



# TÁC ĐỘNG CỦA QUY MÔ VÀ SỞ HỮU NƯỚC NGOÀI ĐẾN HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG DOANH NGHIỆP

Nguyễn Anh Phong\*, Ngô Phú Thanh

Trường Đại học Kinh tế–Luật, Đại học Quốc gia TP HCM  
Khu phố 3, Phường Linh Xuân, Quận Thủ Đức, Hồ Chí Minh, Việt Nam

**Tóm tắt:** Bài nghiên cứu chủ yếu phân tích, đánh giá và đo lường tác động của quy mô và tỷ lệ sở hữu nước ngoài đến hiệu quả hoạt động các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, giai đoạn 2009–2015. Nghiên cứu sử dụng kết hợp hai phương pháp định tính và định lượng. Kết quả cho thấy biến quy mô có tương quan thuận chiều, trong khi biến tỷ lệ sở hữu nước ngoài lại có tương quan nghịch với hiệu quả hoạt động doanh nghiệp (đo bằng Tobin's Q). Ngoài ra, các biến về đòn bẩy tài chính, thanh khoản và số lượng nhân viên cũng có ảnh hưởng đến giá trị các doanh nghiệp niêm yết. Từ đó tác giả đã đưa ra các gợi ý, góp phần tăng hiệu quả quản lý, tăng giá trị doanh nghiệp như gia tăng tỷ lệ sở hữu nước ngoài hay lưu ý khi các doanh nghiệp mở rộng quy mô.

**Từ khóa:** hiệu quả doanh nghiệp, Tobin's Q, sở hữu nước ngoài, thị trường chứng khoán

## 1 Đặt vấn đề

Hiện nay có nhiều nghiên cứu đánh giá tác động của quy mô và cấu trúc sở hữu (trong đó có sở hữu nước ngoài) đến hiệu suất sinh lời hay hiệu quả của các doanh nghiệp. Tuy nhiên, các kết quả nghiên cứu vẫn còn gây ra nhiều tranh luận theo các chiều hướng khác nhau.

Các công ty có quy mô lớn có nhiều lợi thế hơn so với các công ty nhỏ trong các lĩnh vực đòi hỏi tính cạnh tranh cao. Vì có thị phần lớn hơn, các công ty này có cơ hội thu được lợi nhuận nhiều hơn. Ngoài ra, các công ty lớn có thể nắm bắt cơ hội đầu tư trong các lĩnh vực đòi hỏi tỷ lệ vốn cao vì các công ty này có tiềm lực tài chính mạnh, và điều này tạo cho họ cơ hội đầu tư trong các lĩnh vực có lợi nhuận nhiều hơn và ít cạnh tranh hơn (Bayyurt, 2007). Có khá nhiều các nghiên cứu về mối quan hệ giữa quy mô và hiệu quả hoạt động nhưng có kết quả trái ngược nhau. Các nghiên cứu của Majumdar (1997), Ozgulbas và cs. (2006), Karadeniz và Iskenderoğlu (2011), Saliha và Abdessatar (2011), Shubita và Alsawalhah (2012)... phát hiện mối quan hệ đồng biến giữa quy mô và hiệu quả hoạt động. Ngược lại, các nghiên cứu của Shepherd (1972), Becker-Blease và cs. (2010), Banchuenvijit (2012) cho thấy tồn tại quan hệ nghịch biến. Ngoài ra, các nghiên cứu của Simon (1959), Whittington (1980), Humera và cs. (2011) lại cho rằng quy mô không có ảnh hưởng lên lợi nhuận. Tóm lại, các nghiên cứu về sự khác biệt trong quy mô với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp còn nhiều quan điểm trái chiều và làm gia tăng tính hấp dẫn của các nghiên cứu về quy mô và hiệu quả hoạt động.

\* Liên hệ: phongna@uel.edu.vn

Thị trường chứng khoán Việt Nam đang được công ty Morgan Stanley Capital International (MSCI) xếp vào nhóm các thị trường sơ khai cùng với các nước như Argentina, Sri Lanka, Bangladesh... Việc nâng hạng thị trường từ thị trường sơ khai lên thị trường mới nổi đang được các cơ quan quản lý nhà nước đặt ra là mục tiêu trọng tâm phát triển của thị trường. Theo MSCI, trong ba nhóm tiêu chí chính đánh giá thị trường thì Việt Nam đã đáp ứng rất tốt hai tiêu chí đầu là tiêu chí A về “Phát triển kinh tế” và tiêu chí B về “Quy mô và thanh khoản”. Tuy nhiên, tiêu chí C về “khả năng tiếp cận thị trường” đang là rào cản cho việc nâng hạng của thị trường Việt Nam. Cụ thể hơn là quy định về giới hạn tỷ lệ sở hữu nước ngoài. Có khá nhiều các nghiên cứu về tác động của tỷ lệ sở hữu nước ngoài đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Đa số các nghiên cứu đều cho rằng sở hữu nước ngoài có tác động tích cực đến hiệu quả (Bilyk, 2009; Aydin và cs., 2007; Douma và cs., 2006; Gurbuz và Aybars 2010), nhưng cũng có những nghiên cứu cho rằng không có mối tương quan giữa tỷ lệ sở hữu nước ngoài và hiệu quả hoạt động (Mihai và Mihai, 2013; Mihai, 2012; Aitken và Harrison, 1999; Konings, 2001).

Như vậy, liệu tăng quy mô liệu có tăng hiệu quả thật sự hay không? Hay tăng tỷ lệ sở hữu của các nhà đầu tư nước ngoài (NĐTNN) có giúp cải thiện hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp nhờ có sự chuyển giao về công nghệ, về vốn hay về cách thức quản lý hay không? Đây là các câu hỏi rất cần thiết cho các nhà quản lý, nhà đầu tư. Nghiên cứu này nhằm trả lời các câu hỏi trên trong đó góp tìm ra bằng chứng về quan hệ giữa quy mô và sở hữu nước ngoài đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

## 2 Cơ sở lý thuyết, dữ liệu và mô hình nghiên cứu

### 2.1 Cơ sở lý thuyết

Hiện trên thế giới, có khá nhiều các nghiên cứu riêng lẻ về các chỉ tiêu đánh giá hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Santos và Brito (2012) đã đề xuất xem xét 7 nhóm chỉ tiêu đánh giá hiệu quả công ty bao gồm: lợi nhuận, giá thị trường, tăng trưởng, sự hài lòng của nhân viên, sự hài lòng của khách hàng, hiệu quả môi trường, và hiệu quả xã hội. Trong nghiên cứu này, tác giả sử dụng chỉ tiêu đánh giá hiệu quả về thị trường thông qua chỉ số Tobin's Q (TBQ) vì nó phản ánh giá trị thị trường của cổ phiếu và phản ánh đánh giá của thị trường đối với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp niêm yết.

Khái niệm tính kinh tế theo quy mô được Reem Heakal định nghĩa là khi doanh nghiệp sản xuất ngày càng nhiều số lượng hàng hóa hoặc dịch vụ nào đó thì chi phí trung bình cho một đơn vị sản phẩm sẽ giảm xuống, tức là doanh nghiệp đạt được tính kinh tế theo quy mô. Theo đó, các doanh nghiệp lớn với các ưu thế về vốn, thị phần... có thể sẽ mang lại hiệu quả tốt hơn các doanh nghiệp nhỏ. Ở những giai đoạn đầu, các nghiên cứu kiểm tra mối tương quan giữa quy mô và lợi nhuận. Các kết quả nghiên cứu thực chứng cho thấy dù dựa vào 7 nhóm chỉ tiêu nào để đánh giá hiệu quả đều cho thấy có ba hướng khác nhau: giữa quy mô với hiệu quả có

tương quan nghịch, giữa quy mô và hiệu quả có tương quan thuận chiều hay giữa chúng không có tương quan tùy vào thời gian hay không gian nghiên cứu khác nhau.

Theo Gürsoy và Aydoğan (2002) thì cấu trúc sở hữu có thể được xác định theo hai khía cạnh: quyền sở hữu tập trung và quyền sở hữu hỗn hợp. Quyền sở hữu tập trung là những cổ đông nắm giữ nhiều cổ phần nhất, đồng thời chịu ảnh hưởng nhiều nhất đến rủi ro và chi phí giám sát. Quyền sở hữu hỗn hợp bao gồm các tỷ lệ sở hữu khác nhau liên quan đến đặc tính của cổ đông như tỷ lệ sở hữu nước ngoài, tỷ lệ sở hữu tư nhân, tỷ lệ sở hữu nhà nước. Các hình thức sở hữu này được đề cập đến trong các nghiên cứu của Kiruri và Olkalou (2013), Kim, Rasiah và Tasnim (2012). Các nghiên cứu của Bilyk (2009); Aydın và cs. (2007); Douma và cs. (2006); Gurbuz và Aybars (2010); Aitken và Harrison (1999); Konings (2001) cho thấy giữa cấu trúc sở hữu với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp có thể tồn tại tương quan thuận hoặc nghịch tùy vào thị trường và tác động của quyền sở hữu.

## 2.2 Dữ liệu, mô hình và các giả thiết nghiên cứu

Để đánh giá mối quan hệ giữa quy mô, sở hữu nước ngoài đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp nhóm tác giả đưa ra các giả thuyết sau:

*H1: Quy mô doanh nghiệp tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động,*

*H2: Sở hữu nước ngoài giúp cải thiện hiệu quả hoạt động tại các doanh nghiệp niêm yết.*

Dựa vào những tổng lược cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu thực chứng, các tác giả đề xuất mô hình hồi quy như sau:

$$\text{Tobin's } Q_{i,t} = \alpha + \beta_1 \times \ln ta_{i,t} + \beta_2 \times shnn_{i,t} + \beta_3 \times lev_{i,t} + \beta_4 \times liq_{i,t} + \beta_5 \times \ln emp_{i,t} + \\ + \beta_6 \times age_{i,t} + \beta_7 \times dummy_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

(với  $i,t$  là doanh nghiệp thứ  $i$  ở năm thứ  $t$  trong mẫu nghiên cứu)

trong đó Tobin's Q được tính theo công thức:

$$\text{Tobin's } Q = \frac{\text{Giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu} + \text{Giá trị thị trường các khoản nợ phải trả}}{\text{Giá trị sổ sách của tổng tài sản}}$$

Vì lý do thị trường mua bán nợ của Việt Nam chưa hình thành, do vậy khó có căn cứ để xác định giá thị trường của tổng nợ. Do vậy, công thức tính Tobin's Q của các doanh nghiệp niêm yết (DNNY) được tính toán lại như trên, tương tự như Zeitun và Tian (2007), Douma và cs. (2006), Minh và Hiền (2014)).  $\ln ta$  được tính bằng logarit tự nhiên của tổng tài sản của DNNY tại thời điểm cuối năm tài chính (tổng tài sản được tính bằng đơn vị tỷ đồng);  $shnn$  (%) được tính bằng tỷ lệ phần trăm của phần sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài tại thời điểm cuối năm tại các DNNY;  $age$  tuổi của doanh nghiệp được tính bằng số năm mà doanh nghiệp đó có được từ thời điểm chuyển sang hoạt động theo hình thức là công ty đại chúng;  $\ln emp$  được tính bằng logarit tự nhiên của tổng số lao động của DNNY tại thời điểm cuối năm;  $lev$  (%) đòn bẩy

tài chính của doanh nghiệp được đo bằng tổng nợ chia cho tổng tài sản tính tại thời điểm cuối năm (tổng nợ, tổng tài sản được tính bằng đơn vị tỷ đồng); *liq* (%) tính thanh khoản của doanh nghiệp được đo bằng tài sản ngắn hạn chia cho nợ ngắn hạn tại thời điểm cuối năm (tài sản ngắn hạn, nợ ngắn hạn được tính bằng đơn vị tỷ đồng); biến *dummy* nhận giá trị 1 hoặc 0. Nếu DNNY thứ *i* có tổng tài sản lớn hơn mức trung vị theo tổng tài sản của tất cả các DNNY xét trong năm đó thì biến *dummy* nhận giá trị 1 (doanh nghiệp có quy mô lớn). Ngược lại, biến *dummy* sẽ nhận giá trị 0 (doanh nghiệp có quy mô nhỏ) khi tổng tài sản của DNNY đó nhỏ hơn mức trung vị theo tổng tài sản các DNNY xét riêng từng năm.

Dữ liệu nghiên cứu là các doanh nghiệp đang niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội giai đoạn từ năm 2009 đến năm 2015 với dữ liệu thu thập dựa trên cơ sở dữ liệu của Stoxplus. Các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu đảm bảo niêm yết liên tục, có đầy đủ các thông tin về tài chính và số lao động. Theo đó, số lượng các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu được thống kê theo Bảng 1.

**Bảng 1.** Tỷ trọng mẫu nghiên cứu so với tổng mẫu

Năm	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Tổng số DNNY	412	596	643	654	639	645	674
Số DNNY trong mẫu nghiên cứu	227	419	491	545	563	578	588
Tỷ trọng mẫu nghiên cứu (%)	55,10	70,30	76,36	83,33	88,11	89,61	87,24

Nguồn: tính toán của tác giả

Năm 2009 là năm có số lượng mẫu nghiên cứu trên tổng mẫu đạt mức thấp nhất khi chỉ đạt gần 55 %. Lý giải cho điều này là số lượng các DNNY có báo cáo về tổng số lượng lao động trong năm 2009 là rất thấp. Việc ban hành các quy định về báo cáo quản trị cũng như các DNNY chủ động cung cấp các số liệu này chưa được thực hiện một cách nghiêm chỉnh. Tuy vậy, tỷ trọng mẫu nghiên cứu đã tăng dần qua các năm và đạt mức trung bình gần 79 % so với tổng mẫu.

### 3 Kết quả nghiên cứu

#### Thống kê mô tả

Kết quả thống kê mô tả các biến của mô hình (Bảng 2) cho chúng ta một số nhận xét như sau:

Một là, hệ số Tobin's Q của các doanh nghiệp niêm yết giai đoạn 2009–2015 tương đối cao với giá trị trung bình đạt hơn 1,12 lần. Điều này cho thấy giá trị thị trường của các doanh

nghiệp niêm yết cao hơn so với giá trị sổ sách. Có những doanh nghiệp có giá trị thị trường cao hơn giá trị sổ sách đến 5 lần như VNM, BMP, SKG, MWG... Như vậy, mức độ quan tâm của các nhà đầu tư ở doanh nghiệp này rất cao, họ kỳ vọng nhiều vào sự tăng trưởng của doanh nghiệp dẫn đến lực cầu mạnh và làm giá trị thị trường tăng gấp nhiều lần so với giá trị sổ sách.

Hai là, sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài có mức trung bình hơn 8,8 %. Theo Bảng 3, tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài ở mức dưới 10 % đạt hơn 60 % mẫu quan sát theo các năm. Việc tỷ lệ nắm giữ thấp trong suốt giai đoạn 2009–2015 cũng có thể đưa đến kết luận sơ bộ là việc đầu tư của nhà đầu tư nước ngoài phổ biến ở dạng đầu tư tài chính thuần túy (hưởng cổ tức, hưởng chênh lệch về giá mua giá bán). Việc nắm giữ, tham gia điều hành cùng doanh nghiệp chưa thật sự rõ ràng. Mặc dù nghị định 60/2015 đã được đưa vào vận hành trong thực tế, nhưng tính đến hết năm 2015, chỉ có duy nhất CTCP Chứng khoán Sài Gòn (SSI) có tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài đạt trên mức 50 %.

Bảng 2 cũng cho thấy tuổi trung bình của các doanh nghiệp là khá cao (đạt mức 9 năm). Các doanh nghiệp nhìn chung có tỷ lệ nợ khá cao với giá trị trung bình trên 50 %.

**Bảng 2.** Thống kê mô tả các biến trong mô hình

	Quan sát	Cực tiểu	Phân vị mức 1	Trung vị	Trung bình	Phân vị mức 3	Cực đại
<i>tbq</i>	3411	0,1854	0,8093	0,9489	1,1240	1,2350	7,0550
<i>ln ta</i>	3411	23,28	26,06	26,96	27,02	27,99	32,61
<i>shmn</i>	3411	0,00000	0,00340	0,02710	0,08804	0,12030	0,51240
<i>ln emp</i>	3411	1,946	4,852	5,778	5,821	6,706	10,282
<i>age</i>	3411	1,00	6,00	9,00	8,909	11,00	38,00
<i>lev</i>	3411	0,002616	0,322090	0,517387	0,495736	0,669832	0,970612
<i>liq</i>	3411	0,05784	1,13710	1,52713	2,38981	2,43845	115,91811

Nguồn: tổng hợp từ Stoxplus và tác giả tính toán

**Bảng 3.** Số lượng và tỷ trọng các DNNY theo mức tỷ lệ sở hữu của NĐT NN giai đoạn 2009–2015

Tỷ lệ sở hữu	2009		2010		2011		2012		2013		2014		2015	
	Số DN	Tỷ trọng (%)	Số DN	Tỷ trọng (%)	Số DN	Tỷ trọng (%)	Số DN	Tỷ trọng (%)	Số DN	Tỷ trọng (%)	Số DN	Tỷ trọng (%)	Số DN	Tỷ trọng (%)
SHNoN>50%	0	0	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00	1	0.17
40%<SHNoN<50%	10	4.42	14	3.34	18	3.67	27	4.95	35	6.22	43	7.44	34	5.78
30%<SHNoN<40%	9	3.98	21	5.01	18	3.67	18	3.30	20	3.55	20	3.46	30	5.10
20%<SHNoN<30%	19	8.41	21	5.01	30	6.11	36	6.61	37	6.57	37	6.40	44	7.48
10%<SHNoN<20%	31	13.72	44	10.50	39	7.94	55	10.09	75	13.32	89	15.40	92	15.65
5%<SHNoN<10%	30	13.27	43	10.26	49	9.98	53	9.72	56	9.95	72	12.46	83	14.12
0%<SHNoN<5%	122	53.74	244	58.23	294	59.88	321	58.90	314	55.77	296	51.21	275	46.77
SHNoN=0%	6	2.65	32	7.64	43	8.76	35	6.42	26	4.62	21	3.63	29	4.93
<b>Tổng số DN</b>	<b>227</b>		<b>419</b>		<b>491</b>		<b>545</b>		<b>563</b>		<b>578</b>		<b>588</b>	

Nguồn: tổng hợp từ Stoxplus và tác giả tính toán

Các tác giả xử lý dữ liệu qua mô hình tác động cố định (FEM – Fixed Effect Model) và mô hình tác động ngẫu nhiên (REM – Random Effect Model). Sau đó, sử dụng kiểm định Hausman nhằm xác định xem mô hình nào là phù hợp. Các tác giả tiếp tục kiểm tra các lỗi hay gặp phải trong mô hình dữ liệu bảng. Kiểm tra hiện tượng đa cộng tuyến với hệ số phóng đại phương sai (VIF – Variance inflation factor). Sử dụng Breush-Godfrey/Woolridge test để kiểm tra hiện tượng tự tương quan. Kiểm định Breusch-Pagan để kiểm tra lỗi phương sai thay đổi bằng cách sử dụng gói LMTEST. Các tác giả sử dụng các phương pháp của White và Arellano trong các gói PLM và SANDWICH trong ngôn ngữ lập trình R để xử lý các lỗi kể trên theo Torres-Reyna (2010), Croissant và Millo (2008) Zeileis (2004), Kleiber và Zeileis (2008).

Kết quả của kiểm định Hausman cho thấy  $p$ -value < 0,05 nên mô hình FEM là mô hình phù hợp hơn mô hình REM khi xét tác động của quy mô của sở hữu nước ngoài đến hiệu quả Tobin's Q của doanh nghiệp. Hệ số phóng đại phương sai thấp nên không có hiện tượng đa cộng tuyến. Các tác giả tiếp tục thực hiện kiểm tra các lỗi mà mô hình dạng dữ liệu bảng thường gặp. Theo đó, mô hình đồng thời có lỗi tự tương quan và cả phương sai thay đổi. Do vậy, phương pháp của White và Arellano được sử dụng để khắc phục cả hai lỗi kể trên trong mô hình. Kết quả hồi quy cuối cùng được thể hiện ở Bảng 4.

**Bảng 4.** Kết quả hồi quy theo Tobin's Q

Ký hiệu biến	Biến phụ thuộc: Tobin's Q	
	Hệ số ước lượng	$p (>  t )$
$\ln ta$	-0,213852***	< 2,22e-16
<i>shmn</i>	-0,257391*	0,033273
<i>lev</i>	0,346274***	< 2,22e-16
<i>liq</i>	-0,000548	0,744279
$\ln emp$	-0,000272	0,986988
<i>age</i>	0,010146***	0,000433
<i>dummy</i>	0,040383	0,246221
R-Squared		0,072977
Hausman test		< 2,22e-16
Breusch-Godfrey/Wooldridge test		< 2,2e-16
Breusch-Pagan test		< 2,2e-16
VIF		1,81

Ghi chú: \*\*\* mức ý nghĩa 1 %, \* mức ý nghĩa 5 %

Nguồn: tác giả tính toán trên phần mềm R

Kết quả mô hình cho chúng ta một số kết luận quan trọng như sau:

*Một là*, quy mô doanh nghiệp có tương quan nghịch và có ý nghĩa thống kê rất cao ( $p$ -value  $\sim 0$  %). Như vậy, *quy mô doanh nghiệp tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động (đo bằng Tobin's Q)*. Điều đó đồng nghĩa với việc bác bỏ giả thuyết  $H_1$ . Kết quả này cũng phù hợp với kết quả nghiên cứu của Vinh (2014) khi quy mô của các doanh nghiệp càng lớn thì tính hiệu quả theo quy mô giảm dần. Nếu tổng tài sản tăng thêm 1 % thì hiệu quả hoạt động giảm 0,21 %. Có thể có nhiều nguyên nhân cho kết quả này. Tổng tài sản tăng đồng nghĩa với bên nợ của bảng cân đối tăng. Theo nguyên tắc cân bằng, thì phần nợ và nguồn vốn ở bên có của bảng cân đối cũng sẽ tăng. Nguồn vốn tăng, thông thường sẽ là do gia tăng vốn chủ sở hữu. Kết quả là làm gia tăng số lượng cổ phiếu của doanh nghiệp. Việc này làm pha loãng giá cổ phiếu và qua đó tác động làm giảm hệ số Tobin's Q. Biến *dummy* mặc dù không có ý nghĩa thống kê nhưng có tương quan thuận với Tobin's Q. Điều này cho thấy các doanh nghiệp với quy mô lớn có hiệu quả hơn so với các doanh nghiệp với quy mô nhỏ.

*Hai là*, sở hữu nước ngoài có tương quan nghịch so với hiệu quả hoạt động đo bằng Tobin's Q và có ý nghĩa thống kê. Theo đó, giả thuyết  $H_2$  bị bác bỏ. Như vậy có nghĩa là sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài không giúp cải thiện hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp niêm yết. Trở lại Bảng 2, tỷ lệ sở hữu trung bình chỉ đạt ở mức 8,8 % trên tổng mức tối đa có thể đạt là 49 % (trước khi có NĐ 60/2015). Theo đó, trong thời gian quan sát 2009–2015 có đến hơn 50 % các doanh nghiệp có tỷ lệ sở hữu nước ngoài dưới 10 %. Với tỷ lệ sở hữu này, các nhà đầu tư nước ngoài ít có khả năng tham gia vào Hội đồng quản trị hay Ban điều hành công ty. Do vậy, việc sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài chỉ phổ biến ở dạng đầu tư tài chính, lướt sóng theo xu hướng của thị trường cũng như theo kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp. Điều này thể hiện rõ ở các quỹ đầu tư nước ngoài khi tham vào thị trường Việt Nam, việc song hành với doanh nghiệp niêm yết là có nhưng không nhiều. Xu hướng thành lập các quỹ đầu tư theo chỉ số như các quỹ FTSE Vietnam Index ETF, Market Vectors Vietnam ETF (V. N. M.), MSCI Frontier Markets Index ETF, iShares MSCI Vietnam Investable Market Index Fund ETF..., hay các quỹ mở như Blackhorse Enhanced Vietnam Inc, TCM Vietnam High Dividend Equity Fund, VinaCapital Vietnam Infrastructure Lt... làm tăng sở hữu nước ngoài tại các doanh nghiệp niêm yết nhưng không đồng nghĩa với việc quản trị điều hành doanh nghiệp. Đồng thời, các quỹ đầu tư theo giá trị, thông thường sẽ tìm kiếm mua/ nắm giữ các doanh nghiệp có sự tăng trưởng về doanh thu về lợi nhuận qua các năm. Hình thức đầu tư này tập trung vào số ít những doanh nghiệp (chỉ chiếm khoảng 10 % tổng số các doanh nghiệp trong giai đoạn 2009–2015); việc sở hữu này luôn đạt mức tối đa 49 % (trước khi có NĐ 60/2015) nên nhà đầu tư ngoại cũng khó có tiếng nói trong quản trị.

*Ba là*, ở các biến kiểm soát thì biến thanh khoản và số lượng nhân viên có tương quan âm nhưng không có ý nghĩa thống kê. Biến tỷ lệ nợ và tuổi doanh nghiệp có tương quan dương và có ý nghĩa thống kê. Doanh nghiệp có tuổi đời càng lâu, giúp tạo nền tảng trong quản trị ổn

định và giúp cải thiện hiệu quả. Kết quả nghiên cứu này phù hợp với nghiên cứu của Majumdar (1997). Tỷ lệ nợ có tương quan dương và có ý nghĩa thống kê cho thấy các doanh nghiệp sử dụng đòn bẩy tài chính đầu tư vào các tài sản sinh lời, tạo sự kỳ vọng tăng giá góp phần làm tăng hiệu quả thông qua Tobin's Q.

#### 4 Kết luận và hàm ý

Nghiên cứu chỉ ra hai kết luận quan trọng: Một là, tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài trong giai đoạn 2009–2015 chưa tác động nhằm cải thiện hiệu quả Tobin's Q. Hai là, quy mô tác động tiêu cực đến Tobin's Q của các doanh nghiệp niêm yết.

Kết quả nghiên cứu từ dữ liệu có được trong giai đoạn 2009–2015 của các tác giả cho thấy tác động của việc gia tăng tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài chưa thật sự mang lại hiệu quả cho các doanh nghiệp niêm yết. Tuy vậy, theo các kết quả từ các nghiên cứu trên thế giới thì việc gia tăng tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài sẽ mang tới những lợi ích dài hạn cho thị trường chứng khoán nói chung và các doanh nghiệp niêm yết nói riêng. Những lợi ích mang lại từ việc gia tăng sở hữu nhà đầu tư nước ngoài có thể được nhắc đến như: (i) thu hút thêm các nhà đầu tư nước ngoài, tăng thanh khoản và quy mô của thị trường. Hỗ trợ tích cực quá trình cổ phần hóa các doanh nghiệp. Tăng thanh khoản và đi kèm với hoạt động mua bán sáp nhập. Đồng thời tăng số lượng các doanh nghiệp chào sàn. Đó là một số các doanh nghiệp kinh doanh tốt muốn thu hút nhà đầu tư nước ngoài trước khi tiến hành đại chúng và niêm yết để tránh các thủ tục pháp lý liên quan để tỷ lệ sở hữu do ngành nghề kinh doanh có điều kiện; (ii) nâng cao chất lượng hàng hóa trên thị trường. Sự tham gia của các nhà đầu tư nước ngoài vào sẽ mang lại những lợi ích về vốn, quản trị và công nghệ, đồng thời nâng cao tính cạnh tranh của doanh nghiệp. Do vậy, tác giả cho rằng cần tiếp tục duy trì và đẩy nhanh công tác hoàn thiện các khung pháp lý cho việc gia tăng tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài. Đồng hành với đó là việc rà soát các tiêu chí theo chuẩn của MSCI để sớm giúp thị trường chứng khoán Việt Nam nâng hạng từ “thị trường cận biên” lên “thị trường mới nổi” tạo ra các cú hích về vốn (tăng quy mô, thanh khoản), và cú hích về quản trị (tăng hiệu quả đầu tư và quản lý) giúp doanh nghiệp nâng cao hiệu quả góp phần ổn định và gia tăng giá trị cho cổ đông.

Với tình trạng hiện tại, các doanh nghiệp nên thận trọng khi gia tăng hay mở rộng quy mô đầu tư. Việc mở rộng quy mô sẽ tạo dòng tiền, mang lại thu nhập trong tương lai cho doanh nghiệp nhưng cũng tạo ra các tiềm năng rủi ro mất kiểm soát. Bên cạnh đó, việc đầu tư ngoài ngành, trái ngành cũng khá phổ biến và nhiều doanh nghiệp rơi vào tình trạng kém hiệu quả, thị giá cổ phiếu thấp hơn mệnh giá.

Bên cạnh những điểm đã đạt được, nghiên cứu vẫn còn những hạn chế tồn tại như đang dừng lại ở việc khảo sát mối quan hệ tuyến tính giữa sở hữu nước ngoài và hiệu quả hoạt động. Trên thế giới, ngoài việc xem xét mối quan hệ tuyến tính, còn có những nghiên cứu đề cập đến



mối quan hệ phi tuyến. Ngoài ra, việc xem xét các biến ngành để từ đó đưa ra khuyến nghị việc ưu tiên gia tăng tỷ lệ sở hữu nước ngoài cho ngành tương ứng chưa được xem xét đến... Đây cũng là những hướng nghiên cứu tiếp theo về phân tích hiệu quả hoạt động, quy mô và cấu trúc sở hữu của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam.

### Lời cảm ơn

Nghiên cứu này được tài trợ từ dự án nghiên cứu C2017-34-06 của ĐH Quốc Gia TP.HCM.

### Tài liệu tham khảo

1. Aitken, B. J. & Harrison, A. E. (1999), Do domestic firms benefit from direct foreign investment? Evidence from Venezuela, *American economic review*, 89 (3), 605–618.
2. Aydin, N., Sayim, M. & Yalama, A. (2007), Foreign ownership and firm performance: Evidence from Turkey, *International Research Journal of Finance and Economics*, 11, 103–111.
3. Banchuenvijit, W. (2012), Determinants of firm performance of Vietnam listed companies, *Academic and Business Research Institute*, <http://aabri.com/SA12Manuscripts/SA12078.pdf> (Erişim Tarihi, 05 Ocak 2013).
4. Bayyurt, N. (2007), Relationship between importance and performance indicators off performance evaluation in enterprises (Turkish langagues), *Sosyal Siyaset Konferansları Dergisi, Sayı, 53*, 577–592.
5. Becker-Blease, J. R., Kaen, F. R., Etebari, A. & Baumann, H. (2010), Employees, firm size and profitability in US manufacturing industries, *Investment Management and Financial Innovations*, 7 (2), 7–23.
6. Bilyk, O. (2009), *Foreign ownership and firmperformance: a closer look at offshore-owned companies in Ukraine*, Thesis, Kyiv School of Economics.
7. Croissant, Y. & Millo, G. (2008), Panel data econometrics in R: The plm package, *Journal of Statistical Software*, 27 (2), 1–43.
8. Douma, S., George, R. & Kabir, R. (2006), Foreign and domestic ownership, business groups, and firm performance: Evidence from a large emerging market, *Strategic Management Journal*, 27(7), 637–657.
9. Gurbuz, A. O. & Aybars, A. (2010), The impact of foreign ownership on firm performance, evidence from an emerging market: Turkey, *American Journal of Economics and Business Administration*, 2 (4), 350–359.
10. Gürsoy, G. & Aydoğan, K. (2002), Equity ownership structure, risk taking, and performance: an empirical investigation in Turkish listed companies, *Emerging Markets Finance & Trade*, 38 (6), 6–25.
11. Humera, K., Maryam, M., Khalid, Z., Shudas, S. & Bilal, S. (2011), Corporate Governance and Firm Performance: A Case study of Karachi Stock Market, *International Journal of Trade, Economics and Finance*, 2 (1), 39–43.

12. Iuliana Oana Mihai & Mihai, O. (2013), The Impact of Foreign Ownership on the Performance of Romanian Listed Manufacturing Companies, *International Journal of Management Science & Technology Information* (10), 106–123.
13. Karadeniz, E. & İskenderoğlu, Ö. (2011), The Analysis of the Variables that Effect Return on Assets of Tourism Companies Quated on Istanbul Stock Exchange, *Anatolia: Turizm Araştırmaları Dergisi*, 22 (1), 65–75.
14. Kim, P. K., Rasiah, D. & Tasnim, R. B. (2012), A review of corporate governance: ownership structure of domestic-owned banks in term of government connected ownership, and foreign ownership of commercial banks in Malaysia, *Journal of Organizational Management Studies*, 2012, 1–18.
15. Kiruri, R. M. & Olkalou, K. (2013), The effects of ownership structure on bank profitability in Kenya, *European Journal of Management Sciences and Economics*, 1(2), 116–127.
16. Kleiber, C. & Zeileis, A. (2008), *Applied econometrics with R*: Springer Science & Business Media, New York, NY 10013, USA.
17. Konings, J. (2001), The effects of foreign direct investment on domestic firms, *Economics of transition*, 9(3), 619–633.
18. Majumdar, S. K. (1997), The Impact of Size and Age on Firm-Level Performance: Some Evidence from India, *Review of Industrial Organization*, 12 (2), 231–241. doi:10.1023/a:1007766324749.
19. Mihai, I. O. (2012), Foreign owned companies and financial performance, A case study on companies listed on Bucharest Stock Exchange, *Economics and Applied Informatics*, 1, 13–20.
20. Minh, N. H. & Hiên, N. T. (2014), Trách nhiệm Hội đồng Quản trị và hiệu quả doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán Việt Nam, *Tạp chí phát triển khoa học và công nghệ*, 17 (1), 74–87.
21. Ozgulbas, N., Koyuncugil, A. & Yilmaz, F. (2006), Identifying the effect of firm size on financial performance of SMEs. *The Business Review, Cambridge*, 6 (1), 162–167.
22. Saliha, T. & Abdessatar, A. (2011), The determinants of financial performance: an empirical test using the simul taneous equations method, *Economics and Finance Review*, 1 (10), 01–19.
23. Santos, J. B. & Brito, L. A. L. (2012), Toward a Subjective Measurement Model for Firm Performance. *BAR - Brazilian Administration Review*, 9(Special), 95–117.
24. Shepherd, W. G. (1972), The Elements of Market Structure, *The Review of Economics and Statistics*, 54 (1), 25–37. doi:10.2307/1927492.
25. Shubita, M. F. & Alsawalhah, J. M. (2012), The relationship between capital structure and profitability, *International Journal of Business and Social Science*, 3 (16), 104–112.
26. Simon, L. J. (1959), Size, Strength and Profit. *Journal of Insurance*, 25, 1–16.
27. Torres-Reyna, O. (2010), *Getting Started in Fixed/Random Effects Models using R*. In dss.princeton.edu/training (Ed.), Princeton University, NJ 08544, USA.

28. Vinh, V. X. (2014), Cấu trúc sở hữu, hiệu quả hoạt động và giá trị doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán Việt Nam, *Tạp chí Phát triển và Hội nhập*, 16, 28–32.
29. Whittington, G. (1980), The Profitability and Size of United Kingdom Companies, 1960-74. *The Journal of Industrial Economics*, 28 (4), 335–352. doi:10.2307/2098066.
30. Zeileis, A. (2004), Econometric computing with HC and HAC covariance matrix estimators. *Journal of Statistical Software*, 11, 1–17.
31. Zeitun, R. & Gang Tian, 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. doi:10.1108/14720700710727122.

## IMPACT OF SIZE AND FOREIGN OWNERSHIP ON PERFORMANCE EFFECTIVENESS OF COMPANIES

Nguyen Anh Phong\*, Ngo Phu Thanh

University of Economics and Law - Vietnam National University in HCM City

Linh Xuan Ward, Thu Duc, Ho Chi Minh City, Vietnam

**Abstract:** This paper focuses on the analysis and measurements of the effects of size and foreign ownership on the performance of the companies listed on Vietnam's stock market from 2009 to 2015. The results show that the size has a direct correlation with the company's performance (measured by Tobin's Q) while the foreign ownership ratio has a reverse correlation. In addition, the financial leverage, liquidity and the number of employees also have an effect on the value of listed companies. The authors make some suggestions to improve the performance of management and the company's value such as increasing foreign ownership, drawing companies' attention while enlarging their size.

**Keywords:** performance, Tobin's Q, foreign ownership, stock market