



Original Article

Assessing the impact of the employee stock ownership plan using the Difference-in-Differences method

Luu Thu Quang*

Ho Chi Minh University of Banking

No. 36 Ton That Dam street, Nguyen Thai Binh Ward, District 1, Ho Chi Minh City, Vietnam

Received: December 16, 2023

Revised: December 29, 2023; Accepted: June 25, 2024

Abstract: This study employs the Difference-in-Differences (DID) method to analyze the impact of the Employee Stock Ownership Plans (ESOPs) in the Vietnamese stock market using data collected from annual reports of listed companies in the period 2009-2019. Our findings indicate a significant improvement in Return on Assets (ROA) and Return on Equity (ROE) in the three years following ESOP implementation compared to the preceding three years. Companies adopting ESOPs have demonstrated better operating efficiency than those that do not. ESOPs show optimum effectiveness when they are issued to 10% or more of total employees. However, there is no definitive evidence linking ESOP issuance rate directly to overall firm performance. Based on these results, we recommend that CEOs and shareholders consider implementing ESOPs broadly among employees to maximize business performance rather than restricting them to a small management group.

Keywords: ESOPs, firm performance, ROA, ROE, DID.

* Corresponding author

E-mail address: quanglt@hub.edu.vn

<https://doi.org/10.57110/jebvn.v3i1.289>

Copyright © 2024 The author(s)

Licensing: This article is published under a CC BY-NC 4.0 license.

Đánh giá hiệu quả của chính sách phát hành cổ phiếu cho nhân viên bằng phương pháp DID

Lưu Thu Quang*

Trường Đại học Ngân hàng Thành phố Hồ Chí Minh
Số 36 Tôn Thất Đạm, Quận 1, Thành phố Hồ Chí Minh, Việt Nam

Nhận ngày 16 tháng 12 năm 2023
Chỉnh sửa ngày 29 tháng 12 năm 2023; Chấp nhận đăng ngày 25 tháng 6 năm 2024

Tóm tắt: Sử dụng phương pháp khác biệt trong khác biệt (Difference in differences – DID), nghiên cứu tiến hành điều tra hiệu quả của chính sách phát hành cổ phiếu cho nhân viên (ESOP) trên thị trường chứng khoán Việt Nam, dữ liệu thu thập từ báo cáo thường niên của các công ty niêm yết giai đoạn 2009-2019. Kết quả cho thấy ROA và ROE của công ty trong khoảng thời gian 3 năm sau khi thực thi chính sách ESOP được cải thiện đáng kể so với 3 năm trước khi thực thi chính sách; đồng thời các công ty có chính sách ESOP cũng cải thiện hiệu quả hoạt động tốt hơn so với các công ty không có chính sách ESOP. Tuy nhiên, chính sách ESOP chỉ phát huy hiệu quả nhất nếu công ty phát hành ESOP $\geq 10\%$ tổng nhân viên. Ngoài ra, không có bằng chứng cho thấy tỷ lệ phát hành ESOP có tác động rõ rệt đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Nghiên cứu khuyến nghị các giám đốc điều hành và cổ đông nên tạo điều kiện để phát hành ESOP rộng rãi cho người lao động nhằm tối đa hóa hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Từ khóa: ESOP, DID, hiệu quả hoạt động, ROA, ROE.

1. Giới thiệu

Năm 1965, luật sư Louis Kelso lần đầu giới thiệu chính sách ESOP dựa theo khuyến nghị của hai nhà sáng lập công ty Peninsula Newspapers Inc. nhằm gắn kết trách nhiệm của nhân viên với lợi ích của công ty. Cụ thể, chính sách ESOP đã chuyển nhượng quyền sở hữu cho các nhân viên chủ chốt được lựa chọn là thể hệ kế nhiệm tiếp theo của công ty. Tại Việt Nam, theo ghi nhận của tác giả, chính sách ESOP lần đầu được Công ty Cổ phần Đầu tư Thế giới Di động giới thiệu vào năm 2014, đến cuối năm 2022 ESOP đã trở thành một hiện tượng rất phổ biến trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Chính sách ESOP là một ví dụ sinh động về thực tiễn quản lý nguồn nhân lực với khả năng gắn kết lợi ích nhân viên với lợi ích công ty. Tuy nhiên, có sự khác biệt lớn giữa các loại chính sách ESOP xoay quanh mức độ đóng góp của

nhân viên, vì vậy điều quan trọng là cần đánh giá chính sách ESOP nào có nhiều khả năng gia tăng mức độ đóng góp của nhân viên, từ đó nâng cao hiệu quả hoạt động của công ty phát hành ESOP.

Hiện nay có hai luồng quan điểm chính về nghiên cứu chính sách ESOP. Luồng quan điểm thứ nhất cho rằng chính sách ESOP thực sự hiệu quả trong việc nâng cao hiệu quả doanh nghiệp (Tran, 2020). Ngược lại, luồng quan điểm thứ hai cho rằng quyền sở hữu của nhân viên có tác động rất khiêm tốn đến các biến số tại nơi làm việc (Pendleton và cộng sự, 1998; Blasi, 2013). Tuy nhiên, các nghiên cứu trên chủ yếu được thực hiện tại các quốc gia phát triển, gần như chưa có nghiên cứu nào về hiệu quả của chính sách ESOP tại Việt Nam, ngoại trừ nghiên cứu của Ngân (2022) thực hiện riêng trong lĩnh vực ngân hàng. Vì vậy, cần thiết phải có thêm nghiên cứu về chủ đề này ở các thị trường mới nổi như Việt Nam.

* Tác giả liên hệ

Địa chỉ email: quanglt@hub.edu.vn

<https://doi.org/10.57110/jebvn.v3i1.289>

Bản quyền © 2024 (Các) tác giả

Bài báo này được xuất bản theo CC BY-NC 4.0 license.

Nghiên cứu này nhằm trả lời câu hỏi liệu chính sách ESOP có thực sự thúc đẩy hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết hay không. Để trả lời câu hỏi này, nhóm tác giả đã thu thập dữ liệu về chính sách ESOP trong báo cáo thường niên của các công ty niêm yết, sau đó dùng phương pháp DID để so sánh hiệu quả của các công ty thực hiện ESOP và các công ty không có chính sách ESOP. Đây là nghiên cứu đầu tiên phân loại chính sách ESOP dựa trên tỷ lệ nhân viên được nhận ESOP (mức độ tập trung của chính sách ESOP), qua đó đánh giá xem tỷ lệ nhân viên được nhận ESOP ảnh hưởng thế nào đến hiệu quả doanh nghiệp. Đồng thời, nghiên cứu sử dụng tỷ lệ cổ phiếu ESOP được phát hành trên tổng số cổ phiếu đang lưu hành để đánh giá xem chính sách ESOP có thực sự loại bỏ bớt vấn đề người đại diện, từ đó nâng cao hiệu quả hoạt động doanh nghiệp.

2. Cơ sở lý thuyết

Chính sách ESOP là một hình thức động viên nhân viên bằng cách chia sẻ quyền sở hữu cổ phần của công ty với họ. Nhân viên thường có khả năng mua cổ phần của công ty hoặc được tặng cổ phần như một phần của lợi ích nhân viên, qua đó giảm thiểu vấn đề người đại diện (agency problem). Một số nghiên cứu ủng hộ chính sách ESOP, cho rằng ESOP không chỉ là một hình thức tài chính mà còn mang lại tác động tích cực về mặt tâm lý. Khi trở thành cổ đông, nhân viên có thể cảm thấy một mức độ cam kết và sự liên quan mạnh mẽ hơn đối với sự thành công của công ty. Điều này có thể dẫn đến tăng năng suất và trách nhiệm cá nhân (Kurland, 2018). Chính sách ESOP có thể tạo ra một môi trường làm việc trong đó nhân viên không chỉ xem xét công việc của họ từ góc độ cá nhân, mà còn nhìn nhận nó từ quan điểm của cổ đông. Điều này có thể dẫn đến việc nâng cao hiệu suất tổng thể của công ty, đồng thời tăng cường tư duy chiến lược của nhân viên (Xiao và cộng sự, 2019). Bên cạnh đó, chính sách ESOP còn hỗ trợ doanh nghiệp giảm bớt áp lực dòng tiền phải chi thưởng cho nhân viên, cung cấp lợi ích thuế cho nhân viên trong ngắn hạn do nhận cổ phiếu ESOP không phải đóng thuế tại thời điểm phát hành (Ma và cộng sự, 2020). Điều này có thể giúp tăng cường tài chính của công ty và tạo cơ hội hấp dẫn cho nhân viên tham gia. Sự kết hợp giữa lợi ích tài chính và lợi

ích tâm lý có thể tạo ra môi trường làm việc tích cực (Ros, 2003). Ngoài ra, một lợi ích khác của chính sách ESOP là hỗ trợ công ty giữ lại lợi nhuận sau thuế, từ đó tăng vốn điều lệ để có được dòng tiền phục vụ nhu cầu sản xuất - kinh doanh chính.

Ngược lại, một số nhà nghiên cứu lại phản đối chính sách ESOP. Theo Blasi (2013), việc phát hành ESOP thường xuyên sẽ ảnh hưởng trực tiếp và lâu dài đến quyền lợi của các cổ đông hiện hữu bởi việc liên tục phát hành cổ phiếu mới gây ra sự sụt giảm tỷ lệ sở hữu cổ phần (pha loãng cổ phiếu). Ngoài ra, về lâu dài, việc này cũng ảnh hưởng tiêu cực đến giá cổ phiếu trên thị trường, do nhân viên sẽ bán ra cổ phiếu khi thời gian hạn chế chuyên nhượng kết thúc. Dunn và Daily (1991) lại cho rằng ESOP có thể tạo ra chênh lệch lớn về thu nhập giữa những nhân viên tham gia và những người không tham gia, gây ra sự bất đồng và khó khăn trong quản lý nhân sự. Dunbar và Kumbhakar (1992) cũng không tìm thấy lợi ích hay hiệu quả ở những công ty áp dụng ESOP trong giai đoạn 1981-1985.

Ở góc độ khác, Tran (2020) tiến hành phân tích tính hiệu quả của thực thi chính sách ESOP tại các ngân hàng châu Âu. Kết quả cho thấy chính sách ESOP có hiệu quả nhất khi được phát hành cho đa số nhân viên, thay vì chỉ cho một nhóm nhỏ thành viên ban lãnh đạo. Việc thực thi chính sách ESOP phi tập trung (cung cấp cổ phiếu cho nhiều nhân viên, thay vì giới hạn phát hành cho một nhóm thành viên hội đồng quản trị được chọn) sẽ nâng cao tính minh bạch của công ty, qua đó gia tăng năng suất công ty trong tương lai (Nelson, 2000). Đồng quan điểm, Scarpatti (2023) cho rằng việc phát hành rộng rãi ESOP cho hầu hết nhân viên sẽ thúc đẩy các điều kiện để minh bạch hơn về báo cáo tài chính và sổ sách kế toán, cũng như chính sách và quy trình ra quyết định của công ty. Ngoài ra, Blasi (2013) cho rằng quyền sở hữu cổ phiếu của nhân viên và chia sẻ lợi nhuận góp phần tạo nên nơi làm việc hài hòa hơn, thúc đẩy tính minh bạch của công ty và sự tham gia của người lao động đối với các công việc tập thể. Điều này đạt được thông qua việc tăng cường khả năng tiếp cận thông tin và tham gia tích cực vào các hoạt động giám sát tại nơi làm việc. Dựa trên những nghiên cứu trên, các giả thuyết sau được đề xuất:

H1. Công ty phát hành ESOP có hiệu quả hoạt động tốt/kém hơn so với công ty không phát hành ESOP.

H2. Công ty phát hành ESOP với tỷ lệ cao trên tổng số cổ phiếu lưu hành có hiệu quả hoạt động tốt hơn so với công ty có tỷ lệ phát hành ESOP thấp vì giảm thiểu chi phí người đại diện.

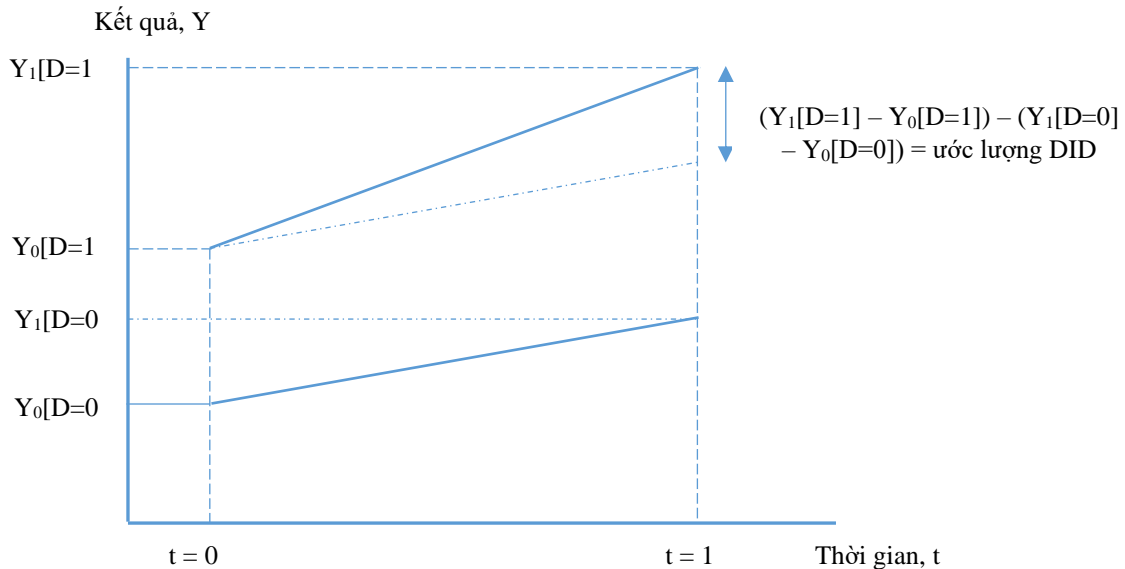
H3. Công ty phát hành ESOP cho nhiều nhân viên có hoạt động hiệu quả hơn so với công ty chỉ tập trung phát hành ESOP cho nhóm nhỏ nhân viên quản lý.

3. Dữ liệu, đo lường biến và phương pháp nghiên cứu

Dữ liệu về chính sách phát hành ESOP, số lượng người lao động trong nghiên cứu này được thu thập từ báo cáo thường niên của các công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2009-2019. Các dữ liệu khác như số lượng cổ phiếu đang lưu hành, ROA và ROE được thu thập từ cơ sở dữ liệu của Finnpro. Dữ liệu nghiên cứu đã loại bỏ các công ty chứng khoán ra khỏi mẫu để tránh hiện tượng sai lệch vì hiệu quả hoạt động của các công ty chứng khoán có mức độ biến thiên cao và phụ thuộc lớn

vào sự biến thiên của chỉ số VN-Index. Sau khi loại bỏ dữ liệu thiếu, mẫu nghiên cứu bao gồm 106 công ty phát hành 162 sự kiện ESOP.

Nghiên cứu này sử dụng 3 biến để đánh giá chính sách ESOP. Thứ nhất, biến ESOP là biến nhị phân lấy giá trị bằng 1 nếu công ty thực hiện chính sách ESOP và lấy giá trị bằng 0 nếu công ty không có chính sách ESOP. Thứ hai, biến tỷ lệ phát hành ESOP (ESOP rate) là biến nhị phân lấy giá trị bằng 1 nếu công ty có tỷ lệ phát hành lớn hơn hoặc bằng 1% và lấy giá trị bằng 0 nếu nhỏ hơn 1% (ESOP rate được tính bằng số lượng cổ phiếu ESOP được phát hành chia cho tổng số cổ phiếu đang lưu hành); 1% được lấy trên cơ sở tỷ lệ ESOP bình quân của các công ty niêm yết phát hành trong giai đoạn nghiên cứu. Biến thứ ba là mức độ tập trung của chính sách ESOP (ESOP concentration), đây là biến nhị phân lấy giá trị bằng 1 nếu số lượng nhân viên được nhận ESOP trên tổng số nhân viên của công ty lớn hơn hoặc bằng 10%, ngược lại lấy giá trị bằng 0; 10% được lấy trên cơ sở số lượng nhân viên bình quân được nhận ESOP của các công ty niêm yết trong giai đoạn khảo sát.



Hình 1: Mô tả phương pháp DID

Nguồn: Tác giả.

Phương pháp DID được sử dụng để so sánh các chỉ số ROA và ROE giữa trước và sau khi công ty thực hiện chính sách ESOP, giữa công ty thực hiện và công ty không có chính sách ESOP, giữa các công ty có các chính sách ESOP khác nhau. Phương pháp DID là một kỹ thuật thống

kê được sử dụng rộng rãi trong nghiên cứu xã hội, kinh tế, y tế và các lĩnh vực khác để đánh giá tác động của một biến can thiệp hoặc sự kiện trên biến phụ thuộc. Phương pháp này giúp xác định tác động của một chính sách hay can thiệp bằng cách so sánh sự thay đổi giữa một nhóm tiếp xúc

với can thiệp và một nhóm không tiếp xúc với can thiệp, cả hai nhóm này đều được theo dõi qua thời gian. Để thực hiện phương pháp DID, nhóm tác giả đã thiết lập hai nhóm: nhóm can thiệp là những đối tượng hoặc thực thể bị ảnh hưởng bởi chính sách hoặc sự can thiệp (các công ty thực hiện chính sách ESOP) và nhóm kiểm soát là những đối tượng, khu vực hoặc thực thể không bị ảnh hưởng bởi sự can thiệp và tương tự với nhóm can thiệp ở mọi khía cạnh quan trọng trước khi can thiệp xảy ra (các công ty không có chính sách ESOP). Dữ liệu cần được thu thập từ cả hai nhóm trước và sau khi can thiệp xảy ra. Nhóm tác giả sử dụng mô hình thống kê để so sánh sự thay đổi giữa nhóm can thiệp và nhóm kiểm soát trước và sau can thiệp. Kiểm định sự chênh lệch giữa các nhóm giúp xác định tác động của chính sách một cách độc lập. Hình 1 mô tả phương pháp DID.

Trong đó, Y là đại diện cho việc thực thi một chính sách (trong nghiên cứu này là chính sách ESOP); D là biến nhận diện đối tượng bị tác động bởi chính sách. D lấy giá trị bằng 1 nếu đối tượng thuộc nhóm thực nghiệm (nhóm chịu tác động bởi chính sách ESOP), lấy giá bằng 0 nếu đối tượng thuộc nhóm đối sánh (nhóm không chịu tác động của chính sách ESOP). Biến Y_0 đại diện cho thời điểm chưa thực thi chính sách ESOP, còn biến Y_1 đại diện cho thời điểm sau khi đã thực thi chính sách ESOP. Đối với nhóm thực nghiệm, kết quả chuyển dịch thành $Y_1[D = 1]$ từ $Y_0[D = 1]$. Còn đối với nhóm đối sánh, kết quả chuyển dịch thành $Y_1[D = 1]$ từ $Y_0[D = 1]$.

Sau khi thực thi ESOP, kết quả của nhóm đối sánh chuyển đổi từ $Y_0[D = 0]$ thành $Y_1[D = 0]$. Trong khi đó, nhóm thực nghiệm lại không bị tác động bởi chính sách ESOP, vì vậy $Y_1[D = 0] - Y_0[D = 0]$ chính là khác biệt của hai nhóm công ty. Cần lưu ý rằng phương pháp DID chỉ có thể áp dụng khi đi kèm với giả định rằng nếu không có chính sách ESOP thì hiệu quả hoạt động của cả hai nhóm thực nghiệm và đối sánh không có thay đổi theo thời gian. Khi không có chính sách ESOP thì hiệu quả hoạt động ở nhóm thực nghiệm cũng không có gì thay đổi, sẽ là: $Y_1[D = 0] - Y_0[D = 0]$. Tóm lại, nếu không thực thi chính sách ESOP thì hiệu quả hoạt động của nhóm thực nghiệm tại thời điểm $t = 1$ sẽ là: $Y_0[D = 1] + (Y_1[D = 0] - Y_0[D = 0])$. Tuy nhiên, chính sách ESOP đã khiến hiệu quả hoạt động của nhóm thực nghiệm tại thời điểm $t = 1$ trên thay đổi thành: $Y_1[D = 1]$. Như vậy, ảnh hưởng của

chính sách ESOP được tính như sau: $Y_1[D = 1] - \{Y_0[D = 1] + (Y_1[D = 0] - Y_0[D = 0])\} = (Y_1[D = 1] - Y_0[D = 1]) - (Y_1[D = 0] - Y_0[D = 0])$.

Dựa theo nghiên cứu của Malesky và cộng sự (2014), mô hình hồi quy sai biệt kép (DID-regression) đề xuất như sau:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X + \beta_2 T + \beta_3 XT + \text{Biến kiểm soát} + \epsilon \quad (1)$$

Trong đó: Y đại diện cho biến hiệu quả doanh nghiệp (ROA, ROE); X là các biến chính sách ESOP như ESOP, ESOP_rate, ESOP_con; T đại diện cho thời gian. Nếu thời gian là sau khi thực thi chính sách, T sẽ mang giá trị 1. Ngược lại, nếu thời gian là trước khi thực thi chính sách, T sẽ mang giá trị 0. XT thể hiện sự tương tác giữa biến chính sách và biến thời gian. Như vậy, bằng cách chạy hồi quy, chúng ta có thể đánh giá được mức độ ảnh hưởng của chính sách ESOP theo phương pháp DID là β_3 .

4. Kết quả

4.1. Thống kê mô tả dữ liệu

Để tính toán các biến, xử lý số liệu và chạy hồi quy, nghiên cứu này sử dụng ngôn ngữ lập trình Python, viết trên nền tảng Colab, kết hợp với bộ thư viện Pandas và Numpy. Bảng 1 trình bày thống kê mô tả các biến. Kết quả cho thấy giá trị ROA, ROE trung bình lần lượt đạt 12,7% và 15,7% với độ lệch chuẩn 0,0875 và 0,1024. Giá trị trung bình của ESOP_rate và ESOP_con xấp xỉ 1% và 10%. Dựa trên giá trị trung bình này, 2 biến ESOP_rate và ESOP_con được biến đổi thành 2 biến ẩn để phù hợp với phương pháp DID và cũng để loại bỏ hiện tượng các giá trị trong mẫu có độ lệch chuẩn lớn (Các ngân hàng thường có số lượng nhân viên đông nên tỷ lệ nhân viên được nhận ESOP trên tổng số nhân viên sẽ có độ lệch chuẩn cao hơn trung bình tất cả các công ty). Tỷ lệ phát hành ESOP cao nhất là 5% xuất hiện ở Công ty Nông nghiệp BaF Việt Nam, điều này phù hợp với Nghị định 155/2020/NĐ-CP quy định công ty chỉ được phép phát hành ESOP tối đa 5% trong vòng 1 năm. Tỷ lệ nhân viên được nhận ESOP (ESOP_con) ở công ty thấp nhất xấp xỉ bằng 0, cụ thể trong năm 2019, Công ty Dược phẩm Hà Tây chỉ phát hành ESOP cho duy nhất 1 cá nhân. Ngược lại, Công ty Thế giới Di động có tỷ lệ ESOP_con cao nhất ở mức 18,2% trong năm 2015.

Bảng 1: Thống kê mô tả dữ liệu gốc của các biến

Biến	Mean	Max	Min	Std
ROA	0,1276	0,2386	0,0723	0,0875
ROE	0,1573	0,2935	0,0935	0,1024
ESOP_rate	0,0102	0,0500	0,0048	0,0067
ESOP_con	0,1012	0,1820	0,0001	0,0179
Lev	0,3392	2,4502	0,0001	0,3015
Size	5,1863	9,3661	1,5930	1,9883
M/B	2,8751	9,4921	0,7745	1,5807

Nguồn: Tác giả tính toán.

4.2. Kết quả nghiên cứu

Bảng 2: Thống kê ROA, ROE của 2 nhóm công ty trước và sau thực thi chính sách ESOP

	ROA Công ty có chính sách ESOP	ROA Công ty không có chính sách ESOP	ROE Công ty có chính sách ESOP	ROE Công ty không có chính sách ESOP
T ₋₃	9,043%	8,037%	12,44%	13,17%
T ₋₂	8,721%	8,091%	14,66%	14,24%
T ₋₁	10,01%	10,75%	13,85%	13,30%
T ₀	9,302%	10,23%	12,75%	12,75%
T ₁	17,21%	9,651%	17,73%	14,06%
T ₂	15,35%	7,098%	19,38%	12,58%
T ₃	15,68%	8,573%	18,06%	13,58%
Khác biệt (D)	6,811%***	-0,836%	4,965%**	0,042%
Khác biệt trong khác biệt (DID)	7,647%**		4,923%**	

Nguồn: Tác giả tính toán.

Bảng 2 thống kê kết quả so sánh ROE, ROA của nhóm các công ty trước và sau thực thi chính sách ESOP. T₋₃, T₋₂, T₋₁ lần lượt là 3 năm, 2 năm và 1 năm trước năm thực hiện ESOP, T₀ là năm chính sách ESOP được thực hiện. T₁, T₂, T₃ lần lượt là 1 năm, 2 năm, 3 năm sau khi chính sách ESOP được thực hiện. Kết quả cho thấy hầu như ROA của nhóm công ty đối sánh (không thực hiện chính sách ESOP) không có sự thay đổi đáng kể nào trong 7 năm liên tiếp, chủ yếu dao động trong khoảng từ 7,098% tới 10,75%. Nhưng ở nhóm công ty thực hiện chính sách ESOP có sự thay đổi rõ giữa ROA 3 năm sau khi thực hiện chính sách ESOP so với các năm trước khi thực hiện chính sách ESOP. Để làm rõ hơn, nhóm tác giả tính sự khác biệt (D) bằng cách lấy bình quân ROE của các công ty thực thi chính sách ESOP trong 3 năm T₁, T₂, T₃ trừ cho bình quân ROE của các năm T₋₃, T₋₂, T₋₁, T₀. D = 6,811% và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%, cho thấy sau khi thực hiện chính sách ESOP, các công ty đã gia tăng được chỉ số ROA là 6,811%

so với trước khi thực hiện chính sách ESOP. Tiếp theo, nhóm tác giả tính DID bằng cách lấy D của các công ty phát hành ESOP trừ D của các công ty không phát hành ESOP. DID = 7,647% và có ý nghĩa thống kê ở mức 5%, cho thấy các công ty thực hiện ESOP tăng ROA thêm 7,647% so với các công ty không thực hiện ESOP. Kết quả cũng tương tự đối với ROE. Cụ thể, chính sách ESOP đã giúp các công ty nâng thêm 4,965% so với trước khi thực hiện ESOP, và nâng thêm 4,923% so với các công ty không thực hiện ESOP.

Tiếp theo, nhóm tác giả thực hiện tương tự phương pháp của Bảng 2 nhưng thay biến ESOP bằng biến tỷ lệ phát hành ESOP (ESOP concentration). Bảng 3 thống kê ROA, ROE theo tỷ lệ phát hành ESOP. Các biến D trong Bảng 3 đều có giá trị dương và ý nghĩa thống kê ít nhất ở mức 10%. Điều này cho thấy công ty sau khi thực hiện chính sách ESOP đã gia tăng đáng kể chỉ số ROE và ROA bất chấp tỷ lệ phát hành

ESOP cao hay thấp. Biến DID của cả ROA và ROE mặc dù đều có ý nghĩa thống kê nhưng giá trị lại tương đối nhỏ (gần bằng 0), cho thấy không có sự khác biệt giữa các công ty phát hành ESOP ≥ 1 và công ty phát hành ESOP < 1 . Nói

cách khác, tỷ lệ ESOP không có nhiều tác động đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp, hoặc nếu có cũng không đáng kể. Kết quả này hoàn toàn bác bỏ giả thuyết H2 đưa ra trước đó.

Bảng 3: Thống kê ROA, ROE của 2 nhóm công ty theo tỷ lệ phát hành ESOP (ESOP rate)

	ROA Công ty phát hành ESOP ≥ 1	ROA Công ty phát hành ESOP < 1	ROE Công ty phát hành ESOP ≥ 1	ROE Công ty phát hành ESOP < 1
T ₋₃	8,14%	8,16%	12,45%	13,15%
T ₋₂	8,46%	8,02%	13,76%	14,17%
T ₋₁	9,05%	8,37%	13,06%	13,23%
T ₀	8,37%	10,49%	12,75%	12,15%
T ₁	16,22%	15,60%	17,63%	17,78%
T ₂	14,19%	15,42%	18,50%	18,27%
T ₃	15,54%	15,69%	17,79%	18,36%
D	6,812%	6,810% ^{**}	4,968% [*]	4,962% ^{**}
DID	0,002% ^{***}		0,007% [*]	

Nguồn: Tác giả tính toán.

Bảng 4: Thống kê ROA, ROE của 2 nhóm công ty theo mức độ tập trung của chính sách ESOP

	ROA Công ty phát hành ESOP $\geq 10\%$ tổng nhân viên	ROA Công ty phát hành ESOP $< 10\%$ tổng nhân viên	ROE Công ty phát hành ESOP $\geq 10\%$ tổng nhân viên	ROE Công ty phát hành ESOP $< 10\%$ tổng nhân viên
T ₋₃	9,23%	9,36%	12,26%	13,29%
T ₋₂	8,49%	8,97%	12,82%	12,77%
T ₋₁	10,23%	10,47%	12,63%	13,23%
T ₀	9,37%	9,77%	12,26%	13,15%
T ₁	17,44%	11,42%	19,53%	14,85%
T ₂	18,35%	10,26%	18,88%	14,04%
T ₃	17,48%	12,08%	18,64%	15,24%
D	8,427% ^{***}	1,611%	6,524% ^{**}	1,600% ^{**}
DID	6,816% ^{**}		4,924% ^{**}	

Nguồn: Tác giả tính toán.

Bảng 4 thực hiện tương tự Bảng 2 và 3 nhưng thay biến ESOP, ESOP rate bằng biến ESOP concentration (mức độ tập trung của chính sách ESOP). Biến D của công ty có tỷ lệ phát hành ESOP $\geq 10\%$ tổng nhân viên có ROA = 8,427% có ý nghĩa thống kê ở mức 1%, nhưng ở công ty có tỷ lệ ESOP $< 10\%$ tổng số nhân viên lại có ROA = 1,611% và không có ý nghĩa thống kê, điều này chứng tỏ rằng chính sách ESOP chỉ thực sự gia tăng hiệu quả doanh nghiệp khi được phát hành rộng rãi cho phần lớn nhân viên, thay vì chỉ tập trung vào nhóm nhỏ thành viên cấp cao.

Tương tự, khi quan sát ROE, chúng ta thấy kết quả tương tự. Như vậy, giả thuyết H3 đưa ra trước đó hoàn toàn được củng cố.

Bảng 5 trình bày kết quả hồi quy sai biệt kép với biến phụ thuộc là ROA và ROE, biến độc lập là các biến chính sách ESOP và các biến tương tác giữa chính sách và thời gian. Biến kiểm soát bao gồm tỷ lệ đòn bẩy (Lev), quy mô doanh nghiệp (Size) và chỉ số đo lường giá trị thị trường hiện tại của một công ty so với giá trị sổ sách (M/B). Đối với biến ROA, mô hình 1 cho thấy hệ số tương quan của biến cả ESOP nhận giá trị

0,031 và có ý nghĩa thống kê, điều này giải thích rằng công ty phát hành ESOP thông thường có chỉ số ROA cao hơn 3,2% so với công ty không phát hành ESOP. Tương tự, hệ số tương quan của biến TxESOP = 0,064, cho thấy chính sách ESOP đã thực sự thúc đẩy các công ty gia tăng

hiệu quả hoạt động, cụ thể chỉ số ROA đã tăng 6,4% so với các công ty không phát hành ESOP theo thời gian. Kết quả này được giữ nguyên khi nhóm tác giả thay biến ROA bằng ROE để đo lường hiệu quả của chính sách (mô hình 4).

Bảng 5: Kết quả hồi quy sai biệt kép

	ROA			ROE		
	Mô hình (1)	Mô hình (2)	Mô hình (3)	Mô hình (4)	Mô hình (5)	Mô hình (6)
ESOP	0,032**			0,732*		
ESOP_rate		0,062			0,082	
ESOP_con			0,051***			0,125*
T	0,052***	0,085	0,038*	0,629*	0,057	0,902**
T x ESOP	0,064**			0,738**		
T x ESOP_rate		0,736			0,125	
T x ESOP_con			0,069**			0,128**
Lev	0,013**	0,039***	0,053*	0,071***	0,093*	0,105*
Size	0,053	0,066	0,073	0,123	0,034	0,925
M/B	0,046	0,054	0,019	0,081	0,072	0,890
R ²	0,352	0,366	0,402	0,371	0,292	0,317
Quan sát	162	162	162	162	162	162

Nguồn: Tác giả tính toán.

Mô hình 2 và 5 trong Bảng 5 đo lường ảnh hưởng của tỷ lệ ESOP đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Tất cả các biến chính bao gồm T, ESOP_rate và TxESOP_rate đều không có ý nghĩa thống kê, qua đó bác bỏ giả thuyết H2 rằng công ty phát hành ESOP với tỷ lệ cao trên tổng số cổ phiếu lưu hành sẽ có hiệu quả hoạt động tốt hơn so với công ty có tỷ lệ phát hành ESOP thấp vì giảm thiểu chi phí người đại diện. Mô hình 3 và 6 đo lường ảnh hưởng của biến mức độ tập trung của chính sách ESOP (ESOP_con) tới hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Tất cả các biến chính trong mô hình 3 và 6 đều có ý nghĩa thống kê ít nhất ở mức 10%, điều này đã củng cố giả thuyết H3 rằng công ty phát hành ESOP cho nhiều nhân viên sẽ có hoạt động hiệu quả hơn công ty chỉ tập trung phát hành ESOP cho nhóm nhỏ nhân viên quản lý.

5. Kết luận và khuyến nghị

Mặc dù chính sách phát hành ESOP khá phổ biến trên thị trường chứng khoán, nhưng cho đến

nay gần như có rất ít nghiên cứu về hiệu quả của chính sách này tại Việt Nam. Đây được coi là nghiên cứu đầu tiên sử dụng mô hình DID để đánh giá hiệu quả của chính sách ESOP thông qua chỉ số ROA và ROE. Kết quả cho thấy việc phát hành cổ phiếu ESOP giúp công ty gắn được lợi ích nhân viên với lợi ích công ty, qua đó nâng cao hiệu quả hoạt động. Cụ thể, ROA và ROE của công ty trong khoảng thời gian 3 năm sau khi thực thi chính sách ESOP được cải thiện đáng kể so với 3 năm trước khi thực thi chính sách ESOP. Công ty có chính sách phát hành ESOP cũng cải thiện hiệu quả hoạt động tốt hơn so với các công ty không có chính sách ESOP.

Từ kết quả nghiên cứu trên, nhóm tác giả khuyến nghị: Để tối đa hóa lợi ích của chính sách ESOP, công ty cần phải phát hành ESOP rộng rãi cho nhiều nhân viên trong công ty thay vì chỉ tập trung cho nhóm giám đốc quản lý, qua đó không chỉ tạo động lực cho cấp lãnh đạo mà còn thúc đẩy động lực cống hiến của cả nhân viên cấp thấp. Thêm vào đó, bằng cách phát hành ESOP, công ty sẽ hạn chế được việc

tăng lương hoặc trả thưởng bằng tiền mặt, qua đó có thể tích lũy nguồn tiền mặt cần thiết nhằm hỗ trợ cho hoạt động sản xuất - kinh doanh.

Trong khuôn khổ nghiên cứu này, nhóm tác giả nhận thấy một số hạn chế: Đo lường hiệu quả hoạt động doanh nghiệp không chỉ dựa vào ROA hoặc ROE, mà còn có thể sử dụng các chỉ số khác như Tobin Q, MB ratio (tỷ số giữa giá thị trường và giá trị sổ sách) hay ROS (tỷ lệ phần trăm của lợi nhuận gộp so với doanh thu). Ngoài ra, nghiên cứu cũng không thể bao quát hết được các yếu tố khác ảnh hưởng đến hiệu quả doanh nghiệp, chẳng hạn như chỉ số GDP hay lãi suất. Do đó, đề đưa ra khuyến nghị chính sách chính xác hơn, tương lai cần thiết phải tiến hành những nghiên cứu xa hơn.

Tài liệu tham khảo

- Al Momani, K. M. D. K., Jamaludin, N., Abdullah, W. Z. W., & Nour, A. N. I. (2020). The effects of intellectual capital on firm performance of industrial sector in Jordan. *Humanities & Social Sciences Reviews*, 8, 184-192. <https://doi.org/10.18510/hssr.2020.8222>
- Blasi, J., Kruse, D. & Weltmann, D. (2013). Firm survival and performance in privately held ESOP companies. In *Sharing Ownership, Profits, and Decision-making in the 21st Century*. Emerald Group Publishing Limited, 109-124. [https://doi.org/10.1108/S0885-3339\(2013\)0000014006](https://doi.org/10.1108/S0885-3339(2013)0000014006)
- Dunbar, A. E. & Kumbhakar, S. C. (1992). An empirical investigation of the association of productivity with employee stock ownership plans. *The Journal of the American Taxation Association*, 14, 22-38.
- Dunn, G. P. & Daily, C. M. (1991). The fusion of privilege and power: ESOPs in theory and practice. *Employee Responsibilities and Rights Journal*, 4, 61-74. <https://doi.org/10.1007/BF01390439>
- Handayani, F., & Yurniwati, Y. (2020). Analysis of the influence of employee stock ownership program (ESOP) application of company financial performance. *Jurnal Ilmiah Universitas Batanghari Jambi*, 20(2), 616-625. <https://doi.org/10.33087/jjubj.v20i2.978>
- Kurland, N. (2018). ESOP plus benefit corporation: Ownership culture with benefit accountability. *California Management Review*, 60 (4), 51-73. <https://doi.org/10.1177/0008125618778853>
- Lestari, H. S. (2021). Financial leverage and financial performance of conventional banks in Indonesia. *Journal of Hunan University Natural Sciences*, 48(2).
- Ma, J., Guo, K., & Yu, J. (2020). Democracy and tax avoidance: An international study. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 31(1), 18-52. <https://doi.org/10.1002/jcaf.22416>
- Malesky, E. J., Nguyen, C. V., & Tran, A. (2014). The impact of recentralization on public services: A difference-in-differences analysis of the abolition of elected councils in Vietnam. *American Political Science Review*, 108(1), 144-168. <http://doi.org/10.1017/S0003055413000580>
- Nelson, B. (2000). *Shared endeavours: Inquiry into employee share ownership in Australia*. House of Representatives Standing Committee on Employment. Canberra, Department of Education and Workplace Relations, 2-104.
- Nguyen, T. K. N. (2022). Impact of employee stock ownership plan on employee commitment to the banking and finance sector in Vietnam. *Economy & Forecast Review*, 24(814).
- Pendleton, A., Wilson, N. & Wright, M. (1998). The perception and effects of share ownership: Empirical evidence from employee buy-outs. *British Journal of Industrial Relations*, 36(1), 99-123. <https://doi.org/10.1111/1467-8543.00082>
- Ros, A. J. (2003). Do ESOPS motivate employees? Worker effort, monitoring and participation in employee-owned stock ownership plans. *Advances in the Economic Analysis of Participatory & Labor-Managed Firms*, 7, 83-103. [https://doi.org/10.1016/S0885-3339\(03\)07006-6](https://doi.org/10.1016/S0885-3339(03)07006-6)
- Scarpati, K. D. (2023). Organizational Attractiveness and Employee Longevity at Employee Stock Ownership Plan (ESOP) Companies in Northern New England. Doctoral dissertation, Wilmington University (Delaware).
- Tran, P. H. H. (2020). Effectiveness of policy measures to promote employee share ownership programs in banks. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 28, 100401. <https://doi.org/10.1016/j.jbef.2020.100401>
- Xiao, H., Shi, Y. & Varma, A. (2019). The effects of employee stock ownership plans on career development in a new era: Evidence from China's manufacturing transformation. *Career Development International*, 24(5), 453-474. <https://doi.org/10.1108/CDI-05-2018-0126>