



IMPACT OF FAMILY OWNERSHIP ON FIRM PERFORMANCE OF FAMILY COMPANIES: THE CASE OF VIET NAM

Cao Tan Huy^{1*}, Pham Duc Huy¹, Phan Thi Huong¹

¹University of Finance – Marketing

ARTICLE INFO	ABSTRACT
<p>DOI: 10.52932/jfm.vi65.209</p> <p><i>Received:</i> August 17, 2020</p> <p><i>Accepted:</i> September 16, 2020</p> <p><i>Published:</i> October 25, 2021</p> <p>Keywords: Family firms; Ownership of family firms; Corporate governance; Firms performance.</p>	<p>The study assesses the impact of family ownership on the performance of family firms on the Vietnamese stock market by a linear relationship. The sample includes 230 observations collected over a 10-year period (2009 – 2019) of 23 family companies. By the GLS estimation method, the author uses the static multiple regression method on table data to evaluate the effect of family ownership on the performance of family firms. Research results provide an empirical evidence of the positive effect between family members' shareholding rates on company business performance. Besides, the study also shows a negative relationship between the proportion of family members participating in the Board of Directors and the Board of Directors, which is also a new discovery of the study. The research results have provided additional scientific bases for senior managers in family companies to have more perspectives on HR management in operating the company towards efficiency and sustainable development.</p>

*Corresponding author:

Email: caohuy@ufm.edu.vn



TÁC ĐỘNG CỦA SỞ HỮU GIA ĐÌNH ĐẾN HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CỦA CÁC CÔNG TY GIA ĐÌNH: TRƯỜNG HỢP CỦA VIỆT NAM

Cao Tấn Huy^{1*}, Phạm Đức Huy¹, Phan Thị Hương¹

¹Trường Đại học Tài chính – Marketing

THÔNG TIN	TÓM TẮT
<p>DOI: 10.52932/jfm.vi65.209</p> <p>Ngày nhận: 17/08/2020</p> <p>Ngày nhận lại: 16/09/2020</p> <p>Ngày đăng: 25/10/2021</p> <p>Từ khóa: Công ty gia đình; Sở hữu gia đình; Quản trị công ty; Hiệu quả hoạt động kinh doanh.</p>	<p>Nghiên cứu đánh giá mức độ ảnh hưởng của sở hữu gia đình đến hiệu quả hoạt động của các công ty gia đình trên thị trường chứng khoán Việt Nam bằng mối quan hệ tuyến tính. Mẫu nghiên cứu bao gồm 230 quan sát được thu thập trong giai đoạn 10 năm (2009 – 2019) của 23 công ty gia đình. Bằng phương pháp ước lượng GLS, tác giả sử dụng phương pháp hồi quy bội dạng tĩnh trên số liệu bảng để đánh giá ảnh hưởng của sở hữu gia đình đến hiệu quả hoạt động của các công ty gia đình. Kết quả nghiên cứu cung cấp thêm một bằng chứng thực nghiệm về sự ảnh hưởng tích cực giữa tỷ lệ sở hữu cổ phần của các thành viên trong gia đình đến hiệu quả kinh doanh của công ty. Bên cạnh đó, nghiên cứu cũng cho thấy có mối quan hệ tiêu cực giữa tỷ lệ thành viên trong gia đình tham gia vào Hội đồng quản trị và Ban giám đốc, đây cũng là một khám phá mới của nghiên cứu. Kết quả nghiên cứu đã cung cấp thêm những cơ sở khoa học để các nhà quản lý cấp cao trong các công ty gia đình có thêm góc nhìn về quản trị nhân sự trong hoạt động điều hành công ty hướng tới hiệu quả và phát triển bền vững.</p>

1. Giới thiệu

Đã từ lâu, mô hình công ty gia đình không còn xa lạ gì trong hoạt động kinh doanh. Hiện nay mô hình này đã và đang phát triển rất mạnh mẽ trong nền kinh tế thị trường. Các công ty gia đình là những nhân tố quan trọng góp phần cho sự tăng trưởng kinh tế của mỗi quốc gia. Công ty gia đình được hiểu là công ty trong đó

các thành viên trong một gia đình nắm giữ tỷ lệ sở hữu đủ để quyết định cơ cấu thành lập Hội đồng quản trị. Một trong những lợi thế của công ty gia đình đó là vì quyền sở hữu nằm trong tay một vài thành viên trong gia đình, điều này cho phép thống nhất quyền lực vào một người làm chủ. Các thành viên chủ chốt nắm quyền quản trị trong cùng một gia đình thường có sự hợp tác, phối hợp tốt hơn có thể vượt qua được những đối kháng của quản trị công ty thông thường. Quản trị công ty gia đình tạo thuận lợi cho việc ra quyết định, làm giảm chi phí quản

*Tác giả liên hệ:

Email: caohuy@ufm.edu.vn

lý, tập trung vào phối hợp giữa các bộ phận trong hệ thống để tạo ra hiệu quả trong hoạt động kinh doanh. Từ lý thuyết khác nhau và từng bối cảnh nghiên cứu khác nhau mà có hay không mối quan hệ giữa sở hữu gia đình và hiệu quả hoạt động kinh doanh. Nếu có mối quan hệ thì sở hữu gia đình cũng có thể làm tăng hoặc cũng có thể làm giảm hiệu quả hoạt động kinh doanh của công ty gia đình. Sự xung đột về lợi ích giữa cổ đông gia đình và các cổ đông khác, giữa các thành viên gia đình với những người quản lý, điều hành không thuộc gia đình, giữa các thành viên gia đình với nhau, hay khả năng quản trị công ty của các thành viên gia đình, các quyết định tài chính là các nguyên nhân ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh.

Trên thế giới, các tập đoàn lớn đã tồn tại và phát triển qua hàng chục thế hệ chủ yếu là các công ty gia đình. Các nghiên cứu khoa học gần đây cho thấy rằng công ty gia đình là một hình thức tổ chức phổ biến ở cả các nền kinh tế phát triển và mới nổi, các nghiên cứu điều tra các vấn đề khác nhau liên quan đến cơ cấu sở hữu của các công ty, tập đoàn cho thấy các công ty gia đình chiếm một tỷ lệ lớn các doanh nghiệp ở các nước có đặc điểm thể chế và pháp lý rất khác nhau. Chẳng hạn như Hoa Kỳ và Canada có nghiên cứu của: Bhattacharya và Ravikumar (2001), Anderson và Reeb (2003), Gadhoun và cộng sự (2005), King và Santor (2008), ở các nước Châu Âu có các nghiên cứu của Franks và Mayer (2001); Faccio và Lang (2002); Sraer và Thesmar (2007); Andres (2008), và ở Đông Á có các nghiên cứu của Lam và cộng sự (1994), Claessens và cộng sự (2000). Hầu hết các nghiên cứu này đều cho thấy sự vượt trội của các công ty gia đình so với các công ty được niêm yết, điều này cho thấy rằng hình thức tổ chức này không chỉ giới hạn trong các doanh nghiệp nhỏ và vừa (SMEs).

Cho đến nay, mặc dù trên thế giới đã có khá nhiều nghiên cứu về sự ảnh hưởng của sở hữu gia đình đến hiệu quả hoạt động của công ty gia đình. Nhưng tại Việt Nam, các nghiên cứu khoa học về ảnh hưởng của sở hữu gia đình đến

hiệu quả hoạt động kinh doanh của các công ty gia đình ở Việt Nam mà nhóm tác giả tiếp cận được còn rất hạn chế. Đa số các nghiên cứu mới chỉ dừng lại ở mức độ đo lường về tỷ lệ sở hữu cổ phần của các thành viên trong gia đình, chưa tính đến ảnh hưởng của nhóm yếu tố về tỷ lệ quản lý và tỷ lệ thành viên trong Hội đồng quản trị là người trong gia đình. Vì vậy, đây là một trong những khe hở cần phải tiếp tục nghiên cứu sâu thêm về vấn đề này ở Việt Nam. Dựa trên báo cáo tài chính, báo cáo thường niên và báo cáo quản trị, nhóm tác giả thực hiện khảo sát các yếu tố gia đình tham gia vào quyền sở hữu, hội đồng quản trị, và quản lý ảnh hưởng thế nào đến hiệu quả kinh doanh của các công ty gia đình. Qua đó, có thể đánh giá được quyền sở hữu và kiểm soát gia đình có làm giảm ảnh hưởng đến việc định hình các lựa chọn tài chính của công ty hay không. Xuất phát từ tầm quan trọng của những vấn đề nêu trên nhóm tác giả chọn nghiên cứu về tác động của sở hữu gia đình đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của các công ty gia đình Việt Nam niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam để nghiên cứu.

2. Cơ sở lý thuyết và tổng quan các nghiên cứu

2.1. Cơ sở lý thuyết

Lý thuyết đại diện: Thường được sử dụng để giải thích việc minh bạch thông tin hay gia tăng việc thuyết minh tự nguyện của người điều hành công ty (Hermanson, 2000; Bushman & Smith, 2001). Hành vi của người đại diện (nhà quản lý) trong vấn đề gia tăng mức độ công bố thông tin hay minh bạch thông tin khi xem xét cân nhắc giữa lợi ích và chi phí cho việc công bố thông tin. Khi hợp đồng giữa chủ sở hữu và nhà quản lý đạt hiệu quả, lợi ích của nhà quản lý được đảm bảo, họ sẽ hành động hoàn toàn vì lợi ích của chủ sở hữu, tăng cường sự minh bạch thông tin phục vụ cho lợi ích của chủ sở hữu.

Lý thuyết quản lý: Đưa ra giả thuyết rằng người quản lý không bị tác động bởi những mục đích cá nhân, mà họ có những động lực đồng hành với mục tiêu của chủ sở hữu. Lý thuyết này lập luận rằng, giám đốc điều hành có

thể vận hành một cách hiệu quả không chỉ là vì họ có năng lực mà còn là họ có chung mục tiêu với người hưởng lợi (Donalson & Davis, 1991; Muth & Donaldson, 1998).

Lý thuyết về quản lý trong công ty gia đình: Lý thuyết này cung cấp quan điểm khác về mối quan hệ giữa người quản lý và chủ sở hữu. Sự tham gia của gia đình tạo ra các điều kiện để thúc đẩy hành vi quản lý. Hành vi quản lý đặc biệt phổ biến ở những nơi mà các nhà quản lý là thành viên trong gia đình hoặc các thành viên liên quan đến gia đình. Các nhà quản lý gia đình, cũng là chủ sở hữu hoặc là đồng chủ sở hữu, quan tâm đến sự tồn tại lâu dài, khả năng sinh lợi, và danh tiếng của một công ty, và giúp nuôi dưỡng ý thức của cộng đồng quản lý giữa các nhân viên trong các công ty gia đình (Miller & Le Breton-Miller, 2006).

2.2. Tổng quan các nghiên cứu

Quan điểm lý thuyết cho rằng, quyền sở hữu gia đình mang lại cả chi phí và lợi ích. Lợi ích của quyền sở hữu gia đình là cơ hội để giảm thiểu chi phí giám sát, chi phí quản lý vì cơ chế quản lý chính thức có thể không cần thiết đối với các gia đình, trong đó sự kiểm soát không tách rời quyền sở hữu (Fama & Jensen, 1983). Nghiên cứu của Miller và Le Breton-Miller (2006); Sciascia và Mazzola (2008) cho rằng, sở hữu gia đình không có mối quan hệ với hiệu quả hoạt động. Tuy nhiên, rất nhiều nghiên cứu như: Villalonga và Amit (2009), Barontini và Caprio (2006), Maury (2006), Martinez và cộng sự (2007), Saito (2008), Chu (2009), Chu (2011) thì cho rằng sở hữu gia đình có mối quan hệ tuyến tính đồng biến với hiệu quả kinh doanh. Đặc biệt, Anderson và Reeb (2003), Kowalewski và cộng sự (2010), Shyu (2011), De Massis và cộng sự (2013) cho rằng, sở hữu gia đình có mối quan hệ phi tuyến tính bậc hai với hiệu quả kinh doanh và có dạng đường cong hình chữ “U ngược”. Jensen và Meckling (1976) cho rằng, công ty gia đình kiểm soát hội đồng quản trị và ít sử dụng giám đốc đại diện bên ngoài vì nhu cầu giám sát giảm, các công ty gia đình có thể tạo ra sự đồng thuận giữa chủ

sở hữu và người quản lý. Tuy nhiên, Daily và cộng sự (2003) lại cho rằng, các giám đốc độc lập đóng góp vào chuyên môn, khách quan và dường như giảm thiểu sự nhân nhượng, vị tha trong quản lý. Anderson và Reeb (2003) thừa nhận rằng, khi thành viên gia đình đóng vai trò là giám đốc điều hành thì hiệu quả kinh doanh tốt hơn là các giám đốc điều hành thuê ngoài. Điều này được giải thích là do gia đình hiểu việc kinh doanh công ty mình và các thành viên gia đình đó tham gia như là những người quản lý của công ty. Có thành viên gia đình trong nhóm quản lý hàng đầu sẽ ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh của công ty; tuy nhiên, hiệu quả của quản lý từ gia đình là khác nhau. Các nghiên cứu tìm thấy rằng, các nhà quản lý gia đình tác động tích cực đến hiệu quả kinh doanh với điều kiện là họ hành động như những người quản lý và tuân thủ tốt những thực tiễn về quản trị và quản lý (Andres, 2008; Miller và cộng sự, 2007). Các gia đình sáng lập và duy trì sự hiện diện lâu dài trong công ty, đặc biệt các thành viên trong gia đình gắn bó lâu dài với công ty sẽ có xu hướng có một tầm nhìn dài hạn hơn. Các thành viên gia đình thường có quan điểm và sẵn sàng thực hiện kế hoạch đầu tư dài hạn hơn các cổ đông khác, những người tập trung chủ yếu vào lợi nhuận ngắn hạn (James, 1999). Thêm vào đó, kiểm soát gia đình sẽ giảm thiểu mâu thuẫn giữa các cổ đông và chủ sở hữu, do đó giảm chi phí đại diện cho các công ty gia đình (Anderson & Reeb, 2003). Wang (2006), Ali và cộng sự (2007) cho thấy rằng quyền sở hữu gia đình có thể giảm sự bất đối xứng thông tin, có thể dẫn đến chi phí vốn thấp cho các công ty gia đình.

Tại Việt Nam, khi nghiên cứu về cấu trúc sở hữu ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động, hầu hết các nghiên cứu đều tập trung vào cấu trúc sở hữu của Nhà nước, sở hữu của cổ đông lớn, sở hữu của nước ngoài và sở hữu của tổ chức. Cụ thể như, nghiên cứu của Phạm Quốc Việt (2010) cho thấy, tỷ lệ sở hữu cổ đông lớn Nhà nước và tỷ lệ sở hữu tư nhân lớn trong nước không có mối tương quan với hiệu quả công ty. Tỷ lệ sở hữu cổ đông lớn nước ngoài có tương quan âm với hiệu quả công ty; tuy nhiên, đối với các nhóm công ty

có hiệu quả kinh doanh cao hoặc tỷ trọng đầu tư tài chính quá khứ cao thì tương quan này không có ý nghĩa. Đồng thời, Tran và Duong (2011) cho thấy hiệu quả hoạt động doanh nghiệp có mối quan hệ chặt chẽ với tỷ lệ sở hữu quản trị theo quan hệ bậc hai. Phung và Hoang (2013) cho rằng, với tỷ lệ sở hữu quản trị nhỏ hơn 59,1% thì khi tăng tỷ lệ sở hữu quản trị sẽ làm tăng hiệu quả hoạt động doanh nghiệp và khi tỷ lệ sở hữu quản trị lớn hơn 59,1% thì ngược lại, tăng tỷ lệ sở hữu quản trị sẽ làm giảm hiệu quả hoạt động doanh nghiệp.

Qua lược khảo các nghiên cứu trước có thể thấy, các nghiên cứu về cấu trúc sở hữu của các công ty gia đình ở Việt Nam là chưa nhiều, chưa nghiên cứu sâu về mối quan hệ này. Với nghiên cứu này, một mặt có thể đưa đến các đề xuất hoàn thiện cho hoạt động quản trị công ty để hỗ trợ khả năng tăng trưởng cho các công ty gia đình, mặt khác có thể làm cơ sở cho các chính sách hỗ trợ cho các công ty gia đình ở Việt Nam. Vì vậy, nhóm tác giả kỳ vọng tiến hành kiểm định tác động của sở hữu gia đình đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của các công ty ở Việt Nam, nhằm cung cấp thêm một bằng chứng thực nghiệm trong lĩnh vực nghiên cứu về hiệu quả hoạt động của mô hình công ty gia đình tại Việt Nam.

3. Dữ liệu và mô hình nghiên cứu

3.1. Dữ liệu nghiên cứu

Trên thế giới, các nhà nghiên cứu đã đưa ra nhiều định nghĩa khác nhau nhằm phục vụ cho mục tiêu nghiên cứu của mình. Nghiên cứu của Miller và cộng sự (2007) đã đưa ra một trong nhiều định nghĩa khác nhau về công ty gia đình, cho rằng công ty gia đình là những công ty mà các thành viên trong cùng một gia đình có liên quan với nhau đóng vai trò như là những cổ đông lớn hay những người quản lý lớn, hoặc cùng lúc hoặc qua thời gian. Một nghiên cứu khác của Sciascia và Mazzola (2008) định nghĩa công ty gia đình là công ty mà gia đình kiểm soát việc kinh doanh thông qua quyền sở hữu

và các vị trí quản lý. Martinez và cộng sự (2007) định nghĩa một công ty là công ty gia đình nếu nó được kiểm soát bởi một gia đình thông qua việc sở hữu và tham gia hoạt động quản trị công ty và/hoặc có thành viên trong Ban giám đốc của công ty. Tại Việt Nam về mặt pháp lý, trong Luật Doanh nghiệp và trong Luật Chứng khoán có nhiều quy định về các hình thức sở hữu; tuy nhiên, các văn bản luật này vẫn chưa đưa ra các quy định về sở hữu gia đình. Để thực hiện mục tiêu nghiên cứu, nhóm tác giả sử dụng các khái niệm về công ty gia đình của các tác giả Miller và cộng sự (2007), Sciascia và Mazzola (2008), Martinez và cộng sự (2007).

Theo Luật Chứng khoán Việt Nam có quy định “*cổ đông lớn là cổ đông sở hữu trực tiếp hoặc gián tiếp từ 5% trở lên số cổ phiếu có quyền biểu quyết của tổ chức phát hành*”. Trên cơ sở đó, nhóm tác giả đã chọn lọc được 23 công ty gia đình có đầy đủ thông tin gồm báo cáo tài chính, báo cáo thường niên và báo cáo quản trị đã được kiểm toán và công bố trên sàn giao dịch chứng khoán HSX và HNX trong giai đoạn 10 năm từ 2009 – 2019. Mẫu nghiên cứu bao gồm 230 quan sát là các công ty gia đình hoạt động trong nhiều lĩnh vực khác nhau của nền kinh tế, được sàng lọc theo các tiêu chí: (i) các công ty được chọn trong mẫu phải hoạt động liên tục trong giai đoạn nghiên cứu; (ii) các doanh nghiệp thuộc lĩnh vực Tài chính như Ngân hàng, Bảo hiểm, Dịch vụ tài chính được loại ra khỏi mẫu vì cách hạch toán và các chỉ tiêu trên báo cáo tài chính của các loại hình công ty này có sự khác biệt tương đối so với nhóm công ty phi tài chính còn lại, sẽ làm tăng sai số của kết quả nghiên cứu. Các biến được đo lường trong Bảng 1.

3.2. Mô hình và giả thuyết nghiên cứu

Dựa trên mô hình tuyến tính và các biến được liệt kê trong Bảng 1, nhóm tác giả thực hiện kiểm định tác động của sở hữu gia đình đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của các công ty gia đình niêm yết trên thị trường khoán Việt Nam. Kế thừa từ các nghiên cứu của Villalonga

và Amit (2009), Wild và cộng sự (2004), nhóm tác giả xây dựng mô hình nghiên cứu như sau:

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FIO_{i,t} + \beta_2 FIB_{i,t} + \beta_3 FIM_{i,t} + \beta_4 COGS_{i,t} + \beta_5 Risk_{i,t} + \beta_6 Size_{i,t} + \beta_7 Sales\ Growth_{i,t} + \beta_8 LnAge_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

Trong đó, i là ngân hàng, t là năm. $i = 1, 2, \dots, n$ (với n : số lượng ngân hàng); $t = 1, 2, \dots, T$ (với T là thời gian quan sát trong mô hình được tính theo năm).

Trên cơ sở kết quả nghiên cứu của các tác giả Anderson và Reeb (2003); Andres (2008), Chu (2009); Barontini và Caprio (2006); Leung và cộng sự (2014), Basco (2013); Miller và Le Breton-Miller (2007); Miller và cộng sự (2006). Bài nghiên cứu đưa ra các giả thuyết nghiên cứu như sau:

Giả thuyết H₁: Có mối quan hệ tương quan dương giữa tỷ lệ sở hữu cổ phần của các thành viên trong gia đình đến hiệu quả hoạt động.

Giả thuyết H₂: Có mối quan hệ tương quan âm giữa tỷ lệ thành viên gia đình trong hội đồng quản trị đến hiệu quả hoạt động.

Giả thuyết H₃: Có mối quan hệ tương quan dương giữa tỷ lệ thành viên gia đình trong nhóm quản lý hàng đầu đến hiệu quả hoạt động.

Để kiểm soát vấn đề sai lệch do thiếu biến, các biến kiểm soát được đưa vào mô hình hồi quy.

Trên cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu liên quan đã được đề cập đến, trong nghiên cứu này nhóm tác giả kiểm định ảnh hưởng sở hữu gia đình đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của các công ty gia đình được niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam như sau:

Bảng 1. Các biến nghiên cứu và đo lường các biến

Tên biến	Ký hiệu	Kỳ vọng	Đo lường	Nguồn tham khảo
Biến phụ thuộc				
Hiệu quả kinh doanh	ROA		Lợi nhuận sau thuế/ Tổng tài sản cuối kỳ	Villalonga và Amit (2009), Wild và cộng sự (2004), Chu (2009)
Biến độc lập				
Tỷ lệ sở hữu gia đình	FIO	+	Tổng tỷ lệ sở hữu của tất cả thành viên gia đình trong công ty	Anderson và Reeb (2003), Andres (2008), Chu (2009) Barontini và Caprio (2006)
Thành viên gia đình trong hội đồng quản trị	FIB	-	Tỷ lệ thành viên gia đình trong hội đồng quản trị	Leung và cộng sự (2014), Basco (2013), Andres (2008), Miller và cộng sự (2007)
Thành viên gia đình trong nhóm quản lý hàng đầu	FIM	+	Tỷ lệ thành viên gia đình trong nhóm quản lý hàng đầu	Anderson và Reeb (2003), Andres (2008), Miller và cộng sự (2006)
Biến kiểm soát				
Tỷ lệ giá vốn hàng bán	COGS	-	giá vốn hàng bán/doanh thu thuần	Anderson và Reeb (2003), Villalonga và Amit (2009)
Rủi ro kinh doanh	Risk	-	Độ lệch chuẩn của EBIT/Tổng tài sản	Chu (2009)
Quy mô công ty	Size	+	Độ lệch chuẩn của EBIT/Tổng tài sản	Anderson và Reeb (2003), Chu (2009), Phung và Hoang (2013)
Tăng trưởng doanh thu	Growth	+	Mức tăng trưởng doanh thu tương đối (tính theo phần trăm)	Wang (2006), Villalonga và Amit (2009), Anderson và Reeb (2003)
Tuổi công ty	LnAge	+	Logarit tự nhiên độ tuổi của công ty	Anderson và Reeb (2003), Chu (2009), Wang (2006)

4. Phương pháp nghiên cứu

Để thực hiện kiểm định các giả thuyết đã đưa ra, nhóm tác giả sử dụng phương pháp định lượng để hồi quy bội dạng tĩnh trên số liệu bảng để đánh giá ảnh hưởng của sở hữu gia đình đến hiệu quả hoạt động của các công ty gia đình. Các kỹ thuật hồi quy trên số liệu bảng bao gồm hồi quy Pooled OLS, FEM, REM được áp dụng. Để kiểm soát vấn đề thiếu biến trong mô hình, nhóm tác giả đã khảo sát các nghiên cứu trong và ngoài nước, từ đó quyết định các biến kiểm soát sẽ được đưa vào mô hình. Ngoài ra, việc ước lượng hệ số hồi quy bằng dữ liệu bảng chéo có thể dẫn đến hiện tượng sai lệch do hiện tượng tự tương quan hoặc hiện tượng phương sai thay đổi. Do đó, để đảm bảo thu được kết quả ước lượng vững, không chệch và chính xác hơn. Nghiên cứu sử dụng phương pháp của Arellano và Bond (1991) phương pháp ước lượng GLS để khắc phục hiện tượng khuyết tật của hai mô hình này. Do đó, kiểm định Breusch & Pagan test và Wooldridge test được sử dụng để kiểm định tính phù hợp của mô hình cũng như tính hiệu lực của các biến độc lập và biến kiểm soát. Đồng thời, trên cơ sở kế thừa và vận dụng có chọn lọc các kết quả nghiên cứu lý thuyết và thực nghiệm của các công trình đã công bố nhằm xác định luận cứ đánh giá hiệu quả cũng như xác định những nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh của công ty gia đình.

5. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

5.1. Kết quả thống kê mô tả dữ liệu

Bảng 2 cho thấy, kết quả đo lường hiệu quả hoạt động qua số liệu kế toán bằng tỷ số Lợi nhuận/tổng tài sản (ROA) trong mẫu quan sát trung bình đạt 4,1% với công ty thấp nhất là -169,3%, công ty cao nhất đạt 39,4% và độ lệch chuẩn 0,139. Điều này cho thấy, có sự dao động đáng kể giữa các công ty gia đình qua các năm. Thông qua số liệu kế toán giá trị trung vị cho thấy, tỷ lệ 50% các công ty gia đình có ROA đạt mức 3,3%. Như vậy, có thể thấy rằng, hiệu quả hoạt động của các công ty gia đình có sự chênh lệch đáng kể. Đánh giá về mức độ sở hữu gia đình cho thấy, tỷ lệ sở hữu gia đình trung bình là 39,2%; trong đó, công ty có tỷ lệ sở hữu gia đình cao nhất 81,4% công ty có tỷ lệ sở hữu thấp nhất là 6,7%. Mẫu quan sát cho thấy, 50% các công ty gia đình có tỷ lệ sở hữu đạt 35,6% xấp xỉ giá trị trung bình của mẫu nghiên cứu. Kết quả thống kê cũng cho thấy, tỷ lệ trung bình 44,7% các thành viên trong gia đình tham gia vào Hội đồng quản trị, công ty có tỷ lệ cao nhất là 100% thành viên trong gia đình tham gia, công ty có tỷ lệ thấp nhất là 16,7%. Tương tự tỷ lệ trung bình 54,3% thành viên tham gia quản lý thuộc Ban giám đốc của công ty. Tỷ lệ 50% các công ty có 40% thành viên trong gia đình tham gia Hội đồng quản trị và 50% thành viên trong gia đình có tham gia vào Ban giám đốc điều hành.

Bảng 2. Thống kê mô tả các biến

Đại lượng	ROA	FIO	FIB	FIM	COGS	Risk	Size	Growth	Age
Trung bình	0,041	0,392	0,447	0,543	0,837	0,029	12,070	0,190	7,630
Giá trị lớn nhất	0,394	0,814	1,000	1,000	2,502	0,808	14,606	6,771	14,000
Giá trị nhỏ nhất	-1,693	0,067	0,167	0,111	0,239	0,001	10,704	-0,915	2,000
Trung vị	0,033	0,356	0,400	0,500	0,834	0,015	11,922	0,100	8,000
Độ lệch chuẩn	0,139	0,175	0,166	0,285	0,207	0,061	0,807	0,630	3,060

Kết quả thống kê mô tả cũng cho thấy, mức độ biến động của tỷ lệ sở hữu gia đình (FIO), thành viên gia đình trong hội đồng quản trị (FIB), thành viên gia đình trong nhóm quản lý hàng đầu (FIM) không cao. Xu hướng biến

động của hiệu quả kinh doanh (ROA) của một số mã như BED, SPP, TTF có khoảng dao động mạnh; còn lại, đa số các mã chứng khoán trong mẫu nghiên cứu có hiệu quả kinh doanh khá ổn định.

5.2. Ma trận hệ số tương quan

Kết quả kiểm định hệ số tương quan Bảng 3 cho thấy, không có cặp biến độc lập và biến kiểm soát nào có hệ số tương quan lớn hơn 0,6. Theo Gujarati (2004), nếu VIF < 10 thì không có hiện tượng đa cộng tuyến xảy ra, kết quả của nghiên cứu cho thấy VIF đều nhỏ hơn 5. Ma trận hệ số tương quan cho thấy đa số giữa các

biến không có tương quan mạnh ($|corr| < 0,6$). Kết quả này chứng tỏ không xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến độc lập trong mô hình hồi quy. Các biến có tương quan mạnh với biến phụ thuộc đó là: Tỷ lệ giá vốn hàng bán (COGS) và rủi ro kinh doanh (Risk). Điều này cho thấy, 2 biến công cụ được lựa chọn đưa vào mô hình sẽ làm tăng tính hiệu quả của mô hình ước lượng.

Bảng 3. Ma trận hệ số tương quan

Biến	ROA	FIO	FIB	FIM	COGS	Risk	Size	Growth
ROA	1							
FIO	0,1564	1						
FIB	-0,1112	0,2155	1					
FIM	-0,0602	0,2614	0,5354	1				
COGS	-0,6072	-0,1043	0,1672	0,0197	1			
Risk	-0,7158	-0,096	0,0567	0,0011	0,5454	1		
Size	-0,0015	0,0024	-0,3561	-0,2094	-0,2085	-0,0402	1	
Growth	0,176	-0,0231	0,0538	0,0743	-0,1419	-0,0733	0,1325	1
LnAge	-0,0878	0,0725	0,0793	0,0842	0,1538	0,1189	0,1656	0,0245

5.3. Kết quả hồi quy và thảo luận

Bảng 4 trình bày kết quả hồi quy ảnh hưởng của vốn chủ sở hữu đến hiệu quả hoạt động của các công ty gia đình. Dựa trên phương trình

tuyến tính theo phương pháp ước lượng OLS, ước lượng ảnh hưởng cố định – Fixed Effects (FEM), ước lượng ngẫu nhiên – Random Effects (REM) và ước lượng GLS.

Bảng 4. Kết quả hồi quy tuyến tính với hiệu quả kinh doanh (ROA)

Các biến độc lập	OLS	FEM	REM	GLS
FIO	0,089** (0,012)	-0,020 (0,795)	0,045 (0,415)	0,089*** (0,010)
FIB	-0,059 (0,180)	-0,076 (0,222)	-0,065 (0,229)	-0,059* (0,170)
FIM	-0,045* (0,070)	-0,050* (0,144)	-0,045* (0,128)	-0,045* (0,063)
COGS	-0,212*** (0,000)	-0,183*** (0,000)	-0,184*** (0,000)	-0,212*** (0,000)
Risk	-1,223*** (0,000)	-1,275*** (0,000)	-1,287*** (0,000)	-1,223*** (0,000)
Size	-0,027*** (0,001)	0,004 (0,927)	-0,024* (0,124)	-0,027*** (0,001)
Growth	0,028** (0,004)	0,033*** (0,000)	0,032*** (0,000)	0,028*** (0,003)
LnAge	0,035 (0,229)	0,029 (0,394)	0,039* (0,146)	0,035 (0,219)
Hằng số	0,566*** (0,000)	0,224 (0,647)	0,519** (0,007)	0,566*** (0,000)
R-squared	0,621	0,679	0,677	

Ghi chú: Sai số chuẩn trong dấu ngoặc đơn. Ký hiệu: *** là $p < 0,01$, ** là $p < 0,05$, * là $p < 0,1$.

Kết quả kiểm định tự tương quan cho giá trị $\text{Prob} > F = 0,0031 < \alpha$ ($\alpha = 0,05$), kết quả này cho thấy, có hiện tượng tự tương quan trong mô hình. Để khắc phục hiện tượng tự tương quan, nhóm tác giả sử dụng phương pháp bình phương nhỏ nhất tổng quát (GLS) bằng cách thêm AR(1), AR(2) vào mô hình hồi quy để thỏa điều kiện là không có hiện tượng tự tương quan khi tiến hành kiểm định Durbin-Watson. Tương tự, kiểm định Breusch-Pagan Lagrange Multiplier (Breusch và Pagan, 1979) được thực hiện để kiểm tra phương sai thay đổi. Kết quả cho thấy, có hiện tượng phương sai thay đổi ($\text{Prob} > \text{Chibar}2 = 0,000 < \alpha$), như vậy, phương sai của sai số ngẫu nhiên trong mô hình thay đổi. Khi có phương sai thay đổi sẽ làm cho các ước lượng OLS không hiệu quả. Vì vậy, ước lượng GLS sẽ khắc phục được những khuyết tật của OLS, FEM, REM và cho kết quả đáng tin cậy. Từ ước lượng GLS mô hình nghiên cứu được xây dựng như sau:

$$\text{ROA}_{i,t} = 0,566 + 0,089\text{FIO}_{i,t} - 0,045\text{FIM}_{i,t} - 0,059\text{FIB}_{i,t} - 1,223\text{Risk}_{i,t} - 0,212\text{COGS}_{i,t} + 0,028\text{Growth}_{i,t} - 0,027\text{Size}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Biến tỷ lệ sở hữu cổ phần (FIO): Với mức ý nghĩa 1%, kết quả nghiên cứu cho thấy, có mối quan hệ tương quan dương giữa tỷ lệ sở hữu cổ phần và hiệu quả hoạt động. Đúng như kỳ vọng của nhóm tác giả, giả thuyết H₁ được khẳng định. Kết quả này ủng hộ cho lý thuyết đại diện và lý thuyết về quản lý công ty gia đình, và tương đồng với các kết quả nghiên cứu của Anderson và Reeb (2003), Andres (2008), Chu (2009), Barontini và Caprio (2006). Kết quả này cho thấy, trong bối cảnh của nền kinh tế mới nổi tại Việt Nam và cơ chế quản trị chưa hoàn chỉnh thì tỷ lệ sở hữu cổ phần có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động là do các thành viên gia đình góp phần giảm bớt nhiệm vụ giám sát. Ngoài ra, các thành viên gia đình có tỷ lệ sở hữu cổ phần trong công ty sẽ giúp việc huy động để dàng các tài sản vật chất và tài sản tài chính cho công ty. Với mục tiêu nghiên cứu mối quan hệ tuyến tính giữa tỷ lệ sở hữu gia đình đến hiệu quả hoạt động của các công ty gia đình tại thị trường chứng khoán Việt Nam, nghiên cứu cung cấp thêm một bằng chứng thực nghiệm về việc tỷ lệ sở hữu gia đình cao sẽ làm tăng hiệu quả hoạt động. Tuy nhiên, phương trình tuyến

tính không xác định được có một ngưỡng nào cho mối quan hệ đồng biến này hay không. Đây cũng là điểm hạn chế của bài nghiên cứu.

Biến tỷ lệ thành viên gia đình trong hội đồng quản trị (FIB) và nhóm quản lý hàng đầu (FIM): Khi nghiên cứu sâu hơn về bộ máy nhân sự của các công ty gia đình, kết quả nghiên cứu khám phá ra rằng: Tỷ lệ các thành viên trong gia đình tham gia vào Hội đồng quản trị và Ban giám đốc có ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của công ty. Như vậy, giả thuyết H₃ bị bác bỏ và giả thuyết H₂ được khẳng định. Kết quả này tương đồng với nghiên cứu của Basco (2013), Miller và cộng sự (2007), nhưng ngược lại với các nghiên cứu của Leung và cộng sự (2014), Anderson và Reeb (2003), Andres (2008), Miller và Le Breton-Miller (2006). Điều này cho thấy, khi tỷ lệ các thành viên gia đình tham gia nhóm quản lý hàng đầu của công ty càng tăng thì sẽ càng làm giảm hiệu quả hoạt động của công ty. Chúng ta biết rằng, vận mệnh của một công ty gắn liền với năng lực của người đứng đầu nắm quyền quản trị. Qua đó, có thể thấy rằng, việc lạm dụng quyền sở hữu để đưa nhiều thành viên trong gia đình không có năng lực tham gia vào nhóm quản lý hàng đầu sẽ có tác động tiêu cực đến hiệu quả kinh doanh. Điều này hoàn toàn đúng khi nhiều thành viên không có năng lực tham gia quản lý sẽ làm giảm lòng tin của nhân viên, của các nhà đầu tư và dẫn đến giảm hiệu quả kinh doanh của công ty. Tại Việt Nam, do giới hạn về mặt thông tin, nhóm tác giả chưa tìm được nghiên cứu trước nào có nghiên cứu và tìm hiểu sâu về tỷ lệ các thành viên tham gia nhóm quản lý hàng đầu trong các công ty gia đình. Đây cũng chính là điểm mới của nghiên cứu.

Biến rủi ro kinh doanh (Risk): Đây là biến kiểm soát có tác động mạnh nhất đến hiệu quả hoạt động (Coef: 1,223, mức ý nghĩa 1%). Rủi ro kinh doanh hay còn gọi là tính bất ổn trong thu nhập được đo lường bằng phương sai của EBIT theo thời gian. Công ty có rủi ro kinh doanh cao khi tính bất ổn trong thu nhập của công ty cao, rủi ro trong kinh doanh càng lớn thì hiệu quả hoạt động sẽ càng giảm. Rủi ro trong kinh doanh cũng ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả kinh doanh của các công ty gia đình.

Phần lớn các công ty gia đình thuộc lĩnh vực sản xuất kinh doanh, khi các công ty sử dụng đòn bẩy tài chính cao, nợ vay chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu nguồn vốn, khi thị trường biến động, các công ty sẽ gặp khó khăn trong việc trả lãi và nợ gốc. Đối với các ngành có độ rủi ro kinh doanh cao sẽ có tác động tiêu cực đến hiệu quả kinh doanh của công ty. Kết quả này hoàn toàn tương đồng với các nghiên cứu của Chu (2009).

Biến Tỷ lệ giá vốn hàng bán/doanh thu thuần (COGS): Có tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của công ty. Điều này hoàn toàn phù hợp trong nguyên tắc tài chính khi Doanh thu thuần sẽ bằng Doanh thu trừ giá vốn hàng bán. Giá vốn hàng bán càng cao sẽ làm cho Doanh thu thuần giảm và làm giảm lợi nhuận. Với mức ý nghĩa 1%, kết quả này hoàn toàn tương đồng với các nghiên cứu của Anderson và Reeb (2003), Villalonga và Amit (2009).

Biến Mức tăng trưởng doanh thu (Growth): Tốc độ tăng trưởng của doanh thu tăng sẽ có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của công ty. Kết quả này hoàn toàn phù hợp với những nguyên tắc trong tài chính. Với mức ý nghĩa 1%, kết quả của nhóm tương đồng với kết quả của các nghiên cứu của Wang (2006), Villalonga và Amit (2009), Anderson và Reeb (2003).

Qui mô của công ty (Size): Với độ tin cậy 99%, kết quả của nghiên cứu cho thấy qui mô công ty có tác động tiêu cực đến hiệu quả kinh doanh. Kết hợp với Bảng 3, ma trận hệ số tương quan cho thấy, qui mô công ty có tương quan dương với tỷ lệ sở hữu gia đình (FIO). Kết quả của nghiên cứu có thể thấy rằng, trong giai đoạn 2009 – 2019 các công ty gia đình bằng cách phát hành thêm cổ phiếu để mở rộng qui mô. Việc phát hành này có thể làm tăng tỷ lệ sở hữu của các thành viên trong gia đình. Điều này làm cho các cổ đông khác, các nhân viên và các quản lý không phải là thành viên trong gia đình thấy rằng, sự kiểm soát công ty của nhóm thành viên trong gia đình ngày càng tăng và họ sẽ ít được hưởng nhiều quyền lợi bằng các thành viên trong gia đình. Điều này có thể dẫn tới tiêu cực trong công việc và làm giảm hiệu quả hoạt động kinh doanh của công ty. Kết quả này tương đồng với các nghiên cứu của Anderson

và Reeb (2003), Phung và Hoang (2013) nhưng lại trái ngược với các kết quả nghiên cứu của Chu (2009). Có thể thấy rằng không phải giai đoạn nào việc tăng qui mô cũng có ảnh hưởng không tốt đến hiệu quả hoạt động.

6. Kết luận

Kết quả nghiên cứu cho thấy, có sự ảnh hưởng tích cực rất lớn của sở hữu gia đình đến hiệu quả hoạt động của các công ty gia đình niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2009 – 2019. Tuy nhiên, khi đi sâu vào khai thác cơ cấu bộ máy của Hội đồng quản trị và Ban giám đốc cho thấy, tỷ lệ các thành viên trong gia đình tham gia quản lý có một tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của công ty. Điều này cho thấy rằng, việc lạm dụng quyền sở hữu để đưa các thành viên trong gia đình không có năng lực tham gia vào bộ máy quản lý của công ty sẽ làm giảm hiệu quả hoạt động của công ty. Qua việc đánh giá mức độ tác động của quyền sở hữu gia đình trên 3 yếu tố, nghiên cứu đưa ra 3 khuyến nghị như sau:

Thứ nhất, về tỷ lệ sở hữu cổ phần, các công ty có tỷ lệ sở hữu gia đình cao sẽ làm tăng hiệu quả hoạt động trong sản xuất kinh doanh. Dựa trên nền tảng lý thuyết thì phần lớn các công ty gia đình mà nhóm nghiên cứu thu thập được trong dữ liệu đều đang được quản lý bởi số đông các thành viên trong gia đình thuộc thế hệ đầu tiên sáng lập. Chỉ có một tỷ lệ nhỏ các công ty gia đình đang được quản lý bởi các thế hệ sau. Cho nên hiệu quả hoạt động của công ty đang có dấu hiệu chịu sự ảnh hưởng bởi trình độ của các thành viên thế hệ sau chưa nhiều. Đây cũng là một trong những điểm mới của nghiên cứu. Kết quả này cũng hoàn toàn phù hợp với lý thuyết đại diện, lý thuyết về quản lý trong công ty gia đình.

Thứ hai, về tỷ lệ thành viên của gia đình tham gia Hội đồng quản trị, nếu tỷ lệ thành viên trong gia đình tham gia vào Hội đồng quản trị hay Ban giám đốc của công ty sẽ làm giảm hiệu quả hoạt động của công ty. Kết quả này có hàm ý cho thấy, các công ty gia đình nên tập trung quyền lực cho một số thành viên có năng lực để nắm giữ những vị trí quan trọng trong Hội đồng quản trị. Gia đình không nên lạm dụng

quyền sở hữu để đưa quá nhiều thành viên không có năng lực tham gia vào Hội đồng quản trị. Nhiều thành viên không có năng lực nắm giữ vị trí cao sẽ có tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của công ty.

Thứ ba, về tỷ lệ thành viên của gia đình tham gia Ban giám đốc, tương tự như việc các thành viên trong gia đình tham gia quá nhiều vào hoạt động điều hành sẽ không có chỗ để tạo điều kiện cho các cá nhân có năng lực bên ngoài tham gia mạnh mẽ hơn vào ban điều hành. Quá nhiều thành viên tham gia ban điều hành sẽ dễ dẫn đến chủ quan trong quản lý. Không nên phân tán quyền quản lý cho quá nhiều người trong gia đình mà chỉ nên tập trung quyền cho một

số thành viên có năng lực tốt. Việc phân tán quyền vào Ban giám đốc cho quá nhiều thành viên trong gia đình sẽ có tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động kinh doanh.

Kết quả nghiên cứu đã cung cấp thêm một bằng chứng thực nghiệm cho thấy ảnh hưởng của sở hữu gia đình đến hiệu quả hoạt động của các công ty đang niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong 10 năm từ 2009-2019. Đây là một trong những cơ sở khoa học để các nhà quản trị trong các công ty gia đình có thêm góc nhìn về mặt quản trị để tạo ra hiệu quả trong hoạt động sản xuất kinh doanh nhằm hướng tới sự phát triển bền vững.

Tài liệu tham khảo

- Ali, A., Chen, T. Y., & Radhakrishnan, S. (2007). Corporate disclosures by family firms. *Journal of accounting and economics*, 44(1-2), 238-286.
- Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2003). Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500. *The journal of finance*, 58(3), 1301-1328.
- Andres, C. (2008). Large shareholders and firm performance—An empirical examination of founding-family ownership. *Journal of corporate finance*, 14(4), 431-445.
- Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *The Review of Economic Studies*, 58(2), 277-297.
- Barontini, R., & Caprio, L. (2006). The effect of family control on firm value and performance: Evidence from continental Europe. *European Financial Management*, 12(5), 689-723.
- Bhattacharya, U., & Ravikumar, B. (2001). Capital markets and the evolution of family businesses. *The Journal of Business*, 74(2), 187-219.
- Bushman, R. M., & Smith, A. J. (2001). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of accounting and Economics*, 32(1-3), 237-333.
- Basco, R. (2013). The family's effect on family firm performance: A model testing the demographic and essence approaches. *Journal of Family Business Strategy*, 4(1), 42-66.
- Chu, W. (2009). The influence of family ownership on SME performance: evidence from public firms in Taiwan. *Small Business Economics*, 33(3), 353-373.
- Chu, W. (2011). Family ownership and firm performance: Influence of family management, family control, and firm size. *Asia Pacific Journal of Management*, 28(4), 833-851.
- Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. H. (2000). The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of financial Economics*, 58(1-2), 81-112.
- Daily, C. M., Dalton, D. R., & Rajagopalan, N. (2003). Governance through ownership: Centuries of practice, decades of research. *Academy of Management Journal*, 46(2), 151-158.
- De Massis, A., Kotlar, J., Campopiano, G., & Cassia, L. (2013). Dispersion of family ownership and the performance of small-to-medium size private family firms. *Journal of Family Business Strategy*, 4(3), 166-175.
- Donaldson, L., & Davis, J. H. (1991). Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of management*, 16(1), 49-64.
- Faccio, M., & Lang, L. H. (2002). The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of financial economics*, 65(3), 365-395.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Agency problems and residual claims. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 327-349.

- Franks, J., & Mayer, C. (2001). Ownership and control of German corporations. *The Review of Financial Studies*, 14(4), 943-977.
- Gadhoun, Y., Lang, L. H., & Young, L. (2005). Who controls US?. *European Financial Management*, 11(3), 339-363.
- Gujarati, D. N. (2004). *Basic Econometrics*, the McGraw-Hill Companies. New York, NY, USA.
- Hermanson, H. M. (2000). An analysis of the demand for reporting on internal control. *Accounting Horizons*, 14(3), 325-341.
- James, H. S. (1999). Owner as manager, extended horizons and the family firm. *International journal of the economics of business*, 6(1), 41-55.
- 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.
- King, M. R., & Santor, E. (2008). Family values: Ownership structure, performance and capital structure of Canadian firms. *Journal of Banking & Finance*, 32(11), 2423-2432.
- Kowalewski, O., Talavera, O., & Stetsyuk, I. (2010). Influence of family involvement in management and ownership on firm performance: Evidence from Poland. *Family Business Review*, 23(1), 45-59.
- Lam, K., Mok, H. M., Cheung, I., & Yam, H. C. (1994). Family groupings on performance of portfolio selection in the Hong Kong stock market. *Journal of banking & finance*, 18(4), 725-742.
- Leung, S., Richardson, G., & Jaggi, B. (2014). Corporate board and board committee independence, firm performance, and family ownership concentration: An analysis based on Hong Kong firms. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 10(1), 16-31.
- Martínez, J. I., Stöhr, B. S., & Quiroga, B. F. (2007). Family ownership and firm performance: Evidence from public companies in Chile. *Family Business Review*, 20(2), 83-94.
- Maury, B. (2006). Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European corporations. *Journal of Corporate Finance*, 12(2), 321-341.
- Miller, D., & Le Breton-Miller, I. (2006). Family governance and firm performance: Agency, stewardship, and capabilities. *Family business review*, 19(1), 73-87.
- Miller, D., Le Breton-Miller, I., Lester, R. H., & Cannella Jr, A. A. (2007). Are family firms really superior performers?. *Journal of Corporate Finance*, 13(5), 829-858.
- Muth, M., & Donaldson, L. (1998). Stewardship theory and board structure: A contingency approach. *Corporate Governance: An International Review*, 6(1), 5-28.
- Phung, D. N., & Hoang, T. P. T. (2013). Corporate ownership and firm performance in emerging market: a study of Vietnamese listed firms. In *Proceedings of World Business and Social Science Research Conference, 24-25 October 2013*, Hotel Novotel Bangkok on Siam Square, Bangkok, Thailand (1-16).
- Phạm Quốc Việt (2010). *Nghiên cứu ảnh hưởng của các nhân tố điều hành công ty đến hiệu quả hoạt động của công ty cổ phần: Luận án tiến sĩ* (Doctoral dissertation, Trường Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh).
- Saito, T. (2008). Family firms and firm performance: Evidence from Japan. *Journal of the Japanese and International Economies*, 22(4), 620-646.
- Sciascia, S., & Mazzola, P. (2008). Family involvement in ownership and management: Exploring nonlinear effects on performance. *Family Business Review*, 21(4), 331-345.
- Shyu, J. (2011). Family ownership and firm performance: evidence from Taiwanese firms. *International Journal of Managerial Finance*, 7(4), 397-411.
- Sraer, D., & Thesmar, D. (2007). Performance and behavior of family firms: Evidence from the French stock market. *Journal of the european economic Association*, 5(4), 709-751.
- Tran, T. M., & Duong, H. N. (2011). Managerial ownership and the performance of firms: Evidence from Vietnamese firm listed on HOSE. *Science and Technology Development Journal*, 14(2), 116-124.
- Wild, J. J., Bernstein, L. A., Subramanyam, K. R., & Halsey, R. F. (2004). *Financial statement analysis*. McGraw-Hill.
- Villalonga, B., & Amit, R. (2009). How are US family firms controlled?. *Review of Financial Studies*, 22(8), 3047-3091.
- Wang, D. (2006). Founding family ownership and earnings quality. *Journal of accounting research*, 44(3), 619-656.