

Tác động của cấu trúc sở hữu đến hiệu quả của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam

Huỳnh Mỹ Tiên* và Nguyễn Đỗ Bích Nga
Trường Đại học Quốc tế Hồng Bàng

TÓM TẮT

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu từ 167 doanh nghiệp phi tài chính được niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2008 đến 2018 nhằm phân tích các tác động của loại hình sở hữu đến hiệu quả của các doanh nghiệp thông qua chỉ số giá trị kinh tế tăng thêm (EVA-Economic Value Added). Kết quả nghiên cứu cho thấy cổ đông tổ chức và sự kiêm nhiệm giữa Chủ tịch Hội đồng quản trị với Tổng Giám đốc điều hành ảnh hưởng thuận chiều và đáng kể đến hiệu quả. Ngược lại, sở hữu Nhà nước tác động nghịch chiều và đáng kể đến hiệu quả. Ngoài ra, kết quả nghiên cứu càng khẳng định các công ty có tỷ lệ nợ càng thấp thì có hiệu quả càng cao. Bên cạnh đó, nghiên cứu còn tìm thấy bằng chứng thực nghiệm về sự tác động nghịch chiều và có ý nghĩa thống kê của quy mô doanh nghiệp đến EVA. Từ đó, nhóm tác giả đưa ra các gợi ý chính sách nhằm gia tăng hiệu quả doanh nghiệp.

Từ khóa: hiệu quả doanh nghiệp, cấu trúc sở hữu, quản trị công ty

1. GIỚI THIỆU

Những năm qua, vấn đề về mối quan hệ giữa quản trị doanh nghiệp với hiệu quả của công ty đã nhận được nhiều sự quan tâm của các nhà nghiên cứu trong và ngoài nước. Theo Ahmed, Ebitihj, Esraa và Doaa [1] hay Hamdan [2], cấu trúc sở hữu là một bộ phận trọng yếu của quản trị doanh nghiệp, đặc biệt đối với các doanh nghiệp từ các quốc gia mới nổi hoặc các quốc gia chuyển đổi từ nền kinh tế tập trung (sở hữu Nhà nước là chủ yếu) sang nền kinh tế theo thị trường thì vấn đề có liên quan đến sở hữu - đặc biệt sở hữu Nhà nước luôn được quan tâm và đề xuất cải thiện. Bởi lẽ, cấu trúc sở hữu giúp cải thiện tính thông tin trong giá cổ phiếu; nâng cao hiệu quả quản trị doanh nghiệp và tăng chất lượng các thông tin của doanh nghiệp công bố [3]; giúp giải quyết vấn đề người đại diện trong những hoạt động của các công ty niêm yết và hạn chế vấn đề bất cân xứng thông tin trên thị trường chứng khoán [4]. Đa số các nghiên cứu dùng các thước đo truyền thống để đo lường

hiệu quả về tài chính hoặc hiệu quả hoạt động và số lượng nghiên cứu sử dụng EVA như một chỉ số để đánh giá hiệu quả còn chưa nhiều do quá trình xử lý, tính toán đối với chỉ số này còn phức tạp, tuy nhiên đối với các nghiên cứu có liên quan đến sử dụng EVA như Henryani và Kusumastuti [5], Tariq và Naveed [6] hay việc xem xét EVA của một nhóm ngành cụ thể trong Pavlenková và cộng sự [7] thì các kết quả phân tích lại cho những kết luận khác nhau do khác biệt về mẫu và phương pháp tính trong việc xem xét đến các tác động từ cấp độ doanh nghiệp (các tác động nội tại và quy mô doanh nghiệp).

Với sự tham gia vào Tổ chức Thương mại Thế giới (WTO - World Trade Organization) vào năm 2007 và Hiệp định Đối tác Toàn diện và Tiến bộ xuyên Thái Bình Dương (CPTPP - Comprehensive and Progressive Agreement for Trans-Pacific Partnership) vào năm 2018 là một cơ hội cho các doanh nghiệp Việt Nam tham gia vào các

Tác giả liên hệ: ThS. Huỳnh Mỹ Tiên
Email: tienhm@hiu.vn

thị trường lớn với sự cạnh tranh gay gắt hơn, nhưng cũng đặt ra việc các doanh nghiệp đã đạt được hiệu quả như thế nào khi mà các yêu cầu về mở cửa đối với thị trường vốn, đến cấu trúc doanh nghiệp cũng như các chương trình hỗ trợ doanh nghiệp vừa và nhỏ (SME - Small and Medium Enterprises) có hiệu quả ra sao luôn là một vấn đề lớn tại Việt Nam.

Với mục tiêu đánh giá những tác động của cấu trúc sở hữu đến hiệu quả kinh tế tăng thêm trong giai đoạn sau khi tham gia WTO và trước khi CPTPP có hiệu lực đối với các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam (giai đoạn 2008 - 2018), nghiên cứu này hướng đến mục tiêu chính: Với những cam kết khi tham gia vào WTO cũng như những cơ hội do CPTPP, thì cấu trúc sở hữu ảnh hưởng thế nào đến hiệu quả kinh tế tăng thêm của doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam.

Nghiên cứu này được cấu trúc như sau: Phần 1 giới thiệu tổng quan về bài báo; Phần 2 khảo cứu các nghiên cứu về EVA, cấu trúc sở hữu; Phần tiếp theo trình bày về cơ sở dữ liệu, phương pháp đo lường biến và phương pháp nghiên cứu; Phần 4 thảo luận kết quả nghiên cứu và phần cuối cùng là các kết luận và hàm ý quản trị.

2. CƠ SỞ LÝ THUYẾT

2.1. Lý thuyết về EVA và cấu trúc sở hữu

Glen [8] cho rằng EVA là một biến thể của lợi nhuận còn lại. Do đó, thước đo EVA có nguồn gốc từ khái niệm của lợi nhuận còn lại (residual income hay còn gọi là economic profit) được công ty tư vấn Stern Stewart xây dựng và công bố trên tạp chí Fortune vào năm 1993. Theo Bahsin [9], lợi nhuận còn lại được tìm ra bởi nhà kinh tế học Alfred Marshall vào những năm 1970. Công thức tính EVA như sau:

$$EVA = NOPAT - WACC \times C$$

Hay, $EVA = (ROCE - WACC) \times C$, khi: $ROCE = EBIT/C$

Trong đó, NOPAT (Net Operating Profit after tax): lợi nhuận hoạt động trước lãi vay và sau thuế; WACC (Weighted Average Costs of Capital): chi phí sử dụng vốn trung bình; ROCE (Return on Capital Employed): lợi nhuận trên

vốn đầu tư được sử dụng; C (Invested Capital): vốn đầu tư.

Để duy trì hoạt động hoặc tái đầu tư, doanh nghiệp cần có vốn. Myers và Majluf [10] cho rằng để thỏa mãn nhu cầu vốn, công ty nên tìm đến thị trường trái phiếu, nhưng tăng vốn bằng lợi nhuận giữ lại vẫn tốt hơn. Nói cách khác, công ty có tỷ lệ nợ thấp sẽ hoạt động hiệu quả hơn.

Sự bùng nổ của các thành tựu khoa học công nghệ dẫn đến nhu cầu ứng dụng thành tựu đó vào hoạt động sản xuất kinh doanh ngày càng tăng, kéo theo nhu cầu tăng vốn càng mạnh nên đã vượt qua khả năng tài chính của một cá nhân, theo đó một doanh nghiệp có thể có nhiều chủ sở hữu hay cổ đông. Mỗi cổ đông chiếm một số cổ phần nhất định trong tổng số vốn của doanh nghiệp. Điều này sẽ quyết định vai trò và vị thế của cổ đông, lúc này làm phát sinh mâu thuẫn lợi ích. Mâu thuẫn lợi ích đã được đề cập trong lý thuyết chi phí đại diện [11]. Lý thuyết chi phí đại diện đề cập đến mâu thuẫn lợi ích theo mô hình sở hữu tập trung của 03 nhóm trong điều kiện bất cân xứng thông tin: cổ đông, nhà quản trị và chủ nợ; chi phí này càng giảm khi quyền sở hữu quản lý tăng, kể từ đó lợi ích tài chính của cổ đông và nhà quản trị gần như không khác biệt.

Cấu trúc sở hữu được Jensen và Meckling [11] đề cập là số cổ phần được sở hữu bởi các cổ đông bên trong và bên ngoài tổ chức. Ngoài ra, theo Ahmed và cộng sự [1], Hamdan [2], cấu trúc sở hữu là một bộ phận trọng yếu của quản trị doanh nghiệp, bao gồm: quyền sở hữu của nhà quản trị, quyền sở hữu của tổ chức, quyền sở hữu của cổ đông lớn và quyền sở hữu của giám đốc được thuê ngoài. Cấu trúc sở hữu là một yếu tố quyết định quan trọng của quản trị doanh nghiệp và nó có ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của công ty [4]. Khi đó, số cổ phần nắm giữ ngoài việc ảnh hưởng đến vai trò và vị thế của cổ đông còn hình thành nên các hình thức sở hữu khác nhau giữa các công ty, còn được gọi là cấu trúc sở hữu. Cấu trúc sở hữu có mức ảnh hưởng tích cực và tiêu cực khác nhau lên hiệu quả [12] và nó sẽ thay đổi một cách có hệ thống để tối đa hóa giá trị [13]. Không những

thế, cấu trúc sở hữu có thể thu hẹp khoảng cách giữa EVA và giá trị cho cổ đông [14]. Kế thừa nghiên cứu của Shen, Lou và Chen [15] cho rằng khi thu nhập của nhà quản trị có mối quan hệ tích cực với hiệu quả công ty thì EVA là một chỉ tiêu đánh giá hiệu quả thích hợp vì nó khuyến khích nhà quản trị ra các quyết định đầu tư hiệu quả nhằm làm tăng giá trị cho cổ đông, đồng thời, khi EVA là phần thưởng cho nhà quản trị thì họ có xu hướng giảm thiểu các quyết định thiên về lợi ích cá nhân, từ đó, ít phung phí đến lợi ích của cổ đông.

2.2. Các nghiên cứu trước liên quan

2.2.1. Sở hữu Nhà nước và sở hữu nước ngoài tác động đến hiệu quả

Theo kết quả nghiên cứu Abdoli và cộng sự [16], những công ty có tỷ lệ sở hữu Nhà nước thấp thì thích sử dụng EVA để công nhận hiệu quả công ty hơn.

Theo kết quả thực nghiệm của Henryani và cộng sự [5], Irene và cộng sự [17], Ismail [18], Nguyễn Thị Minh Huệ và cộng sự [19] và Tariq và cộng sự [6] cho thấy có mối quan hệ ngược chiều giữa sở hữu Nhà nước với hiệu quả và mối quan hệ thuận chiều giữa sở hữu nước ngoài với hiệu quả của các công ty niêm yết.

2.2.2. Cổ đông tổ chức tác động đến hiệu quả

Cổ đông tổ chức là những nhà đầu tư lớn thích đầu tư vào những công ty khác, đồng thời, họ có quyền cũng như có các nguồn lực để đánh giá và giám sát thông tin của danh mục đầu tư [20]. Bên cạnh đó, Mohammad và cộng sự [21] kết luận rằng sự có mặt của cổ đông tổ chức có khả năng hạ thấp sự xung đột liên quan đến vấn đề đại diện bằng cách can thiệp vào các hoạt động nội bộ, từ đó, họ có thể thúc đẩy cơ cấu quản trị hiệu quả bởi vì họ có quyền sở hữu đáng kể trong công ty.

Kee H. và cộng sự [21] cho rằng các cổ đông tổ chức có xu hướng nâng tỷ lệ sở hữu trong những công ty có cơ cấu quản trị hiệu quả để ủy thác trách nhiệm cũng như giám chi phí giám sát và chi phí thoái hóa vốn. Cơ cấu quản trị hiệu quả sẽ giúp cổ đông nắm được tình hình hoạt động

của công ty thông qua việc công bố hiệu quả tài chính một cách chính xác, kịp thời và khách quan; dù là công ty lớn hay nhỏ cũng cần có cơ cấu quản trị hiệu quả để gia tăng hiệu quả và giá trị của công ty [22].

Theo kết quả nghiên cứu Abdoli và cộng sự [16], những công ty có nhiều nhà đầu tư tổ chức thì thích sử dụng EVA để đánh giá hiệu quả công ty hơn. Đồng thời, Al - Malkawi [23], Boroujeni [24], Hamdan [2], Henryani và cộng sự [5], Nguyễn Minh Hà và cộng sự [25], Ratnawati và cộng sự [26] kết luận rằng khi có cổ đông tổ chức thì hiệu quả tăng vì họ am hiểu về các vấn đề tài chính trong công ty nên họ đóng vai trò giám sát các hoạt động của công ty nhằm giúp cải thiện tình hình tài chính. Nhưng kết quả này trái ngược với kết quả nghiên cứu của Tariq và cộng sự [6], Nguyễn Văn Tuấn và cộng sự [27].

2.2.3. Sự kiểm nhiệm giữa thành viên Hội đồng quản trị và Tổng Giám đốc tác động đến hiệu quả

Abdulkader và cộng sự [28] cho rằng quyền kiểm soát công ty phụ thuộc rất nhiều vào cấu trúc sở hữu của công ty, càng sở hữu nhiều cổ phần chừng nào thì càng có nhiều quyền kiểm soát chừng ấy.

Theo kết quả nghiên cứu Abdoli và cộng sự [16], Ratnawati và cộng sự [26], những công ty có Giám đốc điều hành đồng thời là thành viên của Hội đồng quản trị sẽ có tác động nhất định đến việc tạo ra lợi ích cho cổ đông. Vì họ có thể tác động đến chính sách kế toán và chính sách hoạt động của công ty, từ đó, tạo ra nhiều lợi ích cho cổ đông. Đồng quan điểm với các tác giả trên, Chancharat S. và cộng sự [29] cho rằng các Giám đốc được thuê ngoài không nhất thiết phải hành động vì lợi ích của cổ đông do phụ thuộc vào quá trình tuyển dụng và đề bạt. Trái lại, Tulung và cộng sự [22] lại cho rằng Hội đồng quản trị độc lập mới có tác động tích cực đến hiệu quả doanh nghiệp. Đồng quan điểm với Tulung và cộng sự [22], Hashmi và cộng sự [30], kết luận rằng bộ máy quản trị của các công ty lớn có sự độc lập hơn các công ty nhỏ nên hiệu quả của các công ty này thường cao hơn so với các công ty nhỏ.

2.3. Mô hình nghiên cứu

2.3.1. Mô hình nghiên cứu trước

Dựa trên các bằng chứng thực nghiệm trong và ngoài nước với các bộ dữ liệu khác nhau cùng với các phương pháp nghiên cứu khác nhau đã cung cấp cơ sở khoa học đáng tin cậy

về mối liên hệ giữa cấu trúc sở hữu với hiệu quả doanh nghiệp. Nhằm hệ thống hóa lại các nghiên cứu trước, tác giả tổng hợp các nghiên cứu trước có liên quan về mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu và hiệu quả như trong bảng sau đây:

Bảng 1. Tổng hợp các nghiên cứu trước về mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu và hiệu quả

Tác giả	Biến độc lập	Biến phụ thuộc	Dữ liệu	Kết quả nghiên cứu	Phương pháp nghiên cứu
Tariq và cộng sự [6]	- Cổ đông tổ chức; - Sở hữu gia đình; - Sở hữu Nhà nước; - Số lần họp Hội đồng quản trị trong 01 năm tài chính; - Số lượng thành viên Hội đồng quản trị; - Thành phần Hội đồng quản trị (số lượng thành viên độc lập trong Hội đồng quản trị).	- EVA	- Dữ liệu được thu thập từ năm 2009 đến năm 2014.	- Tương quan nghịch giữa tỷ lệ sở hữu Nhà nước với hiệu quả; - Tương quan nghịch giữa cổ đông tổ chức với hiệu quả; - Cổ đông tổ chức tác động không nhiều vào hiệu quả; - Không tìm thấy bằng chứng thống kê cho thấy tồn tại mối tương quan giữa sự tách bạch chức năng của Giám đốc điều hành với hiệu quả.	- Phương pháp định lượng: hồi quy bình phương nhỏ nhất; - Mô hình nghiên cứu: mô hình hiệu ứng cố định.
Nguyễn Thị Minh Huệ và cộng sự [19]	- Sở hữu Nhà nước; - Sở hữu nước ngoài.	- ROA	- Dữ liệu được thu thập từ năm 2007 đến năm 2014.	- Tương quan nghịch giữa tỷ lệ sở hữu Nhà nước với hiệu quả; - Tương quan thuận giữa tỷ lệ sở hữu nước ngoài với hiệu quả.	- Phương pháp định lượng: hồi quy xem xét đến ảnh hưởng cố định từ sản phẩm, năm và ngành.
Abdulkader và cộng sự [28]	- Sở hữu Nhà nước; - Tỷ lệ sở hữu đại diện tại địa phương; - Tỷ lệ sở hữu đại diện nước ngoài.	- ROA - EPS	- Dữ liệu được thu thập từ năm 2003 đến năm 2013.	- Không có mối liên hệ giữa tỷ lệ sở hữu Nhà nước cũng như tỷ lệ sở hữu nước ngoài với hiệu quả.	- Phương pháp định lượng: thống kê mô tả và hệ số tương quan Pearson.

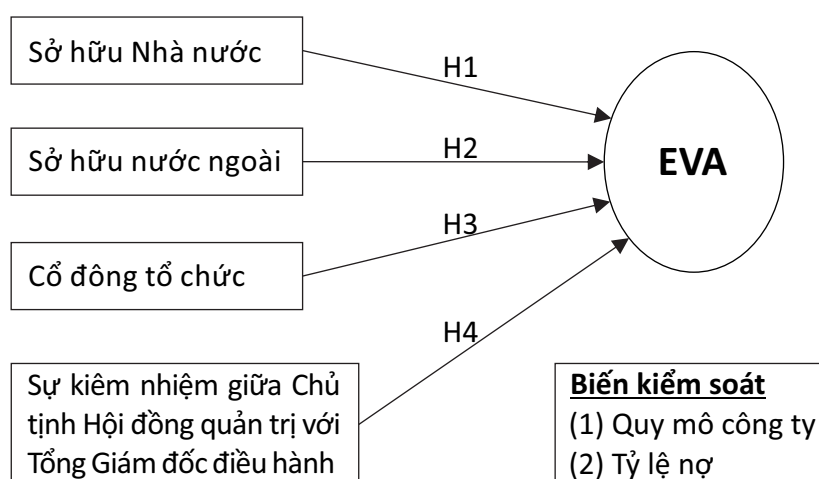
Nguyễn Văn Tuấn và cộng sự [27]	- Sở hữu Nhà nước; - Sở hữu nước ngoài; - Cổ đông tổ chức.	- EPS - ROA - ROE	- Dữ liệu được thu thập từ năm 2011 đến năm 2015.	- Không có mối liên hệ giữa tỷ lệ sở hữu Nhà nước, tỷ lệ sở hữu nước ngoài cũng như tỷ lệ cổ đông tổ chức với hiệu quả.	- Phương pháp định lượng: hồi quy bình phương tối thiểu thông thường và hồi quy với sai số chuẩn mạnh; - Mô hình nghiên cứu: mô hình ảnh hưởng cố định.
Hassnain và cộng sự [30]	- Cổ đông thiểu số; - Tỷ lệ cổ đông tổ chức trong nước; - Tỷ lệ cổ đông tổ chức nước ngoài.	- ROA	- Dữ liệu được thu thập từ năm 2012 đến năm 2015.	- Tương quan nghịch giữa tỷ lệ sở hữu nước ngoài với hiệu quả.	- Phương pháp định lượng: hồi quy.
Al- Malkawi [23]	- Sở hữu Nhà nước; - Sở hữu gia đình; - Cổ đông tổ chức.	- Chia cổ tức	- Dữ liệu được thu thập từ năm 2005 đến năm 2012.	- Tương quan thuận giữa tỷ lệ sở hữu Nhà nước, cổ đông tổ chức với hiệu quả.	- Phương pháp định lượng: hồi quy kiểm duyệt (Tobit).
Elena và cộng sự [31]	- Sở hữu Nhà nước; - Tỷ lệ cổ đông chiến lược; - Tỷ lệ cổ đông tổ chức độc lập; - Tỷ lệ cổ đông thuộc lĩnh vực tài chính.	-Tobin's Q; -ROA; -ROE.	-Dữ liệu được thu thập từ năm 2004 đến năm 2015.	-Tương quan thuận giữa cổ đông tổ chức với hiệu quả.	- Phương pháp định lượng: phương pháp ước lượng bình phương nhỏ nhất tổng quát.
Hamdan [2]	- Cấu trúc sở hữu quản lý; - Cấu trúc sở hữu tập trung; - Cổ đông tổ chức.	-Tobin's Q; -ROA.	- Dữ liệu được thu thập từ năm 2013 đến năm 2015.	- Tương quan thuận giữa cổ đông tổ chức với hiệu quả.	- Phương pháp định lượng: hồi quy; - Mô hình nghiên cứu: mô hình hiệu ứng ngẫu nhiên.

Ratnawati và cộng sự [26]	- Cấu trúc sở hữu quản lý; - Cổ đông tổ chức; - Né tránh thuế.	-Tobin's Q	- Dữ liệu được thu thập từ năm 2012 đến năm 2014.	- Tương quan thuận giữa cổ đông tổ chức với hiệu quả.	- Phương pháp định lượng: hồi quy đa biến.
Fernández và cộng sự [32]	- Quy mô công ty; - Ngành hoạt động; - Nguồn lực sẵn có; - Thời gian mà giá trị kinh tế vĩ mô thay đổi.	- ROA	- Dữ liệu được thu thập từ năm 1995 đến năm 2004.	- Tương quan thuận giữa ngành với hiệu quả của doanh nghiệp vừa.	- Phương pháp định lượng: hồi quy.

2.3.2. Đề xuất mô hình nghiên cứu

Trên cơ sở các kết quả của bằng chứng thực nghiệm và phương pháp được sử dụng trong

các nghiên cứu này, đề tài đã kế thừa và bổ sung, điều chỉnh để phù hợp với mục tiêu nghiên cứu.



Hình 1. Mô hình đo lường sự tác động của cấu trúc sở hữu đến EVA

Biến đo lường được sử dụng trong mô hình phân tích gồm: (1) biến phụ thuộc (biến EVA); (2) biến

độc lập và (3) biến kiểm soát. Khái niệm và đo lường các biến được trình bày trong Bảng 2 như sau:

Bảng 2. Bảng mô tả các biến đo lường

Tên biến	Định nghĩa	Cách đo	Trích dẫn
Biến phụ thuộc			
EVA	Giá trị kinh tế gia tăng	Lợi nhuận hoạt động trước lãi vay và sau thuế - Chi phí sử dụng vốn trung bình x Vốn đầu tư	Chu Thị Lê Dung, Phạm Thị Phương Uyên và Phan Thị Lệ Thúy [33], Nguyễn Thế Hùng [34], Pavelková và cộng sự [7]

Biến giải thích			
STATE	Sở hữu Nhà nước	Có giá trị 1 nếu có phần vốn Nhà nước, ngược lại có giá trị là 0	Ismail [18]
FOREIGN	Sở hữu nước ngoài	Có giá trị 1 nếu có phần vốn nước ngoài, ngược lại có giá trị là 0	Ismail [18]
INSTI	Cổ đông tổ chức	Có giá trị 1 nếu có cổ đông nắm giữ hơn 5% và không là cổ đông Nhà nước, ngược lại có giá trị là 0	Ismail [18]
CEO_DUALITY	Quyền kiêm nhiệm	Có giá trị 1 nếu Chủ tịch Hội đồng quản trị cũng là Tổng Giám đốc điều hành, ngược lại có giá trị là 0	Dávila-Velásquez và Lagos-Cortés, 2020 [35]
Biến kiểm soát			
SIZE	Quy mô công ty	Logarit tự nhiên của tổng tài sản	Hashmi và cộng sự [30], Nguyễn Văn Tuấn và Phạm Thảo Uyên [27]
DEBT	Tỷ lệ nợ	Tổng nợ/Tổng tài sản	

Giả thuyết nghiên cứu

H1: sở hữu Nhà nước (STATE) có ảnh hưởng nghịch chiều đến EVA (-)

H2: sở hữu nước ngoài (FOREIGN) có ảnh hưởng cùng chiều đến EVA (+)

H3: cổ đông tổ chức (INSTI) có ảnh hưởng cùng chiều đến EVA (+)

H4: sự kiêm nhiệm giữa Chủ tịch Hội đồng quản trị với Tổng Giám đốc điều hành (CEO_DUALITY) có ảnh hưởng nghịch chiều đến EVA (-)

3. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Bài báo nghiên cứu sử dụng phương pháp nghiên cứu định lượng và dùng phần mềm Stata để kiểm định mối liên hệ giữa cấu trúc sở hữu và hiệu quả của các doanh nghiệp niêm yết.

Mẫu được chọn là các công ty phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam và loại bỏ những công ty có dữ liệu không được cập nhật liên tục trong giai đoạn từ 2008 đến 2018.

Bảng 3. Thống kê mô tả mẫu nghiên cứu đối với các biến định lượng

Biến quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Nhỏ nhất	Lớn nhất
EVA	-4,197.271	16,154.75	-354078,02	5,074.39
SIZE	11.81	0.66	10.08	14.46
DEBT	0.48	0.22	0.02	0.94

Ghi chú: gồm 1,837 quan sát, được thể hiện qua 167 công ty niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam từ năm 2008 đến 2018.

Nhìn chung, EVA của các doanh nghiệp niêm yết có giá trị âm, EVA bình quân là -4,197.271 tỷ đồng, mức biến động của EVA tương đối lớn với độ lệch chuẩn là 16,154.75 tỷ đồng. Về các đặc trưng cơ bản của doanh nghiệp, quy mô trung bình của doanh nghiệp là 11.81. Mức biến động về quy mô khá nhỏ với độ lệch chuẩn 0.66 nghĩa

là các doanh nghiệp không có sự khác biệt đáng kể về quy mô. Về tỷ số nợ, các công ty đều có tỷ số nợ dưới 1.0, đạt mức trung bình là 0.48. Mức biến động về tỷ số nợ khá nhỏ với độ lệch chuẩn 0.22 cho thấy phần lớn tài sản của hầu hết các doanh nghiệp được tài trợ bằng vốn chủ sở hữu, rủi ro tài chính thấp, ít có nguy cơ bị vỡ nợ và

không gặp quá nhiều khó khăn để duy trì hoạt động trong giai đoạn suy thoái.

Bảng 4 cho thấy tỷ trọng của các doanh nghiệp không có cổ đông Nhà nước từ năm 2008 đến năm 2018 chiếm tỷ trọng cao gấp 3 lần tỷ trọng của các doanh nghiệp có cổ đông Nhà nước. Tương tự, tỷ trọng của các doanh nghiệp chưa thu hút được nhà đầu tư nước ngoài từ năm 2008 đến 2018 chiếm tỷ trọng cao gấp 2.5 lần tỷ trọng của các doanh nghiệp có cổ đông nước ngoài. Tuy nhiên, nếu so sánh tỷ trọng giữa doanh nghiệp có cổ đông Nhà nước với tỷ trọng của các doanh nghiệp có cổ đông nước ngoài thì tỷ trọng doanh nghiệp có cổ đông nước ngoài có phần cao hơn một chút (3.8%). Điều này chứng tỏ Nhà nước đã và đang rất quan tâm đến việc thu hút các nhà đầu tư

nước ngoài tiềm năng vào thị trường chứng khoán Việt Nam. Bên cạnh đó, tỷ trọng của các doanh nghiệp có nhà đầu tư tổ chức từ năm 2008 đến năm 2018 chiếm tỷ trọng cao gấp 7.7 lần tỷ trọng của các doanh nghiệp không có nhà đầu tư tổ chức, đồng thời, tỷ trọng của các doanh nghiệp không có sự kiểm nhiệm giữa Chủ tịch Hội đồng quản trị với Tổng Giám đốc từ năm 2008 đến năm 2018 chiếm tỷ trọng cao gấp 2.6 lần tỷ trọng của các doanh nghiệp có sự kiểm nhiệm. Từ đó, cho thấy đặc điểm cấu trúc sở hữu của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam là: các doanh nghiệp này đã thu hút được nhiều nhà đầu tư tổ chức và bộ máy quản trị có sự hợp nhất vai trò của vị trí Chủ tịch trong Hội đồng quản trị với Tổng Giám đốc điều hành.

Bảng 4. Thống kê mô tả mẫu nghiên cứu đối với các biến cấu trúc sở hữu

Biến	Số quan sát	Tỷ trọng của biến nhận giá trị 1	Tỷ trọng của biến nhận giá trị 0
STATE	1,837	23.5%	76.5%
FOREIGN	1,837	27.3%	72.7%
INSTI	1,837	88.5%	11.5%
CEO_DUALITY	1,837	27.7%	72.3%

4. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ THẢO LUẬN

Để đánh giá sơ bộ mối tương quan giữa cấu trúc sở hữu với EVA, nghiên cứu tiến hành phân tích

tương quan. Kết quả phân tích hệ số tương quan cho thấy các biến có tương quan với nhau, được cụ thể trong Bảng 5 dưới đây.

Bảng 5. Ma trận hệ số tương quan giữa các biến trong mô hình

Biến quan sát	EVA	STATE	FOREIGN	INSTI	CEO_DUALITY	SIZE	DEBT
EVA	1.00						
STATE	0.01	1.00					
FOREIGN	-0.06	-0.21	1.00				
INSTI	0.02	0.19	-0.09	1.00			
CEO_DUALITY	0.09	-0.05	-0.07	-0.05	1.00		
SIZE	-0.47	0.05	0.27	-0.10	-0.11	1.00	
DEBT	-0.11	0.11	-0.16	-0.10	0.10	0.33	1.00

Bảng 5 cho thấy không có mối tương quan đáng kể giữa các biến độc lập với nhau. Sau khi xem xét mức độ tương quan giữa các biến, phương

sai thay đổi và tự tương quan, mô hình hồi quy được tiến hành. Bảng 6 trình bày kết quả hồi quy của mô hình RE và phương pháp FGLS.

Bảng 6. Kết quả hồi quy

Biến quan sát	Biến phụ thuộc (EVA)		
	FEM	REM	FGLS
Hằng số	202.535***	173.708***	63.408***
STATE	-1.986**	-1.224*	-0.518**
FOREIGN	1.447*	1.638**	1.026***
INSTI	-4.308***	-3.776***	-0,722***
CEO_DUALITY	-0.760	-0.449	0.461**
SIZE	-17.702***	-15.198***	-5.636***
DEBT	13.453***	10.254***	2.046***
Số quan sát	1,837	1,837	1,837
R ² điều chỉnh	26.99%	27.65%	
Prob > F	0.0000		
Prob > chi2		0.0000	0.0000

Ghi chú: * $p < 0.1$; ** $p < 0.05$; *** $p < 0.01$

Ngoài ra, Nguyễn Văn Tuấn [27] kết luận rằng tồn tại một nguồn nội sinh khác tiềm ẩn trong mối quan hệ giữa quản trị doanh nghiệp và hiệu quả, nó được gọi là tính nội sinh động, do đó nhóm tác giả đề xuất sử dụng phương pháp ước lượng System GMM, bởi nó hiệu quả với dữ liệu bảng động. Đồng quan điểm với Nguyễn Văn Tuấn [27], Abonazel [36] cũng cho rằng System GMM được sử dụng rộng rãi trong các nghiên cứu thực nghiệm. Mô hình ước lượng System GMM cần có các biến công cụ. Đó là ROA, ROE, EPS, khả năng thanh toán hiện hành (CRATIO), tài sản cố định vô hình (INTANG) và khủng hoảng (CRISIS). Các biến này là biến độc lập ngoại sinh có tác động đến EVA theo kết luận của Baygi và Javadi [37], Boroujeni và cộng sự [24].

Bảng 7. Kết quả hồi quy bằng phương pháp SGMM

Biến quan sát	Biến phụ thuộc (EVA)
STATE	-20.930***
FOREIGN	-4.167
INSTI	10.438***
CEO_DUALITY	39.639**
SIZE	-70.787***
DEBT	84.408***
Số quan sát	835
Số nhóm	167
Số biến công cụ	40
AR(1): $pr > z$	0.307
AR(2): $pr > z$	0.365
Kiểm định Hansen	0.879

Ghi chú: * $p < 0.1$; ** $p < 0.05$; *** $p < 0.01$

Kết quả hồi quy như sau:

$$EVA = -20.930*STATE + 10.438*INSTI + 39.639*CEO_DUALITY - 70.787*SIZE + 84.408*DEBT$$

Bảng 7 đã giúp nhóm tác giả nhận thấy sự tác động của các biến trong mô hình, cụ thể là:

Kết quả nghiên cứu cho thấy sở hữu Nhà nước có tác động nghịch chiều với hiệu quả với mức ý nghĩa 1%, do đó giả thuyết H1 được ủng hộ. Điều này tương đồng với nghiên cứu của Henryani và Kusumastuti [5], Irene, Qian, Hooi và Jin [17], Ismail [18], Nguyễn Minh Huệ và Đặng Tùng Lâm [19] và Tariq và Naveed [6].

Sở hữu nước ngoài: trong trường hợp doanh nghiệp có sở hữu nước ngoài cao hơn, lợi ích của cổ đông được đặt lên hàng đầu nên họ thường tăng cường các hoạt động giám sát nội bộ, dẫn đến phát sinh chi phí đại diện, nhưng chi phí này sẽ giảm khi quyền sở hữu quản lý tăng, do đó, tỷ lệ sở hữu nước ngoài tăng thì hiệu quả tăng. Kết quả nghiên cứu cho thấy sở hữu nước ngoài có tác động nghịch chiều với hiệu quả nhưng không đáng kể, do đó giả thuyết H2 không được ủng hộ. Điều này tương đồng với nghiên cứu của Abdul Samad và Wan Yusoff [38], Nguyễn Văn Tuấn [27].

Cổ đông tổ chức: trong trường hợp doanh nghiệp có cổ đông tổ chức, lợi ích của cổ đông là điều tiên quyết nên họ sẽ dùng quyền sở hữu của mình tác động đến các chính sách hoạt động của công ty, tăng cường hoạt động giám sát nội bộ khi cần, theo đó, làm phát sinh chi phí đại diện, nhưng chi phí này sẽ giảm khi quyền sở hữu quản lý tăng, do đó, tỷ lệ sở hữu cổ đông tổ chức tăng thì hiệu quả tăng, bởi họ có lợi thế về công nghệ nên thu thập và xử lý thông tin nhanh chóng và hiệu quả. Kết quả nghiên cứu cho thấy sở hữu tổ chức có tác động thuận chiều với hiệu quả với mức ý nghĩa 1%, do đó giả thuyết H3 được ủng hộ. Điều này tương đồng với nghiên cứu Al - Malkawi [23], Boroujeni, Noroozi, Nadem và Chadegani [24],

Hamdan [2], Henryani và Kusumastuti [5], Nguyễn Minh Hà và Phan Hiệp [25], Ratnawati, Freddy và Hardi [26].

Khi bộ máy quản trị của doanh nghiệp có sự kiêm nhiệm giữa Chủ tịch Hội đồng quản trị và Tổng Giám đốc điều hành sẽ tạo ra một giám đốc điều hành có quyền lực gần như tuyệt đối, mà lợi ích của cổ đông đối lập với lợi ích của nhà quản trị vì những mục tiêu lợi nhuận khác nhau, từ đó, phát sinh tổn thất (chi phí đại diện). Sự kiêm nhiệm giữa Chủ tịch Hội đồng quản trị với Tổng Giám đốc thể hiện quyền lực trong công ty, nhưng bộ máy quản trị độc lập sẽ đạt hiệu quả cao [30]. Kết quả nghiên cứu cho thấy sự kiêm nhiệm giữa Chủ tịch Hội đồng quản trị với Tổng Giám đốc có tác động cùng chiều hiệu quả với mức ý nghĩa 5%, do đó giả thuyết H4 không được ủng hộ. Điều này tương đồng với nghiên cứu của Abdoli và Pourkazemi [16].

Tỷ lệ nợ là thước đo tài sản được tài trợ bằng nợ, tỷ số này càng nhỏ thì rủi ro tài chính càng thấp. Theo kết quả nghiên cứu, tỷ lệ nợ có mối liên hệ cùng chiều với EVA với mức ý nghĩa 1%.

Dang, Li và Yang [39] và Sri Murni [40] khuyến nghị rằng nên sử dụng biến quy mô SIZE để đo lường hiệu quả của nguồn lực nội tại doanh nghiệp. Tuy nhiên, việc chưa phát huy hết năng suất sử dụng tài sản hoặc mở rộng quy mô chưa phù hợp cũng là vấn đề, kết quả nghiên cứu trên đã minh chứng cho điều này.

5. KẾT LUẬN, HÀM Ý QUẢN TRỊ VÀ HẠN CHẾ

Mục tiêu nghiên cứu của đề tài là xem xét mức tác động của biến cấu trúc sở hữu đến hiệu quả. Kết quả nghiên cứu cho thấy cấu trúc sở hữu với các biến INSTI và CEO_DUALITY và biến kiểm soát DEBT có tác động cùng chiều đến hiệu quả và có ý nghĩa thống kê. Ngược lại, biến STATE có tác động nghịch chiều đến hiệu quả và có ý nghĩa thống kê, đồng thời biến FOREIGN có ảnh hưởng cùng chiều đến hiệu quả nhưng không đáng kể. Cuối cùng, biến kiểm soát SIZE có ảnh hưởng cùng chiều đến hiệu quả và có ý nghĩa thống kê.

Từ đó, nhóm tác giả đề xuất một số hàm ý quản trị như sau:

Sự hiện diện của cổ đông Nhà nước làm hiệu quả giảm. Như vậy, chính phủ cần nỗ lực trong việc xây dựng chính sách nhằm cải thiện hiệu quả các doanh nghiệp có vốn Nhà nước. Nhà nước nên tập trung vào chức năng quản lý và điều tiết nhằm làm cho thị trường hoạt động một cách lành mạnh, minh bạch và hiệu quả; hạn chế can thiệp vào việc điều hành doanh nghiệp.

Bên cạnh đó, sự tham gia vào thị trường của những cổ đông tổ chức cũng nâng cao hiệu quả nhưng mức độ tập trung sở hữu chưa cao, do đó, chính phủ cũng cần có chính sách khuyến khích các quỹ đầu tư, các định chế tài chính tích cực đầu tư vào công ty mà họ am hiểu để gia tăng hiệu quả. Với phương châm phát triển một thị trường chứng khoán lành mạnh và đi theo chiều sâu của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, cơ quan quản lý cần triển khai đồng bộ các giải pháp cả trong ngắn hạn và dài hạn, như là cần quy định rõ về việc tham gia của nhà đầu tư nước ngoài trên thị trường chứng khoán Việt Nam; về việc áp dụng các tiêu chuẩn báo cáo tài chính quốc tế vào tiêu chuẩn Kế toán Việt Nam nhằm nâng cao chất lượng cũng như đảm bảo tính tương đồng về thông tin tài chính.

Ngoài ra, sự kiêm nhiệm giữa Chủ tịch Hội đồng quản trị và Tổng Giám đốc điều hành cũng giúp gia tăng hiệu quả của các công ty phi tài chính niêm yết tại thị trường chứng khoán Việt Nam. Điều này khẳng định rằng sự kiêm nhiệm này phù hợp ở thị trường Việt Nam, bởi sự hợp nhất vai trò của hai vị trí trên sẽ tạo ra một giám đốc điều hành có quyền lực gần như tuyệt đối và có khả năng dẫn đến sự giám sát hiệu quả đối với hoạt động của công ty. Khi đó, việc lập kế hoạch, xây dựng chiến lược, thực thi và giám sát các hoạt động trở nên quan trọng hơn bao giờ hết. Mọi quyết định trở nên thận trọng khi quyền lực tập trung về tay một người. Từ đó cho thấy tầm quan trọng của một hệ thống quản trị để duy trì hoặc cải thiện hiệu quả.

Bên cạnh sự tác động của cấu trúc sở hữu đến

hiệu quả doanh nghiệp, quy mô doanh nghiệp và đòn bẩy tài chính cũng ảnh hưởng nhất định đến hiệu quả. Việc mở rộng quy mô kinh doanh không phù hợp sẽ làm giảm hiệu quả. Do đó, việc xây dựng chiến lược phát triển cũng như phê chuẩn kế hoạch kinh doanh, chính sách trong doanh nghiệp cần được Ban quản trị công ty xem xét kỹ và thông qua đại hội đồng cổ đông. Ngoài ra, nếu xem đòn bẩy tài chính là một công cụ trong quản trị tài chính công ty thì với những công ty có tốc độ tăng trưởng cao và ổn định có sử dụng đòn bẩy tài chính sẽ mang lại hiệu quả, ngược lại, những doanh nghiệp chưa tăng trưởng bền vững cần cân nhắc và tính toán tỷ lệ đòn bẩy tài chính hợp lý.

Với mục tiêu đánh giá những tác động của cấu trúc sở hữu đến hiệu quả kinh tế tăng thêm trong giai đoạn sau khi tham gia WTO và trước khi CPTPP có hiệu lực đối với các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam (giai đoạn 2008 - 2018) nên mẫu nghiên cứu dừng lại ở năm 2018. Nhóm tác giả tiếp tục thu thập dữ liệu để hướng đến việc đánh giá những tác động của cấu trúc sở hữu đến hiệu quả kinh tế tăng thêm trong giai đoạn sau khi CPTPP có hiệu lực. Ngoài ra, nghiên cứu này dùng thước đo hiệu quả hiện đại (EVA) để kiểm định mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu và hiệu quả của các doanh nghiệp phi tài chính có niêm yết tại thị trường chứng khoán Việt Nam. Từ đó, đối sánh với các nghiên cứu trước và tìm thấy điều thú vị tại thị trường Việt Nam. Để có được kết quả EVA một cách chính xác nhất [41] khuyến nghị rằng các nhà phân tích phải điều chỉnh một vài chỉ tiêu trong công thức tính EVA. Mặt khác, sự điều chỉnh này phụ thuộc rất nhiều vào bản chất của nghiệp vụ kinh tế phát sinh tại công ty. Ngoài ra, việc thu thập dữ liệu lịch sử từ sổ sách của một doanh nghiệp là không hề dễ dàng. Do đó, dữ liệu thu thập được đã giúp tính toán ra EVA mang tính đại diện. Vì vậy, các nghiên cứu sau này của nhóm tác giả hướng tới việc lựa chọn một lĩnh vực và tiến hành thu thập dữ liệu của các doanh nghiệp để ước tính EVA trung thực hơn.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1] Admed, R., Ebitihj, A., El-R., Ersaa, I., and Doaa, A., El-S., "Ownership Structure and Investment Efficiency: Evidence from Egypt". *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 8(4), p.1-21, 2018.
- [2] Hamdan, A., M., M., "The role of accounting conservatism in the relationship between ownership structure and firm performance". *International Journal of Critical Accounting*, 9 (5-6), p.524-539, 2017.
- [3] He, W., Li, D., Shen, J., Zhang, B., "Large foreign ownership and stock price informativeness around the world". *Journal of International Money and Finance*, 36, p.211-230, 2013.
- [4] V. T. T. Vân và P. T. Nghĩa, "Tác động của cấu trúc sở hữu đến rủi ro hệ thống của các ngân hàng thương mại niêm yết tại Việt Nam". *Tạp chí Khoa học Kinh tế*, 6(02), tr.107-117, 2018.
- [5] Henryani, F., F., and Kusumastuti, R., "Analysis of Ownership Structure Effect on Economic Value Added". *International Journal of Administrative Science and Organization*, 20(3), p.171-178, 2013.
- [6] Tariq, I. and Naveed, M., "Effects of Board & Ownership Structure on Firm Financial Performance: An Economic Value-Added Perspective". *Developing Country Studies*, 6(8), p.1-9, 2016.
- [7] Pavelková, D., Hamolka, L., Kanápková, A., Kolman, K., and Ha, P., "EVA and Key Performance Indicators: The Case of Automotive Sector in Pre - Crisis, Crisis and Post - Crisis Periods". *Economics and Sociology*, 11(3), p.77-95, 2018.
- [8] Glen, A. (2008), *Corporate financial management*, 4th Ed., London: Financial Times/Prentice Hall, 2008.
- [9] Bhasin, M. L., "Economic Value Added and Shareholders' Wealth Creation: Evidence from a Developing Country". *International Journal of Finance and Accounting*, 2(4), p.185-198.
- Retrieved from: <https://www.researchgate.net/publication/307475825>, 2013.
- [10] Myers, S. C., and Majluf, N. S., "Corporate financing and investment decisions when firm have information that investors do not have". *Journal of Financial Economics*, 13(2), p.187-221, 1984.
- [11] Jensen, M. C., and Meckling, W. H., "Theory of the firm managerial behaviour, agency costs and ownership structure". *Journal of Financial Economics*, 3(4), p.305-360, 1976.
- [12] Anastasia, M., Elizaveta, B., and Zhargal, T., "Value Relevance of Government Ownership of Equity (Evidence from Russian Listed Companies)". *HSE Economic Journal*, 23(1), p. 314-330, 2019.
- [13] Demstet, H., and Lehn, K., "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences". *Journal of Political Economy*, 93(6), p.1155-1177, 1985.
- [14] Nuttawat, V., Robin, L., and Yi, Y. (2008), "Economic Value Added and Sector Returns". *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 4(2), p.21-41, 2008.
- [15] Shen, Y., Zou, L., and Chen, D. (2015), "Does EVA performance evaluation improve the value of cash holdings? Evidence from China". *China Journal of Accounting Research*, 8, p.213-241, 2015.
- [16] Abdoli, M., and Pourkazemi, A., "Corporate governance and earnings management and the relationship between economic value added and created shareholder value". *African Journal of Business Management*, 6(15), p.5376-5382, 2011.
- [17] Irene, W., K., T., Qian, L., K., Hooi, H., L., and Jin, H., Ng., "Ownership Structure and Firm Performance: The Role of R&D". *Institutions and Economies*, 8(4), p.1-21, 2016.
- [18] Ismail, I., "The effect of ownership concentration on company performance". *African Journal of Business Management*, 7(18), p.1771-1777, 2011.

- [19] N. T. M. Huệ và Đ. T. Lâm, "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". *Tạp chí Kinh tế và Kinh doanh*, 33(1), tr.23-33, 2017.
- [20] Mohammad, W., Muhammad, I., Sadiqshahid, Amanullah, K., and Muhammad, K., "Impact of Board Characteristics, Ownership Structure and Growth opportunity on Corporate Risk Taking. Evidence from Pakistan listed firms". *IOSR Journal of Economics and Finance (IOSR-JEF)*, 10(6/4), p.29 - 38, 2019.
- [21] Kee, H., C., and Hao, Z., "Corporate Governance and Institutional Ownership", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Retrieved from: <https://www.researchgate.net/publication/227406458>, 2009.
- [22] Tulung J. E., and Ramdani, D., "Independence, size and performance of the board: An emerging market research". *Corporate Ownership & Control*, 15 (2-1), p.201-208, 2018.
- [23] Al - Malkawi, H., A., N., "Ownership structure, firm specific factors and payout policy: Evidence from the GCC region". *Corporate Ownership & Control*, 15(1 - 2), p.476-486, 2017.
- [24] Boroujeni, H., N., Noroozi, M., Nadem, M., and Chadegani, A., "The Impact of Capital Structure and Ownership Structure on Firm Performance: A Case Study of Iranian Companies". *Research Journal of Applied Sciences, Engineering and Technology* 6(22), p. 4265-4270, 2013.
- [25] N. M. Hà và P. Hiệp, "The effect of institutional ownership on listed companies' performance in Vietnam". *Int. J. Economics and Business Research*, 17(3), p.317- 332, 2019.
- [26] Ratnawati V., Freddy, D., and Hardi, "Ownership Structure, Tax Avoidance and Firm Performance". *Archives of Business Research*, 6(1), p.1-7, 2018.
- [27] N. V. Tuấn và P. T. Quyên, "Ảnh hưởng của sở hữu cổ đông lên lợi nhuận cổ phiếu của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam". *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, 242, tr.26-35, 2017.
- [28] Abdulkader, O., A., and Wan, F., W., Y., "Ownership Structure and Firm Performance: A Longitudinal Study in Malaysia". *Corporate Ownership & Control*, 13(2), p.432-437, 2016.
- [29] Chancharat, S., and Chancharat, N., "Board Structure, Ownership Structure, and Performance of Thai Listed Companies". *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 13(3), p.53-70, 2019.
- [30] Hashmi, S., D., Gulzar, S., Ghafoor, Z., and Naz, I., "Sensitivity of firm size measures to practices of corporate finance: evidence from BRICS". *Future Business Journals*, 6(9), p.2-19, 2020.
- [31] Elena, V., K., Anastasia, N., S. and Maria, S., K., "The Influence of the Ownership Structure on the Performance of Innovative Companies in the US". National Research University Higher School of Economics, No. WP BRP/70/FE/2018. Retrieved from: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3287670, 2018.
- [32] Fernández, E., Iglesias-Antelo, S., López-López, V., Rodríguez-Rey, M., Fernandez-Jardon, C.M., "Firm and industry effects on small, medium-sized and large firms' performance". *BRQ Business Research Quarterly*, 22, p.25-35, 2018.
- [33] C. T. L. Dung, P. T. P. Uyên và P. T. L. Thúy, "Sử dụng EVA để đánh giá hiệu quả hoạt động của công ty Cổ phần Điện lực Khánh Hòa". *Kỷ yếu hội thảo khoa học Giải pháp nâng cao hiệu quả tài chính cho các doanh nghiệp*, tr.113-117, 2016.
- [34] N. T. Hùng, "Sử dụng giá trị kinh tế gia tăng điều chỉnh trong đánh giá kết quả hoạt động của doanh nghiệp". *Công Thương*, số 12, tr.54-55, 2013.
- [35] Dávila-Velásquez, J.P, and Lagos-Cortés, D., "CEO Duality and Firm Value: Evidence from Mexico". *Entramado* 16 (2), p. 12 - 23, 2020.
- [36] Abonazel, M., R., "Bias correction methods for dynamic panel data models with fixed effects". *International Journal of Applied Mathematical Research*, 6(2), p.58-66, 2017.

- [37] Baygi, S., J., H., and Javadi, P., "Disclosure Quality and Economic Value Added". *International Journal of Industrial Distribution & Business*, 6(2), p.5-11, 2015.
- [38] Abdul Samad, A., O., and Wan Yusoff, W., F., "Ownership Structure and Firm Performance: A Longitudinal Study in Malaysia". *Corporate Ownership & Control*, 13(2), p.432-437, 2016.
- [39] Dang C., Li, Z., and Yang, C., "Measuring Firm Size in Empirical Corporate Finance". *Journal of Banking & Finance*, 86(1), p.159-176, 2018.
- [40] Sri, M., "The Role of EVA in Determining Company's Value through the Ownership Structure and Internal Factors". *European*, 2019.
- [41] Reeta, S., Arunima, H. và S.V.D. Nageswara Rao, "Economic Value Added: Corporate Performance Measurement Tool". *Corporate Board: Role, Duties & Composition*, 11(1), p.47-58. Retrieved from: <https://www.researchgate.net/publication/276417927>, 2015.

Impact of ownership structure on efficiency of listed firms the Vietnam stock exchange

Huynh My Tien* and Nguyen Do Bich Nga

ABSTRACT

This study employs data from 167 non-financial listed firms on the Vietnam Stock Exchange over the period 2008 to 2018 to find impacts of ownership structure on Economic Value-Added method (EVA) as a proxy of firm performance. The research finds that institutional shareholders as well as CEO duality positively, and significantly affects EVA. In contrast, state ownership has negative, and significant effect on EVA. Besides, the research confirms that the lower debt ratio the company has, the higher efficiency it has. In addition, the research reveals the negative, and great influence of size on EVA. From there, the authors propose administrative implications to promote efficiency.

Keywords: *firm performance, ownership structure, corporate governance*

Received: 08/10/2021

Revised: 20/11/2021

Accepted for publication: 22/11/2021