

TẬP TRUNG QUYỀN SỞ HỮU, THANH KHOẢN VÀ ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP TRONG THỊ TRƯỜNG VỐN CỔ PHẦN VIỆT NAM

OWNERSHIP CONCENTRATION, MARKET LIQUIDITY, AND FIRM VALUATION IN THE VIETNAMESE EQUITY MARKET

Ngày nhận bài: 24/4/2019 Ngày chấp nhận đăng: 13/5/2019 Ngày đăng: 05/10/2019

Lê Đạt Chí, Trần Hoài Nam¹

Đinh Hạ Vân²

Tóm tắt

Nghiên cứu này xem xét mối quan hệ giữa tập trung quyền sở hữu và thanh khoản với định giá doanh nghiệp đối với trường hợp các công ty niêm yết trên thị trường vốn cổ phần Việt Nam giai đoạn 2008-2015. Các tác giả tìm thấy bằng chứng cho thấy tập trung quyền sở hữu đóng vai trò như một cơ chế quản trị hiệu quả làm tăng giá trị doanh nghiệp. Hiệu ứng của tập trung quyền sở hữu lên giá trị công ty là trực tiếp thông qua nhận thức định giá bởi các nhà đầu tư thị trường. Kênh tác động giá thông qua chi phí giao dịch (kênh thanh khoản) đến nay chưa đóng vai trò truyền dẫn hiệu ứng định giá của tập trung quyền sở hữu trong một thị trường vốn cận biên như Việt Nam.

Từ khóa: tập trung quyền sở hữu, thanh khoản, giá trị doanh nghiệp, Việt Nam.

Abstract

This study examines the associations of ownership concentration and market liquidity with firm valuation for Vietnamese listed firms during the period of 2008-2015. It is evidenced that ownership concentration serves as a value-enhancing, effective mechanism of corporate governance. The monitoring role of ownership concentration is directly valued by market investors. The liquidity channel, in terms of price impact, of the concentration-valuation relation has not been confirmed in the frontier equity market of Vietnam.

Key words: ownership concentration, market liquidity, firm valuation, Vietnam.

1. Giới thiệu

Mối quan hệ giữa quản trị doanh nghiệp (corporate governance) và định giá doanh nghiệp là một vấn đề trung tâm của lý thuyết tài chính doanh nghiệp. Tập trung vào các cơ chế quản trị như cấu trúc sở hữu vốn cổ phần, lý thuyết đại diện (Jensen & Meckling, 1976) hàm ý rằng cấu trúc sở hữu là nhân tố chi phối các

vấn đề đại diện liên quan đến xung đột lợi ích giữa người đại diện (giám đốc) và người chủ sở hữu (cổ đông) và giữa cổ đông lớn (kiểm soát) và cổ đông nhỏ lẻ. Mức độ tập trung quyền sở hữu đến nay được xem là một cơ chế quản trị quan trọng với bản chất thay đổi giữa các nền kinh tế tùy thuộc vào đặc điểm khác nhau trong môi trường bảo vệ nhà đầu tư.

¹ Trường Đại học Kinh tế TP.HCM

² Trường Đại học Tôn Đức Thắng

Do những khác biệt về văn hóa, kinh tế, thể chế cũng như trình độ phát triển tài chính giữa các quốc gia, vấn đề tập trung quyền sở hữu cũng có những hiệu ứng khác nhau lên định giá doanh nghiệp trong những bối cảnh quốc gia khác nhau. Chẳng hạn, các phát hiện thực nghiệm về mối quan hệ giữa tập trung (phân tán) sở hữu và giá trị công ty là tương đối phức tạp/mâu thuẫn trong thị trường phát triển như Mỹ (Morck & cộng sự, 1988; Holderness & Sheehan, 1988; McConnel & Servaes, 1990; Mehran, 1995; Demsetz & Villalonga, 2001; Konijn & cộng sự, 2011). Trong bối cảnh các quốc gia châu Á và/hoặc mới nổi, Claessens & cộng sự (2002) và Lins (2003) cho thấy định giá doanh nghiệp tăng theo tỷ lệ sở hữu cổ phần của cổ đông lớn nhất. Heugens & cộng sự (2009) nhận thấy hiệu ứng đó là được quan sát rõ rệt trong các quốc gia có mức độ bảo vệ cổ đông thấp. Các bằng chứng riêng biệt quốc gia trong thị trường mới nổi/cận biên có khuynh hướng củng cố một mối tương quan đồng biến giữa tập trung quyền sở hữu và định giá công ty (Orbay & Yurtoglu, 2006; Gunasekarage & cộng sự, 2007; Ma & cộng sự, 2010; Nguyen & cộng sự, 2015; Prommin & cộng sự, 2016; Tran & Le, 2019).

Khi nghiên cứu đến cơ chế tập trung quyền sở hữu trong mối liên hệ với giá trị doanh nghiệp, tác động của thanh khoản là một vấn đề cần quan tâm. Theo Bhihe (1993) và Kahn & Winton (1998), tính thiếu thanh khoản có thể là một đánh đổi cho hiệu quả điều hành của cơ chế quản trị này. Các cổ đông lớn phải đối mặt với ràng buộc thanh khoản làm họ khó khăn trong việc rời bỏ quyền sở hữu, việc này làm tăng cường vai trò kiểm soát của họ đối với ban giám đốc và góp phần làm tăng giá trị công ty. Lập luận theo một chiều hướng khác, Holmström & Tirole (1993) và Maug (1998) hàm ý rằng tính thanh khoản cao hơn là cơ hội cho các cổ đông lớn nhằm gia tăng lợi nhuận doanh nghiệp từ việc kiểm soát điều hành. Thanh khoản thị

trường sẽ giúp cơ chế quản trị doanh nghiệp thêm hiệu quả, đó là, thị trường có tính thanh khoản sẽ cho phép cổ đông lớn bán cổ phần dễ dàng hơn nhưng cũng đồng thời giúp cổ đông lớn tích lũy thêm cổ phần lớn hơn.

Thực tế rằng các nghiên cứu về cơ chế quản trị doanh nghiệp thường tập trung sự chú ý vào các thị trường mới nổi nơi có nhiều hạn chế về quyền bảo vệ nhà đầu tư. Vai trò của quản trị doanh nghiệp đối với thành quả doanh nghiệp đã được nghiên cứu nhiều trong lý thuyết và thực nghiệm. Tuy nhiên, chưa có những bằng chứng liên quan đến thị trường tiền mới nổi - nơi có mức độ tập trung quyền sở hữu cao cũng như mức độ bảo vệ nhà đầu tư còn rất hạn chế - mà kết nối đến yếu tố thanh khoản cổ phần. Thật vậy, thị trường vốn cổ phần ở các thị trường mới nổi cận biên có đặc thù quy mô nhỏ hơn, kém thanh khoản hơn so với các thị trường phát triển và các thị trường mới nổi (Berger & cộng sự, 2011).

Là một thị trường cận biên, Việt Nam có những vấn đề đáng quan tâm về quản trị doanh nghiệp, thanh khoản và định giá thị trường. Thị trường vốn Việt Nam có mức độ tập trung quyền sở hữu cao và đặc biệt có những thay đổi đáng kể về mẫu hình sở hữu sau thời kỳ Đổi mới về mức độ can thiệp của nhà nước vào doanh nghiệp. Tuy nhiên, thị trường Việt Nam nói riêng và các thị trường cận biên nói chung vẫn ở quy mô nhỏ, thanh khoản kém và có nhiều ràng buộc đối với nhà đầu tư nước ngoài. Bằng chứng thực nghiệm đến nay (ví dụ Nguyen & cộng sự, 2015; Tran & Le, 2017; Tran & Le, 2019) cho thấy tập trung quyền sở hữu có thể xem là một cơ chế quản trị hiệu quả thay thế cho chất lượng kém trong quản trị cấp độ quốc gia ở Việt Nam. Tuy nhiên, các nghiên cứu của Nguyen & cộng sự (2015), Tran & Le (2017) và Tran & Le (2019) bỏ qua vai trò của tính thanh khoản thị trường – vốn quan trọng trong một thị trường vốn dưới mức phát triển như của Việt Nam. Mối tương quan nhân quả giữa thanh

khoản và tập trung quyền sở hữu cũng là một vấn đề cần lưu ý khi xem xét tác động của nó lên việc định giá doanh nghiệp.

Nghiên cứu này, trong bối cảnh thị trường vốn Việt Nam, sẽ cân nhắc cả 3 yếu tố nhằm cung cấp bằng chứng thực nghiệm về mối quan hệ kênh giữa tập trung quyền sở hữu, thanh khoản và định giá doanh nghiệp. Nghiên cứu không đi vào cân nhắc mối quan hệ nhân quả giữa tập trung quyền sở hữu và thanh khoản – vốn là vấn đề tranh cãi trong lý thuyết hiện hành. Thay vào đó, nghiên cứu sử dụng chiến lược tương tác để phân tích mối quan hệ giữa tập trung quyền sở hữu và thanh khoản lên định giá công ty. Cụ thể, sử dụng một mẫu 480 công ty niêm yết trên 2 sàn giao dịch chứng khoán ở Việt Nam, nhóm tác giả tìm thấy vai trò định giá của tập trung quyền sở hữu nhưng không tìm thấy vai trò tương tự từ thanh khoản cổ phần. Kết quả cũng xác nhận thanh khoản (kênh tác động giá qua chi phí giao dịch) đến nay chưa phải là kênh truyền dẫn tác động của tập trung quyền sở hữu đến định giá doanh nghiệp.

Bộ cục của nghiên cứu này được trình bày như sau. Phần 2 giới thiệu các lý thuyết nền tảng liên quan đến các mối quan hệ giữa định giá công ty, tập trung quyền sở hữu và thanh khoản cổ phần. Phần 3 trình bày phương pháp nghiên cứu thực nghiệm và mẫu dữ liệu được sử dụng. Phần 4 báo cáo và thảo luận các kết quả nghiên cứu. Cuối cùng, các kết luận và khuyến nghị được đưa ra ở Phần 5.

2. Lý thuyết nền tảng

Tập trung quyền sở hữu và thanh khoản

Mức độ tập trung quyền sở hữu vốn được xem là có liên quan đến sự sụt giảm trong khả năng thanh khoản của công ty (tác động tiêu cực) khi xem xét đồng thời hiệu quả (tích cực) về mặt quản trị của nó. Tuy nhiên lập luận giải thích cho mối quan hệ này đến nay chưa nhận được sự đồng thuận về quan điểm. Lập luận thứ

nhất, tiên phong bởi Bhide (1993), cho rằng tính thanh khoản thị trường sẽ bị đánh đổi bởi tính hiệu quả trong quản trị doanh nghiệp liên quan đến chi phí điều hành. Khi số lượng nhà đầu tư, đặc biệt là các cổ đông lớn, tăng lên thì việc quản lý sẽ gia tăng và chi phí điều hành sẽ gia tăng theo. Kahn & Winton (1998) hỗ trợ cho quan điểm của Bhide (1993) khi xác nhận mối quan hệ âm giữa thanh khoản và hiệu quả điều hành bởi các cổ đông lớn. Cụ thể, họ cho rằng thanh khoản cao hơn sẽ cho phép các cổ đông lớn có động cơ đầu cơ vượt mức hơn là động cơ điều hành. Lập luận thứ hai, điển hình bởi Holmström & Tirole (1993) và Maug (1998), không ủng hộ mối quan hệ đánh đổi giữa thanh khoản và hiệu quả điều hành từ sự tập trung quyền sở hữu. Holmström & Tirole (1993) cho rằng tập trung quyền sở hữu làm giảm tính thanh khoản nhưng qua đó làm giảm hiệu quả quản trị của thị trường. Maug (1998) chỉ ra rằng tập trung quyền sở hữu không nhất thiết tạo ra sự đánh đổi giữa quản trị doanh nghiệp và tính thiếu thanh khoản. Ngược lại, thanh khoản thị trường sẽ hỗ trợ cơ chế quản trị doanh nghiệp thêm hiệu quả: thị trường có tính thanh khoản cao hơn cho phép cổ đông lớn bán cổ phần dễ dàng hơn nhưng cũng đồng thời giúp cổ đông lớn tích lũy thêm cổ phần nhiều hơn.

Những phân tích gần đây có khuynh hướng hỗ trợ cho mối quan hệ nghịch biến giữa tập trung quyền sở hữu và thanh khoản cổ phần ở một chiều hướng khác. Mối quan hệ âm này có thể được giải thích dựa trên hai hiệu ứng gồm hiệu ứng phân cách thực hay hiệu ứng hoạt động giao dịch (Stoll, 2000; Rubin, 2007; Brockman & cộng sự, 2009) và hiệu ứng phân cách thông tin hay hiệu ứng lựa chọn đối nghịch (Stoll, 2000; Heflin & Shaw, 2000; Rubin, 2007; Brockman & cộng sự, 2009). Bằng chứng thực nghiệm về hiệu ứng làm giảm thanh khoản của tập trung quyền sở hữu được tìm thấy ở cả thị trường phát triển (Heflin & Shaw 2000; Rubin, 2007; Brockman & cộng sự, 2009; Jacoby &

Zheng, 2010) và thị trường mới nổi (Prommin & cộng sự, 2016; Al-Jaifi, 2017).

Thanh khoản và định giá doanh nghiệp

Lý thuyết về mối quan hệ giữa thanh khoản và giá trị doanh nghiệp liên quan đến quan điểm của các mô hình định giá tài sản vốn, rằng nhà đầu tư sẽ yêu cầu một tỷ suất sinh lợi cao hơn nếu cổ phần công ty có tính thanh khoản thấp (Amihud & Mendelson, 1986). Những giả thuyết tài chính doanh nghiệp giải thích cho mối quan hệ này thường được đặt vào hai hướng đối lập. Nhóm giả thuyết đầu tiên dự đoán thanh khoản sẽ làm tăng giá trị doanh nghiệp. Các giả thuyết thuộc nhóm này bao gồm giả thuyết về sự can thiệp của cổ đông lớn (Maug, 1998), giả thuyết về độ nhạy của việc tương thưởng ban giám đốc theo thành quả hoạt động (Holmström & Tirole, 1993), giả thuyết về phản hồi tích cực (Subrahmanyam & Titman, 2001; Khanna & Sonti, 2004), giả thuyết về phân bù thanh khoản (Holmström & Tirole, 2001) và giả thuyết về tâm lý nhà đầu tư (Baker & Stein, 2004). Nhóm giả thuyết thứ hai dự đoán thanh khoản sẽ làm suy giảm giá trị doanh nghiệp. Các giả thuyết thuộc nhóm này bao gồm giả thuyết về cơ chế rút vốn linh hoạt (Coffee, 1991; Bhide, 1993) và giả thuyết phản hồi tiêu cực (Goldstein & Guembel, 2008).

Thực tế, phân tích ở phương diện tài chính doanh nghiệp có khuynh hướng hỗ trợ lập luận rằng giá trị doanh nghiệp sẽ thấp (do chi phí vốn cao) đối với các công ty thiếu thanh khoản cổ phần. Fang & cộng sự (2009) xác nhận mối quan hệ dương này một cách thực nghiệm và đồng thời kiểm tra hiệu ứng nhân quả giữa thanh khoản và thành quả công ty. Khác với các thị trường phát triển, Batten & Vo (2018) phát hiện một mối quan hệ đối nghịch giữa thanh khoản và định giá công ty trong thị trường mới nổi/cận biên như Việt Nam. Đến nay, mối quan hệ trực tiếp giữa thanh khoản và giá trị doanh nghiệp vẫn còn hạn chế về bằng chứng thực nghiệm.

Tập trung quyền sở hữu và định giá doanh nghiệp

Mối quan hệ giữa các cơ chế quản trị và thành quả doanh nghiệp là chủ đề thu hút nhiều quan tâm trong lĩnh vực tài chính doanh nghiệp. Theo lý thuyết đại diện, Jensen & Meckling (1976) hàm ý rằng các vấn đề xung đột lợi ích giữa giám đốc-chủ sở hữu và giữa các cổ đông là bị chi phối bởi cấu trúc sở hữu. Ở những quốc gia có cấu trúc phân tán, bài toán quan tâm là về chi phí đại diện liên quan đến nguy cơ các giám đốc hành động không vì lợi ích cổ đông (La Porta & cộng sự, 1998). Ở những quốc gia mà doanh nghiệp có cấu trúc tập trung quyền sở hữu, vấn đề quan tâm là bài toán giữa cổ đông kiểm soát và cổ đông nhỏ lẻ - liên quan đến hành vi cổ đông lớn chiếm đoạt tài sản của cổ đông nhỏ không có quyền kiểm soát (Shleifer & Vishny, 1986; Claessens & cộng sự, 2013). Nghiên cứu thực nghiệm do đó thường tập trung vào mối quan hệ giữa tập trung quyền sở hữu và giá trị công ty. Bằng chứng trong thị trường có quyền sở hữu phân tán, điển hình như Mỹ, thường không đồng nhất (ví dụ Morck & cộng sự, 1988; Holderness & Sheehan, 1988; McConnel & Servaes, 1990; Mehran, 1995; Demsetz & Villalonga, 2001; Konijn & cộng sự, 2011). Mối quan hệ cũng đa dạng ở các thị trường khác nhưng thường theo khuynh hướng đồng biến (giá trị công ty tăng theo mức tập trung quyền sở hữu) và mạnh hơn trong môi trường có quyền bảo vệ nhà đầu tư yếu như các thị trường châu Á và/hoặc mới nổi (Claessens & cộng sự, 2002; Lins, 2003; Orbay & Yurtoglu, 2006; Gunasekarage & cộng sự, 2007; Heugens & cộng sự, 2009; Ma & cộng sự, 2010; Nguyen & cộng sự, 2015; Tran & Le, 2019).

Tập trung quyền sở hữu, thanh khoản và định giá doanh nghiệp

Đến nay, nền tảng các lý thuyết đã làm rõ các mối quan hệ riêng phần giữa tập trung quyền sở hữu, thanh khoản và giá trị công ty. Những

kết quả điển hình chỉ ra tập trung quyền sở hữu có xu hướng làm giảm thanh khoản thị trường của cổ phần công ty. Trong khi đó, thanh khoản thị trường được cho sẽ làm tăng mức định giá công ty. Ở một mặt khác, tập trung quyền sở hữu thường được xem là cơ chế quản trị hiệu quả làm tăng giá trị doanh nghiệp. Rõ ràng, tác động gián tiếp của tập trung quyền sở hữu lên định giá thông qua kênh thanh khoản có thể đối lập với tác động tích cực của nó. Thật vậy, theo logic thì hiệu ứng gián tiếp đó là sẽ làm giá trị công ty vì sự suy giảm thanh khoản do tập trung quyền sở hữu gây ra sẽ làm giảm mức định giá doanh nghiệp. Đến nay, chỉ một số ít tác giả xem xét đồng thời cả 3 yếu tố (tập trung quyền sở hữu, thanh khoản và định giá) trong cùng một nghiên cứu với các mức độ khác nhau (như Fang & cộng sự (2009) với Mỹ, Uno & Kamijama (2010) với Nhật, và Prommin & cộng sự (2016) với Thái Lan). Tuy vậy, các tác giả chưa kết hợp các yếu tố này vào trong một mô hình tương tác (thanh khoản) thống nhất để xem xét cả hiệu ứng trực tiếp và gián tiếp của tập trung quyền sở hữu lên định giá công ty.

Đến nay cũng chưa có nghiên cứu nào ở các thị trường cận biên xem xét cả ba yếu tố tập trung quyền sở hữu, thanh khoản và định giá công ty trong một tiếp cận đồng thời. Đây là một thiếu sót của lý thuyết thực nghiệm về chủ đề này khi các thị trường cận biên là nơi đặc

trung bởi mức độ thanh khoản yếu – yếu hơn so với các thị trường phát triển và mới nổi khác. Những thị trường cận biên đa phần cũng đặc trưng bởi các công ty có cấu trúc sở hữu tập trung. Hơn hết, đây là bộ phận thị trường đang nhận được sự quan tâm lớn từ các nhà đầu tư quốc tế do lợi thế của nó về đa dạng hóa rủi ro (Berger & cộng sự, 2011). Trong nhóm thị trường cận biên này, Việt Nam đóng vai trò là một thị trường điển hình quan trọng (Tran & Le, 2019). Thật vậy, thị trường vốn Việt Nam đặc trưng bởi tính thanh khoản thấp, quy mô còn nhỏ, có mức độ trung sở hữu cao và đang thu hút ngày càng nhiều nhà đầu tư nước ngoài do các giới hạn đối với nhà đầu tư nước ngoài đang dần được tháo gỡ. Đến thời điểm hiện tại, chưa có nghiên cứu nào cho Việt Nam cân nhắc đồng thời các yếu tố tập trung quyền sở hữu, thanh khoản và định giá. Nghiên cứu này tiếp cận vấn đề thông qua việc xem xét tác động của tập trung quyền sở hữu lên định giá công ty thông qua kênh thanh khoản cổ phần. Hướng nghiên cứu này giúp kết nối các kết quả tìm thấy riêng lẻ trước đó (Nguyen & cộng sự, 2015; Tran & Le, 2017; Batten & Vo, 2018; Tran & Le, 2019).

3. Phương pháp nghiên cứu

Mô hình

Mô hình thực nghiệm (dạng động) của nghiên cứu này được thiết kế như sau:

$$Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 Q_{it-1} + \beta_2 Blockholding_{it} + \beta_3 Blockholding * Amihud_{it} + \beta_4 Amihud_{it} + \beta_5 CEO\ duality_{it} + \beta_6 Board\ size_{it} + \beta_7 Board\ independence_{it} + \beta_8 Gender\ diversity_{it} + \beta_9 Firm\ size_{it} + \beta_{10} Leverage_{it} + \beta_{11} ROA_{it} + \beta_{12} ROA_{it-1} + \beta_{13} Capex_{it} + \beta_{14} Age_{it} + \beta_{15} Tangibility_{it} + \beta_{16} Sales\ growth_{it} + \beta_{17} Industry_i + \beta_{18} Year_t + e_{it} \quad (1)$$

Mô hình này xem xét đồng thời các hiệu ứng tác động trực tiếp của tập trung quyền sở hữu (*Block holding*) và thanh khoản (*Amihud*) lên định giá (Tobin's *Q*), cũng như cân nhắc hiệu ứng tác động gián tiếp thông qua sự tương tác giữa tập trung quyền sở hữu và thanh khoản (*Block holding*Amihud*).

3.2. Các biến quan tâm chính

Thước đo định giá, Tobin's *Q*, được xấp xỉ bởi giá trị thị trường trên giá trị sổ sách của tổng tài sản. Giá trị thị trường của tổng tài sản được tính bằng cách lấy giá trị sổ sách của tổng tài sản trừ cho giá trị sổ sách vốn cổ phần rồi cộng giá trị thị trường vốn cổ phần. Giá trị thị trường

vốn cổ phần được tính bằng cách nhân tổng số lượng cổ phiếu lưu hành với giá cổ phiếu tại thời điểm cuối năm tài chính.

Mức độ tập trung quyền sở hữu, *Block holding*, được đo bằng tỷ lệ phần trăm sở hữu cổ phần của tất cả các cổ đông lớn trong công ty. Cổ đông lớn là những nhà đầu tư nắm giữ ít nhất 5% tổng số lượng cổ phiếu lưu hành hiện hữu của công ty.

Thước đo thanh khoản, *Amihud*, được xây dựng bởi Amihud (2002) như sau:

$$Amihud_{it} = \frac{1}{D_{it}} \sum_{d=1}^D \frac{|R_{itd}|}{VolD_{itd}}$$

trong đó và lần lượt là tỷ suất sinh lợi và khối lượng giao dịch (tính bằng triệu đồng) của cổ phần *i* trong ngày giao dịch *d* (ngày có phát sinh giao dịch) của năm *t*. Để loại bỏ những giá trị ngoại lai trong khi tính *Amihud*, các mức giá vượt quá 10% biên độ giá (so với giá tham chiếu ngày giao dịch trước đó) sẽ bị loại bỏ. Về bản chất thước đo này đo lường tính thiếu thanh khoản của cổ phần. Nghĩa là, *Amihud* càng cao thể hiện tính thanh khoản càng thấp.

Các biến kiểm soát

Tương tự Nguyen & cộng sự (2015), Tran & Le (2017) và Tran & Le (2019), tập hợp các biến kiểm soát bao gồm các cơ chế quản trị doanh nghiệp khác ngoài tập trung quyền sở hữu như sự kiêm nhiệm chức danh chủ tịch hội đồng quản trị (HĐQT) với giám đốc điều hành (CEO) (*CEO duality*), quy mô HĐQT (*Board size*), tính độc lập HĐQT (*Board independence*) và tính đa dạng giới trong HĐQT (*Gender diversity*). Những biến kiểm soát khác bao gồm khả năng sinh lợi (*ROA*), đòn bẩy tài chính (*Leverage*), quy mô công ty (*Firm size*), tài sản hữu hình (*Tangibility*), mức độ chi tiêu vốn (*Capex*) và tốc độ tăng trưởng doanh thu (*Sales growth*). và lần lượt là các vector hệ số ước lượng cho các hiệu ứng cố định ngành (*Industry*) và năm (*Year*).

Phương pháp hồi quy mô hình (1) bao gồm các tiếp cận trong các nghiên cứu trước đó bởi Nguyen & cộng sự (2015), Tran & Le (2017) và Tran & Le (2019). Trước tiên, các kỹ thuật ước lượng bình phương nhỏ nhất (OLS) và ước lượng yếu tố cố định (fixed effects) sử dụng cluster mức độ công ty (với các sai số chuẩn được hiệu chỉnh) sẽ được sử dụng. Để tăng tính vững cho các ước lượng, ước lượng mô-men tổng quát (GMM) hai bước trên dữ liệu bảng động (tức GMM hệ thống) được sử dụng nhằm xử lý các nguồn gốc tiềm tàng gây ra vấn đề nội sinh.

Dữ liệu

Chọn mẫu và xử lý dữ liệu

Nghiên cứu sử dụng mẫu dữ liệu gồm các công ty niêm yết trên 2 sàn giao dịch chứng khoán Việt Nam (HOSE và HNX) giai đoạn 2008-2015 không bao gồm các ngân hàng, công ty bảo hiểm, và công ty chứng khoán. Nguồn dữ liệu bao gồm Cơ sở dữ liệu báo cáo tài chính Datastream của Thomson Reuters và Dữ liệu ban quản lý của Vietstock. Dữ liệu Datastream được sử dụng để đo lường các biến tài chính chuyên biệt công ty cũng như các thước đo tính thanh khoản cổ phần (*Amihud*) và định giá công ty (Tobin's *Q*). Dữ liệu Vietstock được dùng để tính toán thước đo tập trung quyền sở hữu (*Block holding*) và các cơ chế quản trị doanh nghiệp khác.

Mẫu dữ liệu sau cùng bao gồm 480 công ty và có dạng bảng không cân đối (unbalanced panel). Để giảm thiểu các vấn đề liên quan đến giá trị ngoại lai, các biến gồm thước đo thành quả công ty (Tobin's *Q* và *ROA*), đòn bẩy tài chính (*Leverage*), chi tiêu vốn (*Capex*), tài sản hữu hình (*Tangibility*) được winsorize ở mức 0.5% ở cả 2 đuôi phân phối (tức ở các mức phân vị phần trăm là 0.5% và 99.5%)¹. Vì tăng trưởng doanh thu (*Sales growth*) có phân phối

¹ Winsorizing/winsorization là một kỹ thuật thống kê nhằm loại bỏ các giá trị ngoại lai (outliers) trong dữ liệu của một biến bằng cách thay thế các giá trị quan sát ở hai phần đuôi phân phối của biến bằng giá trị quan sát tương ứng ở hai ngưỡng phân vị đối xứng được định sẵn.

lệch phải lớn nên được winsorize ở các mức phân vị phần trăm 0.5% và 95%. Những biến khác được tính toán dưới dạng logarit như quy mô HĐQT (*Board size*), quy mô công ty (*Firm size*), tuổi công ty (*Firm age*), và thanh khoản (được tính theo dạng logarit $1+Amihud$) là không được winsorize vì bản chất phép chuyển logarit đã giúp giảm thiểu các tác động tiềm ẩn của giá trị ngoại lai.

Mô tả dữ liệu và tương quan biến

Bảng 1 trình bày thống kê mô tả cho tất cả các biến. Giá trị *Q* có mức trung bình là 0.93 với độ lệch chuẩn 0.3. Nhìn chung, định giá các công ty ở Việt Nam trong giai đoạn 2008-2015 dưới mức cơ hội tăng trưởng tiềm năng (< 1). Sở hữu cổ đông lớn (Block holding) trung bình là 49% với độ lệch chuẩn 18.8% và có mức cao

nhất 99%, phản ánh mức tập trung quyền sở hữu cao trong các công ty niêm yết ở Việt Nam. Những cổ đông lớn là những cổ đông nắm tối thiểu 5% số lượng cổ phiếu đang lưu hành của một công ty. Thước đo Amihud phản ánh tính thiếu thanh khoản của một cổ phiếu: cổ phiếu có giá trị Amihud càng nhỏ thể hiện tính thanh khoản càng cao. Các thông số còn lại báo cáo các trị số thống kê cơ bản cho các biến thuộc nhóm cấu trúc HĐQT và nhóm các biến kiểm soát đặc tính chuyên biệt công ty.

Bảng 2 trình bày ma trận các hệ số tương quan giữa các biến. Nhìn chung, không có sự tương quan nào phản ánh vấn đề đa cộng tuyến nghiêm trọng giữa các biến độc lập. Hệ số tương quan lớn nhất 0.43, là giữa quy mô công ty và đòn bẩy tài chính.

Bảng 1. Thống kê mô tả

	<i>Số quan sát</i>	<i>Trung bình</i>	<i>Độ lệch chuẩn</i>	<i>Nhỏ nhất</i>	<i>Phân vị 25%</i>	<i>Median</i>	<i>Phân vị 75%</i>	<i>Lớn nhất</i>
<i>Q</i>	2976	0.9334	0.3052	0.3946	0.7734	0.8876	1.0068	2.6693
Block holding	2976	0.4932	0.1883	0.0500	0.3627	0.5100	0.6126	0.9900
Amihud	2976	0.0135	0.0275	0.0000	0.0002	0.0038	0.0145	0.4368
CEO duality	2976	0.3458	0.4757	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000	1.0000
Board size	2976	1.6813	0.1787	1.0986	1.6094	1.6094	1.7918	2.3979
Board independence	2976	0.5908	0.1979	0.0000	0.4000	0.6000	0.8000	1.0000
Gender diversity	2976	0.1380	0.1592	0.0000	0.0000	0.1400	0.2000	0.8000
ROA	2976	0.0916	0.0924	-0.1529	0.0334	0.0753	0.1293	0.4938
Leverage	2976	0.3368	0.2535	0.0000	0.0864	0.3370	0.5531	0.8613
Firm size	2976	13.1843	1.4469	9.4049	12.2672	13.1051	14.1242	18.7961
Capital expenditure	2976	0.0925	0.2355	0.0000	0.0063	0.0235	0.0760	2.1830
Firm age	2976	1.7390	0.4653	0.6931	1.3863	1.7918	2.0794	2.8332
Tangibility	2976	0.2597	0.2162	0.0001	0.0904	0.1973	0.3704	0.9160
Sales growth	2976	0.1287	0.3476	-0.8744	-0.0562	0.0975	0.2725	0.9823

Bảng 2. Ma trận tương quan

	Q	Block	Amihud	Duality	B. size	B. indep	Gender	ROA	Lev	F. size	Capex	Age	Tang	Sales gr.
Q	1.00													
Block holding	0.19***	1.00												
Amihud	-0.16***	0.12***	1.00											
CEO duality	-0.02	-0.18***	0.00	1.00										
Board size	0.08***	-0.02	-0.06***	0.03	1.00									
Board independence	0.09***	0.11***	0.03*	-0.34***	0.10***	1.00								
Gender diversity	0.01	-0.03*	-0.01	0.08***	0.07***	-0.02	1.00							
ROA	0.37***	0.1***	-0.14***	-0.01	0.10***	0.01	0.07***	1.00						
Leverage	-0.04**	0.00	-0.05***	0.02	0.07***	-0.10***	-0.09***	-0.20***	1.00					
Firm size	0.16***	0.13***	-0.25***	-0.06***	0.27***	0.08***	0.00	0.02	0.43***	1.00				
Capex	0.02	0.03	-0.07***	-0.07***	0.12***	0.09***	-0.01	-0.03*	0.10***	0.18***	1.00			
Age	0.01	0.04**	-0.06***	-0.14***	0.01	0.08***	0.01	-0.13***	-0.02	0.11***	-0.06***	1.00		
Tangibility	0.02	0.15***	0.01	-0.09***	0.09***	0.03*	-0.11***	0.02	0.20***	0.11***	0.29***	0.00	1.00	
Sales growth	0.08***	-0.04**	-0.07***	-0.02	0.04**	0.01	0.06***	0.27***	0.02	0.08***	0.01	-0.11***	0.00	1.00

***, ** và * lần lượt ứng với mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%

4. Kết quả nghiên cứu

Bảng 3 trình bày kết quả hồi quy OLS cơ bản (dạng tĩnh) đối với các thành phần trong mô hình (1) nhằm có một góc nhìn cơ bản nhất về vai trò của các biến số trong mô hình. Cột (1) của Bảng 3 là kết quả của hồi quy trực tiếp của tập trung quyền sở hữu (Block holding) lên giá trị công ty (Q). Mối tương quan đó rõ ràng cần kiểm soát bởi các yếu tố chuyên biệt công ty khác, như được trình bày ở cột (2). Những đặc tính công ty có ý nghĩa thống kê ở đây gồm tỷ suất sinh lợi trên tài sản (ROA), quy mô công ty, tuổi công ty, tài sản hữu hình, và cơ hội tăng trưởng.

Các cột (3)-(5) trình bày kết quả hồi quy mô hình có bao gồm các thành phần thuộc cấu trúc HĐQT. Khác biệt giữa cột (3) và cột (4) là cột (4) có bao gồm biến thanh khoản (Amihud). Cột (5) khác cột (4) ở chỗ có bao gồm thêm biến tương tác giữa tập trung quyền sở hữu và tính (thiếu) thanh khoản. Đối với cả 3 tiếp cận này, mẫu hình ước lượng của các biến kiểm soát chuyên biệt công ty và các biến cấu trúc HĐQT đều được giữ vững.

Đặc biệt, mẫu hình của ước lượng tập trung quyền sở hữu (Block holding) vẫn luôn giữ vững với hệ số tương quan dương và mức ý nghĩa thống kê 1%. Điều này phản ánh đúng lập luận của Nguyen & cộng sự (2015) và Tran & Le (2017) rằng tập trung quyền sở hữu đóng vai trò quan trọng trong việc giải thích sự khác biệt trong giá trị công ty. Khi biến thanh khoản Amihud được đưa vào mô hình một cách độc lập, mối quan hệ dương giữa thanh khoản và định giá công ty được thể hiện (cột (4)). Tuy nhiên, mối quan hệ đó biến mất khi thành phần tương tác của nó với tập trung quyền sở hữu được đưa vào xem xét (cột (5)).

Bảng 4 trình bày kết quả sử dụng các kỹ thuật ước lượng tăng cường (Robust OLS, fixed effects, và GMM) đối với dạng tĩnh (static) và động (dynamic) của mô hình (1). Thống nhất với cột (5) của Bảng 3, việc thêm thành phần tương tác (Block holding*Amihud) làm mất ý

nghĩa thống kê của biến Amihud ở hầu hết các tiếp cận ước lượng (ngoại trừ mức ý nghĩa từ 5%-10% ở tiếp cận fixed effects). Hệ số ước lượng của thành phần tương tác cũng không có ý nghĩa thống kê qua tất cả các tiếp cận. Điều này hàm ý rằng không có bằng chứng hệ thống về kênh tác động dựa vào thanh khoản của tập trung quyền sở hữu lên định giá công ty. Cuối cùng, tác động của tập trung quyền sở hữu lên định giá công ty là tác động trực tiếp chứ không thông qua kênh chi phí giao dịch (kênh tác động giá). Đây là một phát hiện mới trong các thị trường mới nổi cận biên như thị trường vốn Việt Nam.

Có thể lập luận rằng, cơ chế quản trị doanh nghiệp thông qua tập trung quyền sở hữu đóng vai trò làm gia tăng định giá công ty, dưới hình thức các thông tin về thay đổi trong cấu trúc sở hữu tập trung được phản ánh trực tiếp vào giá trị cổ phần. Đối với sở hữu cổ phần lớn, thường là những sở hữu cổ đông chiến lược, việc giao dịch có lẽ không thường xuyên vì đó là những nắm giữ dài hạn. Thực tế này phản ánh đặc tính của thị trường vốn Việt Nam, nơi tâm lý nhà đầu tư có xu hướng thái quá. Sở hữu cổ đông lớn thường thay đổi rất chậm (Tran & Le, 2017; Tran & Le, 2019), kênh thanh khoản thông qua tác động giá (Amihud) có lẽ không phải là kênh truyền tải thông tin chính và thường xuyên. Thông tin về mức độ tập trung quyền sở hữu của một công ty đã phản ánh hiệu quả quản trị doanh nghiệp, đặc biệt là trong việc kiểm soát các hành vi thiếu tối ưu của ban giám đốc.

Cuối cùng, tập trung quyền sở hữu bên cạnh khả năng sinh lợi kế toán là những yếu tố có khả năng thích mạnh nhất cho sự thay đổi trong giá trị công ty ở Việt Nam. Việc không tìm thấy ý nghĩa của các biến số khác sau khi kiểm soát nội sinh có lẽ không bất ngờ. Nguyen & cộng sự (2015), Tran & Le (2017), và Tran & Le (2019) cũng báo cáo những trường hợp này. Thật vậy, bản chất thành quả kế toán của công ty (ROA) đã là một hàm số của nhiều biến đặc tính chuyên biệt công ty.

Bảng 3. Các ước lượng OLS cơ bản

	Tobin's Q				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Block holding	0.2766	0.1698	0.1756	0.1975	0.2169
Block holding*Amihud					-1.5156
Amihud				-0.8598	-0.0023
CEO duality			0.0309	0.0321	0.0320
Board size			0.0411	0.0458	0.0431
Board independence			0.0854	0.0937	0.0919
Gender diversity			-0.0617	-0.0589	-0.0558
ROA(t)		0.9614	0.9604	0.9629	0.9616
ROA(t-1)		0.5824	0.5857	0.5412	0.5438
Leverage		-0.0005	0.0058	0.0096	0.0091
Firm size		0.0284	0.0263	0.0215	0.0220
Capex		0.0379	0.0359	0.0321	0.0328
Age		-0.0536	-0.0500	-0.0594	-0.0601
Tangibility		-0.0705	-0.0768	-0.0725	-0.0726
Sales growth		-0.0046	-0.0024	-0.0038	-0.0039
Constant	0.6845	0.3993	0.2962	0.3530	0.3427
Industry fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Prob. > F	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
R-squared	0.130	0.326	0.331	0.336	0.336
Adj. R-squared	0.125	0.319	0.323	0.328	0.328
No. of firms	480	480	480	480	480
No. of observations	2,496	2,496	2,496	2,496	2,496

***, ** và * lần lượt ứng với mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%

Bảng 4. Các ước lượng về mối quan hệ giữa định giá với tập trung quyền sở hữu và thanh khoản theo mô hình tương tác

	Static		Dynamic	
	(1)	(2)	(3)	(5)
	Robust OLS	Fixed effects	Robust OLS	Fixed effects
<i>Q(t-1)</i>				GMM
Block holding	0.2169 (4.44)***	0.0992 (1.06)	0.6689 (28.36)***	0.4610 (11.25)***
Block holding*Amihud	-1.5156 (-1.32)	-0.8970 (-0.82)	0.0756 (2.8)***	0.0109 (0.15)
Amihud	-0.0023 (0.)	-1.2199 (-1.88)*	-0.3835 (-0.57)	-0.7178 (-0.75)
CEO duality	0.0320 (1.99)**	0.0329 (1.25)	-0.2211 (-0.59)	-1.0522 (-1.98)**
Board size	0.0431 (0.77)	0.0455 (0.69)	0.0142 (1.71)*	0.0190 (0.97)
Board independence	0.0919 (2.52)**	0.0125 (0.27)	0.0485 (1.93)*	0.0281 (0.57)
Gender diversity	-0.0558 (-1.16)	-0.0738 (-1.15)	0.0242 (1.28)	0.0013 (0.03)
ROA(t)	0.9616 (7.43)***	0.6376 (4.89)***	-0.0113 (-0.46)	-0.0720 (-1.36)
ROA(t-1)	0.5438 (4.08)***	0.2655 (2.27)**	0.6963 (6.78)***	0.5951 (5.1)***
Leverage	0.0091 (0.25)	0.0969 (1.3)	0.1043 (1.12)	0.1023 (0.93)
Firm size	0.0220 (2.42)**	0.0808 (1.49)	0.0212 (1.22)	0.0702 (1.23)
Capex	0.0328 (1.19)	-0.0233 (-0.59)	0.0008 (0.2)	0.0370 (0.92)
Age	-0.0601 (-2.07)**	-0.2242 (-2.33)**	0.0254 (1.5)	0.0293 (0.89)
Tangibility	-0.0726 (-1.87)*	0.2101 (1.91)*	0.0204 (1.62)	-0.0783 (-1.19)
Sales growth	-0.0039 (-0.28)	-0.0057 (-0.47)	-0.0334 (-1.8)*	0.1251 (1.78)*
<i>Constant</i>	0.4031 (2.89)***	-0.0413 (-0.06)	0.0213 (1.89)*	0.0114 (1.02)
			0.1807 (2.64)***	0.0732 (0.14)
Industry fixed effects	Yes	No	Yes	No
Year fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes
Prob. > F	0.000	0.000	0.000	0.000
R-squared	0.336	0.238	0.644	0.396
No. of firms	480	480	480	480
No. of observations	2496	2496	2496	2496
No. of instruments				57
Arellano-Bond test: AR(2) (<i>p</i> -value)				0.086
Hansen <i>J</i> -test of over-identification (<i>p</i> -value)				0.362
Difference-in-Hansen test for exogeneity (<i>p</i> -value)				
– GMM instruments for level equation (All)				0.546
– GMM instruments for diff equation (Dep. Var)				0.191
– GMM instruments for level equation (Dep. Var)				0.753

***, **, * và * lần lượt ứng với mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%; sai số chuẩn được hiệu chỉnh tùy ý với hiện tượng phương sai của sai số thay đổi

5. Kết luận

Các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam có mức độ tập trung quyền sở hữu cao và mức độ thanh khoản cổ phiếu thấp. Nghiên cứu này kiểm tra mối quan hệ giữa tập trung quyền sở hữu, thanh khoản, và định giá công ty sử dụng một mẫu gồm 480 công ty niêm yết trên thị trường Việt Nam giai đoạn 2008-2015. Bằng chứng cho thấy tập trung quyền sở hữu đóng vai trò như một cơ chế quản trị hiệu quả làm tăng giá trị doanh nghiệp. Hiệu ứng của tập trung quyền sở hữu lên giá trị công ty là trực tiếp thông qua định giá cổ phần nhận thức bởi các nhà đầu tư thị trường.

Nghiên cứu mang lại giá trị về hàm ý chính sách. Hàm ý liên quan đến thực tế rằng mối quan hệ giữa thanh khoản và giá trị công ty vẫn chưa rõ ràng đối với trường hợp thị trường vốn Việt Nam. Mặc dù mức độ tập trung quyền sở hữu đóng vai trò quan trọng trong định giá, sự định giá này phản ánh sự lấn át của hiệu ứng giảm thiểu các xung đột lợi ích (vấn đề đại diện) giữa

cổ đông và ban giám đốc. Ngoài ra, hiệu ứng xung đột lợi ích giữa cổ đông lớn/kiểm soát và cổ đông nhỏ lẻ vẫn tồn tại trong một thị trường vốn thiếu hiệu quả/chưa phát triển đầy đủ như Việt Nam. Tính thanh khoản sẽ là môi trường làm tăng tính hiệu quả của cơ chế quản trị thông qua tập trung quyền sở hữu. Chính vì vậy, nhà làm chính sách cần đặt vấn đề về cách thức làm tăng tính thanh khoản của thị trường vốn. Một trong những giải pháp quan trọng là nới lỏng các quy định pháp lý liên quan đến sở hữu nước ngoài. Việc tham gia mạnh hơn của các nhà đầu tư nước ngoài sẽ gia tăng tính thanh khoản của thị trường. Các nhà đầu tư nước ngoài, đặc biệt là các nhà đầu tư tổ chức nước ngoài, cũng là đối tượng mang lại hiệu quả cao hơn trong việc kiểm soát điều hành công ty. Sau cùng, chất lượng quản trị của các công ty trên thị trường vốn Việt Nam sẽ được cải thiện đáng kể. Đó cũng là một trong những việc làm cần thiết nhằm thực hiện mục tiêu nâng hạng thị trường vốn Việt Nam từ cận biên lên mới nổi.

Tài liệu tham khảo

- Al-Jaifi, H. A. (2017). Ownership concentration, earnings management and stock market liquidity: evidence from Malaysia. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 17(3), 490-510.
- Amihud, Y. (2002). Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects. *Journal of Financial Markets*, 5(1), 31-56.
- Amihud, Y., & Mendelson, H. (1986). Asset pricing and the bid-ask spread. *Journal of Financial Economics*, 17(2), 223-249.
- Baker, M., & Stein, J. C. (2004). Market liquidity as a sentiment indicator. *Journal of financial Markets*, 7(3), 271-299.
- Batten, J., & Vo, X. V. (2018). Liquidity and firm value in an emerging market. *The Singapore Economic Review*.
- Berger, D., Pukthuanthong, K., and Yang, J. J. (2011). International diversification with frontier markets. *The Journal of Financial Economics*, 101(1), 227-242.
- Bhede, A. (1993). The hidden costs of stock market liquidity. *Journal of Financial Economics*, 34(1), 31-51.

- Brockman, P., Chung, D. Y., & Yan, X. S. (2009). Block ownership, trading activity, and market liquidity. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44(6), 1403-1426.
- Claessens, S., & Yurtoglu, B.B. (2013). Corporate governance in emerging markets: a survey. *Emerging Markets Review*, 15, 1-33.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P., & Lang, L. H. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *The Journal of Finance*, 57(6), 2741-2771.
- Coffee, J. C. (1991). Liquidity versus control: The institutional investor as corporate monitor. *Columbia Law Review*, 91(6), 1277-1368.
- Demsetz, H., & Villalonga, B. (2001). Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance* 7(3), 209-233.
- Fang, V. W., Noe, T. H., & Tice, S. (2009). Stock market liquidity and firm value. *Journal of Financial Economics*, 94(1), 150-169.
- Goldstein, I., & Guembel, A. (2008). Manipulation and the allocational role of prices. *The Review of Economic Studies*, 75(1), 133-164.
- Gunasekarage, A., Hess, K., & Hu, A. J. (2007). The influence of the degree of state ownership and the ownership concentration on the performance of listed Chinese companies. *Research in International Business and Finance* 21(3), 379-395.
- Heflin, F., & Shaw, K. W. (2000). Blockholder ownership and market liquidity. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35(4), 621-633.
- Heugens, P. P., Van Essen, M., & van Oosterhout, J. H. (2009). Meta-analyzing ownership concentration and firm performance in Asia: Towards a more fine-grained understanding. *Asia Pacific Journal of Management*, 26(3), 481-512.
- Holderness, C. G., & Sheehan, D. P. (1988). The role of majority shareholders in publicly held corporations: An exploratory analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, 317-346.
- Holmström, B., & Tirole, J. (1993). Market liquidity and performance monitoring. *Journal of Political Economy*, 101(4), 678-709.
- Holmström, B., & Tirole, J. (2001). LAPM: A liquidity based asset pricing model. *The Journal of finance*, 56(5), 1837-1867.
- Jacoby, G., & Zheng, S. X. (2010). Ownership dispersion and market liquidity. *International Review of Financial Analysis*, 19(2), 81-88.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Kahn, C., & Winton, A. (1998). Ownership structure, speculation, and shareholder intervention. *The Journal of Finance*, 53(1), 99-129.
- Khanna, N., & Sonti, R. (2004). Value creating stock manipulation: feedback effect of stock prices on firm value. *Journal of Financial Markets*, 7(3), 237-270.
- Konijn, S. J., Kräussl, R., & Lucas, A. (2011). Blockholder dispersion and firm value. *Journal of Corporate Finance*, 17(5), 1330-1339.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R.W (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106, 1113-1155.

- Lins, K. V. (2003). Equity ownership and firm value in emerging markets. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 159-184.
- Ma, S., Naughton, T., & Tian, G. (2010). Ownership and ownership concentration: which is important in determining the performance of China's listed firms? *Accounting & Finance*, 50(4), 871-897.
- Maug, E. (1998). Large shareholders as monitors: is there a trade-off between liquidity and control? *The Journal of Finance*, 53(1), 65-98.
- McConnell, J. J., & Servaes, H. (1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics*, 27(2), 595-612.
- Mehran, H. (1995). Executive compensation structure, ownership, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 38(2), 163-184.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315.
- Nguyen, T., Locke, S., & Reddy, K. (2015). Ownership concentration and corporate performance from a dynamic perspective: Does national governance quality matter? *International Review of Financial Analysis*, 41, 148-161.
- Orbay, H., & Yurtoglu, B. B. (2006). The impact of corporate governance structures on the corporate investment performance in Turkey. *Corporate Governance: An International Review*, 14(4), 349-363.
- Prommin, P., Jumreornvong, S., Jiraporn, P., & Tong, S. (2016). Liquidity, ownership concentration, corporate governance, and firm value: Evidence from Thailand. *Global Finance Journal*, 31, 73-87.
- Rubin, A. (2007). Ownership level, ownership concentration and liquidity. *Journal of financial Markets*, 10(3), 219-248.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Stoll, H. R. (2000). Presidential address: friction. *The Journal of finance*, 55(4), 1479-1514.
- Subrahmanyam, A., & Titman, S. (2001). Feedback from stock prices to cash flows. *The Journal of Finance*, 56(6), 2389-2413.
- Tran, N. H., & Le, D. C. (2017). Ownership concentration, corporate risk-taking and performance: Evidence from Vietnamese listed firms. Working paper. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3030405>.
- Tran, N. H., & Le, D. C. (2019). Ownership concentration and firm valuation in a typical frontier market. *Afro-Asian Journal of Finance and Accounting*. (forthcoming).
- Uno, J., & Kamiyama, N. (2010). Ownership structure, liquidity, and firm value. *Unpublished manuscript, Waseda University*.