

Cấu trúc sở hữu, hiệu quả hoạt động và giá trị doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán Việt Nam

VÕ XUÂN VINH

Trường Đại học kinh tế TP.HCM

Quan hệ giữa sở hữu tổ chức, hiệu quả hoạt động và giá trị doanh nghiệp là một vấn đề lớn và là một chủ đề thu hút nhiều học giả trong lĩnh vực tài chính doanh nghiệp. Sử dụng các phương pháp hồi quy cho dữ liệu bảng bao gồm hồi quy tác động cố định và GMM, với dữ liệu nghiên cứu là các chỉ số tài chính của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh từ 2007 đến 2012, nghiên cứu này xem xét mối quan hệ giữa sở hữu tổ chức, hiệu quả hoạt động và giá trị doanh nghiệp của các công ty niêm yết. Kết quả cho thấy các công ty có sở hữu tổ chức cao thì hiệu quả hoạt động cao và giá trị doanh nghiệp cao.

Từ khóa: hiệu quả hoạt động, giá trị doanh nghiệp, sở hữu tổ chức

1. Giới thiệu

Cùng với sự phát triển của thị trường chứng khoán, số lượng các công ty niêm yết tăng dần qua các năm. Cho đến cuối năm 2012, số lượng các doanh nghiệp niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh là 314 doanh nghiệp. Một trong những vấn đề đang được quan tâm từ nhiều bên liên quan, đặc biệt là nhà đầu tư, các nhà lập pháp và các học giả quan tâm là vấn đề cấu trúc sở hữu và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Các nhóm cổ đông khác nhau thì có những quyền lợi và lợi ích khác nhau, có những quan hệ khác nhau với chính phủ, với ngân hàng, với đối tác chiến lược nên cơ cấu sở hữu có ảnh hưởng lớn đến những quyết định của doanh nghiệp và tác động đến hiệu quả hoạt động cũng

như giá trị doanh nghiệp khác nhau. Nhiều nghiên cứu xem xét tác động của cơ cấu sở hữu lên hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp tuy nhiên kết quả chưa thống nhất (Belkhir 2009; Fauzi & Locke 2012; Jones, Kalmi & Mygind 2005; La Porta et al. 2000; Lin et al. 2011; Margaritis & Psillaki 2010; Porta, Lopez-de-Silanes & Shleifer 1999; Yu 2005). Nghiên cứu gần đây của Rydqvist, Spizman & Strebulaev (2014) cho rằng kể từ thế chiến thứ hai, sở hữu của các công ty trên toàn thế giới được dần dần thay thế bằng sở hữu gián tiếp thông qua các tổ chức tài chính do các chính sách của chính phủ như chính sách thuế. Ngoài ra, nghiên cứu tác động của cấu trúc sở hữu nói chung, sở hữu tổ chức nói riêng đến hiệu quả hoạt động và giá trị doanh nghiệp ở VN

chưa nhiều. Do vậy, đóng góp đầu tiên của nghiên cứu này là làm giàu cho kho tàng học thuật về chủ đề này ở VN.

Nghiên cứu này có một số hàm ý cho chính sách kinh tế hiện tại của chính phủ. Một là, chủ trương thu hút đầu tư nước ngoài bằng việc nâng trần sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài trên thị trường chứng khoán. Hai là, chủ trương cổ phần hóa các doanh nghiệp nhà nước và thoái vốn bớt tại các doanh nghiệp. Ba là, việc khuyến khích các nhà đầu tư tổ chức bao gồm các quỹ đầu tư, các doanh nghiệp lớn có lợi thế về tài chính, kinh nghiệm quản trị, điều hành tham gia đầu tư vào doanh nghiệp, đặc biệt là doanh nghiệp cổ phần hóa nâng cao hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Bốn là, nghiên cứu về cấu trúc sở hữu và hiệu quả hoạt

động của doanh nghiệp là một công cụ của chính phủ trong việc đảm bảo hiệu quả hoạt động tốt nhất của doanh nghiệp (Kang & Kim 2012).

2. Cơ sở lý thuyết và giả thuyết nghiên cứu

Jensen & Meckling (1976) đặt nền móng cho nghiên cứu về chủ đề này khi cho rằng cấu trúc sở hữu có tác động đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Nghiên cứu này cho rằng nếu một doanh nghiệp có các cổ đông lớn thì sẽ làm tăng hiệu quả hoạt động và giá trị doanh nghiệp. Tuy nhiên, có nhiều nghiên cứu bác bỏ quan điểm này (Porta, Lopez-de-Silanes & Shleifer 1999) dựa trên lý thuyết người đại diện (agency theory) khi cho rằng một khi doanh nghiệp sở hữu bởi các loại cổ đông lớn sẽ có hiện tượng các cổ đông lớn thu lợi riêng cho họ làm cho doanh nghiệp có hiệu quả hoạt động kém hơn. Vấn đề này trở nên nghiêm trọng hơn ở các nước đang phát triển như VN do điều kiện và khả năng kiểm soát của luật pháp chưa hoàn chỉnh, chưa bảo vệ được cổ đông nhỏ. Gần đây, nhiều nghiên cứu tác động của sở hữu tổ chức lên hiệu quả hoạt động và giá trị doanh nghiệp.

Giả thuyết nghiên cứu

Jensen (1986) dựa trên giả thuyết về dòng tiền tự do cho rằng cổ đông tổ chức có khả năng giám sát, kiểm soát các hoạt động của công ty tốt hơn các cổ đông cá nhân. Họ luôn biết tạo những ảnh hưởng đến các quyết định công ty để mang lại hiệu quả hoạt động tốt hơn. Ngoài ra, các nhà quản lý phải chịu sự giám sát của cổ đông tổ chức cho nên luôn chịu áp lực phải làm tăng giá trị

doanh nghiệp (Shleifer & Vishny 1986). Gần đây, Elyasiani & Jia (2010) đưa ra giả thuyết kiểm soát tích cực (Active Monitoring Hypothesis) cho rằng quan hệ giữa sở hữu tổ chức và hiệu quả hoạt động và giá trị doanh nghiệp là cùng chiều. Dựa vào lý thuyết cũng như các nghiên cứu trước, giả thuyết nghiên cứu của bài báo là:

H1: Tỷ lệ sở hữu của cổ đông tổ chức có quan hệ cùng chiều với giá trị doanh nghiệp

H2: Tỷ lệ sở hữu của cổ đông tổ chức có quan hệ cùng chiều với giá trị doanh nghiệp

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

Dữ liệu nghiên cứu được thu thập của 259 công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh giai đoạn từ 2007 đến 2012 từ các báo cáo tài chính, báo cáo thường niên của các công ty được công bố và từ sở giao dịch chứng khoán HOSE. Dữ liệu không bao gồm các công ty sáp nhập, công ty tái chính trong giai đoạn nghiên cứu. Dữ liệu có cấu trúc dữ liệu bảng.

Tương tự như các nghiên cứu trước của Bhattacharya & Graham (2009), mô hình nghiên cứu được sử dụng như sau:

$$\text{PERFORMANCE}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{INST}_{it} + \beta_2 \text{SIZE}_{it} + \beta_3 \text{DEBT}_{it} + \beta_4 \text{INVEST}_{it} + \beta_5 \text{SALES}_{it} + \varepsilon_{it}$$

và

$$\text{VALUE}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{INST}_{it} + \beta_2 \text{SIZE}_{it} + \beta_3 \text{DEBT}_{it} + \beta_4 \text{INVEST}_{it} + \beta_5 \text{SALES}_{it} + \varepsilon_{it}$$

trong đó:

- PERFORMANCE_{it} là chỉ số đo lường hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, được đo lường bởi hai chỉ số EPS và ROA tại thời điểm cuối năm t của công ty

i, trong đó chỉ số EPS đại diện cho thu nhập của mỗi cổ phiếu (hay đại diện cho khả năng sinh lời doanh nghiệp đối với mỗi cổ đông) và ROA đại diện cho khả năng sinh lời hay hiệu quả tạo ra thu nhập của tài sản. EPS được tính bằng thu nhập sau thuế chia cho số cổ phiếu đang lưu hành và ROA được xác định bằng lợi nhuận sau thuế dành cho cổ đông của công ty mẹ trên tổng tài sản ở thời điểm cuối năm tài chính (Lam, Sami & Zhou 2012; Wei & Xiao 2009).

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

- INST_{it} là tỷ lệ sở hữu của cổ đông tổ chức được tính bằng số lượng cổ phần sở hữu bởi cổ đông tổ chức có sở hữu từ 5% trở lên chia cho tổng số cổ phần đang lưu hành tại thời điểm cuối năm tài chính.

- SIZE_{it} là chỉ số đại diện cho qui mô của công ty i ở năm t. Qui mô công ty đo bằng logarit tự nhiên tổng tài sản tại thời điểm

cuối năm tài chính (Chen et al. 2005; Farinha 2003; Gugler & Yurtoglu 2003; Harada & Nguyen 2011; Lam, Sami & Zhou 2012; Ramli 2010; Smith & Watts 1992; Thanatawee 2013; Wei & Xiao 2009).

- $DEBT_{it}$ đại diện cho tỷ lệ nợ của công ty i ở năm t . Nhiều nghiên cứu cho thấy tỷ lệ nợ là yếu tố chính có tác động quyết định đến hiệu quả hoạt động của công ty, đặc biệt là trong giai đoạn khó khăn này của nền kinh tế VN. Một công ty có tỷ lệ nợ thấp thì có nhiều khả năng hoạt động hiệu quả về mặt tài chính cao hơn là các công ty có tỷ lệ nợ cao. DEBT được xác định bằng tổng nợ trên tổng tài sản tại thời điểm cuối năm tài chính (Aivazian, Booth & Cleary 2003; Jensen, Solberg & Zorn 1992; Lam, Sami & Zhou 2012; Wei & Xiao 2009),

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

Watts 1992).

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

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

Phương pháp nghiên cứu

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

để lựa chọn ước lượng cố định hay ước lượng ngẫu nhiên. Kết quả kiểm định Hausman cho thấy các mô hình hồi quy sử dụng ước lượng cố định được lựa chọn. Để tinh gọn chúng tôi không trình bày các kết quả kiểm định ở đây. Ngoài ra, bài báo còn sử dụng ước lượng GMM (Generalized Methods of Moments) để ước lượng mô hình. Ước lượng GMM được coi là một ước lượng ưu việt để giải quyết hiện tượng nội sinh trong mô hình.

4. Kết quả và thảo luận kết quả

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

Hệ số tương quan giữa các biến được mô tả ở bảng 2. Kết quả ở bảng này thể hiện các hệ số tương quan giữa các biến nghiên

Bảng 1 Thống kê mô tả các biến

Biến	Giá trị trung bình	Giá trị lớn nhất	Giá trị nhỏ nhất	Độ lệch chuẩn
EPS	3442,9440	32507,0000	-10332,0000	3460,6980
ROA	0,0786	0,5484	-0,6455	0,0830
TOBIN_Q	1,2077	7,2524	0,3403	0,7203
MTB	1,4022	9,4350	0,1484	1,3175
INST	0,4802	0,9675	0,0000	0,2617
SIZE	13,6982	17,6254	11,3920	1,1110
DEBT	0,4819	0,9575	0,0311	0,2103
INVEST	0,2504	5,7223	-0,6742	0,5146
SALES	13,4640	18,0394	8,2292	1,2328

Bảng 2 Ma trận tương quan giữa các biến

Biến	EPS	ROA	TOBIN_Q	MTB	INST	SIZE	DEBT	INVEST	SALES
EPS	1								
ROA	0.783	1							
TOBIN_Q	0.383	0.427	1						
MTB	0.371	0.363	0.890	1					
INST	0.146	0.222	0.160	0.114	1				
SIZE	0.080	-0.090	0.076	0.116	0.171	1			
DEBT	-0.205	-0.479	-0.155	-0.066	-0.124	0.326	1		
INVEST	0.200	0.160	0.268	0.299	-0.092	0.093	0.038	1	
SALES	0.229	0.076	0.112	0.115	0.217	0.647	0.302	0.038	1

cứ không có cặp nào lớn hơn 0.8. Do vậy, khi sử dụng mô hình hồi quy sẽ ít có khả năng gặp hiện tượng tương quan giữa các biến (multicollinearity). Điều này cũng được kiểm định lại bằng cách sử dụng hệ số VIF khi chạy hồi quy và kết quả cho thấy không có hiện tượng tự tương quan (chúng tôi không trình bày các kiểm định VIF ở đây để cho gọn).

Bảng 3 trình bày kết quả hồi quy với biến phụ thuộc là EPS và ROA, biến độc lập đại diện cho sở hữu là INST. Kết quả cho thấy phần các hệ số ước lượng của biến INST dương. Các hệ số hồi quy này có ý nghĩa thống kê ở mức 1% khi mô hình được ước lượng sử dụng phương pháp tác động cố định và GMM. Như vậy, có thể khẳng định rằng sở hữu của các tổ chức có tác động dương đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh.

Bảng 4 trình bày kết quả hồi quy với biến phụ thuộc là TOBINQ và MTB, biến độc lập đại diện cho sở hữu là INST. Kết quả cho thấy phần các hệ số ước lượng của biến INST dương. Các hệ số hồi quy này có ý nghĩa thống kê khi mô hình được ước lượng sử dụng phương pháp GMM. Như vậy, có thể khẳng định rằng sở hữu của các tổ chức cũng có tác động dương đến giá trị doanh nghiệp của doanh

Bảng 3 Kết quả hồi quy OLS với biến phụ thuộc là EPS, ROA; biến độc lập là INST

	Biến phụ thuộc EPS				Biến phụ thuộc ROA			
	TĐCĐ		GMM		TĐCĐ		GMM	
	Hệ số	Prob,	Hệ số	Prob,	Hệ số	Prob,	Hệ số	Prob,
C	-1,1126	0,0053	-0,2145	0,1815	-0,0636	0,4467	0,0699	0,0496
INST	0,1436	0,0293	0,1050	0,0623	0,0100	0,0142	0,0447	0,0004
SIZE	-0,1106	0,0029	-0,0318	0,0226	-0,0226	0,0036	-0,0122	0,0001
DEBT	-0,4653	0,0000	-0,4271	0,0000	-0,2186	0,0000	-0,1956	0,0000
INVEST	0,1551	0,0000	0,2843	0,2467	0,0320	0,0000	0,0055	0,9187
SALES	0,2294	0,0000	0,0807	0,0000	0,0405	0,0000	0,0181	0,0000
R-squared	0,6713				0,7491			
Adjusted R-squared	0,5585				0,6629			
F-statistic	5,9490				8,6944			
Prob(F-statistic)	0,0000				0,0000			

Bảng 4 Kết quả hồi quy OLS với biến phụ thuộc là TOBINQ, MTB; biến độc lập là INST

	Biến phụ thuộc là TOBINQ				Biến phụ thuộc là MTB			
	TĐCĐ		GMM		TĐCĐ		GMM	
	Hệ số	Prob,	Hệ số	Prob,	Hệ số	Prob,	Hệ số	Prob,
C	14,460	0,000	-0,184	0,403	29,985	0,000	-0,610	0,912
INST	0,571	0,012	0,328	0,000	1,250	0,002	0,506	0,080
SIZE	-1,137	0,000	0,040	0,036	-2,549	0,000	0,063	0,948
DEBT	0,866	0,001	-0,405	0,000	3,229	0,000	-0,574	0,522
INVEST	0,264	0,000	0,895	0,008	0,444	0,000	3,160	0,125
SALES	0,116	0,049	0,042	0,047	0,302	0,004	0,026	0,960
R-squared	0,568				0,604			
Adjusted R-squared	0,420				0,468			
F-statistic	3,830				4,440			
Prob(F-statistic)	0,000				0,000			

Nguồn: Tính toán của tác giả

niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh hay nói cách khác sở hữu tổ chức càng cao thì giá trị doanh nghiệp càng cao.

Tóm lại, kết quả của nghiên cứu cho các kết luận đối với cả giả thuyết nghiên cứu như sau:

- Nếu công ty có sở hữu của các cổ đông tổ chức càng cao thì hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp càng cao và giả thuyết H1 được chấp nhận.

- Nếu công ty có sở hữu của các cổ đông tổ chức càng cao thì giá trị của doanh nghiệp càng cao và giả thuyết H2 được chấp nhận.

Từ kết quả của nghiên cứu, chúng tôi cho rằng chính phủ cần có chính sách khuyến khích các quỹ đầu tư, các định chế tài chính đầu tư vào các doanh nghiệp họ có lợi thế, đặc biệt là các doanh nghiệp đang cổ phần hóa để nâng cao hiệu quả hoạt động và giá trị thị trường của doanh nghiệp.

Ngoài ra, kết quả nghiên cứu cũng cho chúng ta thấy một số đặc trưng của các doanh nghiệp trên sàn giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh. Cụ thể, công ty càng lớn thì tăng trưởng và thu nhập thấp hơn các công ty nhỏ và được thị trường đánh giá thấp hơn các công ty nhỏ. Công ty có tỷ lệ nợ cao thì hiệu quả hoạt động thấp. Công ty có cơ hội đầu tư cao thì hiệu quả hoạt động cao hơn. Các công ty có doanh thu cao thì hiệu quả hoạt động cao hơn.

Kết luận

Nghiên cứu này xác định mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu và hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán VN. Kết quả cho thấy, các doanh nghiệp có sở hữu tổ chức càng cao thì hiệu quả hoạt động và giá trị doanh nghiệp càng cao.

Nghiên cứu có một số hàm ý về mặt chính sách như sau. Thứ nhất, chính phủ nên có các chính sách khuyến khích các quỹ đầu tư, các tổ chức tham gia đầu tư vào doanh nghiệp vì những lợi thế và kinh nghiệm của họ trong quản trị điều hành làm tăng hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp và giá trị doanh nghiệp. Thứ hai, đối với chủ trương tái cấu trúc các doanh nghiệp nhà nước, trong đó có chính sách cổ phần hóa các doanh nghiệp nhà nước thì việc đàm phán với các tổ chức để họ tham gia ngay từ đầu sẽ đảm bảo hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp và tăng giá trị doanh nghiệp khi niêm yết trên thị trường chứng khoán ●

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Aivazian, V., Booth, L. & Cleary, S. 2003, 'Do emerging market firms follow different dividend policies from US firms?', *Journal of Financial Research*, vol. 26, no. 3, pp. 371-87.
- Belkhir, M. 2009, 'Board structure, ownership structure and firm performance: Evidence from banking', *Applied Financial Economics*, vol. 19, no. 19, pp. 1581-93.
- Bhattacharya, P.S. & Graham, M.A. 2009, 'On institutional ownership and firm performance: A disaggregated view', *Journal of Multinational Financial Management*, vol. 19, no. 5, pp. 370-94.
- Chen, Z., Cheung, Y.-L., Stouraitis, A. & Wong, A.W.S. 2005, 'Ownership concentration, firm performance, and dividend policy in Hong Kong', *Pacific-Basin Finance Journal*, vol. 13, pp. 431-49.
- Elyasiani, E. & Jia, J. 2010, 'Distribution of institutional ownership and corporate firm performance', *Journal of Banking & Finance*, vol. 34, no. 3, pp. 606-20.
- Farinha, J. 2003, 'Dividend policy, corporate governance and the managerial entrenchment hypothesis: an empirical analysis', *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 30, pp. 1173-209.
- Fauzi, F. & Locke, S. 2012, 'Board structure, ownership structure and firm performance: A study of New Zealand listed-firms', *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, vol. 8, no. 2, pp. 43-67.
- Gugler, K. & Yurtoglu, B.B. 2003, 'Corporate governance and dividend payout in Germany', *European Economic Review*, vol. 47, pp. 731-58.
- Harada, K. & Nguyen, P. 2011, 'Ownership concentration, agency conflicts, and dividend policy in Japan', *Managerial Finance*, vol. 37, pp. 362-79.
- Himmelberg, C.P., Hubbard, R.G. & Palia, D. 1999, 'Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance', *Journal of Financial Economics*, vol. 53, pp. 353-84.
- Jensen, G.R., Solberg, D.P. & Zorn, T.S. 1992, 'Simultaneous determination of insider ownership, debt and dividend policies', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 27, no. 02, pp. 247-63.
- Jensen, M.C. 1986, 'Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers', *American Economic Review*, vol. 76, no. 2, pp. 323-9.
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. 1976, 'Theory of firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure', *Journal of Financial Economics*, vol. 3, no. 4, pp. 305-60.
- Jones, D.C., Kalmi, P. & Mygind, N. 2005, 'Choice of ownership structure and firm performance: Evidence from Estonia', *Post-Communist Economies*, vol. 17, no. 1, pp. 83-107.
- Kang, Y.S. & Kim, B.Y. 2012, 'Ownership structure and firm performance: Evidence from the Chinese corporate reform', *China Economic Review*, vol. 23, no. 2, pp. 471-81.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R.W. 2000, 'Agency Problems and Dividend Policies around the World', *The Journal of Finance*, vol. 55, no. 1, pp. 1-33.
- Lam, K.C.K., Sami, H. & Zhou, H. 2012, 'The role of cross-listing, foreign ownership and state ownership in dividend policy in an emerging market', *China Journal of Accounting Research*, vol. 5, pp. 199-216.
- Lin, C., Ma, Y., Malatesta, P. & Xuan, Y. 2011, 'Ownership structure and the cost of corporate borrowing', *Journal of Financial Economics*, vol. 100, no. 1, pp. 1-23.
- Margaritis, D. & Psillaki, M. 2010, 'Capital structure, equity ownership and firm performance', *Journal of Banking and Finance*, vol. 34, no. 3, pp. 621-32.
- Porta, R.L., Lopez-de-Silanes, F. & Shleifer, A. 1999, 'Corporate Ownership Around the World', *Journal of Finance*, vol. 54, no. 2, pp. 471-517.
- Ramli, N.M. 2010, 'Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from Malaysian Companies', *International Review of Business Research Papers*, vol. 6, no. 1, pp. 170-80.
- Rydqvist, K., Spizman, J. & Strebulaev, I. 2014, 'Government policy and ownership of equity securities', *Journal of Financial Economics*, vol. 111, no. 1, pp. 70-85.
- Shleifer, A. & Vishny, R.W. 1986, 'Large shareholders and corporate control', *Journal of Political Economy*, vol. 94, no. 3, pp. 461-88.