

Đầu tư gián tiếp nước ngoài và hiệu quả hoạt động của các công ty Việt Nam

LÊ VINH DANH*

PHẠM THỊ MINH LÝ**

VÕ VĂN LAI***

Tóm tắt: Bài viết này nghiên cứu tác động của vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của các công ty trên thị trường cổ phiếu Việt Nam. Sử dụng số liệu của các công ty phi tài chính từ năm 2007 đến 2015, bài viết cho biết sở hữu nước ngoài giảm trong những năm 2009 - 2010 và sau đó tăng mạnh. Thêm vào đó, đầu tư gián tiếp nước ngoài không đồng đều ở các ngành kinh tế. Bài viết cũng cho biết rằng nhà đầu tư nước ngoài đầu tư vào các công ty lớn, công ty đầu tư ít vào tài sản cố định và ít vay vốn dài hạn, và công ty có hoạt động kinh doanh hiệu quả hơn. Tuy nhiên, sở hữu nước ngoài không làm tăng hiệu quả hoạt động kinh doanh của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán. Kết luận này vẫn giữ nguyên khi sử dụng các phương pháp phân tích hồi quy khác nhau.

Từ khóa: Đầu tư gián tiếp nước ngoài, sở hữu nước ngoài, hiệu quả hoạt động kinh doanh.

1. Giới thiệu

Từ khi thực hiện chính sách đổi mới vào năm 1987, Việt Nam đang đẩy mạnh cải cách chính sách kinh tế nhằm thu hút nguồn vốn đầu tư nước ngoài cho quá trình phát triển nền kinh tế quốc dân. Nguồn vốn này có vai trò quan trọng trong việc thúc đẩy sản xuất, đổi mới công nghệ, tạo công ăn việc làm, nâng cao chất lượng quản trị doanh nghiệp cũng như thúc đẩy quá trình hội nhập kinh tế quốc tế. Tuy nhiên, khi nói đến vai trò đầu tư nước ngoài, Việt Nam thường nhấn mạnh đến vai trò của đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI - Foreign Direct Investment) hơn là đầu tư gián tiếp (FPI - Foreign Portfolio Investment) đô thị trường chứng khoán của Việt Nam mới được

phát triển trong những năm gần đây. Khác với đầu tư trực tiếp nước ngoài, hình thức đầu tư trong đó nhà đầu tư trực tiếp tham gia và điều hành các hoạt động của doanh nghiệp, đầu tư gián tiếp nước ngoài là loại hình đầu tư mà chủ sở hữu vốn không trực tiếp quản lý và điều hành hoạt động sử dụng vốn của mình. Vì nhà đầu tư không trực tiếp tham gia vào việc quản trị doanh nghiệp, vai trò của đầu tư gián tiếp nước ngoài đối với hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp là vấn đề đang còn tranh luận (Errunza 2001 và Ahmadjian và Robbins 2005). Thêm vào đó, đầu tư gián tiếp nước ngoài thường tập trung vào các công ty lớn và có hiệu quả hoạt động kinh doanh cao (Dahlquist và Robertsson 2001), hình thức đầu tư này có thực sự nâng cao hiệu quả hoạt

*, **, *** Đại học Tôn Đức Thắng

động của các doanh nghiệp nội địa hay không là vấn đề quan trọng cần nghiên cứu.

Theo lý thuyết quản trị công ty, đầu tư gián tiếp nước ngoài có thể có hai tác động ngược nhau đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Một mặt, đầu tư gián tiếp có thể thúc đẩy việc kiểm soát và cải thiện chất lượng quản trị (monitoring effect) (Aghion và cộng sự 2013) vì nhà đầu tư nước ngoài giám sát công ty hiệu quả hơn. Mặt khác, loại hình đầu tư này cũng có thể tạo động cơ cho nhà đầu tư nước ngoài trục lợi cho mình và làm thiệt hại cho các cổ đông khác (entrenchment effect) (Shleifer and Vishny, 1988). Về mặt thực nghiệm, các công trình nghiên cứu cho thấy, mối quan hệ giữa đầu tư gián tiếp nước ngoài và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp không đồng nhất giữa các quốc gia (McConnell and Servaes 1990 và Ferris and Park 2005).

Với mục tiêu cung cấp thêm những chứng cứ thực nghiệm về tầm quan trọng của hoạt động đầu tư gián tiếp nước ngoài, bài viết này nghiên cứu tác động của đầu tư gián tiếp nước ngoài đến hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết trên hai sàn giao dịch chứng khoán ở Việt Nam (Sàn giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh và Sàn giao dịch chứng khoán Hà Nội) (sau đây gọi chung là thị trường chứng khoán Việt Nam). Cụ thể, bài viết này sử dụng hoạt động đầu tư vào cổ phiếu tại các công ty phi tài chính Việt Nam của các nhà đầu tư nước ngoài để đo lường hoạt động đầu tư gián tiếp nước ngoài tại Việt Nam, và xem xét tác động của nó đến sự gia tăng trong hiệu quả hoạt động của các công ty này.

Sử dụng số liệu của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam từ năm 2007 đến năm 2015, bài viết cho biết hoạt động đầu tư gián tiếp nước ngoài vào Việt Nam biến động qua các năm nhưng có xu hướng tăng trong những năm gần đây. Cụ thể, trung bình nhà đầu tư nước ngoài nắm giữ 2,48% số lượng cổ phần của một doanh nghiệp vào năm 2007. Con số này giảm xuống còn 1,64% vào năm 2009, khi thị trường chứng khoán Việt Nam suy thoái và sau đó tăng

lên 4,27% vào năm 2015. Kết quả này cho thấy, nhà đầu tư gián tiếp nước ngoài ngày càng chú ý đến thị trường chứng khoán Việt Nam.

Mục tiêu chính của bài viết này là nghiên cứu tác động của đầu tư gián tiếp nước ngoài đến hiệu quả hoạt động của các công ty trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Tuy nhiên, vấn đề đặt ra trong việc nghiên cứu tác động này là nó bị chi phối bởi các yếu tố khác. Ví dụ, các tỷ số tài chính khác của công ty như tổng tài sản, cấu trúc vốn, chính sách cổ tức, đều ảnh hưởng đến mối quan hệ này. Thêm vào đó, các yếu tố vĩ mô hay đặc trưng riêng của từng doanh nghiệp cũng tác động đến hoạt động đầu tư nước ngoài hay tình hình hoạt động của các công ty. Vì vậy, để tìm hiểu tác động của đầu tư gián tiếp nước ngoài đến hiệu quả hoạt động của các công ty phi tài chính trên thị trường chứng khoán Việt Nam, các yếu tố này cần phải được đưa vào phân tích.

Một vấn đề quan trọng phát sinh khi phân tích tác động của đầu tư gián tiếp nước ngoài đến hiệu quả hoạt động của công ty là vấn đề nội sinh (endogeneity). Tuy bài viết tập trung vào tác động của sở hữu nước ngoài đối với hoạt động của công ty, xu hướng tác động ngược lại có thể xảy ra. Nghĩa là, công ty hoạt động kinh doanh càng hiệu quả thì càng thu hút nhiều vốn đầu tư nước ngoài. Để giải quyết vấn đề này, bài viết sử dụng phương pháp hồi quy 2SLS với biến công cụ (instrumental variables). Do rất khó tìm được một biến nào có quan hệ lớn với hiệu quả hoạt động của công ty mà không liên quan đến sở hữu nước ngoài, bài viết này chọn biến nội sinh: giá trị quá khứ của sở hữu nước ngoài và tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu. Ngoài ra, bài viết cũng xem xét tác động của sự thay đổi trong sở hữu nước ngoài đến hiệu quả hoạt động của công ty. Sử dụng hai phương pháp này, kết quả trên vẫn đúng.

Bài viết này khác với các công trình nghiên cứu trước đây về sở hữu nước ngoài và tình hình hoạt động của các doanh nghiệp Việt Nam (chẳng hạn Phan 2013 và Phùng và Mishra 2015). Trong khi Phan (2013) và Phùng và Mishra (2015) phân

tích mối liên hệ giữa hai biến này, bài viết này tập trung vào tác động của sở hữu nước ngoài đến việc nâng cao hiệu quả hoạt động kinh doanh của các công ty. Bài viết cũng xem xét đến các vấn đề nội sinh có thể xảy ra giữa sở hữu nước ngoài và hiệu quả hoạt động kinh doanh.

Bài viết này đóng góp vào khung lý thuyết về tác động của đầu tư gián tiếp nước ngoài đến tình hình hoạt động của doanh nghiệp. *Thứ nhất*, bài viết tập trung vào thị trường Việt Nam, một trong những thị trường vốn mới nổi. *Thứ hai*, bài viết phân tích những đặc trưng của công ty nhằm thu hút vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài. Cuối cùng, khác với các nghiên cứu trước đây về mối quan hệ giữa sở hữu nước ngoài và hiệu quả hoạt động của công ty ở Việt Nam (Phan 2012, và Phùng và Mishra 2015), bài viết thấy rằng sở hữu nước ngoài không làm tăng hiệu quả hoạt động của các công ty phi tài chính trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Bài viết được tổ chức như sau: chọn mẫu và phân tích thống kê được thảo luận ở phần 2. Phần 3 đề cập đến tình hình đầu tư gián tiếp nước ngoài vào thị trường cổ phiếu của Việt Nam. Phần 4 phân tích mối quan hệ giữa đầu tư gián tiếp nước ngoài và đặc trưng của các công ty nhận vốn. Phần 5 nghiên cứu tác động của sở hữu nước ngoài đến hiệu quả hoạt động của các công ty phi tài chính trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Phần 6 kết luận và kiến nghị.

2. Chọn mẫu và thống kê mô tả

2.1. Chọn mẫu

Nguồn dữ liệu sử dụng trong bài viết này là số liệu của các công ty phi tài chính niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh và sở giao dịch chứng khoán Hà Nội giai đoạn 2007 - 2015. Cụ thể, bài viết thu thập dữ liệu về doanh thu, tổng tài sản, nguồn vốn vay, lãi ròng, tiền mặt, giá trị vốn hóa, cổ tức, sở hữu nước ngoài và các chỉ tiêu về hiệu quả hoạt động kinh doanh. Doanh thu, tổng tài sản và giá trị vốn hóa của công ty được tính theo logarit. Sở hữu vốn nước ngoài

được tính bằng tỷ lệ vốn sở hữu nước ngoài trên tổng vốn chủ sở hữu. Để có các thông số về tài chính, bài viết dùng số liệu cuối năm.

Để đo lường hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, bài viết sử dụng tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE), tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA) và Tobin's Q. Dựa theo các nghiên cứu trước đây (Vo and Le 2017), Tobin's Q được tính bằng tổng vốn hóa trên thị trường chia cho tổng vốn chủ sở hữu trong bảng cân đối kế toán. Định nghĩa các biến được liệt kê ở phần phụ lục.

Bài viết chọn dữ liệu từ năm 2007 vì dữ liệu trước giai đoạn này rất ít. Dựa theo các nghiên cứu trước đây (ví dụ McConnell and Servaes 1990 và Ferris and Park 2005), mẫu không bao gồm các công ty hoạt động trong lĩnh vực tài chính vì cấu trúc vốn hay nguồn luật điều chỉnh của các công ty này hoàn toàn khác với các công ty phi tài chính.

Bài viết loại bỏ những quan sát nào có doanh thu, tổng tài sản hay tổng vốn hóa thị trường nhỏ hơn hoặc bằng 0, hoặc thiếu dữ liệu. Quan sát nào thiếu dữ liệu về cổ tức thì cổ tức được gán bằng 0. Dựa theo các nghiên cứu trước (chẳng hạn Vo and Le 2017), bài viết loại bỏ những quan sát nào có Tobin's Q lớn hơn 100 hay nhỏ hơn 0,01. Thêm vào đó, nhằm loại bỏ những quan sát ngoại biên (outliers), các biến sử dụng trong nghiên cứu được hiệu chỉnh bằng kỹ thuật biến đổi Winsor (Winsorization) với mức 1% và 99%. Cuối cùng, mẫu sử dụng trong bài này bao gồm 4.406 quan sát của 754 công ty.

2.2. Thống kê mô tả mẫu nghiên cứu

Bảng 1 miêu tả các thông số thống kê của các biến sử dụng trong bài viết này. Tính trung bình, sở hữu nước ngoài tại một công ty Việt Nam là 2.88%. Sở hữu nước ngoài thấp nhất là 0% và cao nhất là 50%. Do số lượng công ty có sở hữu nước ngoài ít hơn nhiều so với số lượng công ty không nhận vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài, tỷ lệ sở hữu nước ngoài ở ngưỡng bách phân vị 75th (75th percentile) là 0%.

Số liệu trong Bảng 1 cũng cho biết rằng, logarit của tổng tài sản giao động từ 9,92 đến 16,76 với mức trung bình là 12,97. Tương tự, logarit của doanh thu biến động từ 8,70 đến 16,43, với mức trung bình là 12,76. Số liệu này cho thấy phân phối của tổng tài sản hay doanh thu là tương xứng.

Bảng 1: **Thông kê mô tả các biến trong mẫu nghiên cứu**

	Lớn nhất	Nhỏ nhất	Trung bình	Độ lệch chuẩn	25th	75th	Số quan sát
FOWN	0,500	0,000	0,029	0,080	0,000	0,000	4,406
ROA	0,303	-0,208	0,053	0,076	0,012	0,089	4,406
ROE	0,508	-1,292	0,091	0,221	0,037	0,185	4,406
MB	99,885	0,127	8,811	14,708	1,297	8,952	4,406
LSIZE	16,419	8,764	11,905	1,586	10,804	12,892	4,406
LAT	16,762	9,917	12,971	1,423	12,059	13,918	4,406
LSALE	16,431	8,700	12,762	1,524	11,784	13,771	4,406
BEA	0,998	0,001	0,470	0,225	0,291	0,644	4,406
TANG	0,828	0,001	0,205	0,192	0,062	0,287	4,406
LDEBT	0,999	0,000	0,521	0,224	0,347	0,697	4,406
DIV	0,554	0,000	0,026	0,037	0,000	0,039	4,406
CASH	0,815	0,000	0,092	0,104	0,020	0,128	4,406

Ghi chú: Bảng này trình bày thông kê mô tả các biến sử dụng trong bài nghiên cứu này. Mẫu nghiên cứu bao gồm các công ty phi tài chính trên thị trường chứng khoán Việt Nam từ năm 2007 - 2015. Các biến này được hiệu chỉnh bằng kỹ thuật biến đổi Winsor (Winsorization) 1% và 99% để bỏ các giá trị ngoại biên (outliers).

*FOWN là tỷ lệ sở hữu nước ngoài. ROA, ROE và MB lần lượt là tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản, tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu và giá trị vốn hóa. LSIZE là logarit của quy mô công ty. LAT và LSALE tương ứng là logarit của tổng tài sản và doanh thu. BEA là tỷ lệ vốn chủ sở hữu trên tổng tài sản; TANG là tỷ trọng tài sản cố định trên tổng tài sản. LDEBT là logarit của nguồn vốn vay dài hạn. DIV and CASH tương ứng là tỷ lệ cổ tức trên tổng tài sản và tỷ trọng tiền mặt trên tổng tài sản.

*ROA của các công ty trong mẫu nghiên cứu biến động từ -20,79% đến 30,32%. ROA trung bình của các công ty là 5,30% và độ lệch chuẩn là 7,64%. Bên cạnh đó, mức ROE trung bình là 9,08% và độ lệch chuẩn là 22,12%. Như vậy, mức độ biến động của ROE cao hơn mức độ biến động của ROA. Ngoài hai tiêu chuẩn ROA và ROE dùng để đo lường hiệu quả hoạt động của công ty, bài viết này còn sử dụng một tiêu chí khác, đó là Tobin's Q. Mức Tobin's Q trung bình là 8,81 và độ lệch chuẩn là 14,71.

Ngoài các biến chính trên, bảng 1 còn đề cập đến các thông số thống kê của các biến kiểm soát. Những biến kiểm soát này được sử dụng trong việc nghiên cứu mối quan hệ giữa đầu tư gián tiếp nước ngoài và tình hình hoạt động của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường tài chính Việt Nam. Chẳng hạn, tỷ lệ tài sản cố định trên tổng tài sản bình quân của các công ty trong mẫu nghiên

cứ là 20,52%. Tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản trung bình của các doanh nghiệp là 52,09%.

3. Tình hình đầu tư gián tiếp nước ngoài vào các doanh nghiệp Việt Nam trong thời gian vừa qua

Nhìn chung, tình hình đầu tư gián tiếp nước ngoài thông qua việc mua bán cổ phiếu của các

công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh và Hà Nội ngày càng gia tăng. Cụ thể, sở hữu nước ngoài trung bình đối với một công ty là 2,48% vào năm 2007. Mức đầu tư này giảm dần xuống 1,64% vào năm 2009, và sau đó tăng lên 3,93% vào năm 2014 và 4,27% vào năm 2015 (bảng 2).

Bảng 2: Sở hữu nước ngoài hàng năm

Năm	N	Trung bình	Nhỏ nhất	Lớn nhất	Độ lệch chuẩn
2007	213	0,025	0,000	0,486	0,072
2008	312	0,023	0,000	0,486	0,072
2009	407	0,016	0,000	0,484	0,057
2010	419	0,019	0,000	0,487	0,062
2011	623	0,023	0,000	0,487	0,073
2012	630	0,026	0,000	0,487	0,077
2013	619	0,033	0,000	0,487	0,087
2014	591	0,039	0,000	0,485	0,093
2015	592	0,043	0,000	0,500	0,094

Ghi chú: Bảng này trình bày sở hữu nước ngoài cho từng năm từ 2007 đến 2015.

Số liệu trong Bảng 2 cho biết rằng, đầu tư gián tiếp nước ngoài tăng vào những năm nền kinh tế Việt Nam tăng trưởng cao, ví dụ như năm 2007 hay 2014 - 2015. Trong thời kỳ thị trường vốn Việt Nam suy giảm (2009 - 2010), đầu tư gián tiếp vào Việt Nam giảm mạnh.

Ngoài các điều kiện kinh tế vĩ mô, đầu tư gián tiếp nước ngoài phụ thuộc vào các ngành nghề mà doanh nghiệp đang hoạt động. Một số ngành nghề có tính liên thông với quốc tế cao như dệt may, thiết kế hệ thống máy tính, dịch vụ lưu trữ... thu hút một lượng lớn nguồn vốn

đầu tư gián tiếp nước ngoài. Trong khi đó, một số ngành nghề lại không thu hút được nguồn vốn đầu tư này.

Bảng 3 tóm tắt nguồn vốn sở hữu nước ngoài bình quân ở các ngành nghề khác nhau. Cụ thể, tính trung bình công ty trong ngành dệt may có 25,70% sở hữu nước ngoài. Con số này đối với ngành sửa chữa bảo hành là 19,40%. Ngược lại, các công ty trong ngành chăn nuôi, bán buôn, hay dịch vụ kho bãi không thu hút được vốn đầu tư nước ngoài.

Bảng 3: Sở hữu nước ở một số ngành

Ngành	Số Doanh nghiệp	Trung bình	Nhỏ nhất	Lớn nhất
Bảo hiểm và các hoạt động liên quan	5	0,403	0,354	0,434
Bất động sản	282	0,039	0,000	0,500
Bán buôn	3	0,000	0,000	0,000
Chăn nuôi	7	0,000	0,000	0,000
Cung cấp dịch vụ nước	13	0,147	0,000	0,435
Dịch vụ hỗ trợ	13	0,015	0,000	0,100
Dịch vụ lưu trú	41	0,091	0,000	0,433
Dịch vụ tài chính	20	0,061	0,000	0,293
Dệt may	12	0,257	0,000	0,441
Dịch vụ có liên quan đến khai khoáng	30	0,017	0,000	0,099
Dịch vụ liên quan đến nông nghiệp	8	0,033	0,000	0,127
Dịch vụ kiến trúc	36	0,017	0,000	0,159
Hoạt động xuất bản	109	0,028	0,000	0,449
Hóa chất	165	0,059	0,000	0,459
Kho bãi	11	0,000	0,000	0,000
Máy móc phương tiện	43	0,003	0,000	0,081
Sửa chữa và bảo hành	5	0,194	0,180	0,250
Sản xuất và phân phối điện	127	0,021	0,000	0,253
Thực phẩm - đồ uống- thuốc lá	339	0,035	0,000	0,440
Điện tử viễn thông	66	0,028	0,000	0,362
Thiết kế hệ thống máy tính	2	0,200	0,000	0,400
Trồng trọt	74	0,032	0,000	0,200
Xây dựng	375	0,012	0,000	0,336

Ghi chú: Bảng này trình bày sở hữu nước ngoài cho một số ngành.

4. Đầu tư gián tiếp nước ngoài và đặc trưng của công ty

Nhiều nghiên cứu trước đây chỉ ra rằng, nhà đầu tư nước ngoài có khuynh hướng lựa chọn các công ty có tính minh bạch cao nhằm giảm rủi ro. Sử dụng dữ liệu của các công ty ở Thụy Điển, Dahlquist và Robertsson (2001) cho biết nhà đầu

tư nước ngoài có xu hướng đầu tư vào các công ty lớn hay các công ty có lượng tiền mặt cao. Xu hướng này cũng xảy ra ở các nước khác như Sri Lanka, Kenya... (Ongore 2011 và Wellalage and Locke 2012).

Nhằm nghiên cứu sâu hơn về mối quan hệ giữa đầu tư gián tiếp nước ngoài và đặc trưng của

doanh nghiệp, phần này chia các công ty phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán của Việt Nam thành 2 nhóm: nhóm công ty nhận được đầu tư gián tiếp nước ngoài và nhóm công

ty không nhận được đầu tư gián tiếp nước ngoài (có sở hữu nước ngoài bằng 0). Sau đó, bài viết cung cấp các thông số thống kê đặc trưng chung của công ty.

Bảng 4: Đặc trưng công ty có sở hữu nước ngoài và công ty không có sở hữu nước ngoài

Nhóm ^a	Không sở hữu nước ngoài	Sở hữu nước ngoài	Chênh lệch
FOWN	0	0,160	0,16***
ROA	0,050	0,070	0,02***
ROE	0,080	0,130	0,05***
MB	7,890	13,130	5,24***
LSIZE	11,650	13,070	1,42***
LAT	12,790	13,800	1,01***
LSALE	12,600	13,530	0,93**
BEA	0,460	0,530	0,07**
TANG	0,210	0,180	-0,03**
LDEBT	0,530	0,460	-0,07**
DIV	0,029	0,030	0,01
CASH	0,090	0,110	0,02**
N	3,631	775	

Ghi chú: Bảng này miêu tả các đặc trưng của công ty có sở hữu nước ngoài và không có sở hữu nước ngoài. ***, và ** là mức ý nghĩa 1% và 5%.

^aFOWN là tỷ lệ sở hữu nước ngoài. ROA, ROE và MB lần lượt là tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản, tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu và giá trị vốn hóa. LSIZE là logarithm của quy mô công ty. LAT và LSALE tương ứng là logarithm của tổng tài sản và doanh thu. BEA là tỷ lệ vốn chủ sở hữu trên tổng tài sản; TANG là tỷ trọng tài sản cố định trên tổng tài sản. LDEBT là logarithm của nguồn vốn vay dài hạn. DIV and CASH tương ứng là tỷ lệ cổ tức trên tổng tài sản và tỷ trọng tiền mặt trên tổng tài sản.

Bảng 4 cho biết rằng, nhìn chung công ty có sở hữu nước ngoài thường lớn hơn, có nhiều cơ hội phát triển hơn, nắm giữ nhiều tiền mặt hơn và có khả năng sinh lời cao hơn. Cụ thể, bình quân logarit của tổng tài sản, doanh thu và vốn hóa của công ty có sở hữu nước ngoài tương ứng là 13,80, 13,53 và 13,07. Con số này đối với các công ty không nhận được vốn sở hữu nước ngoài

tương ứng là 12,79, 12,60, và 11,65. Sự chênh lệch có mức ý nghĩa 1%.

Mức chênh lệch trong các tỷ suất lợi nhuận giữa công ty có sở hữu nước ngoài và công ty không có sở hữu nước ngoài khá cao. Tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA), tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) và Tobin's Q trung bình của các công ty có vốn sở hữu nước ngoài tương ứng là 7,00%, 13,00%, và 13,13. Các

thông số này cao hơn nhiều so với số liệu của các công ty không nhận được vốn sở hữu nước. Con số này đối với các công ty này tương ứng 5,00%, 8,00% và 7,89.

Ngoài các thông số thống kê trên, Bảng 4 còn đề cập đến các thông số thống kê của các biến kiểm soát khác. Chẳng hạn, Bảng 4 cho thấy sự khác biệt trong cơ cấu tài sản và nguồn vốn của hai nhóm công ty này. Nhìn chung, công ty có vốn sở hữu nước ngoài đầu tư ít vào tài sản cố định và sử dụng vốn vay dài hạn ít hơn. Tuy nhiên, những công ty này nắm giữ tiền mặt nhiều hơn và chi trả cổ tức cao hơn các công ty không có sở hữu nước ngoài.

Tóm lại, kết quả từ bảng 4 cho thấy rằng, nhà đầu tư nước ngoài có xu hướng lựa chọn các công ty lớn và có lợi nhuận cao hơn để đầu tư. Đây là vấn đề quan trọng cần phải xem xét khi nghiên cứu tác động của đầu tư gián tiếp nước ngoài hay sở hữu nước ngoài đến hoạt động của doanh nghiệp.

5. Tác động của đầu tư gián tiếp nước ngoài đến tình hình kinh doanh của các công ty Việt Nam

5.1. Mô hình hồi quy

Nhằm nghiên cứu tác động của đầu tư gián tiếp nước ngoài đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của các công ty phi tài chính trên thị trường chứng khoán Việt Nam, bài viết này sử dụng mô hình hồi quy như sau:

$$\Delta \text{PROF}_{t+1} = a + b_1 \text{FOWN}_t + b_2 \text{FOWN}_t^2 + e_t \quad (1)$$

Trong đó, PROF là chỉ số đo lường hiệu quả hoạt động kinh doanh của công ty (ROA, ROE và Tobin's Q), FOWN là sở hữu nước ngoài.

Do cả hiệu quả hoạt động kinh doanh của công ty và sở hữu nước ngoài bị chi phối bởi các yếu tố khác, nên việc nghiên cứu tác động của sở hữu nước ngoài lên tình hình hoạt động của công

ty cần phải tính đến các biến kiểm soát khác. Vì tổng tài sản hay doanh thu đều ảnh hưởng đến đầu tư gián tiếp nước ngoài và tình hình hoạt động của doanh nghiệp nên mô hình (1) cần phải kiểm soát các biến này. Tương tự, dựa vào kết quả nghiên cứu của các công trình trước đây (Greenaway và cộng sự 2012 và Phan 2013), bài viết còn đưa vào một số biến kiểm soát như tỷ lệ nắm giữ tiền mặt, tỷ lệ chi trả cổ tức, tỷ lệ đầu tư vào tài sản cố định và vốn cố định.

Cả hai đại lượng sở hữu nước ngoài và hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp phụ thuộc vào đặc trưng của doanh nghiệp đó. Thêm vào đó, cả hai biến này đều phụ thuộc vào các điều kiện kinh tế vĩ mô. Vì vậy, để nghiên cứu tác động của sở hữu nước ngoài đối với hiệu quả hoạt động của các công ty phi tài chính trên thị trường chứng khoán Việt Nam, những yếu tố này phải kiểm soát. Cụ thể, bài viết sử dụng mô hình sau:

$$\Delta \text{PROF}_{t+1} = a + b_1 \text{FOWN}_t + b_2 \text{FOWN}_t^2 + b_3 \text{CONTROL}_t + f_t + y_t + e_t \quad (2)$$

Trong đó, PROF là chỉ số đo lường hiệu quả hoạt động kinh doanh của công ty (ROA, ROE và Tobin's Q), FOWN là sở hữu nước ngoài, CONTROL là các biến kiểm soát như, tổng tài sản, doanh thu, tỷ lệ tài sản cố định trên tổng tài sản, tỷ lệ nợ dài hạn, tỷ lệ tiền mặt và tỷ lệ chia trả cổ tức. f_t là biến giả cho mỗi công ty, y_t là biến giả cho năm

5.2. Kết quả

Bảng 5 trình bày kết quả của tác động sở hữu nước ngoài đến hiệu quả hoạt động của các công ty trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Kết quả cho thấy rằng, sở hữu nước ngoài không làm tăng hiệu quả hoạt động của công ty phi tài chính ở Việt Nam. Giá trị P-values của

các hệ số sở hữu nước ngoài đều lớn hơn 10%,
nên không có ý nghĩa.

Bảng 5: Sở hữu nước ngoài và hiệu quả hoạt động công ty

	(1)	(2)	(3)
	ΔROE_{t+1}	ΔROA_{t+1}	ΔMB_{t+1}
$FOWN_t$	-0,034 (0,626)	-0,005 (0,811)	4,964 (0,747)
LAT_t	-0,133*** (0,000)	-0,039*** (0,000)	-0,547 (0,904)
$LSALE_t$	-0,040*** (0,002)	-0,017*** (0,000)	-3,578 (0,359)
BEA_t	0,000 (0,993)	-0,001 (0,466)	-0,221 (0,658)
$TANG_t$	0,058 (0,347)	0,048*** (0,004)	1,772 (0,815)
$LDEBT_t$	0,048 (0,540)	0,005 (0,873)	22,324 (0,578)
DIV_t	-0,307*** (0,006)	-0,149*** (0,000)	34,766 (0,376)
$CASH_t$	-0,297** (0,013)	-0,322*** (0,000)	18,976 (0,552)
ROE_t	-0,003 (0,934)	-0,015 (0,344)	-7,833 (0,333)
Hệ số góc	2,217*** (0,000)	0,754*** (0,000)	9,316 (0,854)
Số quan sát	3,585	3,585	3,585
Adj- R^2	0,0675	0,1363	0,0300

Ghi chú: Bảng này mô tả tác động của sở hữu nước ngoài đối với hiệu quả hoạt động của các công ty phi tài chính ở thị trường chứng khoán Việt Nam. $FOWN_t$ là tỷ lệ sở hữu nước ngoài. LAT và $LSALE$ tương ứng là logarithm của tổng tài sản và doanh thu. BEA là tỷ lệ vốn chủ sở hữu trên tổng tài sản; $TANG$ là tỷ trọng tài sản cố định trên tổng tài sản. DIV and $CASH$ tương ứng là tỷ lệ cổ tức trên tổng tài sản và tỷ trọng tiền mặt trên tổng tài sản. ROE là tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu. P -values được ghi trong dấu ngoặc kép. ***, **, và * là mức ý nghĩa tương ứng 1%, 5%, và 10%.

Nhiều công trình nghiên cứu (chẳng hạn Phan 2013) cho biết, mối quan hệ giữa sở hữu nước ngoài và hiệu quả hoạt động kinh doanh là phi

tuyến. Vì vậy, bài viết cũng đưa vào biến số $FOWN_t^2$ để đo lường mối quan hệ phi tuyến này. Kết quả được trình bày ở Bảng 6. Kết quả của

bảng này cho thấy, sở hữu nước ngoài không tăng chứng khoán Việt Nam. P-values của cả hai hệ số hiệu quả hoạt động của công ty trên thị trường b_1 và b_2 đều lớn hơn 10%, nên không có ý nghĩa.

Bảng 6: Môi quan hệ giữa sở hữu nước ngoài và hiệu quả hoạt động công ty

	(1)	(2)	(3)
	ΔROE_{t+1}	ΔROA_{t+1}	ΔMB_{t+1}
$FOWN_t$	-0,240	-0,028	32,759
	(0,102)	(0,576)	(0,464)
$FOWN_t^2$	0,675*	0,079	-87,606
	(0,061)	(0,546)	(0,376)
LAT_t	-0,104***	-0,032***	-1,010
	(0,000)	(0,000)	(0,825)
$LSALE_t$	0,038***	0,001	-4,522
	(0,001)	(0,729)	(0,262)
BEA_t	-0,290***	-0,143***	35,547
	(0,000)	(0,000)	(0,365)
$TANG_t$	-0,032	0,022	2,059
	(0,540)	(0,139)	(0,770)
$LDEBT_t$	-0,156**	-0,043	25,653
	(0,017)	(0,133)	(0,523)
DIV_t	0,364***	-0,160***	12,357
	(0,004)	(0,001)	(0,693)
$CASH_t$	0,099***	0,009	-9,048
	(0,004)	(0,544)	(0,263)
ROE_t	-0,824***	-0,198***	9,650*
	(0,000)	(0,000)	(0,062)
Hệ số góc	1,141***	0,497***	22,841
	(0,000)	(0,000)	(0,665)
Số quan sát	3585	3585	3585
Adj- R^2	0,3619	0,3289	0,0312

Ghi chú: bảng này mô tả tác động của sở hữu nước ngoài đối với hiệu quả hoạt động của các công ty phi tài chính ở thị trường chứng khoán Việt Nam. $FOWN$ là tỷ lệ sở hữu nước ngoài. LAT và

LSALE tương ứng là logarithm của tổng tài sản và doanh thu. *BEA* là tỷ lệ vốn chủ sở hữu trên tổng tài sản; *TANG* là tỷ trọng tài sản cố định trên tổng tài sản. *DIV* and *CASH* tương ứng là tỷ lệ cổ tức trên tổng tài sản và tỷ trọng tiền mặt trên tổng tài sản. *ROE* là tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu. *P-values* được ghi trong dấu ngoặc kép. ***, **, và * là mức ý nghĩa tương ứng 1%, 5%, và 10%.

5.3. Các kiểm tra khác

Mục tiêu của bài này là nghiên cứu tác động của sở hữu nước ngoài đối với hoạt động của công ty. Tuy nhiên, có thể xảy ra mối quan hệ ngược lại: công ty có hiệu quả hoạt động cao có thể thu hút nhiều vốn đầu tư nước ngoài. Để giải quyết tình trạng này, bài viết sử dụng 2 kỹ thuật: i) sử dụng phương pháp 2SLS với biến công cụ (instrumental variables); ii) xem xét tác động của

sự thay đổi trong sở hữu nước ngoài đến hiệu quả hoạt động của công ty. Vì rất khó tìm ra một biến công cụ (instrumental variable) liên quan cao với hiệu quả hoạt động của công ty mà không liên quan đến sở hữu nước ngoài, bài viết này dùng biến công cụ nội sinh (internal instrumental variable). Biến nội sinh này là biến sở hữu nước ngoài và tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu nhưng giá trị ở quá khứ. Kết quả của phương pháp này thể hiện ở Bảng 7.

Bảng 7: Sở hữu nước ngoài và hiệu quả hoạt động công ty- 2SLS

	(1)	(2)	(3)
	ΔROE_{t+1}	ΔROA_{t+1}	ΔMB_{t+1}
$FOWN_t$	0,049 (0,300)	0,014 (0,242)	-16,090** (0,030)
LAT_t	-0,013*** (0,004)	-0,004*** (0,002)	3,432** (0,026)
$LSALE_t$	0,021*** (0,000)	0,005*** (0,000)	-4,542*** (0,004)
BEA_t	-0,172* (0,082)	-0,064* (0,052)	-22,457 (0,554)
$TANG_t$	0,001 (0,960)	0,007 (0,203)	-17,998*** (0,000)
$LDEBT_t$	-0,230** (0,022)	-0,062* (0,056)	-33,189 (0,387)
DIV_t	0,608*** (0,000)	0,014 (0,745)	2,831 (0,917)
$CASH_t$	0,079*** (0,003)	0,009 (0,385)	-11,133 (0,137)
ROE_t	-0,460*** (0,000)	-0,117*** (0,000)	4,830* (0,096)
Hệ số góc	0,169 (0,112)	0,078** (0,028)	50,938 (0,210)
Số quan sát	2,857	2,857	2,857
Adj- R^2	0,1571	0,1722	0,0239

Ghi chú: Bảng này mô tả tác động của sở hữu nước ngoài đối với hiệu quả hoạt động của các công ty phi tài chính ở thị trường chứng khoán Việt Nam. *FOWN* là tỷ lệ sở hữu nước ngoài. *LAT* và *LSALE*

*tương ứng là logarit của tổng tài sản và doanh thu. BEA là tỷ lệ vốn chủ sở hữu trên tổng tài sản; TANG là tỷ trọng tài sản cố định trên tổng tài sản. DIV and CASH tương ứng là tỷ lệ cổ tức trên tổng tài sản và tỷ trọng tiền mặt trên tổng tài sản. ROE là tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu. P-values được ghi trong dấu ngoặc kép. ***, **, và * là mức ý nghĩa tương ứng 1%, 5%, và 10%.*

Tương tự như các kết quả ở các bảng trước đây, kết quả của Bảng 7 cho biết sở hữu nước ngoài không làm tăng tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA) và tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE). Tuy hệ số góc của hai biến này là dương, nhưng giá trị P-values của nó lại lớn hơn 10%, nên không có ý nghĩa.

Ngược lại với tác động của sở hữu nước ngoài đến ROA và ROE, tác động của sở hữu nước ngoài đến Tobin's Q âm. Nghĩa là, cho dù nhà đầu tư nước ngoài chọn công ty có Tobin's Q cao hơn để đầu tư (Bảng 4), sự đầu tư này sẽ làm giảm Tobin's Q của công ty trong tương lai.

Bên cạnh sử dụng phương pháp hồi quy 2SLS với biến công cụ (instrumental variables), bài viết cũng xem xét tác động của sự thay đổi trong đầu tư gián tiếp nước ngoài đến hiệu quả hoạt động của công ty nhằm giảm vấn đề nội sinh (endogeneity) giữa hai biến này. Kết quả cho thấy sự thay đổi trong sở hữu nước ngoài không làm tăng các tiêu chí về hiệu quả hoạt động của công ty như ROA, ROE và Tobin's Q. Giá trị p-values của các hệ số góc tương ứng đều vượt quá 10%, nên không ý nghĩa. Kết quả này hoàn toàn phù hợp với các kết quả ở các bảng 5, 6 và 7. Như vậy, sự gia tăng trong đầu tư gián tiếp nước ngoài không làm tăng hiệu quả hoạt động của các công ty phi tài chính trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2007 - 2015.

6. Kết luận và kiến nghị

Bài viết này nghiên cứu tác động của đầu tư gián tiếp nước ngoài đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp trên sàn giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh và Hà Nội. Dùng số liệu của các công ty phi tài chính từ năm 2007 - 2015, bài viết cho biết đầu tư gián tiếp nước ngoài vào

Việt Nam thông qua thị trường cổ phiếu biến động qua các năm và có xu hướng gia tăng trong những năm gần đây. Bài viết cũng chỉ ra rằng, đầu tư gián tiếp nước ngoài vào thị trường chứng khoán Việt Nam không đồng đều giữa các ngành. Một số ngành như dệt may và lưu trú thu hút nhiều vốn đầu tư nước ngoài. Ngược lại, một số ngành như chăn nuôi hay bán buôn không thu hút được vốn đầu tư nước ngoài.

Bên cạnh xu hướng chung về sở hữu nước ngoài, bài viết cũng cho biết nhà đầu tư nước ngoài thường đầu tư vào các công ty lớn và có hiệu quả hoạt động cao. Thêm vào đó, công ty đầu tư ít vào tài sản cố định, vay ít vốn dài hạn hay nắm giữ nhiều tiền mặt đều thu hút đầu tư gián tiếp nước ngoài.

Sử dụng phương pháp hồi quy, bài viết cho biết sở hữu nước ngoài không làm tăng hiệu quả hoạt động kinh doanh của các công ty phi tài chính Việt Nam. Kết quả này vẫn đúng khi xem xét một số yếu tố khác có khả năng tác động đến cả sở hữu nước ngoài và hiệu quả hoạt động của công ty. Kết luận này vẫn đúng khi bài viết sử dụng một số phương pháp khác như 2SLS với biến công cụ (instrumental variable).

Bài viết này chỉ tập trung nghiên cứu tác động của sở hữu nước ngoài đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Vì vậy, bài viết còn gợi ý một số hướng nghiên cứu tiếp theo. *Thứ nhất*, những tác động có thể còn phân tích ở góc độ ngành. *Thứ hai*, về mặt vĩ mô, liệu sở hữu nước ngoài có đem lại lợi ích cho sự phát triển thị trường chứng khoán quốc gia nói riêng và nền kinh tế nói chung là một vấn đề cần nghiên cứu. Bài viết hy vọng những hướng nghiên cứu này sẽ được phân tích trong những công trình tiếp theo♦

Tài liệu tham khảo:

1. Aghion, P., Van Reenen J., and Zingales, L., (2013): *Innovation and Institutional Ownership*, American Economic Review, 103(1), 277-304.
2. Ahmadijan C, and Robbins G., (2005): *A clash of capitalism: foreign shareholders and corporate restructuring in 1990s*, American Sociological Review, 70, 451-471.
3. Ananchotikul S., (2006): *Do foreign investment improve corporate governance? Evidence from Thailand*. Working paper, University of California, Berkeley.
4. Dahlquist M., and Robertsson G., (2001): *Direct foreign ownership, institutional investor and firm characteristics*, Journal of Financial Economics, 59, 413-440.
5. Errunza V., (2001): *Foreign portfolio equity investments, financial liberalization, and economic development*, Review of International Economic, 9(4), 703-726.
6. Ferris S, and Park K., (2005): *Foreign ownership and firm value: evidence from Japan*, *Advances in Financial Economics*, 11, 1-29.
7. McConnell J., and Servaes H., (1990): *Additional evidence on equity ownership and corporate value*. Journal of Financial Economics, 27, 595-612.
8. Ongore, V.O., (2011): *The relationship between ownership structure and firm performance: An empirical analysis of listed companies in Kenya*, *African Journal of Business Management*, 5, 2120-2128.
9. Phan, H.V., (2013): *Foreign ownership and performance of listed firms: evidence from an emerging economy*, Working paper, Available at: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2373508
10. Phung, D.N., and Mishra, A.V., (2015): *Ownership structure and firm performance: Evidence from vietnamese listed firms*, Australian Economic Paper, 63-98.
11. Shleifer A, Vishny R., (1988): *Large shareholders and corporate control*, Journal of Political Economy, 94, 461-488.
12. Vo, L.V, and Le, H.T.T., (2017): *Strategic growth option, uncertainty, and R&D investment*, International Review of Financial Analysis, 51, 16-24.
13. Wellalage, N.H. and Locke, S., (2012): *Ownership structure and firm financial performance: Evidence from Panel Data in Sri Lanka*, Journal of Business Systems, Governance and Ethics, 7(1), 52-65.