



THE CUBIC NONLINEAR IMPACT OF MANAGERIAL OWNERSHIP ON FIRM PERFORMANCE OF VIETNAMESE COMPANIES LISTED ON HO CHI MINH CITY STOCK EXCHANGE

Le Phan Thi Dieu Thao^{1*}, Nguyen Dieu Trang²

¹Banking University of Ho Chi Minh City

²Vietnam Bank for Agriculture and Rural Development

ARTICLE INFO	ABSTRACT
<p>DOI: 10.52932/jfm.vi65.210</p> <p><i>Received:</i> June 16, 2021</p> <p><i>Accepted:</i> August 10, 2021</p> <p><i>Published:</i> October 25, 2021</p> <p>Keywords: Ownership structure; Managerial ownership; Firm performance.</p>	<p>This study examined the impact of managerial ownership structure on firm performance of listed companies on Hochiminh City Stock Exchange. Firm performance was measured by return on equity (ROE) and Tobin's Q. In this study, the data of 332 companies listed on the Hochiminh City Stock Exchange with the System-GMM method was used. The results showed a cubic nonlinear impact between managerial ownership on firm performance, implying that the “convergence of interests” and “entrenchment” hypotheses of managers' behavior can explain the cubic nonlinear relationship of managerial ownership on firm performance. In addition, base on results, this study also gave recommendations on managerial ownership structure to optimal firm performance and stakeholders' interests.</p>

*Corresponding author:

Email: thaolpdt@buh.edu.vn



TÁC ĐỘNG PHI TUYẾN BẬC BA CỦA CẤU TRÚC SỞ HỮU NHÀ QUẢN LÝ ĐẾN HIỆU QUẢ KINH DOANH CỦA DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TẠI SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH

Lê Phan Thị Diệu Thảo^{1*}, Nguyễn Diệu Trang²

¹Trường Đại học Ngân hàng Thành phố Hồ Chí Minh

²Ngân hàng Nông nghiệp & Phát triển Nông thôn Việt Nam

THÔNG TIN	TÓM TẮT
<p>DOI: 10.52932/jfm.vi65.210</p> <p>Ngày nhận: 16/06/2021</p> <p>Ngày nhận lại: 10/08/2021</p> <p>Ngày đăng: 25/10/2021</p> <p>Từ khóa: Cấu trúc sở hữu; Cấu trúc sở hữu nhà quản lý; Hiệu quả kinh doanh.</p>	<p>Bài viết nghiên cứu tác động của cấu trúc sở hữu nhà quản lý đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh. Hiệu quả kinh doanh được đo lường bằng tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu và Tobin's Q. Nghiên cứu sử dụng dữ liệu bảng cân bằng của 332 công ty từ năm 2007 đến năm 2019 và phương pháp hồi quy System-GMM. Kết quả cho thấy tác động phi tuyến bậc ba giữa cấu trúc sở hữu nhà quản lý đến hiệu quả kinh doanh, hàm ý rằng giả thuyết hội tụ lợi ích và tham quyền cố vị trong hành vi của các nhà quản lý đã dẫn đến mối quan hệ phi tuyến bậc ba của cấu trúc sở hữu nhà quản lý đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Ngoài ra, nghiên cứu cũng đưa ra khuyến nghị nhằm tối ưu hóa hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp và lợi ích của các bên liên quan.</p>

1. Giới thiệu

Cấu trúc sở hữu là một trong những nhân tố quan trọng ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp, tuy nhiên mức độ ảnh hưởng của nó như thế nào vẫn là một chủ đề gây nhiều tranh cãi. Tác động của cấu trúc sở hữu đến hiệu quả kinh doanh của doanh

nghiệp được giải thích rõ trong lý thuyết đại diện do Jensen và Meckling (1976) phát triển. Ý tưởng sơ bộ của lý thuyết này bắt nguồn từ nghiên cứu của Berle và Means (1932), cho rằng sự tách biệt quyền sở hữu và quyền kiểm soát trong các công ty dẫn đến vấn đề đại diện: trong các công ty này, những nhà quản lý trực tiếp điều hành doanh nghiệp (người đại diện) sở hữu lượng cổ phần ít hơn nhiều so với chủ sở hữu, do đó, những nhà quản lý sẽ có cơ hội và động cơ để khai thác các nguồn lực của công

*Tác giả liên hệ:

Email: thaolptd@buh.edu.vn

ty nhằm đáp ứng lợi ích của riêng họ, điều này có thể gây hại cho lợi ích của công ty. Giải quyết vấn đề đại diện này là một trong những trọng tâm của quản trị doanh nghiệp.

Tập trung quyền sở hữu được xem là một cơ chế quản trị doanh nghiệp quan trọng trong việc giải quyết vấn đề đại diện. Theo giả thuyết hội tụ lợi ích, tập trung quyền sở hữu được cho là chìa khóa nhằm đáp ứng lợi ích của nhà quản lý cũng như cổ đông. Một trong các hình thức tập trung quyền sở hữu được quan tâm đó là cấu trúc sở hữu nhà quản lý (managerial ownership), tức là nhà quản lý doanh nghiệp sở hữu phần lớn cổ phần của doanh nghiệp. Cấu trúc sở hữu nhà quản lý phản ánh những động cơ bên trong của chính nhà quản lý trong việc điều hành doanh nghiệp hiệu quả. Jensen và Meckling (1976) cho rằng việc gia tăng tỉ lệ sở hữu cổ phần của nhà quản lý sẽ giải quyết vấn đề chi phí đại diện và cải thiện hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp.

Tuy nhiên, Shleifer và Vishny (1989) chỉ ra rằng nếu nhà quản lý có đủ số lượng cổ phần để trở thành cổ đông quan trọng, có đủ quyền lực và sự ảnh hưởng đối với doanh nghiệp, các nhà quản lý sẽ cố gắng giữ địa vị của mình tại công ty, đồng thời phớt lờ các cơ chế giám sát nội bộ. Vì vậy, giả thuyết tham quyền cố vị cho rằng sự gia tăng tỉ lệ sở hữu cổ phần của các nhà quản lý, đặc biệt ở mức cao, có thể làm giảm hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp.

Tại Việt Nam, nghiên cứu về vấn đề này được khai thác chủ yếu theo khía cạnh cấu trúc sở hữu của Nhà nước và nước ngoài. Trong khi đó, các bài viết khai thác về cấu trúc sở hữu nhà quản lý lại khá khiêm tốn và có những kết quả thực nghiệm trái chiều. (Nguyen và cộng sự, 2015; Ngô Mỹ Trân & Lê Thị Trang, 2018; Hoang và cộng sự, 2017; Trần Minh Trí & Dương Như Hùng, 2011, Vo & Phan, 2013; và Phan Bùi Gia Thủy và cộng sự, 2017). Chính vì vậy, nghiên cứu này hướng đến việc đo lường tác động của cấu trúc sở hữu nhà quản lý đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp tại Việt Nam. Đóng góp chính của nghiên cứu là chỉ ra

được sự tồn tại một mối quan hệ phi tuyến bậc ba giữa tỉ lệ sở hữu cổ phần của nhà quản lý và hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp.

2. Lý thuyết và nghiên cứu thực nghiệm

2.1. Nghiên cứu lý thuyết

2.1.1. Lý thuyết chi phí đại diện

Lý thuyết chi phí đại diện cho rằng trong công ty cổ phần tồn tại sự xung đột về mục tiêu giữa người chủ (cổ đông, chủ nợ,...) và người đại diện (nhà quản lý). Mâu thuẫn này làm phát sinh chi phí đại diện. Nguyên nhân của vấn đề này là do sự khác biệt về tỉ lệ sở hữu cổ phần, hay còn gọi là sự tách biệt cấu trúc sở hữu và kiểm soát, dẫn đến sự khác biệt về khẩu vị rủi ro giữa người chủ sở hữu và người đại diện. Do đó, cơ chế quản trị doanh nghiệp được phát triển để giảm thiểu chi phí đại diện có liên quan đến sự tách biệt cấu trúc sở hữu và kiểm soát (Fama, 1980; Jensen & Meckling, 1976).

2.1.2. Lý thuyết về cấu trúc sở hữu nhà quản lý và hiệu quả kinh doanh

Giả thuyết hội tụ lợi ích: Giả thuyết hội tụ lợi ích cho rằng khi nhà quản lý sở hữu nhiều cổ phiếu công ty thì động cơ trục lợi cá nhân của nhà quản lý sẽ giảm. Họ sẽ điều hành theo hướng tối đa hóa lợi ích của công ty, cũng là lợi ích của cổ đông và của chính họ, từ đó giảm được những vấn đề về chi phí đại diện giữa nhà quản trị và cổ đông. Lập luận này cũng được khẳng định trong nghiên cứu của Jensen và Meckling (1976).

Giả thuyết tham quyền cố vị: Giả thuyết tham quyền cố vị cho rằng nhà quản lý sở hữu càng nhiều cổ phần thì hiệu quả kinh doanh của công ty càng kém. Các nhà quản lý sẽ dựa vào sự hiểu biết thông thạo về hoạt động của công ty và quyền lực của bản thân để giảm áp lực từ bên ngoài của các cổ đông và Hội đồng quản trị. Các nhà quản lý có thể vượt quyền để kiểm soát các hoạt động của doanh nghiệp nhằm theo đuổi những lợi ích cá nhân mà không làm tối đa hóa giá trị doanh nghiệp. Lúc này vấn đề đại diện trở nên nghiêm trọng hơn.

Shleifer và Vishny (1989) chỉ ra rằng nếu nhà quản lý có đủ số lượng cổ phần để trở thành cổ đông quan trọng thì cơ chế giám sát nội bộ cũng như thị trường cạnh tranh đều trở nên kém hiệu quả. Trong trường hợp này, các nhà quản lý có thể có đủ quyền lực và tầm ảnh hưởng để phớt lờ các cơ chế giám sát nhằm gia tăng thu nhập và cố gắng ở lại vị trí của họ ngay cả khi không đủ năng lực. Cấu trúc sở hữu tập trung cao vào những nhà quản lý có thể dẫn đến việc họ lợi dụng quyền lực để tiếp cận thông tin nội bộ mà các cổ đông khác không có. Các thông tin này có thể tạo điều kiện thuận lợi cho các giao dịch nội bộ của họ, nhưng có thể gây hại cho lợi ích của các cổ đông khác. Vì vậy, theo giả thuyết tham quyền cố vị thì sự gia tăng cấu trúc sở hữu nhà quản lý, đặc biệt ở mức cao, có thể làm giảm hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp.

2.2. Nghiên cứu thực nghiệm

Nghiên cứu về tác động của cấu trúc sở hữu nhà quản lý đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp không chỉ có nhiều ý kiến trái chiều về mặt lý thuyết, mà ngay cả các nghiên cứu thực nghiệm cũng cho ra những kết quả khác nhau. Tại Hoa Kỳ, Morck và cộng sự (1988) sử dụng dữ liệu của 371 công ty trong bảng xếp hạng danh sách 500 công ty lớn nhất Hoa Kỳ năm 1980. Kết quả nghiên cứu cho thấy Tobin's Q và cấu trúc sở hữu của nhà quản lý có mối quan hệ nghịch biến khi tỉ lệ sở hữu cổ phần của nhà quản lý trong khoảng từ 5% đến 25% và đồng biến khi tỉ lệ sở hữu cổ phần của nhà quản lý nhỏ hơn 5% hoặc lớn hơn 25%. Trong khi đó, McConnell và Servaes (1990) tìm thấy mối quan hệ phi tuyến bậc hai giữa Tobin's Q và tỉ lệ cổ phần phổ thông của nhà quản lý. Tobin's Q đạt giá trị cực đại khi tỉ lệ cổ phần của nhà quản lý đạt xấp xỉ 40% – 50%. Tương tự, Himmelberg và cộng sự (1999) sử dụng dữ liệu từ 600 công ty ở Hoa Kỳ giai đoạn 1982-1992 bằng mô hình FEM và kỹ thuật biến công cụ (IV). Nghiên cứu tìm thấy mối quan hệ phi tuyến bậc hai giữa cấu trúc sở hữu của nhà quản lý và Tobin's Q, trong đó, Tobin's Q đạt cực đại khi tỉ lệ sở hữu cổ phần của nhà quản lý đạt 58%. Demsetz và

Villalonga (2001) sử dụng dữ liệu nghiên cứu gồm 223 công ty được chọn lọc ngẫu nhiên từ 511 công ty giai đoạn 1976 – 1980, bằng phương pháp 2SLS. Kết quả cho thấy cấu trúc sở hữu của nhà quản lý có tác động nghịch chiều đến Tobin's Q.

Tại Trung Quốc, Li và cộng sự (2007) sử dụng dữ liệu của 155 doanh nghiệp Nhà nước (SOEs) tại Trung Quốc được tư nhân hóa, giai đoạn 1992 – 2000 bằng phương pháp OLS. Kết quả chỉ ra rằng, cấu trúc sở hữu nhà quản lý có mối quan hệ đồng biến với hiệu quả kinh doanh của công ty. Ruan và cộng sự (2011) dựa vào 723 quan sát của 197 công ty được niêm yết tại Sở Giao dịch chứng khoán Trung Quốc giai đoạn 2002 – 2007 bằng phương pháp 3SLS. Kết quả cho thấy Tobin's Q và cấu trúc sở hữu nhà quản lý có mối quan hệ phi tuyến bậc ba. Tobin's Q tăng lên khi tỉ lệ sở hữu của nhà quản lý tăng dưới 18% hoặc vượt ngưỡng 64%. Khi tỉ lệ sở hữu của nhà quản lý trong khoảng 18% đến 64% thì Tobin's Q giảm dần.

Tại các quốc gia khác trên thế giới, kết quả nghiên cứu về tác động của cấu trúc sở hữu nhà quản lý đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp cũng cho ra những ý kiến trái chiều. Một vài nghiên cứu cho rằng việc gia tăng tỉ lệ cổ phần của nhà quản lý là yếu tố quan trọng, giúp giảm bớt xung đột lợi ích trong vấn đề đại diện và thúc đẩy hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp (Kumar & Singh, 2013; Alabdullah và cộng sự, 2014; Arora & Sharma, 2016; Alabdullah và cộng sự, 2018; Fauzi & Locke, 2012).

Trong khi, Dwivedi và Jain (2005) lại cho thấy sở hữu của nhà quản lý có tương quan âm với hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp tại Ấn Độ. Mối quan hệ này tiếp tục được tìm thấy bởi Acharya và Bisin (2009); Khamis và cộng sự (2015); Mohammed (2018); Zraiqa và Fadzil (2018); Dakhlallah và cộng sự (2019).

Hơn nữa, một số nghiên cứu khác (Heugens và cộng sự, 2009; Selarka, 2005; Balsmeier & Czarnitzki, 2015) cho thấy, tác động của cấu

trúc sở hữu nhà quản lý đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp là phi tuyến bậc hai. Mặt khác, De Miguel và cộng sự (2004) sử dụng ước lượng GMM lại tìm thấy mối quan hệ phi tuyến bậc ba giữa cấu trúc sở hữu và Tobin's Q tại Tây Ban Nha. Cụ thể, khi cấu trúc sở hữu nhà quản lý nằm trong giá trị 0-35% và vượt ngưỡng 70%, mối quan hệ với hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp là đồng biến. Ngược lại, khi cấu trúc sở hữu trong khoảng từ 35% đến 70% thì mối quan hệ này là đồng biến.

Tại Việt Nam, cho đến nay, không có nhiều nghiên cứu về mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu nhà quản lý và hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp, và kết quả nghiên cứu cũng có nhiều khác biệt. Trần Minh Trí và Dương Như Hùng (2011) thông qua mẫu gồm 295 quan sát của 126 doanh nghiệp niêm yết trên sàn Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh giai đoạn 2006 – 2009, bằng phương pháp mô hình tác động cố định FEM, cho thấy, với mức sở hữu của nhà quản lý dưới 59,1%, tồn tại mối quan hệ đồng biến giữa cấu trúc sở hữu nhà quản lý và hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp được đo lường bằng Tobin's Q. Tuy nhiên, mối quan hệ này chuyển thành nghịch biến khi mức sở hữu của nhà quản lý lớn hơn 59,1%.

Ngược lại, Vo và Phan (2013) sử dụng kỹ thuật bình phương nhỏ nhất tổng quát linh hoạt FGLS, dữ liệu nghiên cứu bao gồm 325 quan sát được thu thập từ 77 công ty được niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh trong giai đoạn 2006 – 2011, cho thấy hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp được đo lường bằng Tobin's Q giảm khi gia tăng tỉ lệ cấu trúc sở hữu nhà quản lý đến 22%, vượt qua mức tỉ lệ này, hiệu quả kinh doanh của công ty sẽ gia tăng trở lại.

Tương tự, Phan Bùi Gia Thủy và cộng sự (2017) với mẫu dữ liệu gồm 840 quan sát của 120 công ty niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh giai đoạn 2009 – 2015 bằng phương pháp FEM, chỉ ra mối quan hệ phi tuyến bậc hai giữa cấu trúc sở hữu của nhà quản lý và ROA: Hiệu quả kinh doanh

đạt giá trị cực tiểu khi tỉ lệ sở hữu cổ phần của nhà quản lý là 30.18%.

Trong khi đó, Hoang và cộng sự (2017) dựa vào 406 quan sát của các công ty sản xuất được niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh giai đoạn 2007 -2015 bằng việc sử dụng mô hình hồi quy System-GMM, nghiên cứu cho thấy, mối quan hệ bậc ba giữa cấu trúc sở hữu nhà quản lý đối với hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Nếu cấu trúc sở hữu nhà quản lý dao động từ 0% đến 12% hoặc lớn hơn 45%, mối quan hệ là đồng biến. Ngược lại, khi cấu trúc sở hữu nhà quản lý trong khoảng 12% đến 45%, mối quan hệ là nghịch biến.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Giả thuyết và mô hình nghiên cứu

Một số thực nghiệm nghiên cứu trên thế giới và Việt Nam chỉ ra rằng, tồn tại tác động phi tuyến bậc ba của cấu trúc sở hữu nhà quản lý đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp (Morck và cộng sự, 1988; De Miguel và cộng sự, 2004; Ruan và cộng sự, 2011; Hoang và cộng sự, 2017). Tác động của cấu trúc sở hữu nhà quản lý đến hiệu quả kinh doanh được cho rằng, bị giả thuyết hội tụ lợi ích và tham quyền cố vị chi phối, làm cho mối quan hệ này trở nên phức tạp hơn. Thông thường khi cấu trúc sở hữu nhà quản lý ở mức thấp hoặc rất cao, thì ảnh hưởng của hiệu ứng giả thuyết hội tụ lợi ích có xu hướng lấn át hiệu ứng giả thuyết tham quyền cố vị, từ đó, tồn tại mối quan hệ đồng biến giữa cấu trúc sở hữu nhà quản lý và hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Tuy nhiên, khi cấu trúc sở hữu nhà quản lý ở mức trung bình thì hiệu ứng giả thuyết hội tụ lợi ích có xu hướng bị lấn át bởi hiệu ứng giả thuyết tham quyền cố vị, do đó, mối quan hệ này là đồng biến.

Trong khi đó, tại Việt Nam, những kết nghiên cứu về mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu nhà quản lý đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp vẫn còn nhiều mâu thuẫn. Trần Minh Trí và Dương Như Hùng (2011) tìm thấy, hiệu quả kinh doanh đạt giá trị cực đại khi cấu

trúc sở hữu nhà quản lý là 59,1%. Trong khi đó, Vo và Phan (2013) và Phan Bùi Gia Thủy và cộng sự (2017) lại chỉ ra hiệu quả kinh doanh đạt giá trị cực tiểu khi tỉ lệ sở hữu cổ phần của nhà quản lý lần lượt là 22% và 30,18%. Như vậy, nghiên cứu cho rằng, mô hình mối tương quan bậc hai có thể chưa đủ để giải thích được mối quan hệ phức tạp giữa cấu trúc sở hữu của nhà quản lý và hiệu quả kinh doanh.

Từ đó, giả thuyết nghiên cứu tiếp theo được đặt ra như sau:

Giả thuyết nghiên cứu: Tồn tại tác động phi tuyến bậc ba giữa cấu trúc sở hữu nhà quản lý và hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp.

Dựa trên các giả thuyết nghiên cứu về tác động phi tuyến của cấu trúc sở hữu nhà quản lý đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp đã được xây dựng tại phần 2, tác giả đề xuất mô hình nghiên cứu tổng quát như sau:

$$Y_{it} = \alpha_0 + \alpha_{it} Y_{it-1} + \beta_{it} \Sigma X_{it} + \gamma_{it} \Sigma Z_{it} + \delta_{it} \Sigma D_{it} \quad [1]$$

Trong đó, Y_{it} là biến phụ thuộc, ΣX_{it} là tổng hòa các quan hệ tuyến tính hay phi tuyến tính của biến độc lập đối với biến phụ thuộc, ΣZ_{it} là tổng hòa các quan hệ của các biến kiểm soát và ΣD_{it} là tổng hòa các quan hệ các biến giả định đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp.

Để nghiên cứu tác động phi tuyến bậc ba của cấu trúc sở hữu nhà quản lý đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp, mô hình nghiên cứu tổng quát [1] sẽ được xây dựng và phát triển như sau:

$$TobinQ_{it} = \beta_0 + \beta_1 TobinQ_{it-1} + \beta_2 MO_{it} + \beta_3 MO_{it}^2 + \beta_4 MO_{it}^3 + \beta_5 LogSize + \beta_6 Lev + \beta_7 Fix + \beta_8 Liq + \beta_9 Age + \varepsilon_{it} \quad [1.1]$$

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 ROE_{it-1} + \beta_2 MO_{it} + \beta_3 MO_{it}^2 + \beta_4 MO_{it}^3 + \beta_5 LogSize + \beta_6 Lev + \beta_7 Fix + \beta_8 Liq + \beta_9 Age + \varepsilon_{it} \quad [1.2]$$

Bảng 1. Tổng hợp các biến trong mô hình

Biến số	Tên biến	Cách đo lường	Kỳ vọng
Biến phụ thuộc			
Tobin's Q	Hệ số Tobin's Q	Giá trị thị trường của doanh nghiệp/ Giá trị sổ sách của doanh nghiệp	
ROE	Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu	Lợi nhuận sau thuế/ Vốn chủ sở hữu	
Biến độc lập			
MO	Cấu trúc sở hữu nhà quản lý	Tổng tỉ lệ sở hữu cổ phần của những người thuộc Hội đồng quản trị, ban kiểm soát và ban điều hành	(+)/(-)
Biến kiểm soát			
LogSize	Quy mô doanh nghiệp	Logarit tự nhiên tổng tài sản	(+)/(-)
Lev	Tỉ lệ đòn bẩy	Tổng nợ / Tổng tài sản	(+)/(-)
Fix	Tốc độ tăng trưởng tài sản cố định	Giá trị tài sản cố định năm t / (Giá trị tài sản cố định năm t-1) - 1	(+)/(-)
Liq	Tính thanh khoản	Tài sản ngắn hạn / Nợ ngắn hạn	(+)
Age	Số năm niêm yết tại HOSE	Năm t - Năm niêm yết trên HOSE	(+)/(-)

3.2. Dữ liệu nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng một bộ dữ liệu của các công ty phi tài chính được thu thập từ Báo cáo tài chính, Báo cáo thường niên, Biên bản họp đại hội cổ đông... của các công ty niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh trong giai đoạn 2007 – 2019. Cấu trúc sở hữu nhà quản lý là tùy nghi trong mỗi doanh nghiệp và dữ liệu không có sẵn ở một số công ty, đặc biệt là vào đầu giai đoạn nghiên cứu. Đồng thời, theo quy định của Ủy ban Chứng khoán Việt Nam, cổ đông là nhà quản lý công ty phải nắm giữ 100% số cổ phiếu do mình sở hữu trong thời gian sáu tháng kể từ ngày niêm yết và 50% số cổ phiếu này trong thời gian sáu tháng tiếp theo. Do đó, các doanh nghiệp được niêm yết vào năm t sẽ được đưa vào mẫu dữ liệu từ năm t+1 để cho phép đủ thời gian cho cấu trúc sở hữu nhà quản lý điều chỉnh và có ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Theo đó, dữ liệu cuối cùng của nghiên cứu là dữ liệu bảng không cân bằng có 2.521 quan sát của 332 công ty phi tài chính niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh.

3.3. Phương pháp phân tích hồi quy

Các nghiên cứu trước đây cho rằng cấu trúc sở hữu của nhà quản lý và hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp tồn tại mối quan hệ nội sinh. Để xử lý vấn đề nội sinh, nghiên cứu sử dụng phương pháp System-GMM (SGMM) dành cho dữ liệu bảng và coi biến trễ của hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp như một biến độc lập của mô hình. Phương pháp này ban đầu được giới thiệu bởi Holtz-Eakin và cộng sự (1988), Arellano và Bond (1991) và được phát triển thêm bởi Arellano và Bover (1995),

Blundell và Bond (1998). Phương pháp SGMM giúp dễ dàng chọn các biến công cụ hơn bởi vì nó sử dụng các biến ngoại sinh ở khoảng thời gian khác hoặc lấy độ trễ của các biến có thể sử dụng như biến công cụ cho các biến nội sinh ở thời điểm hiện tại. Do đó, SGMM đã đưa ra nhiều biến công cụ để có thể dễ dàng đạt được điều kiện của một biến công cụ chuẩn (Overidentification of Estimators). Hơn nữa, ước lượng Arellano và Bond còn phù hợp với các dữ liệu bảng với chuỗi thời gian ngắn và số lượng doanh nghiệp nhiều.

Bên cạnh đó, Arellano và Bond (1991) đã đề nghị hai kiểm định chủ chốt để kiểm tra tính hiệu lực của mô hình SGMM. Một là kiểm định Arellano-Bond nhằm kiểm định sự tự tương quan với Giả thuyết H_0 : Không tự tương quan. Kiểm định thứ hai là kiểm định Hansen nhằm kiểm định tính hiệu lực (Overidentification) của mô hình. Đây là kiểm định giới hạn về nội sinh của mô hình. Kiểm định Sargan với Giả thuyết H_0 : biến công cụ là ngoại sinh.

Ngoài ra, để làm rõ tác động phi tuyến bậc ba của cấu trúc sở hữu đến hiệu quả kinh doanh, nghiên cứu còn phân tích hình dạng đồ thị bậc ba thông qua các cực trị. Bằng cách lấy đạo hàm riêng của Mô hình [1.1], [1.2] đối với MO, nghiên cứu thực hiện tính hai cực trị của mối quan hệ bậc ba bằng công thức sau:

$$\text{Cực trị thứ nhất: } MO_1 = \frac{-2\beta_2 - \sqrt{4\beta_2^2 - 12\beta_1\beta_3}}{6\beta_3}$$

$$\text{Cực trị thứ hai: } MO_2 = \frac{-2\beta_2 + \sqrt{4\beta_2^2 - 12\beta_1\beta_3}}{6\beta_3}$$

4. Kết quả nghiên cứu

Bảng 2. Thống kê mô tả các biến định lượng trong mô hình

Biến	Đơn vị tính	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Trung vị	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất	Số quan sát
Tobin's Q	Lần	1,10	0,77	0,98	0,10	20,93	2521
ROE	Lần	0,09	0,89	0,11	-41,00	1,60	2521
MO	%	12,00	16,00	4,30	0,00	91,00	2521

Biến	Đơn vị tính	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Trung vị	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất	Số quan sát
Size	Tỷ đồng	28,00	1,30	28,00	25,00	34,00	2521
Lev	Lần	0,48	0,21	0,50	0,000	1,30	2521
Fix	%	0,56	14,00	-0,01	-1,00	714,00	2521
Liq	Lần	2,50	5,30	1,60	0,11	230,00	2521
Age	Năm	6,00	3,70	6,00	1,00	19,00	2521

Bảng trên cho thấy, hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp đo lường bằng hệ số Tobin's Q, giá trị trung bình là 1,10, giá trị nhỏ nhất là 0,10; trong khi đó, 20,93 là giá trị lớn nhất của hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp đo lường bằng hệ số Tobin's Q. Đối với hiệu quả kinh doanh được tính bằng tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE), giá trị trung bình là

0,09. Trong đó, giá trị tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu nhỏ nhất là giá trị được ghi là -4,09 và giá trị tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu cao nhất là 1,60. Đồng thời, tỉ lệ cổ phần trung bình mà nhà quản lý của các công ty được quan sát nắm giữ là 12%. Tỉ lệ này cao nhất là 90,63% tổng cổ phần.

Bảng 3. Tác động của cấu trúc sở hữu nhà quản lý đến hiệu quả kinh doanh

	Tobin's Q	ROE
Tobin's Q(-1)	0,224*** (8,39)	
ROE(-1)		-0,0805*** (-9,92)
MO	3,159*** (4,89)	-2,395** (-2,35)
MO ²	-7,511*** (-3,19)	12,01*** (3,38)
MO ³	4,877** (2,34)	-10,45*** (-3,29)
LogSize	0,0185 (0,55)	0,0335 (0,45)
Lev	0,0573 (0,28)	-0,513 (-1,30)
Fix	0,0220*** (4,19)	-0,00761 (-0,78)
Liq	0,0228*** (4,19)	0,0479*** (3,58)
Age	-0,00452 (-0,66)	0,00409 (0,37)
Const	0 (.)	-0,706 (-0,34)

	Tobin's Q	ROE
Kết quả kiểm định		
AR(1)	-1.36	-1,07
z-statistics	(0.174)	(0,287)
AR(2)	-0.31	0,98
z-statistics	(0.759)	(0,325)
Kiểm định Hansen	chi2(22) = 28,11 Prob > chi2 = 0,172	chi2(30) = 30,99 Prob > chi2 = 0,416

Ghi chú: Ký hiệu *, **, *** tương ứng với mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%.

Đối với các cách đo lường hiệu quả kinh doanh, p-value của AR(2) và p-value của Hansen (1982) đều lớn hơn mức 10%. Điều đó có nghĩa, các cách đo lường hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp của nghiên cứu đều không có hiện tượng tự tương quan bậc hai (bác bỏ giả thuyết H_0) và biến công cụ là ngoại sinh (không thể bác bỏ giả thuyết H_0), mô hình nghiên cứu có tính hiệu lực. Như vậy, các kết quả nghiên cứu tác động cấu trúc sở hữu nhà quản lý đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu đều có ý nghĩa thống kê.

Kết quả nghiên cứu tác động của cấu trúc sở hữu nhà quản lý đến hiệu quả kinh doanh đo lường bằng Tobin's Q cho thấy *mối quan hệ bậc ba giữa cấu trúc sở hữu nhà quản lý và hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp*, với mức ý nghĩa 5%; trong đó, hệ số bậc một, bậc hai và bậc ba lần lượt là 3,159, (-7,511) và 4,877. Hai điểm tới hạn lần lượt là 30% và 73%. Như vậy, nếu cấu trúc sở hữu nhà quản lý dao động từ 0% đến 30% hoặc vượt ngưỡng 73%, thì cấu trúc sở hữu nhà quản lý có mối quan hệ đồng biến với Tobin's Q. Khi cấu trúc sở hữu nhà quản lý nằm trong khoảng từ 30% đến 73%, mối quan hệ này là nghịch biến.

Đối với tác động của cấu trúc sở hữu nhà quản lý đến hiệu quả kinh doanh đo lường bằng tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu, kết quả nghiên cứu thể hiện *mối quan hệ phi tuyến bậc ba giữa cấu trúc sở hữu nhà quản lý và hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp*, với mức ý nghĩa 5%; trong đó, hệ số bậc một, bậc hai và bậc ba lần lượt là (-2,395); 12,01 và (-10,45). Theo đó,

hai điểm tới hạn lần lượt là 9% và 65%. Như vậy, nếu cấu trúc sở hữu nhà quản lý dao động từ 0% đến 12% hoặc trên 65% thì cấu trúc sở hữu nhà quản lý có mối quan hệ nghịch biến với tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu. Trong khi đó, khi cấu trúc sở hữu nhà quản lý trong khoảng từ 12% đến 65%, mối quan hệ này là đồng biến.

Ngoài ra, kết quả nghiên cứu cũng cho thấy *tăng trưởng tài sản cố định và tính thanh khoản* có tương quan dương với hiệu quả kinh doanh. Theo Eklund (2008), các hoạt động gia tăng giá trị tài sản cố định góp phần mang lại lợi ích trong dài hạn, tiềm năng cũng như các cơ hội đầu tư trong tương lai của doanh nghiệp. Thanh khoản giúp công ty giảm bớt sự không chắc chắn của dòng tiền và tạo nguồn quỹ nội bộ có sẵn, giúp các công ty tránh phải tìm kiếm nguồn tài trợ bên ngoài có chi phí cao (Martínez-Sola và cộng sự, 2013).

5. Kết luận và hàm ý chính sách

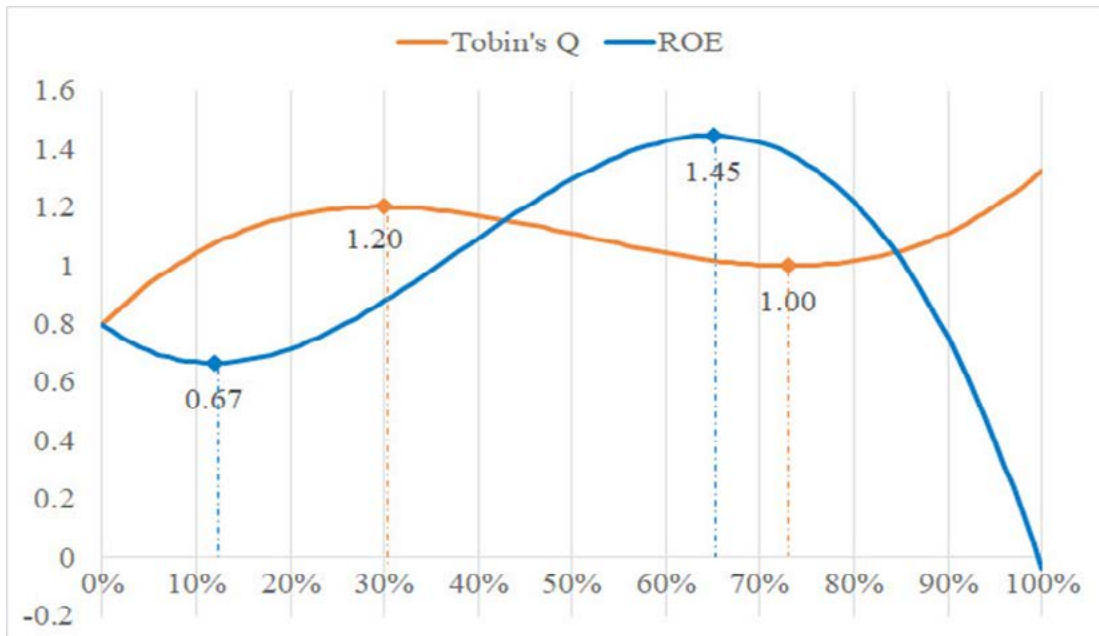
5.1. Kết luận

Tồn tại tác động phi tuyến bậc ba của cấu trúc sở hữu nhà quản lý đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp và tồn tại vấn đề nội sinh trong mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu nhà quản lý và hiệu quả kinh doanh. Đối với Tobin's Q, khi cấu trúc sở hữu tăng từ 0% đến 30% hoặc vượt 73% thì mối quan hệ này là đồng biến. Khi cấu trúc sở hữu trong giới hạn 30% đến 73%, mối quan hệ này trở thành nghịch biến. Kết quả nghiên cứu này ủng hộ các quan điểm của Morck và các cộng sự (1988),

De Miguel và cộng sự (2004), Ruan và cộng sự (2011), Hoang và cộng sự (2017).

Đối với tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu, khi cấu trúc sở hữu nhà quản lý tăng từ 0% đến 12%, hoặc vượt ngưỡng 65%, mối quan hệ này là nghịch biến. Khi cấu trúc sở hữu nhà quản lý

trong ngưỡng từ 12% đến 65% sẽ có tác động cùng chiều đến tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu. Kết quả nghiên cứu này có nét tương đồng với các nghiên cứu của Vo và Phan (2013), Phan Bùi Gia Thủy và cộng sự (2017).



Hình 1. Tác động của cấu trúc sở hữu nhà quản lý đến hiệu quả kinh doanh

5.2. Hàm ý chính sách

Hình 1 tóm tắt tác động bậc ba giữa cấu trúc sở hữu nhà quản lý và hiệu quả kinh doanh được đo lường bằng các chỉ tiêu Tobin's Q và tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu. Chú ý về các điểm uốn các đồ thị cũng như các phân tích vừa trình bày trên đây, tỉ lệ cấu trúc sở hữu nhà quản lý nên được duy trì trong khoảng giới hạn từ 12% đến 30%. Đây được xem là mức sở hữu của nhà quản lý có mối quan hệ đồng biến với hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp, dù được đo lường bằng cách tiếp cận thị trường hay cách tiếp cận sổ sách cũng đều cho ra những kết quả có chiều hướng đi lên, sẽ giúp các nhà đầu tư bên ngoài có cái nhìn tích cực đối với doanh nghiệp, thu hút đầu tư.

Những phát hiện của nghiên cứu này đóng góp phần nào trong việc giải quyết vấn đề đại

diện – một trong những vấn đề trọng tâm trong quản trị doanh nghiệp.

Thứ nhất, các nhà quản lý nên nắm giữ tỉ lệ sở hữu từ 12% đến 30% vốn cổ phần của doanh nghiệp vì đây là mức tỉ lệ cổ phần đủ để khả năng xung đột lợi ích ở mức thấp. Ở mức này, cấu trúc sở hữu nhà quản lý có mối quan hệ đồng biến với hoạt động của doanh nghiệp, nên sự liên kết lợi ích thông qua quyền sở hữu có thể được áp dụng, ít nhất là trong ngắn hạn.

Thứ hai, trước khi thực hiện tài trợ vào bất kì công ty nào được niêm yết, nhà đầu tư cần nghiên cứu tỉ lệ sở hữu của nhà quản lý liệu có đang trong khoảng giới hạn được đề xuất hay không. Trường hợp, tỉ lệ sở hữu của nhà quản lý không nằm trong khoảng từ 12% đến 30%, các nhà đầu tư cần cân nhắc về sự tăng giảm của chỉ số Tobin's Q, và tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở

hữu để xem rằng liệu có nên tham gia vào thị trường hay tìm kiếm cơ hội đầu tư khác. Trong trường hợp, nhà đầu tư đang là cổ đông tại công ty có tỉ lệ sở hữu của nhà quản lý thuộc giới hạn đề xuất, khi có thông tin nội bộ doanh nghiệp

về việc nhà quản lý thâu tóm số lượng lớn cổ phần có thể trở thành cổ đông lớn, nhà đầu tư cần xem xét về việc rút vốn và tìm kiếm cơ hội tại các công ty khác an toàn hơn.

Tài liệu tham khảo

- Acharya, V. V., & Bisin, A. (2009). Managerial hedging, equity ownership, and firm value. *The Rand Journal of Economics*, 40(1), 47-77.
- Alabdullah, T. T. Y. (2018). The relationship between ownership structure and firm financial performance: Evidence from Jordan. *Benchmarking*, 25(1), 319-333.
- Alabdullah, T. T. Y., Yahya, S., & Ramayah, T. (2014). Corporate Governance Mechanisms and Jordanian Companies' Financial Performance. *Asian Social Science*, 10(22), 247-262.
- 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.
- Arellano, M., & Bover, O. (1995). Another look at the instrumental variable estimation of error-components models. *Journal of econometrics*, 68(1), 29-51.
- Arora, A., & Sharma, C. (2016). Corporate governance and firm performance in developing countries: evidence from India. *Corporate Governance (Bingley)*, 16(2), 420-436.
- Balsmeier, B., & Czarnitzki, D. (2017). Ownership concentration, institutional development and firm performance in Central and Eastern Europe. *Managerial and Decision Economics*, 38(2), 178-192.
- Berle, A. A., & Means, G. C. (1932). *The modern corporation and private property*. New Brunswick, NJ: Transaction.
- Blundell, R., & Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of econometrics*, 87(1), 115-143.
- Dakhlallah, M. M., Rashid, N. M. M., Abdullah, W. A. W., & Dakhlallah, A. M. (2019). The Moderating Effect of the CEO Duality towards the Influence of the Ownership Structure on the Firm Performance among Jordanian Public Shareholders Companies. *International Journal of Academic Research in Progressive Education and Development*, 8(3), 32-49.
- Demsetz, H., & Villalonga, B. (2001). Ownership structure and corporate performance. *Journal of corporate finance*, 7(3), 209-233.
- De Miguel, A., Pindado, J., & De La Torre, C. (2004). Ownership structure and firm value: New evidence from Spain. *Strategic Management Journal*, 25(12), 1199-1207.
- Dwivedi, N., & Jain, A. K. (2005). Corporate governance and performance of Indian firms: The effect of board size and ownership. *Employee Responsibilities and Rights Journal*, 17(3), 161-172.
- Fama, E. F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of political economy*, 88(2), 288-307.
- 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 (AAMJAF)*, 8(2), 43-67.
- Hansen, L. P. (1982). Large Sample Properties of Generalized Method of Moments Estimators. *Econometrica*, 50(4), 1029-1054.
- Heugens, P.P.M.A.R., Van Essen, M. and Van Oosterhout, J. (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.
- Hoang, L. T., Nguyen, C. C., & Hu, B. (2017). Ownership structure and firm performance improvement: Does it matter in the vietnamese stock market?. *Economic Papers: A journal of applied economics and policy*, 36(4), 416-428.

- 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.
- 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*, 53(3), 353-384.
- Holtz-Eakin, D., Newey, W., & Rosen, H. S. (1988). Estimating vector autoregressions with panel data. *Econometrica: Journal of the econometric society*, 56(6), 1371-1395.
- Khamis, R., Elali, W., & Hamdan, A. (2015). Ownership structure and corporate financial performance in Bahrain bourse. *Corporate Ownership and Control*, 13(1), 419-434.
- Kumar, N., & Singh, J. P. (2013). Effect of board size and promoter ownership on firm value: some empirical findings from India. *Corporate Governance: International Journal of Business in Society*, 13(1), 88-98.
- Li, D., Moshirian, F., Nguyen, P., & Tan, L. W. (2007). Managerial ownership and firm performance: Evidence from China's privatizations. *Research in International Business and Finance*, 21(3), 396-413.
- Martínez-Sola, C., García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2013). Corporate cash holding and firm value. *Applied Economics*, 45(2), 161-170.
- Mohammed, A.M. (2018). The impact of ownership structure on firm performance: evidence from Jordan. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 22(5), 1-9.
- McConnell, J. J., & Servaes, H. (1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial economics*, 27(2), 595-612.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of financial economics*, 20, 293-315.
- Ngô Mỹ Trân và Lê Thị Trang (2018). Mức độ tập trung vốn và hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh. *Tạp chí Khoa học Trường Đại học Cần Thơ*, 54(7), 138-145.
- 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.
- Palia, D., & Lichtenberg, F. (1999). Managerial ownership and firm performance: A re-examination using productivity measurement. *Journal of Corporate Finance*, 5(4), 323-339.
- Ruan, W., Tian, G., & Ma, S. (2011). Managerial ownership, capital structure and firm value: Evidence from China's civilian-run firms. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 5(3), 73-92.
- Selarka, E. (2005). Ownership concentration and firm value: a study from the Indian corporate sector. *Emerging Markets Finance and Trade*, 41(6), 83-108.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1989). Management entrenchment: The case of manager-specific investments. *Journal of financial economics*, 25(1), 123-139.
- Trần Minh Trí và Dương Như Hùng (2011). Ảnh hưởng của tỉ lệ sở hữu quản trị đến hiệu quả kinh doanh của các công ty niêm yết trên sàn Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh. *Tạp chí phát triển KH&CN*, 14(02), 116-124.
- Phan Bùi Gia Thủy, Trần Đức Tài và Trần Thị Tú Anh. (2017). Ảnh hưởng của đặc điểm tổng giám đốc điều hành đến hiệu quả kinh doanh doanh nghiệp. *Tạp chí Khoa học Đại học Mở Thành phố Hồ Chí Minh*, 12(2), 205-217.
- Vo, D., & Phan, T. (2013). Corporate governance and firm performance: Empirical evidence from Vietnam. *Journal of Economic Development*, 7(1), 62-78.
- Zraiq, M. A. A., & Fadzil, F. H. B. (2018). The impact of ownership structure on firm performance: Evidence from Jordan. *International Journal of Accounting, Finance and Risk Management*, 3(1), 1-4.