

## ẢNH HƯỞNG CỦA TỶ LỆ SỞ HỮU QUẢN TRỊ ĐẾN HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN SÀN HOSE

Trần Minh Trí, Dương Như Hùng

Trường Đại học Bách Khoa, ĐHQG-HCM

(Bài nhận ngày 04 tháng 04 năm 2011, hoàn chỉnh sửa chữa ngày 11 tháng 09 năm 2011)

**TÓM TẮT:** Dựa vào dữ liệu thu thập từ 126 công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán TP. HCM trong giai đoạn 2006 – 2009, bài báo này nhằm nghiên cứu mối quan hệ giữa tỷ lệ sở hữu quản trị (SHQT) và hiệu quả hoạt động của công ty (HQHĐ). Nghiên cứu đã tìm thấy mối quan hệ phi tuyến tính giữa hai yếu tố trên. HQHĐ của công ty thay đổi theo tỷ lệ thuận với tỷ lệ SHQT khi tỷ lệ SHQT nhỏ hơn 59.1%. Tuy nhiên, khi tỷ lệ SHQT cao hơn 59.1%, HQHĐ lại thay đổi theo tỷ lệ nghịch với SHQT. Mối quan hệ phi tuyến này là kết quả tác động của hiện tượng “đồng lợi ích” (alignment of interest) và hiện tượng “xây dựng quyền lực cá nhân” (entrenchment): khi tỷ lệ SHQT nhỏ hơn một giá trị nhất định, nhà quản lý sẽ cố gắng nhiều hơn nếu họ có nhiều cổ phần trong công ty hơn. Ngược lại, khi tỷ lệ SHQT cao nhất định, nhà quản lý dùng quyền lực để gia tăng lợi ích cá nhân thay vì lợi ích của cổ đông.

**Từ khóa:** công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán TP. HCM; tỷ lệ sở hữu quản trị; hiệu quả hoạt động.

### 1. GIỚI THIỆU

Với sự phát triển nhanh chóng của nền kinh tế, sự bùng nổ của thị trường chứng khoán trong thời gian gần đây, chúng ta đã chứng kiến sự sôi động của việc lên sàn, tăng vốn điều lệ, phát hành thêm cổ phần, và sự góp mặt ngày càng đông của các nhà đầu tư nước ngoài – từ các định chế tài chính, các quỹ đầu tư đến các nhà đầu tư cá nhân nhỏ lẻ... Đặc biệt, với sự gia nhập tổ chức thương mại thế giới (WTO) gần đây đã mở ra cơ hội phát triển cho các doanh nghiệp Việt Nam nhưng đồng thời buộc họ phải tăng cường khả năng cạnh tranh dưới nhiều hình thức, trong đó việc thuê những nhà quản trị chuyên nghiệp là một xu hướng mới tích cực. Chính điều đó đã làm cho vấn đề quản trị trong các công ty ở Việt Nam trở nên ngày càng quan trọng, và sự phân tách giữa việc sở hữu cổ phần và việc quản trị công ty xuất hiện rõ ràng. Vì vậy, các lý thuyết về phân tách giữa sở hữu và quản lý, về đại diện và quản trị công ty đang và sẽ được quan tâm đến bởi giới kinh doanh và nghiên cứu Việt Nam.

Các lý thuyết về phân tách giữa sở hữu và quản lý, về đại diện và quản trị công ty đã được nêu ra và nghiên cứu trên thế giới từ lâu. Để giải quyết vấn đề này, thường có hai giải pháp được lựa chọn. Đó là tăng cường hệ thống giám sát hoạt động và áp dụng chế độ thưởng, khuyến khích cho những kết quả nhà quản lý đạt được. Ngoài ra, một giải pháp khá hữu hiệu

thường được sử dụng là ràng buộc, gắn kết lợi ích của nhà quản trị với lợi ích của doanh nghiệp cũng như các cổ đông khác thông qua tỷ lệ cổ phần được sở hữu bởi nhà quản lý, gọi tắt là tỷ lệ sở hữu quản trị (SHQT). Một câu hỏi đặt ra là liệu giải pháp này có hiệu quả không? Thật ra, sự ảnh hưởng của tỷ lệ SHQT đến hiệu quả hoạt động (HQHĐ) doanh nghiệp rất phức tạp, có nhiều yếu tố ảnh hưởng tác động lên cả SHQT và HQHĐ. Các nghiên cứu trước đây cũng cho kết quả không thống nhất đôi khi trái ngược nhau.

Nội dung của bài báo này là nghiên cứu mối quan hệ giữa tỷ lệ sở hữu quản trị và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp, đồng thời cũng chỉ ra được sự ảnh hưởng của các yếu tố khác như cấu trúc vốn (tỷ lệ nợ), quy mô doanh nghiệp, tỷ lệ sở hữu nhà nước, tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư tổ chức, tốc độ tăng trưởng doanh thu, loại ngành nghề lên HQHĐ doanh nghiệp. Nghiên cứu này được thực hiện trên các doanh nghiệp cổ phần niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) giai đoạn từ 01/01/2006 đến 31/12/2009.

### 2. CƠ SỞ LÝ THUYẾT

Nghiên cứu sự ảnh hưởng của tỷ lệ SHQT đến HQHĐ doanh nghiệp đã được thực hiện khá lâu trên thế giới, hiện nay vẫn chưa có kết quả thống nhất. Sau đây, tôi sẽ tóm tắt một số nghiên cứu trước quan trọng liên quan đến đề tài này.

Morck và đồng sự (1988) chứng minh rằng ở mức độ sở hữu quản trị cao có thể dẫn tới hiện tượng “entrenchment” (hiện tượng chủ quan của nhà quản trị khi họ nắm quyền kiểm soát công ty). Sử dụng Tobin’s Q như là phép đo hiệu quả hoạt động và tỷ lệ sở hữu của ban giám đốc là thang đo cho mức độ sở hữu quản trị. Morck và đồng sự dùng kỹ thuật hồi quy tuyến tính piecewise (cho phép hệ số của biến sở hữu bằng 5% và 25%) để ước lượng mối quan hệ này khi khảo sát với 371 công ty trong 500 công ty trong bảng xếp hạng Fortune năm 1980. Kết quả, mối quan hệ giữa tỷ lệ SHQT và HQHĐ đồng biến khi tỷ lệ SHQT nằm trong khoảng 0-5% và lớn hơn 25%, và nghịch biến khi tỷ lệ SHQT từ 5-25%.

McConnell và Servaes (1990) dùng mô hình hồi quy tuyến tính bậc 2 của tỷ lệ SHQT cho kết quả mối quan hệ giữa tỷ lệ SHQT và HQHĐ đồng biến khi tỷ lệ SHQT nhỏ hơn 40% và nghịch biến khi tỷ lệ SHQT lớn hơn 40%. Mẫu cho nghiên cứu này là 1173 công ty (1976), 1093 công ty (1986) trên NYSE và AMEX (Mỹ). Trong đó, biến HQHĐ doanh nghiệp được đo bằng Tobin’s Q và biến tỷ lệ SHQT được tính bằng tỷ lệ cổ phần sở hữu của của nhân viên công ty và các giám đốc.

Kole (1995) đã giải thích sự khác nhau về kết quả giữa 2 nghiên cứu của Morck và đồng sự (1988) và McConnell và Servaes (1990). Cụ thể, Morck và đồng sự thì kết luận rằng mối quan hệ giữa tỷ lệ SHQT và HQHĐ chuyển từ đồng biến sang nghịch biến khi tỷ lệ SHQT đạt 5%, còn McConnell và Servaes thì khẳng định khi tỷ lệ SHQT đạt 40% thì mối quan hệ này mới thay đổi. Kole đã đi đến kết luận rằng, sự khác nhau về kết quả là do sự khác nhau về quy mô công ty trong 2 nghiên cứu. Mối quan hệ giữa tỷ lệ SHQT và HQHĐ chuyển từ đồng biến sang nghịch biến ở tỷ lệ SHQT cao hơn đối với công ty có quy mô nhỏ hơn và ngược lại.

C.P.Himmelberg và đồng sự (1999) cho rằng cả 2 yếu tố SHQT và HQHĐ đều chịu ảnh hưởng của các yếu tố môi trường bên ngoài, và phần lớn các yếu tố giải thích SHQT đều rất phức tạp, không quan sát được. Khi kiểm soát các biến quan sát được và hiệu ứng cố định công ty (firm fixed effects), tác giả không phát hiện được ảnh hưởng của SHQT lên hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Tác giả cho rằng các nghiên cứu trước đó đã không kiểm soát sự ảnh

hưởng của biến ngoại lai vào nghiên cứu của họ. Vì thế những kết quả về sự ảnh hưởng của SHQT lên HQHĐ doanh nghiệp trước đó là không đáng tin cậy. Mẫu nghiên cứu là các công ty lấy từ nguồn Compustat universe từ 1982 đến 1992 (1982-1984: 600 công ty, và số công ty giảm từ 551 (năm 1985) xuống còn 330 (năm 1992) do hoạt động thu tóm và sáp nhập).

X.Zhou (2001) viết bài nhận xét về nghiên cứu của C.P.Himmelberg và đồng sự (1999), trong đó Zhou nhấn mạnh rằng nếu xét riêng cho từng công ty thì tỷ lệ SHQT của các công ty trong mẫu nghiên cứu có sự thay đổi không đáng kể qua các năm. Vì thế, nếu dựa trên sự thay đổi về tỷ lệ SHQT và hiệu ứng cố định công ty (firm-fixed effects) thì khó mà phát hiện được tác động của SHQT lên HQHĐ doanh nghiệp. Ngoài ra, nghiên cứu của C.P.Himmelberg và đồng sự, 1999 đã chưa đưa yếu tố quyền chọn mua cổ phiếu (stock option), một yếu tố ảnh hưởng quan trọng đến sự khích lệ nhà quản lý.

R.Chen và đồng sự (2003) thực hiện nghiên cứu với 123 công ty Nhật niêm yết trên sàn chứng khoán Tokyo từ 1987 đến 1995 với cỡ mẫu dao động từ 1040 đến 1094 tùy theo mô hình nghiên cứu. Bằng kỹ thuật hồi quy tuyến tính với mô hình bậc 2 đối với tỷ lệ SHQT, tác giả đã phát hiện mối quan hệ nghịch biến giữa tỷ lệ SHQT và HQHĐ khi tỷ lệ SHQT từ 0% đến 4% và đồng biến khi tỷ lệ SHQT lớn hơn 4% (trái ngược với các kết quả nghiên cứu trước đó tại Mỹ và Anh). Với phương pháp bình phương cực tiểu hai giai đoạn và hiệu ứng cố định công ty (firm fixed effects), R.Chen và đồng sự đã chứng minh được mối quan hệ giữa tỷ lệ SHQT và HQHĐ là thực và khi tỷ lệ SHQT tăng sẽ làm cho HQHĐ tăng theo.

Tuy nhiên, ở Việt Nam hiện chưa có một nghiên cứu chính thức được công bố trên tạp chí chuyên ngành về vấn đề này. Nghiên cứu này sẽ tìm ra mối quan hệ giữa tỷ lệ SHQT và HQHĐ ở Việt Nam như thế nào và đóng góp thêm bằng chứng thực nghiệm tại các thị trường mới nổi.

### 3. DỮ LIỆU VÀ MÔ HÌNH

#### 3.1 Mô tả dữ liệu

Sau khi lọc dữ liệu theo tiêu chí chọn mẫu (loại bỏ các công ty tài chính), loại bỏ một số mẫu thiếu dữ liệu và outliner, số mẫu thu thập

được gồm 295 quan sát của 126 doanh nghiệp. Do thời gian niêm yết của mỗi doanh nghiệp là khác nhau và tập trung nhiều từ cuối năm 2007 đến 2009 nên số lượng mẫu quan sát có chiều hướng tăng dần qua các năm. Cụ thể 2006 có 13 doanh nghiệp, đến cuối năm 2007 là 63, năm 2008 là 98 và năm 2009 là 121.

Những biến được nghiên cứu được định nghĩa như sau:

- Q: hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp đo bởi chỉ số Tobin's Q bằng (giá trị thị trường của vốn cổ phần + tổng nợ)/(giá trị sổ sách của tổng tài sản).

- MO: tỷ lệ cổ phiếu nắm giữ của Ban Giám đốc, thành viên Hội đồng quản trị và các người liên quan trong gia đình của các thành viên trong Ban Giám đốc và Hội đồng quản trị (cha, mẹ, vợ, chồng, con, anh, chị và em) trên tổng số cổ phiếu đang lưu hành.

- INST: tỷ lệ cổ phiếu nắm giữ bởi nhà đầu tư tổ chức bên ngoài có sở hữu từ 5% trở lên trên tổng số cổ phiếu đang lưu hành.

- GOV: tỷ lệ cổ phiếu nắm giữ bởi nhà nước hay người đại diện nhà nước trên tổng số cổ phiếu đang lưu hành.

- SIZE: quy mô doanh nghiệp được đo bằng logarit của tổng tài sản.

- LEV: tỷ số tổng nợ trên tổng tài sản.

- GROWTH: tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp được đo bằng tốc độ tăng trưởng doanh thu hàng năm (%).

- PPE/A: tỷ lệ đầu tư tài sản cố định được đo bằng tỷ số chi phí đầu tư vào tài sản, nhà xưởng và thiết bị (tài sản cố định) trên tổng tài sản.

- LMV: logarit tự nhiên giá trị thị trường của doanh nghiệp

- STD: chỉ số đo độ rủi ro của doanh nghiệp được tính bằng độ lệch chuẩn giá cổ phiếu của doanh nghiệp trong năm chia cho giá trung bình của cổ phiếu trong năm đó.

- D-YEAR : biến dummy năm

- D-IND: biến dummy ngành

**Bảng 3.1.** Thống kê mô tả các biến quan sát định lượng trong mô hình kiểm chứng mối quan hệ tương hỗ giữa tỷ lệ SHQT và HQHĐ

MO: Tỷ lệ SHQT, Q: Tobin's Q, INST: tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư tổ chức, GOV: tỷ lệ sở hữu nhà nước, LEV: đòn cân nợ, LMV: logarit tự nhiên vốn hóa thị trường của doanh nghiệp, GROWTH: tốc độ tăng trưởng, PPE/A: tỷ lệ đầu tư, SIZE: quy mô doanh nghiệp đo bằng logarit tự nhiên tổng tài sản, và STD: độ rủi ro.

|             | MO     | Q        | INST    | GOV    | LEV    | LMV    | GROWTH   | PPE/A  | SIZE   | STD    |
|-------------|--------|----------|---------|--------|--------|--------|----------|--------|--------|--------|
| Mean        | 41.959 | 1.518    | 14.615  | 23.058 | 45.994 | 20.164 | 21.176   | 31.805 | 20.448 | 29.778 |
| Median      | 40.392 | 1.287    | 7.650   | 18.650 | 48.156 | 20.018 | 16.000   | 26.228 | 20.282 | 29.133 |
| Maximum     | 95.636 | 7.256    | 80.000  | 79.900 | 86.212 | 24.094 | 336.000  | 93.905 | 23.492 | 73.708 |
| Minimum     | 0.651  | 0.430    | 0.000   | 0.000  | 0.599  | 17.486 | -67.000  | 1.127  | 18.030 | 4.302  |
| Std. Dev.   | 20.524 | 0.913    | 17.762  | 23.016 | 21.295 | 1.353  | 45.989   | 21.502 | 1.049  | 13.894 |
| Skewness    | 0.241  | 2.593    | 1.746   | 0.586  | -0.131 | 0.735  | 2.430    | 1.019  | 0.712  | 0.717  |
| Kurtosis    | 2.268  | 12.228   | 6.114   | 1.984  | 1.987  | 3.280  | 14.478   | 3.433  | 3.202  | 3.401  |
| Jarque-Bera | 7.820  | 1139.119 | 222.622 | 24.454 | 11.126 | 22.772 | 1579.453 | 44.122 | 21.057 | 22.535 |
| Probability | 0.020  | 0.000    | 0.000   | 0.000  | 0.004  | 0.000  | 0.000    | 0.000  | 0.000  | 0.000  |
| Obs.        | 244    | 244      | 244     | 244    | 244    | 244    | 244      | 244    | 244    | 244    |

### 3.2 Mô hình nghiên cứu:

Theo thuyết “Đồng lợi ích” (Alignment of interests) cho rằng nhà quản lý sẽ không nỗ lực, không có mục tiêu tối đa hóa giá trị doanh nghiệp khi tỷ lệ SHQT thấp hoặc không có. Khi nhà quản lý tăng tỷ lệ SHQT, họ sẽ có chung lợi ích với các cổ đông và nỗ lực tìm kiếm dự án đầu tư để tối đa hóa giá trị doanh nghiệp hay nâng cao HQHĐ (Jensen và Meckling, 1976). Tuy nhiên, khi tỷ lệ SHQT tăng đến một mức nào đó thì nhà quản lý sẽ đối mặt với sự chủ quan của mình (entrenchment) khiến HQHĐ giảm sút (Morck và đồng sự, 1988, McConnell và Servaes, 1990, H. Short và

K. Keasey, 1999). Chính vì thế, mô hình hồi quy tuyến tính bậc 2 đối với tỷ lệ SHQT cùng với các biến kiểm soát ảnh hưởng đến HQHĐ sẽ được sử dụng trong nghiên cứu này.

Ngoài ra, các nhà quản trị thường gia tăng tỷ lệ SHQT một năm trước khi doanh nghiệp có hiệu quả kinh doanh tốt và giảm tỷ lệ SHQT một năm trước khi doanh nghiệp bước vào giai đoạn khó khăn. Giai đoạn từ 2006-2009 xảy ra khủng hoảng kinh tế và bắt đầu phục hồi nên hiện tượng SHQT phản ánh trước HQHĐ doanh nghiệp này được kỳ vọng xảy ra. Vì thế, tỷ lệ SHQT có ảnh hưởng trễ đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp.

Hơn nữa, trong doanh nghiệp có cơ hội phát triển cao, nhà quản lý thường có khuynh hướng tăng tỷ lệ nắm giữ cổ phần của mình; ngược lại với doanh nghiệp có cơ hội phát triển thấp, nhà quản lý thường có khuynh hướng giảm tỷ lệ nắm giữ cổ phần. Như vậy, về mặt lý thuyết thì HQHĐ doanh nghiệp có ảnh hưởng đến tỷ lệ SHQT.

Theo thực nghiệm thì mối quan hệ giữa tỷ lệ SHQT và HQHĐ tuân theo 2 cơ sở là “đồng lợi ích” và hiện tượng “entrenchment” (hiện tượng chủ quan của nhà quản trị khi họ nắm quyền kiểm soát công ty). Theo Morck và đồng sự (1988), McConnell và Servaes (1990), H.Short & K.Keasey (1999) thì cơ sở “đồng lợi ích” (tỷ lệ SHQT ảnh hưởng thuận đến HQHĐ) thường xảy ra ở tỷ lệ SHQT thấp còn cơ sở hiện tượng “entrenchment” (tỷ lệ SHQT ảnh hưởng nghịch đến HQHĐ) thường xảy ra ở tỷ lệ SHQT cao. Theo tổng hợp các nghiên cứu trước, tỷ lệ SHQT dưới 15% được coi là thấp và ngược lại trên 15% được xem là cao. Đặc biệt, theo nghiên cứu của McConnell và Servaes (1990) thì tỷ lệ SHQT dưới 40% được xem là thấp và trên 40% là cao. Từ đó, hai giả thuyết sau được kiến nghị:

**H1: tỷ lệ SHQT (MO) ảnh hưởng thuận đến HQHĐ (Q) khi tỷ lệ SHQT thấp.**

**H2: tỷ lệ SHQT (MO) ảnh hưởng nghịch đến HQHĐ (Q) khi tỷ lệ SHQT cao.**

Cổ đông tổ chức thường đóng vai trò là một nhà giám sát chuyên nghiệp vào các hoạt động của doanh nghiệp, kịp thời ngăn chặn những sai lầm đáng tiếc xảy ra, làm giảm giá trị của doanh nghiệp. Từ quan điểm trên, giả thuyết sau được kiến nghị:

**H3: tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư tổ chức (INST) ảnh hưởng thuận đến HQHĐ (Q).**

Doanh nghiệp nhà nước thường là những doanh nghiệp lâu đời, có quy mô lớn, thị trường rộng, hệ thống phân phối rộng rãi và hưởng được những chính sách ưu đãi tốt hơn. Vì vậy, trong thời kỳ hiện nay, các doanh nghiệp sở hữu nhà nước được kỳ vọng có hiệu quả hoạt động cao hơn các doanh nghiệp tư nhân. Từ nhận định trên, giả thuyết sau được kiến nghị:

**H4: tỷ lệ sở hữu nhà nước (GOV) ảnh hưởng thuận đến HQHĐ (Q).**

Doanh nghiệp càng lớn thì tài sản càng nhiều, họ có xu hướng đa dạng hóa trong đầu tư để giảm thiểu rủi ro. Rủi ro thấp thì lợi

nhuận cũng thấp vì thế hiệu quả hoạt động không cao. Từ đó, giả thuyết sau được đề nghị:

**H5: quy mô doanh nghiệp (SIZE) ảnh hưởng nghịch đến HQHĐ (Q).**

Trong thời kỳ suy thoái, khó khăn của doanh nghiệp hay nền kinh tế thì doanh thu sẽ giảm. Khi đó, nếu tỷ lệ nợ càng cao thì lãi phải trả càng lớn dẫn đến lợi nhuận giảm, hiệu quả hoạt động giảm. Ngược lại, trong thời kỳ tăng trưởng của doanh nghiệp hay nền kinh tế thì doanh thu tăng, nếu tỷ lệ nợ cao tức đòn bẩy tài chính cao dẫn đến lợi nhuận tăng, hiệu quả hoạt động tăng. Vì số mẫu trong 2 năm 2008, 2009 (thời kỳ suy thoái) nhiều hơn 2 năm 2006, 2007 (thời kỳ tăng trưởng) nên hiệu quả hoạt động giảm được kỳ vọng. Và giả thuyết sau được kiến nghị:

**H6: tỷ lệ nợ (LEV) ảnh hưởng nghịch đến HQHĐ (Q).**

Tốc độ tăng trưởng cao, cổ phiếu doanh nghiệp được định giá cao. Chính điều này làm tăng giá trị thị trường của vốn cổ phần, Tobin's Q tăng. Và giả thuyết sau được kiến nghị:

**H7: tốc độ tăng trưởng doanh nghiệp (GROWTH) ảnh hưởng thuận đến HQHĐ (Q).**

Tương tự như đòn bẩy tài chính - tỷ lệ nợ, đòn bẩy hoạt động - tỷ lệ đầu tư tài sản cố định cũng được kỳ vọng ảnh hưởng nghịch đến HQHĐ.

**H8: tỷ lệ đầu tư (PPE/A) ảnh hưởng nghịch đến HQHĐ (Q).**

Khi doanh nghiệp có hiệu quả hoạt động tốt sẽ tạo động lực cho nhà quản lý tăng tỷ lệ nắm giữ cổ phần tại doanh nghiệp đó. Và giả thuyết sau được kiến nghị:

**H9: hiệu quả hoạt động doanh nghiệp (Q) ảnh hưởng thuận đến tỷ lệ SHQT (MO).**

#### 4. KẾT QUẢ THỰC NGHIỆM

##### 4.1 Mô hình về sự ảnh hưởng của tỷ lệ SHQT (MO) đến HQHĐ (Tobin's Q)

Bảng 4.1 bên dưới cho thấy một số kết quả sau:

Hệ số đứng trước MO đều dương và có ý nghĩa thống kê trong tất cả mô hình, hệ số đứng trước MO<sup>2</sup> đều âm và có ý nghĩa thống kê trong tất cả mô hình. Điều này ủng hộ giả thuyết H1 là tỷ lệ SHQT thấp thì tỷ lệ SHQT đồng biến với Tobin's Q. Kết quả trên cũng phù hợp với giả thuyết H2 là tỷ lệ SHQT cao thì mối quan hệ này là nghịch biến. Kết quả

này cũng tương tự như nghiên cứu của McConnell & Servaes (1990).

Dấu của biến quy mô doanh nghiệp (SIZE) đều dương, trái ngược với giả thuyết H5, quy mô doanh nghiệp ảnh hưởng thuận đến HQHĐ, và có ý nghĩa về mặt thống kê rất cao (dưới 1%) trong tất cả các mô hình. Kết quả trên tương tự như nghiên cứu của H.Short & K.Keasey (1999) nhưng trái ngược với nghiên cứu của R.Chen và đồng sự (2003), R.Fahlenbrach và R.M. Stulz (2009). Giải thích hợp lý cho kết quả này là công ty lớn sẽ có thương hiệu được nhiều người biết đến nên được định giá cao nên Tobin's Q cũng lớn, vì vậy quy mô doanh nghiệp (SIZE) ảnh hưởng thuận tới HQHĐ đo bởi Tobin's Q.

Hệ số đứng trước biến LEV đều âm và có ý nghĩa thống kê trong tất cả mô hình khảo sát. Điều này phù hợp với giả thuyết H6 là tỷ lệ nợ ảnh hưởng nghịch đến HQHĐ. Kết quả này cũng tương tự với các nghiên cứu trước đó như Morck và đồng sự (1988), R.Chen và đồng sự (2003).

Hệ số đứng trước biến INST không có ý nghĩa thống kê trong mô hình 1C, chứng tỏ rằng tỷ lệ sở hữu của tổ chức (INST) không ảnh hưởng đến HQHĐ doanh nghiệp, hay nói cách khác là không có chứng cứ ủng hộ giả thuyết H3. Kết quả này hoàn toàn tương tự với các nghiên cứu trước của H. Short và K. Keasey (1999); R.Chen và đồng sự (2003). Điều này được giải thích như sau: các tổ chức tham gia góp vốn vào doanh nghiệp thường chỉ đóng vai

trò là cổ đông bình thường hoặc thành viên trong ban kiểm soát nên việc hoạch định, tổ chức kinh doanh không bị tác động bởi họ.

Hệ số đứng trước biến GOV không có ý nghĩa thống kê trong mô hình 1C & 1D, chứng tỏ rằng tỷ lệ sở hữu của nhà nước (GOV) không ảnh hưởng đến HQHĐ doanh nghiệp, hay nói một cách khác là không có chứng cứ ủng hộ giả thuyết H4. Để có kết luận chính xác về kết quả này cần có những nghiên cứu khác với những biến kiểm soát hợp lý hoặc mô hình thích hợp hơn.

Hệ số đứng trước biến GROWTH và PPE/A không có ý nghĩa về mặt thống kê trong mô hình 1C & 1D, chứng tỏ rằng tốc độ tăng trưởng doanh nghiệp (GROWTH) và tỷ lệ đầu tư tài sản cố định (PPE/A) không ảnh hưởng đến HQHĐ doanh nghiệp, hay nói một cách khác là không có chứng cứ ủng hộ giả thuyết H7 và H8. Kết quả này có lẽ bởi biến Tobin's Q phụ thuộc vào thị trường quá nhiều (thị trường mang tính bầy đàn cao) mà không hoặc ít phụ thuộc vào sức khỏe nội tại của doanh nghiệp, đặc biệt trong giai đoạn đầy biến động của nền kinh tế Việt Nam 2006-2009. Khi kinh tế suy thoái, bất kể doanh nghiệp nào từ nhỏ đến lớn, giá cổ phiếu đều giảm (điển hình như năm 2008) và ngược lại trong thời kỳ tăng trưởng nóng, những doanh nghiệp làm ăn kém hiệu quả, thậm chí lỗ, giá cổ phiếu của nó vẫn tăng, Tobin's Q tăng (điển hình như năm 2007).

**Bảng 4.1.** Kết quả phân tích hồi quy của mô hình về sự ảnh hưởng của tỷ lệ SHQT (MO) đến HQHĐ (Tobin's Q)

Biến phụ thuộc là Tobin's Q

MO: tỷ lệ sở hữu quản trị (SHQT), MO<sup>2</sup>: tỷ lệ sở hữu quản trị (SHQT) bình phương, INST: tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư tổ chức, GOV: tỷ lệ sở hữu của nhà nước, GROWTH: tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp, LEV: tỷ lệ nợ, PPE/A: tỷ lệ đầu tư, SIZE: logarit tự nhiên của tổng tài sản, D-YEAR<sub>i</sub>: biến dummy theo năm, D-IND<sub>i</sub>: biến dummy theo ngành.

| Biến                    | Model 1A               | Model 1B                | Model 1C                 | Model 1D                 | Model 1E                 | Model 1F                 |
|-------------------------|------------------------|-------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| MO                      | 0.009687<br>(3.619)*** | 0.031444<br>(2.873)***  | 0.024542<br>(2.763)***   | 0.008555<br>(3.328)***   | 0.028492<br>(3.304)***   | 0.026367<br>(3.171)***   |
| MO <sup>2</sup>         |                        | -0.000243<br>(-2.049)** | -0.000175<br>(-1.880)*   |                          | -0.000241<br>(-2.613)*** | -0.000198<br>(-2.204)**  |
| INST                    |                        |                         | -0.003708<br>(-1.350)    | -0.004718<br>(-1.743)*   | -0.005506<br>(-2.179)**  |                          |
| GOV                     |                        |                         | -0.001609<br>(-0.660)    | -0.001305<br>(-0.534)    |                          |                          |
| GROWTH                  |                        |                         | -0.000387<br>(-0.439)    | -0.000496<br>(-0.561)    |                          |                          |
| LEV                     |                        |                         | -0.010572<br>(-4.829)*** | -0.010234<br>(-4.669)*** | -0.012818<br>(-6.370)*** | -0.010641<br>(-4.904)*** |
| PPE/A                   |                        |                         | 4.32E-04<br>(0.184)      | 0.000439<br>(0.187)      |                          |                          |
| SIZE                    |                        |                         | 0.120611<br>(2.711)***   | 0.122618<br>(2.744)***   | 0.156987<br>(3.660)***   | 0.118723<br>(2.694)***   |
| C                       | 1.180212<br>(9.258)*** | 0.793271<br>(3.488)***  | -0.309425<br>(-0.354)    | -0.069736<br>(-0.080)    | -0.960448<br>(-1.140)    | -0.414178<br>(-0.477)    |
| R <sup>2</sup>          | 0.042809               | 0.056384                | 0.522045                 | 0.515879                 | 0.475363                 | 0.5186                   |
| Adjusted R <sup>2</sup> | 0.039542               | 0.049921                | 0.487158                 | 0.48243                  | 0.460687                 | 0.490893                 |
| #Obs.                   | 295                    | 295                     | 295                      | 295                      | 295                      | 295                      |

(\*), (\*\*), (\*\*\*) : lần lượt là mức ý nghĩa ở 10%, 5%, 1%

Giá trị trong ngoặc ( ) là trị thống kê t (t-statistic)

Các mô hình từ 1C đến 1F đều có biến dummy D-YEAR<sub>i</sub> và D-IND<sub>i</sub> kiểm soát.

#### 4.2. Mô hình về sự ảnh hưởng của tỷ lệ SHQT (MO) đến HQHĐ (ROE)

Bảng 4.2 bên dưới cho thấy một số kết quả sau:

Hệ số đứng trước MO không có ý nghĩa thống kê trong mô hình 14, hệ số đứng trước MO<sup>2</sup> không có ý nghĩa thống kê trong mô hình 13, 15. Điều này chứng tỏ rằng tỷ lệ SHQT không ảnh hưởng đến HQHĐ trong mô hình mà HQHĐ được đo bởi ROE. Kết quả này được giải thích như sau: biến phụ thuộc đo HQHĐ ROE không phản ánh được tương lai hoạt động kinh doanh mà chỉ dừng lại ở việc ghi nhận kết quả ở quá khứ, trong khi nhà quản trị khi quyết định tỷ lệ nắm giữ cổ phần (cổ

phiếu) lại dựa vào sự ước đoán tương lai doanh nghiệp. Khác với ROE, biến Tobin's Q dựa vào hiện tại thông qua thành phần tổng tài sản và tổng nợ đồng thời cũng phụ thuộc vào tương lai thông qua thành phần giá trị thị trường của doanh nghiệp. Vì thế, dùng Tobin's Q đo HQHĐ doanh nghiệp là tốt hơn trong việc kiểm chứng sự ảnh hưởng của tỷ lệ SHQT đến HQHĐ.

Khác với mô hình trước, mô hình này ghi nhận sự ảnh hưởng thuận của tỷ lệ sở hữu nhà nước, tốc độ phát triển và ảnh hưởng nghịch của tỷ lệ đầu tư tài sản cố định đến HQHĐ đo bởi ROE. Kết quả này đúng như kỳ vọng của giả thuyết H4, H7, H8.

**Bảng 4.2.** Kết quả phân tích hồi quy của mô hình về sự ảnh hưởng của tỷ lệ SHQT (MO) đến HQHĐ (ROE)

Biến phụ thuộc là ROE

MO: tỷ lệ sở hữu quản trị (SHQT), MO<sup>2</sup>: tỷ lệ sở hữu quản trị (SHQT) bình phương, INST: tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư tổ chức, GOV: tỷ lệ sở hữu của nhà nước, GROWTH: tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp, LEV: tỷ lệ nợ, PPE/A: tỷ lệ đầu tư, SIZE: logarit tự nhiên của tổng tài sản, D-YEAR<sub>i</sub>: biến dummy theo năm, D-IND<sub>i</sub>: biến dummy theo ngành.

| Variable                | Model 11               | Model 12                | Model 13                 | Model 14                 | Model 15                 |
|-------------------------|------------------------|-------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| MO                      | 0.105819<br>(2.499)**  | 0.489155<br>(2.830)***  | 0.330826<br>(1.868)*     | 0.084165<br>(1.646)      | 0.304248<br>(1.735)*     |
| MO <sup>2</sup>         |                        | -0.004282<br>(-2.286)** | -0.002693<br>(-1.454)    |                          | -0.002501<br>(-1.358)    |
| INST                    |                        |                         | -0.08242<br>(-1.505)     | -0.098008<br>(-1.821)*   | -0.083587<br>(-1.528)    |
| GOV                     |                        |                         | 0.102446<br>(2.110)**    | 0.107135<br>(2.207)**    | 0.101031<br>(2.084)**    |
| GROWTH                  |                        |                         | 0.043608<br>(2.485)**    | 0.041934<br>(2.390)**    | 0.041514<br>(2.382)**    |
| LEV                     |                        |                         | -0.039537<br>(-0.905)    | -0.034308<br>(-0.787)    |                          |
| PPE/A                   |                        |                         | -1.61E-01<br>(-3.463)*** | -0.161142<br>(-3.453)*** | -0.167185<br>(-3.617)*** |
| SIZE                    |                        |                         | -0.493186<br>(-0.556)    | -0.462221<br>(-0.520)    |                          |
| C                       | 10.85582<br>(5.382)*** | 4.038466<br>(1.124)     | 29.99602<br>(1.721)*     | 33.69408<br>(1.950)*     | 19.57355<br>(3.473)***   |
| R <sup>2</sup>          | 0.020877               | 0.038098                | 0.223421                 | 0.217423                 | 0.21957                  |
| Adjusted R <sup>2</sup> | 0.017535               | 0.03151                 | 0.166737                 | 0.163354                 | 0.168672                 |
| #Obs.                   | 295                    | 295                     | 295                      | 295                      | 295                      |

(\*), (\*\*), (\*\*\*) : lần lượt là mức ý nghĩa ở 10%, 5%, 1%

Giá trị trong ngoặc ( ) là trị thống kê t (t-statistic)

Các mô hình từ 13 đến 15 đều có biến dummy D-YEAR<sub>i</sub> và D-IND<sub>i</sub> kiểm soát.

Hệ số của biến LEV và SIZE đều không có ý nghĩa thống kê. Kết quả này được giải thích như sau : vì quy mô doanh nghiệp ít thay đổi trong thời gian 2-3 năm (hệ số tương quan giữa SIZE<sub>t</sub> và SIZE<sub>t-1</sub> bằng 0.97) và tỷ lệ nợ cũng như vậy do chính sách nợ được hoạch định trong dài hạn khó thay đổi (hệ số tương quan giữa LEV<sub>t</sub> và LEV<sub>t-1</sub> bằng 0.90); trong khi đó thời đoạn lấy mẫu rơi vào giai đoạn tăng trưởng mạnh (2006, 2007) và suy thoái (2008, 2009) nên ROE thay đổi rất lớn, có doanh nghiệp từ làm ăn lãi to sẽ sang lỗ đậm, hệ số ROE từ dương chuyển sang âm. Vì thế, tỷ lệ nợ (LEV) và quy mô doanh nghiệp (SIZE) không ảnh hưởng đến ROE.

### 4.3. Mô hình về sự ảnh hưởng ngược của HQHĐ (Tobin's Q) đến tỷ lệ SHQT (MO)

Bảng 4.3 cho thấy trong mô hình 2A, dấu hệ số của biến Q dương như kỳ vọng và có ý nghĩa về mặt thống kê, điều này phù hợp với giả thuyết H9 là hiệu quả hoạt động doanh nghiệp có ảnh hưởng đến tỷ lệ SHQT. Hệ số của biến Q vẫn dương nhưng lại không có ý nghĩa trong các mô hình còn lại 2B, 2C, 2D. Điều này cho thấy chứng cứ ủng hộ giả thuyết H9 không được mạnh. Kết quả này trái ngược với nghiên cứu của R.Chen và cộng sự (2003). Nó được giải thích như sau: do thời đoạn lấy mẫu ngắn (chỉ có 4 năm) và lại rơi vào thời kỳ không ổn định của nền kinh tế (tăng trưởng nóng rồi suy thoái) nên nhà quản lý khó suy đoán được tương lai trong dài hạn của công ty để ra quyết định thay đổi tỷ lệ nắm giữ cổ phiếu.

**Bảng 4.3.** Kết quả phân tích hồi quy của mô hình kiểm chứng ảnh hưởng ngược của HQHĐ (Tobin's Q) đến tỷ lệ SHQT (MO)

Biến phụ thuộc là MO: Tỷ lệ SHQT

*Q*: Tobin's *Q*, *INST*: tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư tổ chức, *GOV*: tỷ lệ sở hữu nhà nước, *LEV*: đòn cân nợ, *LMV*: logarit tự nhiên vốn hóa thị trường của doanh nghiệp, *GROWTH*: tốc độ tăng trưởng, *PPE/A*: tỷ lệ đầu tư, *SIZE*: quy mô doanh nghiệp đo bằng logarit tự nhiên tổng tài sản, và *STD*: độ rủi ro.

| Variable                      | Model 2A                | Model 2B                 | Model 2C                 | Model 2D               |
|-------------------------------|-------------------------|--------------------------|--------------------------|------------------------|
| <b>Q</b>                      | 4.638874<br>(3.280)***  | 0.249256<br>(0.150)      | 0.106017<br>(0.061)      | 1.611929<br>(0.817)    |
| <b>LMV</b>                    |                         | 5.977743<br>(5.458)***   | 5.976174<br>(5.420)***   | 5.8614<br>(5.176)***   |
| <b>GROWTH</b>                 |                         |                          | -0.010577<br>(-0.395)    | -0.020397<br>(-0.738)  |
| <b>LEV</b>                    |                         | 0.133274<br>(2.281)**    | 0.135197<br>(2.278)**    | 0.15732<br>(2.632)***  |
| <b>STD</b>                    |                         |                          | -0.025728<br>(-0.277)    | -0.116007<br>-1.146363 |
| <b>D-YEAR1</b>                |                         |                          |                          | -2.966928<br>(-0.380)  |
| <b>D-YEAR2</b>                |                         |                          |                          | 6.581933<br>(0.858)    |
| <b>D-YEAR3</b>                |                         |                          |                          | 0.625568<br>(0.083)    |
| <b>C</b>                      | 34.91454<br>(13.942)*** | -85.08457<br>(-4.057)*** | -83.93381<br>(-3.877)*** | -84.023<br>(-3.676)*** |
| <b>Adjusted R<sup>2</sup></b> | 0.038611                | 0.15558                  | 0.14929                  | 0.159082               |
| <b>#Obs.</b>                  | 244                     | 244                      | 244                      | 244                    |

(\*), (\*\*), (\*\*\*) : lần lượt là mức ý nghĩa ở 10%, 5%, 1%  
Giá trị trong ngoặc ( ) là trị thống kê t (t-statistic)

## 5. KẾT LUẬN

- HQHĐ doanh nghiệp có quan hệ chặt chẽ với tỷ lệ SHQT theo quan hệ bậc 2. Với tỷ lệ SHQT nhỏ hơn 59.1% thì khi tăng tỷ lệ SHQT sẽ làm tăng HQHĐ doanh nghiệp và khi tỷ lệ SHQT lớn hơn 59.1% thì ngược lại, tăng tỷ lệ SHQT sẽ làm giảm HQHĐ doanh nghiệp.

- Tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư tổ chức không có tác động đến HQHĐ doanh nghiệp.

- Tỷ lệ sở hữu nhà nước, tốc độ tăng trưởng, tỷ lệ đầu tư tài sản cố định không có tác động đến HQHĐ doanh nghiệp trong mô hình biến HQHĐ được đo bởi Tobin's *Q*, còn trong mô hình biến HQHĐ đo bằng ROE thì tỷ lệ sở hữu

nhà nước, tốc độ tăng trưởng ảnh hưởng thuận với HQHĐ doanh nghiệp, còn tỷ lệ đầu tư tài sản cố định thì ảnh hưởng nghịch.

- Quy mô doanh nghiệp có ảnh hưởng thuận, tỷ lệ nợ có ảnh hưởng nghịch đến HQHĐ doanh nghiệp trong mô hình với biến HQHĐ đo bởi Tobin's *Q*, còn trong mô hình biến HQHĐ đo bởi ROE thì ngược lại, quy mô doanh nghiệp và tỷ lệ nợ không có ảnh hưởng đến HQHĐ doanh nghiệp.

- Loại ngành nghề, lĩnh vực hoạt động không tác động đến HQHĐ doanh nghiệp.



## MANAGERIAL OWNERSHIP AND THE PERFORMANCE OF FIRMS: EVIDENCE FROM VIETNAMESE FIRM LISTED ON HOSE

Tran Minh Tri, Duong Nhu Hung  
University of Technology, VNU-HCM

**ABSTRACT:** Based on the data collected from 126 companies listed on HCM city Stock Exchange (HOSE) during the period 2006 - 2009, this empirical study investigates the relationship between managerial ownership and corporate performance. It is found that there is a strong non-linear relationship between the corporate performance and the managerial ownership. The corporate performance varies directly with the managerial ownership when the managerial ownership ratio is less than 59.1%. However, when the managerial ownership ratio is over 59.1%, the performance varies inversely with the managerial ownership. The nonlinear relationship is a result of interactions between the alignment of interests and the managerial entrenchment: when the managerial ownership is below a certain value, managers have more incentive to work if they have more stakes in the firm. However, when the managerial ownership is high enough, they use the increased power to advance their own interests rather than the interests of the shareholders (managerial entrenchment).

**Key words:** companies listed on HCM city Stock Exchange (HOSE); the corporate performance; the managerial ownership

### TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1]. Chen C.R., Guo W., Mande V.- Managerial ownership and firm valuation: Evidence from Japanese firms, Pacific-Basin Finance Journal **11** (2003) 267-283.
- [2]. Chung K.H., Pruitt S.W.- A simple approximation of Tobin's Q, Financial Management **23** (1994) 70-74.
- [3]. Davies J.R., Hillier D., McColgan P.- Ownership structure, managerial behavior and corporate value. Journal of Corporate Finance **11** (2005) 645-660.
- [4]. Fahlenbrach R., Stulz R.M.- Managerial ownership dynamics and firm value, Journal of Financial Economics **92** (2009) 342-361.
- [5]. Florackis C., Kostakis A., Ozkan A.- Managerial ownership and performance, Journal of Business Research **62** (2009) 1350-1357.
- [6]. Himmelberg C., Hubbard R., Palia D.- Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance, Journal of Financial Economics **53** (1999) 353-384.
- [7]. Jensen M., Meckling W.- Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure, Journal of Financial Economics **3** (1976) 305-360.
- [8]. Kole S.R.- Measuring managerial equity ownership: A comparison of sources of ownership data, Journal of Corporate Finance **1** (1995) 413-435
- [9]. McConnell J., Servaes H.- Additional evidence on equity ownership and corporate value, Journal of Financial Economics **27** (1990) 595-612.
- [10]. Morck R., Shleifer A., Vishny R.W.- Management ownership and market valuation: An empirical analysis, Journal of Financial Economics **20** (1988) 293-315.
- [11]. Short H., Keasey K.- Managerial ownership and the performance of firms: Evidence from the UK, Journal of Corporate Finance **5** (1999) 79-101
- [12]. Zhou X.- Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance: comment., Journal of Financial Economics **62** (2001) 559-571.
- [13]. Allison P.D.- Fixed Effects Regression Methods for Longitudinal Data Using SAS, Cary, NC: SAS Institute Inc, 2005.
- [14]. Berle AA, Means GC - The modern corporation and private property, New York: MacMillan, 1932.
- [15]. Brealey, Myers - Principles of Corporate Finance, Seventh Edition, McGraw-Hill company, 2003
- [16]. Christine Mallin- Corporate Governance, Oxford University Press, 2004.