

Sở hữu quản lý, hiệu quả hoạt động và giá trị doanh nghiệp - nghiên cứu các công ty trên thị trường chứng khoán Việt Nam

VÕ XUÂN VINH



Nghiên cứu này xem xét mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu và hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh từ 2007 đến 2012. Kết quả cho thấy các công ty có sở hữu quản lý càng cao thì hiệu quả hoạt động càng thấp. Hơn nữa, nghiên cứu cho thấy các công ty có tỷ lệ sở hữu quản lý cao thì không được thị trường đánh giá cao, thể hiện việc các nhà đầu tư không định giá cao việc các cổ đông kiểm soát điều hành công ty. Do vậy, kết quả nghiên cứu ủng hộ sự tách bạch giữa vai trò sở hữu và vai trò quản lý doanh nghiệp.

1. Giới thiệu

Cùng với sự phát triển của thị trường chứng khoán, số lượng các công ty niêm yết tăng dần qua các năm. Cho đến cuối năm 2012, số lượng các doanh nghiệp niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh là 314 doanh nghiệp. Một trong những vấn đề đang được quan tâm từ nhiều bên liên quan, đặc biệt là nhà đầu tư, các nhà lập pháp và các học giả quan tâm là vấn đề sở hữu quản lý, hiệu quả hoạt động và giá trị thị trường của doanh nghiệp. Các nhóm cổ đông khác nhau thì có những quyền lợi và lợi ích khác nhau, có những quan hệ khác nhau với chính phủ, với ngân hàng, với đối tác chiến lược, nên cơ cấu sở hữu có ảnh hưởng lớn đến những quyết định của doanh nghiệp và tác động đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp khác nhau. Trên thế giới đã có nhiều nghiên cứu xem xét tác động của sở hữu quản lý đến hiệu quả hoạt động và giá trị của doanh nghiệp, tuy nhiên kết quả chưa thống nhất (Davies et al. 2005; Rose 2005; Smith 1990). Hơn nữa, vấn đề tách bạch giữa vai trò của chủ sở hữu doanh nghiệp và vai trò của người điều hành, quản lý doanh nghiệp là một vấn đề thu hút sự quan tâm của

nhiều bên, trong đó có các nhà quản lý thị trường và các nhà lập chính sách. Vấn đề này đòi hỏi được quan tâm cùng với sự phát triển của các nền kinh tế, đặc biệt là các nền kinh tế mới nổi như Việt Nam nhằm đảm bảo doanh nghiệp hoạt động minh bạch, vì lợi ích của các cổ đông và tối đa hóa giá trị doanh nghiệp.

Nghiên cứu này có một số hàm ý cho chính sách kinh tế hiện tại của chính phủ. *Một là*, nghiên cứu và hiểu biết về cấu trúc sở hữu, hiệu quả hoạt động và giá trị của doanh nghiệp là một công cụ của chính phủ trong việc đảm bảo hiệu quả hoạt động tốt nhất cũng như tối đa hóa giá trị của doanh nghiệp (Kang & Kim 2012). *Hai là*, nghiên cứu có hàm ý quan trọng cho nhà đầu tư, các học giả và các nhà làm chính sách trong việc phân định rõ chức năng quản lý và chức năng sở hữu trong một doanh nghiệp. *Ba là*, nghiên cứu này có ý nghĩa tham khảo, làm cơ sở khoa học cho việc tái cấu trúc thị trường chứng khoán Việt Nam, đảm bảo lợi ích cho các nhà đầu tư và các cổ đông khi đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Võ Xuân Vinh, TS., Trường đại học Kinh tế thành phố Hồ Chí Minh.

Ngoài ra, nghiên cứu về quan hệ sở hữu của nhà quản lý, hiệu quả hoạt động và giá trị doanh nghiệp ở Việt Nam chưa nhiều. Do vậy, một đóng góp nữa về mặt khoa học của nghiên cứu này là làm giàu cho kho tàng học thuật về chủ đề sở hữu quản lý cũng như quan hệ giữa sở hữu quản lý và hiệu quả hoạt động, giá trị doanh nghiệp ở Việt Nam.

2. Cơ sở lý thuyết và giả thuyết nghiên cứu

Jensen & Meckling (1976) đặt nền móng cho nghiên cứu về chủ đề này khi cho rằng cấu trúc sở hữu có tác động đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Nghiên cứu này cho rằng nếu một doanh nghiệp có các cổ đông lớn thì sẽ làm tăng hiệu quả hoạt động và giá trị doanh nghiệp. Tuy nhiên, trong kho tàng học thuật có nhiều nghiên cứu bác bỏ quan điểm này (La Porta et al. 1999). Những nghiên cứu bác bỏ luận điểm này dựa trên lý thuyết người đại diện (agency theory) cho rằng, một khi doanh nghiệp được sở hữu bởi các loại cổ đông lớn sẽ có hiện tượng các cổ đông lớn thu lợi riêng cho họ, làm cho doanh nghiệp có hiệu quả hoạt động kém hơn. Như vậy, sẽ có sự mất cân bằng giữa lợi ích của cổ đông quản lý và các cổ đông khác. Để kiểm soát được sự mất cân bằng lợi ích này, các cổ đông bên ngoài sẽ có các biện pháp giám sát và phát sinh chi phí đại diện. Căn cứ vào lý thuyết này, sở hữu quản lý càng cao thì hiệu quả hoạt động thấp và giá trị thị trường công ty thấp, trừ phi các cổ đông bên ngoài khác có thể kiểm soát chi phí đại diện đối với quan hệ giữa các nhà quản lý và cổ đông khác một cách ít tổn kém nhất. Trong thực tế, các cổ đông bên ngoài không thể kiểm soát được với chi phí thấp đó, cho nên xét về mặt trung bình chung, sở hữu quản lý càng cao sẽ làm giảm hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp và thị trường đánh giá doanh nghiệp thấp hơn. Vấn đề này trở nên nghiêm trọng hơn ở các nước đang phát triển như Việt Nam, do điều kiện và khả năng kiểm soát của luật pháp chưa hoàn chỉnh, chưa bảo vệ được cổ đông nhỏ.

Jensen & Meckling (1976) cho rằng, sở hữu tập trung cao tạo ra những cổ đông lớn và có những ưu tiên cho lợi ích riêng của họ. Tỷ lệ sở hữu của nhà quản lý càng tăng thì có thể hưởng lợi ích của nhà quản lý giống với lợi ích của cổ đông, khi đó nhà quản lý có những động lực mạnh mẽ để làm tối đa hóa giá trị công ty bằng cách tạo ra hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp cao hơn. Lập luận này được hỗ trợ bởi nhiều nghiên cứu sau đó (Grossman & Hart 1986; Jensen et al. 1992; Jensen & Meckling 1976; Rozeff 1982). Ngược lại, Demsetz & Lehn (1985) cho rằng, tỷ lệ sở hữu quá lớn của nhà quản lý có thể làm cho họ luôn nghĩ về lợi ích của mình hơn lợi ích của cổ đông bên ngoài, do đó các công ty có sở hữu quản lý thường có hiệu quả hoạt động thấp hơn. Lập luận này được hỗ trợ nhiều nghiên cứu sau đó (Agrawal & Jayaraman 1994; Harada & Nguyen 2011; Jensen et al. 1992; Short et al. 2002).

Giả thuyết nghiên cứu

Từ cơ sở lý thuyết, với những lập luận như trên, và kết quả của các nghiên cứu trước, đặc biệt dựa trên hoàn cảnh thực tiễn của Việt Nam, tác giả đưa ra các giả thuyết nghiên cứu như sau:

H1: Tỷ lệ sở hữu quản lý càng cao thì hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp càng thấp.

H2: Tỷ lệ sở hữu quản lý càng cao thì giá trị doanh nghiệp càng thấp.

3. Dữ liệu, mô hình và phương pháp nghiên cứu

Chúng tôi sử dụng dữ liệu của mẫu nghiên cứu là các doanh nghiệp niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh. Dữ liệu nghiên cứu được thu thập của 259 công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh giai đoạn từ 2007 đến 2012 từ các báo cáo tài chính, báo cáo thường niên của các công ty được công bố và từ sơ giao dịch chứng khoán HOSE. Dữ liệu không bao gồm các công ty sáp nhập, công ty tài chính trong giai đoạn nghiên cứu. Dữ liệu có cấu trúc dữ liệu bảng.

Từ các nghiên cứu trước của Rose (2005) và Li et al. (2007), mô hình nghiên cứu được sử dụng như sau:

$$PERFORMANCE_{it} = \alpha + \beta_1 MAN_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 DEBT_{it} + \beta_4 GROW_{it} + \beta_5 TURN_{it} + \varepsilon_{it}$$

và

$$VALUE_{it} = \alpha + \beta_1 MAN_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 DEBT_{it} + \beta_4 GROW_{it} + \beta_5 TURN_{it} + \varepsilon_{it}$$

trong đó:

$PERFORMANCE_{it}$ là chỉ số đo lường hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, được đo lường bởi hai chỉ số EPS và ROA tại thời điểm cuối năm t của công ty i , trong đó chỉ số EPS đại diện cho thu nhập của mỗi cổ phiếu (hay đại diện cho khả năng sinh lời doanh nghiệp đối với mỗi cổ đông) và ROA đại diện cho khả năng sinh lời hay hiệu quả tạo ra thu nhập của tài sản. EPS được tính bằng thu nhập sau thuế chia cho số cổ phiếu đang lưu hành và ROA được xác định bằng lợi nhuận sau thuế dành cho cổ đông của công ty mẹ trên tổng tài sản ở thời điểm cuối năm tài chính (Wei & Xiao 2009).

$VALUE_{it}$ là chỉ số đo lường giá trị của doanh nghiệp, được đo lường bởi hai chỉ số TobinQ và MTB tại thời điểm cuối năm t của công ty i , trong đó chỉ số Tobin Q đại diện cho giá trị tài sản doanh nghiệp điều chỉnh theo thị trường và MTB đại diện cho giá trị kỳ vọng của nhà đầu tư đối với doanh nghiệp. TobinQ được tính bằng giá trị thị trường của tài sản và nợ trên giá trị sổ sách của tài sản và nợ. Do Việt Nam chưa có thị trường nợ và không có số liệu chính thức về nợ nên nghiên cứu này giả định giá trị thị trường của nợ bằng giá trị sổ sách. MTB được tính bằng giá trị thị trường của doanh nghiệp (tính bằng vốn hóa thị trường chia cho giá trị sổ sách của doanh nghiệp tại thời điểm cuối năm) (Kang & Kim 2012).

- Sở hữu của cổ đông quản lý (MAN_{it}) là tỷ lệ sở hữu của cổ đông quản lý trong doanh nghiệp được xác định bằng số cổ phần sở hữu bởi ban giám đốc, kế toán trưởng và kế cả phần các thành viên này đại diện cho các cổ

đồng khác chia cho tổng số cổ phiếu đang lưu hành của công ty ở thời điểm cuối năm tài chính;

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

$DEBT_{it}$ đại diện cho tỷ lệ nợ của công ty i ở năm t . Nhiều nghiên cứu cho thấy tỷ lệ nợ là yếu tố chính có tác động quyết định đến hiệu quả hoạt động của công ty, đặc biệt là trong giai đoạn khó khăn này của nền kinh tế Việt Nam. Một công ty có tỷ lệ nợ thấp thì có nhiều khả năng hoạt động hiệu quả về mặt tài chính cao hơn là các công ty có tỷ lệ nợ cao. DEBT được xác định bằng tổng nợ trên tổng tài sản tại thời điểm cuối năm tài chính (Aivazian et al. 2003; Jensen et al. 1992; Wei & Xiao (2009).

$GROW_{it}$ là chỉ số đại diện cho cơ hội tăng trưởng của công ty i tại thời điểm t . Tương tự như Wei & Xiao (2009), chúng tôi sử dụng tỷ lệ tăng trưởng tài sản của công ty để đại diện cho cơ hội tăng trưởng của công ty. Công ty có cơ hội tăng trưởng cao thì được giả định là hoạt động có hiệu quả hơn các công ty không có cơ hội tăng trưởng (Smith & Watts 1992).

$TURN_{it}$ là chỉ số doanh thu của công ty và có tác động trực tiếp đến lợi nhuận của công ty. Khi ước lượng mô hình hồi quy thì TURN được tính bằng logarit tự nhiên của tổng doanh thu của công ty (Bhattacharya & Graham 2009; Himmelberg et al. 1999).

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

Phương pháp nghiên cứu

Chúng tôi sử dụng phương pháp nghiên cứu là phương pháp ước lượng hồi quy cho dữ liệu bảng. Thông thường, với mô hình hồi quy dữ liệu bảng thì có hai ước lượng là ước lượng cố định (fixed effects) và ước lượng ngẫu nhiên (random effects). Nghiên cứu này sử dụng kiểm

định Hausman để lựa chọn ước lượng cố định hay ước lượng ngẫu nhiên. Kết quả kiểm định Hausman cho thấy các mô hình hồi quy sử dụng ước lượng cố định được lựa chọn. Để tinh gọn, chúng tôi không trình bày các kết quả kiểm định ở đây. Ngoài ra, nghiên cứu này còn sử dụng ước lượng GMM (Generalized Methods of Moments) để ước

lượng mô hình như là một phương thức đảm bảo độ tin cậy cho kết quả nghiên cứu. Ước lượng GMM được coi là một ước lượng ưu việt có thể khắc phục hiện tượng nội sinh trong mô hình đưa ra kết quả chính xác hơn.

4. Kết quả

Bảng 1 mô tả đặc tính thống kê của các biến trong nghiên cứu.

BẢNG 1: Thống kê mô tả các biến

Biến	Giá trị trung bình	Giá trị lớn nhất	Giá trị nhỏ nhất	Độ lệch chuẩn
EPS	3442,9440	32507	-10332	3460,6980
ROA	0,0786	0,5484	-0,6455	0,0830
TOBIN_Q	1,2077	7,2524	0,3403	0,7203
MTB	1,4022	9,4350	0,1484	1,3175
MAN	0,1323	0,8496	0,0000	0,1680
SIZE	13,6982	17,6254	11,3920	1,1110
DEBT	0,4819	0,9575	0,0311	0,2103
GROW	0,2504	5,7223	-0,6742	0,5146
TURN	13,4640	18,0394	8,2292	1,2328

Nguồn: Tính toán của tác giả.

Hệ số tương quan giữa các biến được mô tả ở bảng 2. Kết quả ở bảng này thể hiện các hệ số tương quan giữa các biến nghiên cứu không có cặp nào lớn hơn 0.8. Do vậy, khi sử dụng mô hình hồi quy sẽ ít có khả năng gặp hiện tượng tương quan giữa các biến (multicollinearity). Điều này cũng được kiểm định lại bằng cách sử dụng hệ số VIF khi chạy hồi quy và kết quả cho thấy không có

hiện tượng tương quan (chúng tôi không trình bày các kiểm định VIF ở đây để cho gọn).

Ngoài ra, kết quả ban đầu từ bảng hệ số tương quan cho thấy tương quan âm trong quan hệ giữa sở hữu quản lý với các biến đại diện cho hiệu quả hoạt động (EPS và ROA) và với các biến đại diện cho giá trị doanh nghiệp (TOBIN_Q và MTB).

BẢNG 2: Ma trận tương quan giữa các biến

Biến	EPS	ROA	TOBIN_Q	MTB	MAN	SIZE	DEBT	GROW	TURN
EPS	1								
ROA	0,783	1							
TOBIN_Q	0,383	0,427	1						
MTB	0,371	0,363	0,890	1					
MAN	-0,033	-0,018	-0,058	-0,027	1				
SIZE	0,080	-0,090	0,076	0,116	0,066	1			
DEBT	-0,205	-0,479	-0,155	-0,066	0,094	0,326	1		
GROW	0,200	0,160	0,268	0,299	-0,019	0,093	0,038	1	
TURN	0,229	0,076	0,112	0,115	0,044	0,647	0,302	0,038	1

Nguồn: Tính toán của tác giả.

Bảng 3 trình bày kết quả hồi quy với ước lượng cố định cho dữ liệu bảng và ước lượng GMM. Biến đại diện cho sở hữu là MAN. Các hệ số hồi quy của biến sở hữu quản lý chủ yếu là âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 5%. Do vậy, có thể khẳng định rằng, các doanh nghiệp có sở hữu quản lý càng lớn thì hiệu quả hoạt động càng thấp trên thị trường chứng khoán Việt Nam khi xem xét yếu tố thu nhập trên mỗi cổ phiếu và tỷ

suất sinh lợi trên tổng tài sản. Nói cách khác, kết quả cho phép bài báo chấp nhận giả thuyết H1. Kết luận này có hàm ý cho các nhà đầu tư nhỏ lẻ khi lựa chọn danh mục đầu tư nên xem xét cơ cấu sở hữu để có các quyết định đầu tư. Hơn nữa, điều này cũng gợi ý cho các nhà lập pháp cân bổ sung khung pháp lý và kiểm soát việc thực thi pháp luật ở các doanh nghiệp có sở hữu nhà quản lý để bảo vệ các cổ đông nhỏ lẻ.

BẢNG 3: Kết quả hồi quy với biến phụ thuộc là EPS, ROA; biến độc lập là MAN

Biến	Biến phụ thuộc EPS				Biến phụ thuộc ROA			
	TĐCĐ		GMM		TĐCĐ		GMM	
	Hệ số	Prob,	Hệ số	Prob,	Hệ số	Prob,	Hệ số	Prob,
C	-1,1686	0,0034	-0,2559	0,1098	-0,0639	0,4430	0,0541	0,1386
MAN	-0,0455	0,0066	-0,1040	0,0087	-0,0100	0,0076	-0,0052	0,0093
SIZE	-0,1021	0,0054	-0,0285	0,0437	-0,0223	0,0037	-0,0111	0,0006
DEBT	-0,4781	0,0000	-0,4559	0,0000	-0,2194	0,0000	-0,2104	0,0000
GROW	0,1545	0,0000	0,2060	0,3841	0,0320	0,0000	-0,0181	0,7382
TURN	0,2309	0,0000	0,0872	0,0000	0,0406	0,0000	0,0205	0,0000
R-squared	0,6705				0,7491			
Adjusted R-squared	0,5573				0,6629			
F-statistic	5,9258				8,6955			
Prob(F-statistic)	0,0000				0,0000			

Nguồn: Tính toán của tác giả.

Bảng 4 trình bày kết quả hồi quy với ước lượng cố định cho dữ liệu bảng và ước lượng GMM. Biến đại diện cho sở hữu là MAN. Các hệ số hồi quy chủ yếu là âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 5%. Do vậy, có thể thấy rằng, các doanh nghiệp có sở hữu quản lý càng lớn được thị trường đánh giá thấp dựa trên hai chỉ số là TobinQ và hệ số giá thị trường trên giá trị sổ sách. Kết quả này khẳng định rằng sở hữu quản lý càng cao thì giá trị thị trường thấp và giả thuyết

H2 được chấp nhận. Kết quả này có hàm ý cho các nhà đầu tư nhỏ lẻ khi lựa chọn danh mục đầu tư nên xem xét cơ cấu sở hữu vì nếu doanh nghiệp có sở hữu quản lý càng cao thì thị trường đánh giá thấp cổ phiếu của doanh nghiệp. Do vậy, điều này cũng tái khẳng định gợi ý cho các nhà lập pháp cân bổ sung khung pháp lý và kiểm soát việc thực thi pháp luật ở các doanh nghiệp có sở hữu nhà quản lý để bảo vệ các cổ đông nhỏ lẻ.

BẢNG 4: Kết quả hồi quy với biến phụ thuộc là TOBINQ, MTB; biến độc lập là MAN

	Biến phụ thuộc là TOBINQ				Biến phụ thuộc là MTB			
	TĐCĐ		GMM		TĐCĐ		GMM	
	Hệ số	Prob,	Hệ số	Prob,	Hệ số	Prob,	Hệ số	Prob,
C	13,899	0,000	-0,298	0,164	29,017	0,000	-1,350	0,003
MAN	-0,469	0,019	-0,096	0,071	-0,530	0,032	-0,125	0,054
SIZE	-1,077	0,000	0,048	0,012	-2,437	0,000	0,174	0,000
DEBT	-0,813	0,002	-0,517	0,000	-3,114	0,000	-0,810	0,000
GROW	0,262	0,000	0,734	0,021	0,438	0,000	2,682	0,000
TURN	0,114	0,052	0,060	0,003	0,304	0,003	0,000	0,998
R-squared	0,568				0,600			
Adjusted R-squared	0,419				0,463			
F-statistic	3,822				4,367			
Prob(F-statistic)	0,000				0,000			

Nguồn: Tính toán của tác giả.

Ngoài ra, kết quả nghiên cứu cũng cho chúng ta thấy một số đặc trưng khác của các doanh nghiệp trên sàn giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh. Cụ thể, các hệ số hồi quy của biến SIZE ở bảng 3 phần lớn là âm và có ý nghĩa thống kê, cho thấy công ty càng lớn thì hiệu quả hoạt động càng thấp. Công ty có tỷ trọng nợ cao thì hiệu quả hoạt động thấp hơn, thể hiện ở các hệ số hồi quy đối với biến DEBT là âm và có ý nghĩa thống kê. Mặt khác, công ty có cơ hội đầu tư và tăng trưởng doanh thu cao thì hiệu quả hoạt động càng cao thể hiện ở các hệ số hồi quy đại diện cho cơ hội đầu tư là GROW và TURN đều có dấu dương và có ý nghĩa thống kê.

Bảng 4 cũng cho kết quả tương tự, công ty càng lớn và có tỷ trọng nợ cao thì thị trường đánh giá càng thấp thể hiện ở các hệ số hồi quy của biến SIZE và DEBT có hệ số âm và có ý nghĩa thống kê. Điều này phản ánh đúng thực trạng trong thời gian vừa qua trong bối cảnh lãi suất vay cao và doanh thu thấp do nền kinh tế bị đình trệ. Mặt khác, công ty có cơ hội đầu tư cao, có tăng trưởng doanh thu cao thì thị trường đánh giá các

doanh nghiệp đó có giá trị cao hơn thể hiện ở các hệ số hồi quy đại diện cho GROW và TURN có dấu dương và có ý nghĩa thống kê.

Tóm lại, kết quả của nghiên cứu cho các kết luận đối với các giả thuyết nghiên cứu như sau: (i) chấp nhận giả thuyết nghiên cứu H1 nếu công ty có sở hữu của các nhà quản lý càng cao thì hiệu quả hoạt động càng thấp và ii) chấp nhận giả thuyết nghiên cứu H2 nếu công ty có sở hữu quản lý càng cao thì giá trị doanh nghiệp càng thấp.

5. Kết luận

Nghiên cứu này xem xét mối quan hệ giữa sở hữu quản lý, hiệu quả hoạt động và giá trị doanh nghiệp của các công ty trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Kết quả cho thấy, các doanh nghiệp có sở hữu quản lý càng cao thì hiệu quả hoạt động không cao và có ý nghĩa thống kê. Hơn nữa, nghiên cứu này cũng chấp nhận giả thuyết: các doanh nghiệp có sở hữu quản lý càng cao thì thị trường định giá giá trị các doanh nghiệp càng thấp. Do vậy, có thể kết luận rằng, vấn đề sở hữu quản lý lớn không làm cho doanh nghiệp có hiệu quả và giá trị cao đang được phản ánh

một cách rõ nét ở các doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Nghiên cứu có một số hàm ý về mặt chính sách như sau: *Thứ nhất*, các nhà quản lý thị trường, các nhà lập pháp nên làm rõ và sớm làm rõ chức năng quản lý và chức năng chủ sở hữu trong một doanh nghiệp, tạo tiền đề cho doanh nghiệp phát triển hơn, có hiệu quả hoạt động cao hơn và được thị trường đánh giá cao hơn. *Thứ hai*, trong chiến lược tái cấu trúc thị trường chứng khoán, một trong những việc đầu tiên cần làm là, có các biện pháp kiểm soát và các chế tài phù hợp để điều chỉnh cho việc công bố thông tin của doanh nghiệp, đặc biệt là thông tin của các nhà quản lý, đảm bảo tính công khai minh bạch trong hoạt động của doanh nghiệp và bảo vệ nhà đầu tư, nhất là các cổ đông thiểu số./.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Agrawal, A. & Jayaraman, N. (1994), 'The Dividend Policy of All equity Firms A Direct Test of The Free Cash Flow Theory', *Managerial And Decision Economics*, Vol. 15, pp. 139-148.
2. Aivazian, V., Booth, L. & Cleary, S. (2003), 'Do emerging market firms follow different dividend policies from US firms?', *Journal of Financial Research*, Vol. 26, No. 3, pp. 371-387.
3. Bhattacharya, P.S. & Graham, M.A. (2009), 'On institutional ownership and firm performance: A disaggregated view', *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 19, No. 5, pp. 370-394.
4. Chen, Z., Cheung, Y.-L., Stouraitis, A. & Wong, A.W.S. (2005), 'Ownership concentration, firm performance, and dividend policy in Hong Kong', *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 13, pp. 431-449.
5. Davies, J.R., Hillier, D. & McColgan, P. (2005), 'Ownership structure, managerial behavior and corporate value', *Journal of Corporate Finance*, Vol. 11, No. 4, pp. 645-660.
6. Demsetz, H. & Lehn, K. (1985), 'The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences', *Journal of Political Economy*, Vol. 93, No. 6, pp. 1155-1177.
7. Grossman, S.J. & Hart, O. (1986), 'The Cost and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration', *Journal of Political Economy*, Vol. 94, No. 4, pp. 691-719.
8. Gugler, K. & Yurtoglu, B.B. (2003), 'Corporate governance and dividend payout in Germany', *European Economic Review*, Vol. 47, pp. 731-758.
9. Harada, K. & Nguyen, P. (2011), 'Ownership concentration, agency conflicts, and dividend policy in Japan', *Managerial Finance*, Vol. 37, pp. 362-379.
10. Himmelberg, C.P., Hubbard, R.G. & Palia, D. (1999), 'Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance', *Journal of Financial Economics*, Vol. 53, pp. 353-384.
11. Jensen, G.R., Solberg, D.P. & Zorn, T.S. (1992), 'Simultaneous determination of insider ownership, debt and dividend policies', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 27, No. 02, pp. 247-263.
12. Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1976), 'Theory of firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure', *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, pp. 305-360.
13. Kang, Y.S. & Kim, B.Y. (2012), 'Ownership structure and firm performance: Evidence from the Chinese corporate reform', *China Economic Review*, Vol. 23, No. 2, pp. 471-481.
14. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. & Shleifer, A. (1999), 'Corporate Ownership Around the World', *Journal of Finance*, Vol. 54, No. 2, pp. 471-517.
15. Li, D., Moshirian, F., Nguyen, P. & Tan, L.-W. (2007), 'Managerial ownership and firm performance: Evidence from China's privatizations', *Research in International Business and Finance*, Vol. 21, No. 3, pp. 396-413.
16. Rose, C. (2005), 'Managerial Ownership and Firm Performance in Listed Danish Firms: In Search of the Missing Link', *European Management Journal*, Vol. 23, No. 5, pp. 542-553.
17. Rozeff, M.S. (1982), 'Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios', *Journal of Financial Research*, Vol. 5, No. 3, pp. 249-259.
18. Short, H., Zhang, H. & Keasey, K. (2002), 'The link between dividend policy and institutional ownership', *Journal of Corporate Finance*, Vol. 8, pp. 105-122.
19. Smith, A.J. (1990), 'Corporate ownership structure and performance. The case of management buyouts', *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, No. 1, pp. 143-164.
20. Smith, J.C. & Watts, R.L. (1992), 'The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies', *Journal of Financial Economics*, Vol. 32, No. 3, pp. 263-292.
21. Wei, G. & Xiao, J.Z. (2009), 'Equity ownership segregation, shareholder preferences, and dividend policy in China', *The British Accounting Review*, Vol. 41, pp. 169-183.