

# HIỆU QUẢ ĐẦU TƯ CỦA DOANH NGHIỆP DƯỚI ẢNH HƯỞNG CỦA SỞ HỮU NƯỚC NGOÀI VÀ SỞ HỮU NHÀ NƯỚC

● ĐINH NGỌC HÙNG

## TÓM TẮT:

Nghiên cứu đánh giá ảnh hưởng của sở hữu nhà nước (SHNNc) và sở hữu nước ngoài (SHNN) đến hiệu quả đầu tư (HQĐT) của doanh nghiệp (DN) thông qua sự điều tiết của 2 yếu tố này đến ảnh hưởng của cơ hội tăng trưởng lên tỷ lệ đầu tư. Kết quả nghiên cứu cho thấy, SHNNc và SHNN làm giảm HQĐT của các DN niêm yết tại Việt Nam do 2 yếu tố này điều chỉnh dẫn tới giảm tác động tích cực của cơ hội tăng trưởng lên tỷ lệ đầu tư.

**Từ khóa:** hiệu quả đầu tư, sở hữu nhà nước, sở hữu nước ngoài, Việt Nam.

## 1. Đặt vấn đề

Nghiên cứu về SHNNc và SHNN đóng vai trò quan trọng trong bối cảnh Việt Nam hiện nay khi Chính phủ đang khuyến khích việc chuyển giao quyền SHNNc (cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước) nhằm thúc đẩy hiệu suất doanh nghiệp. Quy mô cổ phần hóa các DN nhà nước tại Việt Nam hiện tại đã đạt đến quy mô rất lớn. Điều đó thể hiện quyết tâm của Chính phủ Việt Nam trong việc thực thi chính sách này. Đã có nhiều nghiên cứu trong việc tìm kiếm mối liên kết giữa SHNNc và SHNN đối với hiệu quả hoạt động của các DN Việt Nam. Phần lớn đều xoay quanh việc SHNNc có tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của DN, trong khi các DN SHNN hay sở hữu tư nhân lại cho thấy hiệu quả hoạt động tốt hơn.

Nghiên cứu này sẽ xem xét tác động điều tiết của cả yếu tố SHNNc và SHNN đối với HQĐT.

Không những thế, nghiên cứu còn xét đến vai trò điều tiết của các cấu trúc sở hữu có xu hướng mạnh hơn hay yếu đi tại các ngưỡng sở hữu khác nhau dựa vào đặc thù quy định tại Việt Nam. Cụ thể, nghiên cứu sẽ xem xét vai trò điều tiết của cấu trúc sở hữu giữa các nhóm DN có tỷ lệ SHNNc hay SHNN dưới 35%, từ 36% đến 50% và trên 50%. Tóm lại, cấu trúc sở hữu ngày càng trở thành một phần không thể thiếu trong việc hoàn thiện năng lực quản trị của DN. Chính vì vậy, tác giả nhận ra tầm quan trọng của việc nghiên cứu về mối liên hệ giữa cơ cấu sở hữu, cụ thể là SHNNc và SHNN, với HQĐT.

## 2. Phương pháp nghiên cứu:

Nghiên cứu sử dụng mô hình hồi quy đa biến để chứng minh mối quan hệ giữa (1) SHNNc và hiệu quả đầu tư và (2) SHNN và HQĐT. Nghiên cứu sẽ trình bày dạng mô hình theo tiếp cận tĩnh và tiếp

cận động. Tiếp cận tĩnh không xét đến ảnh hưởng của đầu tư quá khứ lên đầu tư hiện tại (không bao gồm biến độ trễ của đầu tư ở vế phải trong phương trình hồi quy). Tiếp cận động xét đến ảnh hưởng của đầu tư quá khứ lên đầu tư hiện tại (bao gồm biến độ trễ của đầu tư ở vế phải trong phương trình hồi quy).

**2.1. Mô hình mối quan hệ giữa SHNNc và HQĐT**

**Tiếp cận tĩnh**

- Mô hình 1

$$IR_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Q_{it} + \alpha_2 SOE_{it} + \alpha_3 Q_{it} * SOE_{it} + \alpha_j X_{jit} + \Sigma Industry_k + \Sigma Year_t + \varepsilon_{it}$$

- Mô hình 2

$$IR_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Q_{it} + \alpha_2 SOE_{it} + \alpha_3 Q_{it} * SOE_{it} + \alpha_4 Q_{it} * SOE_{it} * Rate_{it}^{36-50\%} + \alpha_5 Q_{it} * SOE_{it} * Rate_{it}^{51-100\%} + \alpha_j X_{jit} + \Sigma Industry_k + \Sigma Year_t + \varepsilon_{it}$$

**Tiếp cận động**

- Mô hình 1

$$IR_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 QIR_{it-1} + \alpha_2 Q_{it} + \alpha_3 SOE_{it} + \alpha_4 Q_{it} * SOE_{it} + \alpha_j X_{jit} + \Sigma Industry_k + \Sigma Year_t + \varepsilon_{it}$$

- Mô hình 2

$$IR_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 QIR_{it-1} + \alpha_2 Q_{it} + \alpha_3 SOE_{it} + \alpha_4 Q_{it} * SOE_{it} + \alpha_5 Q_{it} * SOE_{it} * Rate_{it}^{36-50\%} + \alpha_6 Q_{it} * SOE_{it} * Rate_{it}^{51-100\%} + \alpha_j X_{jit} + \Sigma Industry_k + \Sigma Year_t + \varepsilon_{it}$$

Trong đó,  $IR_{it}$  và  $IR_{it-1}$  lần lượt là tỷ lệ đầu tư của DN i tại thời điểm t và t - 1;  $Q_{it}$  là chỉ số Tobins Q của DN i tại thời điểm t;  $SOE_{it}$  là tỷ lệ SHNNc trong cấu trúc sở hữu của DN i tại thời điểm t;  $Q_{it} * SOE_{it}$  là tương tác giữa chỉ số Tobins Q và SHNNc sử dụng để đánh giá HQĐT;  $Q_{it} * SOE_{it} * Rate_{it}^{36-50\%}$  là tương tác giữa chỉ số Tobins Q, SHNNc, và biến giả tỷ lệ SHNNc từ 36 - 50%;  $Q_{it} * SOE_{it} * Rate_{it}^{51-100\%}$  là tương tác giữa chỉ số Tobins Q, SHNNc, và biến giả tỷ lệ SHNNc từ 51 - 100%;  $X_{jit}$  là nhóm các biến kiểm soát trong mô hình bao gồm tỷ lệ SHNN  $FOE_{it}$ , dòng tiền  $CF_{it}$ , khả năng trả nợ  $Coverage_{it}$ , tuổi  $Age_{it}$ , quy mô  $Size_{it}$ , đòn bẩy tài chính  $LEV_{it}$ , và tỷ suất sinh lợi cổ phiếu  $StockR_{it}$ ;  $Industry_k$  là tác động ngành;  $Year_t$  là tác động thời gian;  $\varepsilon_{it}$  sai số chuẩn.

**2.2. Mô hình mối quan hệ giữa SHNN và HQĐT**

**Tiếp cận tĩnh**

- Mô hình 1

$$IR_{it} = \beta_0 + \beta_1 Q_{it} + \beta_2 FOE_{it} + \beta_3 Q_{it} * FOE_{it} + \beta_j X_{jit} + \Sigma Industry_k + \Sigma Year_t + \varepsilon_{it}$$

- Mô hình 2

$$IR_{it} = \beta_0 + \beta_1 Q_{it} + \beta_2 FOE_{it} + \beta_3 Q_{it} * FOE_{it} + \beta_4 Q_{it} * FOE_{it} * Rate_{it}^{36-50\%} + \beta_5 Q_{it} * FOE_{it} * Rate_{it}^{51-100\%} + \beta_j X_{jit} + \Sigma Industry_k + \Sigma Year_t + \varepsilon_{it}$$

**Tiếp cận động**

- Mô hình 1

$$IR_{it} = \beta_0 + \beta_1 Q_{it-1} + \beta_2 FOE_{it} + \beta_3 Q_{it} * FOE_{it} + \beta_j X_{jit} + \Sigma Industry_k + \Sigma Year_t + \varepsilon_{it}$$

- Mô hình 2

$$IR_{it} = \beta_0 + \beta_1 Q_{it-1} + \beta_2 FOE_{it} + \beta_3 Q_{it} * FOE_{it} + \beta_4 Q_{it} * FOE_{it} * Rate_{it}^{36-50\%} + \beta_5 Q_{it} * FOE_{it} * Rate_{it}^{51-100\%} + \beta_j X_{jit} + \Sigma Industry_k + \Sigma Year_t + \varepsilon_{it}$$

Trong đó,  $IR_{it}$  và  $IR_{it-1}$  lần lượt là tỷ lệ đầu tư của DN i tại thời điểm t và t - 1;  $Q_{it}$  là chỉ số Tobins Q của DN i tại thời điểm t;  $FOE_{it}$  là tỷ lệ SHNN trong cấu trúc sở hữu của DN i tại thời điểm t;  $Q_{it} * FOE_{it}$  là tương tác giữa chỉ số Tobins Q và SHNN sử dụng để đánh giá HQĐT;  $Q_{it} * FOE_{it} * Rate_{it}^{36-50\%}$  là tương tác giữa chỉ số Tobins Q, SHNN, và biến giả tỷ lệ SHNN từ 36 - 50%;  $Q_{it} * FOE_{it} * Rate_{it}^{51-100\%}$  là tương tác giữa chỉ số Tobins Q, SHNN, và biến giả tỷ lệ SHNN từ 51-100%;  $X_{jit}$  là nhóm các biến kiểm soát trong mô hình bao gồm tỷ lệ SHNNc  $SOE_{it}$ , dòng tiền  $CF_{it}$ , khả năng trả nợ  $Coverage_{it}$ , tuổi  $Age_{it}$ , quy mô  $Size_{it}$ , đòn bẩy tài chính  $LEV_{it}$ , và tỷ suất sinh lợi cổ phiếu  $StockR_{it}$ ;  $Industry_k$  là tác động ngành;  $Year_t$  là tác động thời gian;  $\varepsilon_{it}$  sai số chuẩn.

**3. Kết quả nghiên cứu**

**3.1. Thống kê mô tả**

Tỷ lệ đầu tư chiếm không cao trong tổng tài sản của DN (giá trị trung bình chỉ khoảng 8,8%). Tuy nhiên, mức độ biến động khá cao (9,8%) cho thấy, sự chênh lệch khá lớn giữa mức đầu tư của các DN. Hệ số Tobins đại diện cho cơ hội tăng trưởng của DN. Về trung bình, hệ số Tobins duy trì ở mức 1.03 (cao hơn một). Điều này hàm ý việc đa phần các

DN trong mẫu nghiên cứu đều có cơ hội tăng trưởng cao. Kết luận này phù hợp với xu hướng tăng trưởng của Việt Nam trong giai đoạn vừa qua.

Đối với các biến kiểm soát, tất cả các DN niêm yết đều sử dụng nợ trong cấu trúc vốn (nằm trong khoảng từ 0.11 đến 0.85). Tuy nhiên, về trung bình thì tỷ lệ nợ của các DN duy trì hợp lý ở mức 0.52 (mức tỷ lệ nợ cân bằng không quá thấp để không tạo được đòn bẩy tài chính đủ mạnh mà cũng không quá cao gây ra rủi ro mất khả năng thanh toán).

**3.2. Kết quả hồi quy đối với tiếp cận tĩnh**

*Sở hữu nhà nước:* Xem xét tác động của SHNNc đến HQĐT DN với kỹ thuật ước lượng tác động cố định (FE), các biến độc lập trong Mô hình 1 về trung bình có thể giải thích được 11,4% tỷ lệ đầu tư của DN. Tương tự, mô hình 2 là 11,9%. Ngoài ra, kiểm định F với giả thuyết gốc là các hệ số của biến độc lập trong mô hình có đồng thời bằng 0. Giá trị P-value của kiểm định F trong cả 2 mô hình đều kết luận hệ số các biến độc lập không đồng thời bằng 0 và các biến đưa vào có thể giải thích cho tỷ lệ đầu tư của DN. (Bảng 1)

*Sở hữu nước ngoài:* Xem xét tác động của SHNNc đến HQĐT, các biến độc lập trong Mô hình 1 về trung bình có thể giải thích được 11,5% tỷ lệ đầu tư của DN. Tương tự, mô hình 2 là 11,9%. Ngoài ra, kiểm định F với giả thuyết gốc là các hệ số của biến độc lập trong mô hình có đồng thời bằng 0. Giá trị P-value của kiểm định F trong cả 2 mô hình đều kết luận hệ số các biến độc lập không đồng thời bằng 0 và các biến đưa vào có thể giải thích cho tỷ lệ đầu tư của DN. (Bảng 2)

**Bảng 1. Kết quả hồi quy với kỹ thuật ước lượng FE cho tác động của SHNN đến hiệu quả đầu tư**

IR <sub>it</sub>	FE	
Q <sub>it</sub>	0.0198**	0.0215**
	(0.00917)	(0.00916)
SOE <sub>it</sub>	-0.000369***	-0.000364***
	(8.96e-05)	(8.94e-05)
Q <sub>it</sub> *SOE <sub>it</sub>	-5.99e-05	-0.000933*
	(0.000295)	(0.000481)
Q <sub>it</sub> *SOE <sub>it</sub> *Rate <sub>it</sub> <sup>36-50%</sup>		0.00107***
		(0.000387)
Q <sub>it</sub> *SOE <sub>it</sub> *Rate <sub>it</sub> <sup>51-100%</sup>		-0.000279
		(0.000562)
FOE <sub>it</sub>	-0.000798***	-0.000759***
	(0.000227)	(0.000227)
CF <sub>it</sub>	-3.39e-14*	-3.17e-14
	(1.98e-14)	(1.97e-14)
Coverage <sub>it</sub>	5.84e-05	6.55e-05
	(4.77e-05)	(4.76e-05)
Age <sub>it</sub>	-0.00767	-0.00609
	(0.00485)	(0.00488)
Size <sub>it</sub>	0.0161***	0.0155***
	(0.00278)	(0.00278)
LEV <sub>it</sub>	-0.182***	-0.182***
	(0.0139)	(0.0139)
Constant	-0.194**	-0.191**
	(0.0952)	(0.0950)
Observations	1,927	1,927
R <sup>2</sup> within	0.126	0.132
R <sup>2</sup> between	0.0193	0.0118
R <sup>2</sup> overall	0.114	0.119
F-Statistics	14.38	13.65
Prob.	2.25E-66	4.46E-66

Standard errors in parentheses \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

Nguồn: Tính toán của tác giả

**Bảng 2. Kết quả hồi quy với kỹ thuật ước lượng FE cho tác động SHNN đến HQĐT**

IR <sub>it</sub>	FE	
Q <sub>it</sub>	0.0204**	0.0213**
	(0.00918)	(0.00918)
SOE <sub>it</sub>	-0.000745***	-0.000747***
	(0.000230)	(0.000230)
Q <sub>it</sub> *FOE <sub>it</sub>	-0.000834	-0.000691
	(0.000668)	(0.000680)
Q <sub>it</sub> *FOE <sub>it</sub> *Rate <sub>it</sub> <sup>36-50%</sup>		-0.000656
		(0.000785)
Q <sub>it</sub> *FOE <sub>it</sub> *Rate <sub>it</sub> <sup>51-100%</sup>		0.00265**
		(0.00108)
SOE <sub>it</sub>	-0.000366***	-0.000389***
	(8.92e-05)	(9.00e-05)
CF <sub>it</sub>	-3.42e-14*	-3.01e-14
	(1.98e-14)	(2.00e-14)
Coverage <sub>it</sub>	5.81e-05	5.92e-05
	(4.76e-05)	(4.76e-05)
Age <sub>it</sub>	-0.00729	-0.00773
	(0.00485)	(0.00485)
Size <sub>it</sub>	0.0161***	0.0161***
	(0.00277)	(0.00277)
LEV <sub>it</sub>	-0.182***	-0.185***
	(0.0139)	(0.0140)
Constant	-0.196**	-0.195**
	(0.0950)	(0.0949)
Observations	1,927	1,927
R <sup>2</sup> within	0.127	0.13
R <sup>2</sup> between	0.0168	0.0167
R <sup>2</sup> overall	0.115	0.119
F-Statistics	14.47	13.46
Prob.	7.69E-67	4.69E-65

Standard errors in parentheses \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

Nguồn: Tính toán của tác giả

**3.3. Kết quả hồi quy đối với tiếp cận động**

*Sở hữu nhà nước:* Hệ số của biến tương tác với tỷ lệ SHNNc từ 36 đến 50% hàm ý rằng mức SHNNc này vẫn giúp nâng cao HQĐT của DN. Ngược lại, khi mức độ SHNNc cao hơn 50% thì biến tương tác chuyển sang dấu âm. Dấu âm là dấu hiệu cho thấy mức sở hữu này làm suy giảm HQĐT mạnh hơn. Biến tương tác này không có ý nghĩa thống kê do bởi tỷ lệ các quan sát có tỷ lệ SHNNc trong mẫu nghiên cứu không nhiều, nên tác động của mức tỷ lệ sở hữu này chưa rõ ràng. (Bảng 3)

*Sở hữu nước ngoài:* Đối với biến tương tác giữa chỉ số Tobins Q và SHNN, hệ số hồi quy chỉ ra tác động âm ý nghĩa thống kê. Điều này hàm ý tỷ lệ SHNN cũng làm giảm HQĐT của DN. Để phân tích kỹ hơn tác động của SHNN, nghiên cứu đánh giá tác động của mức SHNN từ 36 - 50% và mức SHNN trên 50%. Hệ số của biến tương tác đối với 2 mức sở hữu đều dương, hàm ý mức tỷ lệ SHNN cao giúp gia tăng HQĐT của DN hơn so với mức tỷ lệ SHNN thấp. Ở tỷ lệ trên 50% thì mức tỷ lệ SHNN có tác động ý nghĩa thống kê lên HQĐT. Điều này cho thấy mức tỷ lệ SHNN cao giúp cải thiện HQĐT của DN. (Bảng 4)

**4. Kết luận và hàm ý quản trị**

*Thứ nhất,* nghiên cứu cho thấy biến tương tác giữa SHNNc hay SHNN với cơ hội tăng trưởng mang giá trị âm, nghiên cứu chứng minh SHNNc và SHNN làm giảm HQĐT của DN.

*Thứ hai,* nghiên cứu chứng minh được mối quan hệ giữa SHNNc và SHNN đối với HQĐT trong khi các công trình nghiên cứu cho đến hiện tại vẫn chưa xem xét ảnh hưởng của 2 yếu tố này thông qua cơ hội tăng trưởng đo lường bằng Tobins Q.

*Thứ ba,* nghiên cứu cũng chứng minh

**Bảng 3. Kết quả hồi quy với kỹ thuật ước lượng SGMM cho tác động SHNNc đến HQĐT**

$IR_{it}$	SGMM	
$Q_{it-1}$	0.779***	0.779***
	(0.0711)	(0.0699)
$Q_{it}$	0.0263**	0.0216***
	(0.0106)	(0.00832)
$SOE_{it}$	-0.000520***	-0.000458***
	(0.000162)	(0.000139)
$Q_{it} * FOE_{it}$	-0.00341**	-0.00308*
	(0.00166)	(0.00179)
$Q_{it} * SOE_{it} * Rate_{it}^{36-50\%}$		0.00148*
		(0.000863)
$Q_{it} * SOE_{it} * Rate_{it}^{51-100\%}$		-0.000766
		(0.00251)
$SOE_{it}$	-0.000929***	-0.000347
	(0.000200)	(0.000238)
$CF_{it}$	-5.66e-14***	-3.36e-14
	(1.94e-14)	(2.33e-14)
$Coverage_{it}$	8.53e-05	4.31e-05
	(6.82e-05)	(8.48e-05)
$Age_{it}$	-0.0153***	-0.0134***
	(0.00416)	(0.00496)
$Size_{it}$	0.0168***	0.0155***
	(0.00264)	(0.00341)
$LEV_{it}$	-0.153***	-0.183***
	(0.0187)	(0.0201)
Constant	-0.245***	-0.187**
	(0.0629)	(0.0856)
Observations	1,309	794
Number of groups	347	294
Number of instruments	33	42
F-Statistics	19.95	28.01
Prob.	4.62E-29	5.23E-44
Hansen test of overid.	18.61	35.14
Prob.	0.67	0.166
Arellano-Bond test for AR(1)	-3.346	-2.133
Prob.	0.000819	0.0329
Arellano-Bond test for AR(2)	-0.624	0.107
Prob.	0.532	0.915

Standard errors in parentheses \*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

Nguồn: Tính toán của tác giả

được sự tồn tại của tác động phi tuyến tính của SHNNc và SHNN đến HQĐT của DN. Việc đánh giá ảnh hưởng của SHNN và SHNNc theo từng mức độ sở hữu giúp tác giả hiểu rõ về tác động thực sự của 2 yếu tố này để có thể đưa ra gợi ý chính sách phù hợp, giúp nâng cao HQĐT của DN.

**4.1. Hàm ý chính sách cho biến kiểm soát**

Để có thể huy động vốn dễ dàng hơn với chi phí thấp hơn, DN cần duy trì chỉ số Tobins Q phù hợp để nhà đầu tư thấy cơ hội tăng trưởng cũng như hoạt động đầu tư hiệu quả. DN cần đề ra các chiến dịch marketing sản phẩm thân thiện với môi trường, thực hiện các công tác thiện nguyện, hay tham gia vào các dự án hợp tác với các tập đoàn lớn để tạo ra tín hiệu tốt nhằm gia tăng giá cổ phiếu của DN trên thị trường. Tích cực tìm kiếm các cơ hội đầu tư sinh lợi và đưa ra các chính sách nhằm quản lý dòng tiền hiệu quả hơn (hạn chế dòng tiền cao quá mức trong DN).

Các DN lâu năm cũng cần phải tiếp tục tìm kiếm các hoạt động đầu tư sinh lợi, mở rộng thêm các hạng mục đầu tư mới - đầu tư tiềm năng để không bị lấn át bởi các DN các đối thủ cạnh tranh mới nổi dậy sau này. DN nên đưa ra các chính sách nợ phù hợp, không lạm dụng quá mức đòn bẩy tài chính vì đòn bẩy tài chính cao sẽ đem lại nhiều rủi ro cho DN cũng như hạn chế hoạt động đầu tư khi DN đang có cơ hội tăng trưởng tốt. DN cần xem xét việc mở

**Bảng 4. Kết quả hồi quy với kỹ thuật ước lượng SGMM cho tác động của SHNN đến HĐQT**

IR <sub>it</sub>	SGMM	
Q <sub>it-1</sub>	0.6645***	0.6599***
	(0.0638)	(0.0224)
Q <sub>it</sub>	0.0246***	0.0326***
	(0.00731)	(0.00566)
SOE <sub>it</sub>	-0.000558***	-0.000623***
	(0.000168)	(0.000208)
Q <sub>it</sub> *FOE <sub>it</sub>	-0.00249***	-0.00118**
	(0.000919)	(0.000546)
Q <sub>it</sub> *FOE <sub>it</sub> *Rate <sub>it</sub> <sup>36-50%</sup>		0.000356
		(0.000288)
Q <sub>it</sub> *FOE <sub>it</sub> *Rate <sub>it</sub> <sup>51-100%</sup>		0.0117***
		(0.00342)
SOE <sub>it</sub>	-0.000339**	-0.000274***
	(0.000165)	(6.97e-05)
CF <sub>it</sub>	-7.43e-14***	-4.53e-14***
	(1.78e-14)	(1.13e-14)
Coverage <sub>it</sub>	9.62e-05	6.98e-05*
	(6.68e-05)	(3.65e-05)
Age <sub>it</sub>	-0.0130***	-0.0182***
	(0.00467)	(0.00329)
Size <sub>it</sub>	0.0169***	0.0148***
	(0.00285)	(0.00235)
LEV <sub>it</sub>	-0.128***	-0.134***
	(0.0204)	(0.0196)
Constant	-0.261***	-0.210***
	(0.0656)	(0.0545)
Observations	1,019	1,019
Number of groups	315	315
Number of instruments	49	94
F-Statistics	23.86	3265.4
Prob.	1.76E-35	1.89e-321
Hansen test of overid.	42.72	84.47
Prob.	0.239	0.374
Arellano-Bond test for AR(1)	-3.067	-3.122
Prob.	0.00217	0.0018
Arellano-Bond test for AR(2)	0.38	0.249
Prob.	0.704	0.804

Standard errors in parentheses \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

Nguồn: Tính toán của tác giả

rộng quy mô DN và gia tăng tỷ lệ đầu tư để có thể đưa ra chính sách đầu tư hiệu quả.

**4.2. Hàm ý chính sách cho biến nghiên cứu chính**

DN nên tham khảo mức độ đầu tư của năm nay để đưa ra tỷ lệ đầu tư phù hợp cho DN trong năm tới. Nếu tỷ lệ đầu tư đang có xu hướng tăng do cơ hội tăng trưởng của DN cao, DN muốn tiếp tục gia tăng quy mô, hay DN muốn tạo ra một tín hiệu tích cực về tình hình kinh doanh đối với nhà đầu tư thì DN nên tiếp tục gia tăng tỷ lệ đầu tư để có thể đạt được những mục tiêu đã đề ra. Khi quan sát thấy cơ hội tăng trưởng cao, DN cần xúc tiến hoạt động đầu tư vào các dự án phù hợp để gia tăng lợi nhuận, hoạt động hiệu quả hơn và nâng cao giá trị nội tại của DN để đạt được con số như là thị trường kỳ vọng về tiềm năng tăng trưởng của DN trong tương lai.

DN nên tạo lòng tin cho nhà đầu tư nước ngoài thông qua chiến lược kinh doanh phù hợp, báo cáo chính xác về mức sinh lợi của các dự án đang triển khai, và trình bày về tiềm năng phát triển của các dự án đầu tư trong tương lai.

Chính phủ nên tiếp tục thúc đẩy tỷ lệ SHNN tại các DN Việt Nam (hiện tại tỷ lệ này còn khá thấp, đa phần là dưới 30%) thông qua các chính sách khuyến khích đầu tư nước ngoài, nâng cao cơ sở hạ tầng, và cải thiện hệ thống và môi trường pháp lý (thủ tục giấy tờ dễ dàng hơn và môi trường kinh doanh an toàn - công bằng hơn) ■

**TÀI LIỆU THAM KHẢO:**

1. Chen, N., Sung, H. C., & Yang, J. (2017). Ownership structure, corporate governance and investment efficiency of Chinese listed firms. *Pacific Accounting Review*
2. Habib, A., & Hasan, M. M. (2017). Managerial ability, investment efficiency and stock price crash risk. *Research in International Business and finance*, 42, 262-274.
3. Lê Hà Diễm Chi. (2016). Ảnh hưởng của dòng tiền đến đầu tư: Nghiên cứu trong trường hợp hạn chế tài chính. *Tạp chí Công nghệ Ngân hàng* (118+ 119), 27.
4. Liêm, N. T. (2017). Tác động của hạn chế tài chính và định giá cổ phiếu đối với đầu tư tại doanh nghiệp. *Tạp chí Tài chính*, 1.
5. Zeng, S., Jiang, C., Ma, C., & Su, B. (2018). Investment efficiency of the new energy industry in China. *Energy Economics*, 70, 536-544.

**Ngày nhận bài: 2/6/2022**

**Ngày phản biện đánh giá và sửa chữa: 16/6/2022**

**Ngày chấp nhận đăng bài: 12/7/2022**

*Thông tin tác giả:*

**ThS. ĐINH NGỌC HÙNG**

**Trường Đại học Quốc tế Hồng Bàng - Thành phố Hồ Chí Minh**

**THE INFLUENCE OF STATE OWNERSHIP  
AND FOREIGN OWNERSHIP ON THE INVESTMENT  
EFFICIENCY OF ENTERPRISES**

● Master. **DINH NGOC HUNG**

Hong Bang International University

**ABSTRACT:**

This study evaluates the influence of state ownership and foreign ownership on the investment efficiency of enterprises through the regulation of these two factors's influences on the growth opportunities to the investment rate. The study's results show that the state ownership and the foreign ownership reduce the investment efficiency of listed enterprises in Vietnam as these two factors lower the positive impact of the growth opportunities on the investment rate.

**Keywords:** investment efficiency, state ownership, foreign ownership, Vietnam.