.144\*\* | .052\*\* | -.035 | .209\*\* | .049\*\* | -.073\*\* |
| Sig. (2-tailed) | .037 | .000 | .000 | .000 | .000 |  | .000 | .004 | .053 | .000 | .007 | .000 |
| N | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 |
| FOW | Pearson Correlation | .055\*\* | .184\*\* | .186\*\* | -.040\* | .105\*\* | -.144\*\* | 1 | .472\*\* | -.017 | -.038\* | -.180\*\* | .358\*\* |
| Sig. (2-tailed) | .003 | .000 | .000 | .027 | .000 | .000 |  | .000 | .359 | .037 | .000 | .000 |
| N | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 |
| SIZE | Pearson Correlation | .115\*\* | .256\*\* | .205\*\* | -.080\*\* | .217\*\* | .052\*\* | .472\*\* | 1 | -.017 | .027 | .067\*\* | .535\*\* |
| Sig. (2-tailed) | .000 | .000 | .000 | .000 | .000 | .004 | .000 |  | .357 | .134 | .000 | .000 |
| N | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 |
| GROWTH | Pearson Correlation | .008 | -.003 | .007 | -.016 | -.045\* | -.035 | -.017 | -.017 | 1 | -.025 | -.002 | -.024 |
| Sig. (2-tailed) | .652 | .871 | .720 | .380 | .013 | .053 | .359 | .357 |  | .165 | .904 | .191 |
| N | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 |
| AGE | Pearson Correlation | .023 | .110\*\* | .064\*\* | -.102\*\* | .187\*\* | .209\*\* | -.038\* | .027 | -.025 | 1 | .092\*\* | .046\* |
| Sig. (2-tailed) | .205 | .000 | .000 | .000 | .000 | .000 | .037 | .134 | .165 |  | .000 | .012 |
| N | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 |
| LEVERAGE | Pearson Correlation | -.052\*\* | -.108\*\* | -.431\*\* | .046\* | -.007 | .049\*\* | -.180\*\* | .067\*\* | -.002 | .092\*\* | 1 | -.096\*\* |
| Sig. (2-tailed) | .004 | .000 | .000 | .012 | .687 | .007 | .000 | .000 | .904 | .000 |  | .000 |
| N | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 |
| LIST\_PLACE | Pearson Correlation | .058\*\* | .126\*\* | .107\*\* | .048\*\* | .034 | -.073\*\* | .358\*\* | .535\*\* | -.024 | .046\* | -.096\*\* | 1 |
| Sig. (2-tailed) | .001 | .000 | .000 | .008 | .059 | .000 | .000 | .000 | .191 | .012 | .000 |  |
| N | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 | 3030 |
| \*\*. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed). |
| \*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed). |

*Nguồn: Tác giả tính toán dựa trên SPSS*

### ***Kết quả kiểm định trên toàn thị trường chứng khoán Việt Nam***

**Bảng 4.3: Tổng hợp kết quả chạy mô hình về tác động của cấu trúc sở hữu tới khả năng sinh lời tại các công ty niêm yết trên TTCK Việt Nam 2009-2018**

| Biến phụ thuộcBiến độc lập | ROS | ROA | EPS |
| --- | --- | --- | --- |
| Sở hữu quản trị | Không rõ ràng |
| Sở hữutổ chức | Quan hệ | Quan hệ phi tuyến hình chữ U ngược | Quan hệ phi tuyến hình chữ U ngược | Quan hệ phi tuyến hình chữ U ngược |
| Phương trình | $ROS=-0,143 〖INST〗\^2+0,175 INST+0,129 SIZE-0,062 LEVERAGE-0,014 LIST\\_PLACE-144,326$  | $ROA=-0,294 INST^{2}+0,311 INST+0,300 SIZE+0,094 AGE-0,469 LEVERAGE-0,095 LIST\\_PLACE-144,326$  | $EPS=-0,344 INST^{2}+0,323 INST+0,316 SIZE+0,114 AGE-0,145LEVERAGE-0,051 LIST\\_PLACE-12.021,835$  |
| Điểm tối ưu | $$INST=61,19\%$$ | $$INST=52,89\%$$ | $$INST=46,95\%$$ |
| Sở hữunước ngoài | Quan hệ | Không rõ ràng | Quan hệ phi tuyến hình chữ U ngược | Quan hệ phi tuyến hình chữ U ngược |
| Phương trình | $ROA=-0,094 FOW^{2}+0,098 FOW+0,278 SIZE+0,105 AGE-0,468 LEVERAGE-0,098 LIST\\_PLACE-16,758$ | $EPS=-0,118 INST^{2}+0,175 INST+0,256 SIZE+0,212 AGE-0,131 LEVERAGE-0,055 LIST\\_PLACE-9.225,204$ |
| Điểm tối ưu | $$FOW=52,13\%$$ | $$FOW=74,15\%$$ |
| Sở hữunhà nước | Quan hệ | Không rõ ràng | Quan hệ phi tuyến hình chữ U ngược | Quan hệ phi tuyến hình chữ U ngược |
| Phương trình | $ROA=-0,465 GOV^{2}+0,535 GOV+0,308 SIZE+0,078 AGE-0,452 LEVERAGE-0,081 LIST\\_PLACE-20,833$  | $EPS=-0,454 GOV^{2}+0,484 GOV+0,293 SIZE+0,098 AGE-0,121 LEVERAGE-11.163,529$  |
| Điểm tối ưu | $$GOV=57,53\%$$ | $$GOV=53,30\%$$ |

### ***Kết quả kiểm định đối với các ngành trên thị trường chứng khoán Việt Nam***

Nghiên cứu thực hiện kiểm định về tác động của 04 cấu trúc sở hữu (bao gồm: Sở hữu quản trị, sở hữu tổ chức, sở hữu nước ngoài và sở hữu nhà nước) lên khả năng sinh lời của các công ty trong 10 ngành có tên sau đây: (i) Ngành bán buôn; (ii) Ngành bán lẻ; (iii) Ngành công nghệ và thông tin; (iv) Ngành dịch vụ chuyên môn, khoa học và công nghệ: (v) Ngành khai khoáng; (vi) Ngành sản xuất; (vii) Ngành Tài chính và bảo hiểm; (viii) Ngành tiện ích; (ix) Ngành vận tài và kho bãi:(x) Ngành xây dựng và bất động sản. Kết quả cho thấy có sự khác biệt giữa các ngành khác nhau do tính chất đặc điểm các ngành không đồng nhất.

**CHƯƠNG 5: THẢO LUẬN KẾT QUẢ VÀ KHUYẾN NGHỊ**

## **Thảo luận kết quả kiểm định**

### ***Thảo luận kết quả kiểm định cho toàn thị trường***

Kết quả nghiên cứu về mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu và khả năng sinh lời của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam đưa ra 3 phát hiện chính cho toàn bộ thị trường, đó là tồn tại mối quan hệ phi tuyến tính (theo hình chữ U ngược) giữa sở hữu tổ chức, sở hữu nước ngoài và sở hữu nhà nước với khả năng sinh lời của công ty, theo đó tỷ lệ sở hữu tối ưu của tổ chức là 52,89%, sở hữu nước ngoài là 52,13% và sở hữu nhà nước là 57,53% sẽ đem lại khả năng sinh lời của tài sản cao nhất. Dưới góc độ của các cổ đông, sở hữu tối ưu của tổ chức là 46,95%, sở hữu nước ngoài là 74,15% và sở hữu nhà nước là 53,3% sẽ đem lại khả năng sinh lời cao nhất cho cổ đông.

Về các biến kiểm soát, kết quả chạy mô hình cho thấy hệ số beta của SIZE, GROWTH và AGE là dương, thể hiện mối quan hệ thuận chiều giữa các biến kiểm soát này đối với khả năng sinh lời của công ty (cả ROS, ROA và EPS). Tuy vậy, Sig của GROWTH lớn hơn 0,05 nên GROWTH không có ý nghĩa thống kê và biến kiểm soát này có thể loại bỏ khỏi mô hình. Có nghĩa: công ty có quy mô càng lớn và thời gian hoạt động càng dài thì lợi nhuận của công ty càng lớn. Ngược lại, hệ số beta của LEVERAGE và LIST\_PLACE là âm và hệ số sig đều bé hơn 0,05. Điều này thể hiện mối quan hệ ngược chiều giữa các biến kiểm soát này tới khả năng sinh lời của công ty. Nói cách khác, công ty sử dụng nợ nhiều và niêm yết trên sàn HOSE có khả năng sinh lời thấp hơn các công ty sử dụng nợ ít và niêm yết trên sàn HNX.

* + 1. ***Thảo luận về kết quả kiểm định cho từng ngành trên thị trường***

Ở các ngành khác nhau có sự khác biệt về mối quan hệ giữa sở hữu và khả năng sinh lời. Các kết quả này sẽ giúp các công ty niêm yết tùy vào ngành nghề và điệu kiện riêng biệt của công ty có thể điều chỉnh cấu trúc sở hữu phù hợp nhằm đem lại khả năng sinh lời tốt hơn cho công ty. Đồng thời các cơ quan quản lý nhà nước có thể dựa vào các kết quả nghiên cứu này để đưa ra các chính sách, luật lệ nhằm hỗ trợ cho thị trường theo hướng tái cấu trúc sở hữu nhằm đem lại khả năng sinh lời tốt hơn cho toàn bộ thị trường.

* 1. **Một số khuyến nghị**
		1. ***Khuyến nghị đối với các công ty niêm yết***

 Từ các kết quả thu được, nhìn chung chúng ta thấy có mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu và khả năng sinh lời của công ty. Tuy nhiên mối quan hệ của từng loại sở hữu với khả năng sinh lời công ty là khác nhau.

Sở hữu nhà nước vẫn đóng một vai trò quan trọng đối với khả năng sinh lời của công ty. Điều này dường như đi ngược với một số kết quả nghiên cứu khác cho rằng sở hữu nhà nước càng lớn sẽ tác động tiêu cực tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Thực tế tại thị trường Việt Nam, rất nhiều các công ty mà sở hữu nhà nước chiếm đa số hoạt động không hiệu quả và nằm trong danh sách các công ty cần thoái vốn, tuy nhiên những công ty này là những công ty chưa được niêm yết, không nằm trong bộ dữ liệu mà nghiên cứu thực hiện. Các công ty để có thể được niêm yết trên thị trường chứng khoán cần đạt được những điều kiện nhất định, ví dụ về điều kiện khả năng sinh lời, 3 năm không lỗ để có thể niêm yết trên sàn HOSE. Như vậy kết quả nghiên cứu thu được cho thấy dường như các công ty có yếu tố nhà nước niêm yết trên sàn chứng khoán có khả năng tận dụng được những lợi thế của nhà nước để thúc đẩy khả năng sinh lời của doanh nghiệp chứ không hẳn cứ có sở hữu nhà nước là công ty hoạt động không tốt. Cụ thể nghiên cứu chỉ ra sở hữu nhà nước tối ưu ở mức 57,49% và nếu quá điểm này thì khả năng sinh lời của công ty sẽ đi xuống.

Sở hữu tổ chức và sở hữu nước ngoài về cơ bản càng cao thì khả năng sinh lời của công ty càng tốt, điểm tối ưu là 52,87% đối với sở hữu tổ chức và 52,13% đối với sở hữu nước ngoài.

Các công ty niêm yết có thể dựa vào kết quả nghiên cứu này để tái cấu trúc công ty mình nhằm tăng cường khả năng sinh lời, tuy nhiên cũng cần quan tâm tới ngành nghề đang hoạt động và những điểm khác biệt riêng để có thể điều chỉnh tạo ra một cơ cấu sở hữu tối ưu cho công ty.

### ***Khuyến nghị đối với cơ quan quản lý***

Từ các kết quả nghiên cứu trên, cơ quan quản lý có thể có những chính sách nhằm điều chỉnh cấu trúc sở hữu của thị trường theo hướng có lợi cho bản thân các công ty niêm yết và toàn bộ thị trường, cụ thể như sau:

* Đối với các nhà đầu tư nước ngoài, họ đã chứng minh được với sự tham gia của họ, các công ty trong nước được tiếp thu những công nghệ tiên tiến cũng như môi trường làm việc chuyên nghiệp, thúc đẩy khả năng sinh lời cho công ty. Nhà nước cần tạo điều kiện để các nhà đầu tư nước ngoài tiếp tục quan tâm và tham gia vào thị trường và mức bình quân tối ưu nên có của sở hữu nước ngoài là 52,13%.
* Đối với các công ty hiện đang có sở hữu của nhà nước, cần đánh giá cụ thể những công ty nào hoạt động đang hiệu quả và có khả năng sinh lời tốt thì không nhất thiết phải thoái vốn, những công ty có sở hữu nhà nước lớn và có khả năng sinh lời thấp sẽ cần thoái vốn cho các nhà đầu tư tốt hơn, cụ thể sở hữu nhà nước không nên vượt quá 57,5%.
* Tạo điều kiện cho các tổ chức mua cổ phần, tham gia vào hoạt động công ty, các tổ chức này có thể là những tổ chức rất am hiểu thị trường, có bề dày lịch sử, có kinh nghiệm lâu năm, có công nghệ tiên tiến hoặc có mạng lưới đối tác lớn sẽ góp phần giúp các công ty niêm yết tăng khả năng sinh lời. Tính trên toàn thị trường, sở hữu tổ chức đạt đến mức 52,89% sẽ đem lại khả năng sinh lời tối ưu cho các doanh nghiệp.
* Cơ quan quản lý cũng cần có sự quan tâm tới vấn đề sở hữu của từng ngành khác nhau để có những thay đổi hoặc chính sách riêng với một số ngành cụ thể vì kết quả nghiên cứu cho thấy, mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu và khả năng sinh lời tại các ngành khác nhau sẽ có những đặc điểm khác nhau.