

**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO      NGÂN HÀNG NHÀ NƯỚC VIỆT NAM**  
**TRƯỜNG ĐẠI HỌC NGÂN HÀNG THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH**

**NGUYỄN DIỆU TRANG**

**TÁC ĐỘNG CỦA CẤU TRÚC VỐN CHỦ SỞ HỮU ĐẾN**  
**HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG CỦA CÁC CÔNG TY**  
**NIÊM YẾT TRÊN HOSE**

**LUẬN VĂN THẠC SĨ**

Thành phố Hồ Chí Minh, năm 2020

**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO      NGÂN HÀNG NHÀ NƯỚC VIỆT NAM**  
**TRƯỜNG ĐẠI HỌC NGÂN HÀNG TP.HỒ CHÍ MINH**

**NGUYỄN DIỆU TRANG**

**TÁC ĐỘNG CỦA CẤU TRÚC VỐN CHỦ SỞ HỮU ĐẾN  
HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG CỦA CÁC CÔNG TY  
NIÊM YẾT TRÊN HOSE**

**Chuyên ngành: Tài chính – Ngân hàng**

**Mã ngành: 8 34 02 01**

**LUẬN VĂN THẠC SĨ**

**Người hướng dẫn khoa học: PGS.TS. LÊ PHAN THỊ DIỆU THẢO**

Thành phố Hồ Chí Minh, năm 2020

## LỜI CAM ĐOAN

Tôi tên là: Nguyễn Diệu Trang

Sinh ngày: 20 tháng 08 năm 1994 tại Phú Yên

Tôi là học viên cao học khóa XXI của Trường Đại Học Ngân Hàng Thành phố Hồ Chí Minh.

Tôi cam đoan luận văn: “Tác động của cấu trúc vốn chủ sở hữu đến hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết trên HOSE” được thực hiện tại Trường Đại Học Ngân Hàng Thành phố Hồ Chí Minh.

Chuyên ngành: Tài Chính – Ngân hàng

Mã ngành: 8 34 02 01

Người hướng dẫn khoa học: PGS. TS. Lê Phan Thị Diệu Thảo

Luận văn này chưa từng được trình nộp để lấy học vị thạc sĩ tại bất cứ một trường đại học nào. Luận văn này là công trình nghiên cứu riêng của tác giả, kết quả nghiên cứu là trung thực, trong đó không có các nội dung đã được công bố trước đây hoặc các nội dung do người khác thực hiện ngoại trừ các trích dẫn được dẫn nguồn đầy đủ trong luận văn.

Tp.HCM, tháng ..... năm 2020

Nguyễn Diệu Trang

## LỜI CẢM ƠN

Đầu tiên, tác giả xin được gửi lời cảm ơn chân thành nhất đến giảng viên hướng dẫn khoa học là PGS.TS. Lê Phan Thị Diệu Thảo, người đã tận tình hướng dẫn và giúp đỡ tác giả trong suốt thời gian thực hiện luận văn này.

Bên cạnh đó, tác giả cũng xin được bày tỏ lòng biết ơn sâu sắc đến quý thầy cô trường Đại học Ngân hàng Thành phố Hồ Chí Minh, những người đã trang bị cho người viết những kiến thức cần thiết trong suốt những năm tháng vừa qua bằng sự giảng dạy nhiệt tình và tận tâm của mình. Đồng thời, qua đây tác giả cũng xin gửi lời cảm ơn đến quý thầy cô ban lãnh đạo cũng như cán bộ các phòng – ban chức năng của trường đã hết lòng công tác, tổ chức, quản lý và tạo điều kiện để tác giả học tập thuận lợi và hiệu quả trong suốt những năm học qua.

Do sự hạn chế về thời gian và kiến thức, lẫn kinh nghiệm nghiên cứu, luận văn khó tránh khỏi những thiếu sót và hạn chế. Vì vậy, người viết kính mong nhận được những góp ý, nhận xét quý giá từ hội đồng bảo vệ đề tài luận văn hoàn thiện hơn.

Em xin chân thành cảm ơn!

Tp.HCM, tháng ....., năm 2020

## TÓM TẮT LUẬN VĂN

**Tiêu đề:** Tác động của cấu trúc vốn chủ sở hữu đến hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết trên HOSE

**Tóm tắt:**

Lý do lựa chọn đề tài: Hiện nay, các nghiên cứu về mối quan hệ giữa cấu trúc vốn chủ sở hữu và hiệu quả hoạt động tại Việt Nam chủ yếu được khai thác theo khía cạnh cấu trúc vốn chủ sở hữu của Nhà nước và nước ngoài. Trong khi đó, các bài viết khai thác về cấu trúc vốn chủ sở hữu cổ đông lớn cũng như cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý lại khá khiêm tốn và có những kết quả thực nghiệm trái chiều. Do đó, với mục đích đóng góp thêm vào những nghiên cứu thực nghiệm tại Việt Nam về khoảng trống nghiên cứu, tác giả thực hiện xem xét **“Tác động của cấu trúc vốn chủ sở hữu đến hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết trên HOSE”**. Trong đó, hiệu quả hoạt động được đo lường bằng ROA, ROE và Tobin’s Q.

Mục tiêu nghiên cứu: Đánh giá tác động của cấu trúc vốn chủ sở hữu đến hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết trên HOSE.

Phương pháp nghiên cứu: Nghiên cứu định lượng gồm: Thống kê mô tả, ma trận tương quan, kiểm định sự phù hợp của mô hình, kiểm định giả thiết, lựa chọn mô hình phù hợp và hồi quy mô hình.

Kết quả nghiên cứu: Nghiên cứu cho thấy tác động cùng chiều của cấu trúc vốn chủ sở hữu cổ đông lớn đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp và mối quan hệ phi tuyến bậc ba giữa cấu trúc sở hữu nhà quản lý và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp được đo lường bằng Tobin’s Q, ROA và ROE.

Kết luận và khuyến nghị: Thông qua mô hình kinh tế lượng được xây dựng với biến phụ thuộc là hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, kết quả nghiên cứu cho thấy cấu trúc vốn chủ sở hữu là một yếu tố giúp cải thiện vấn đề quản trị doanh nghiệp nhằm gia tăng hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp và sự lựa chọn cho các nhà đầu tư bên ngoài.

Từ khóa: cấu trúc vốn chủ sở hữu, hiệu quả hoạt động, Việt Nam

## ABSTRACT

**Title:** The impact of ownership structure on firm performance of listed companies on HOSE

**Abstract:**

The reason for choosing the topic: Currently, research on the relationship between ownership structure and firm performance in Vietnam is mainly exploited from aspects of state ownership and foreign ownership. Meanwhile, the articles about block ownership as well as management ownership are not only significantly rare but also inconsistent in the results. Therefore, in order to contribute to the empirical studies in Vietnam on this research gap, the author will consider “**The impact of ownership structure on firm performance of listed companies on HOSE**”. In which, firm performance is measured by ROA, ROE and Tobin’s Q.

Research objective: Evaluate the impact of ownership structure on firm performance of listed companies on HOSE

Research methodology: Quantitative methods include: Descriptive statistics, correlation matrix, test the suitability of the model, test hypothesis, choose the appropriate model and scale the model.

Research results: Research shows that the positive impact of block shareholder on firm performance and the tertiary nonlinear relationship between managerial ownership and firm performance which is measured by Tobin's Q, ROA and ROE.

Conclusion and recommendation: Through the econometric model built with the dependent variable is the firm's performance, the research results show that ownership structure is a factor that helps to improve corporate governance in order to increase firm performance and choices of outside investors.

Key word: ownership structure, firm performance, Vietnam

## DANH MỤC TỪ VIẾT TẮT

STT	Từ viết tắt	Nghĩa tiếng Anh	Nghĩa tiếng Việt
1	2SLS	Two-Stage Least Squares	Phương pháp bình phương nhỏ nhất hai giai đoạn
2	BCTC		Báo cáo tài chính
3	BO	Block Ownership	Cấu trúc vốn chủ sở hữu cổ đông lớn
4	CTCP		Công ty cổ phần
5	DEA	Data Envelopment Analysis	Mô hình phân tích bao số liệu
6	FEM	Fixed effect model	Mô hình tác động cố định
7	GMM	Generalized Method of Moments	Họ phương pháp ước lượng moment
8	MO	Management Ownership	Cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý
9	OLS	Ordinary Least Squares	Mô hình hồi quy tuyến tính cổ điển
10	REM	Random Effect Model	Mô hình tác động ngẫu nhiên
11	ROA	Return On total Assets	Tỷ số lợi nhuận ròng trên tài sản
12	ROE	Return On common Equity	Tỷ số lợi nhuận ròng trên vốn chủ sở hữu
13	System-GMM	System Generalized Method of Moments	Phương pháp ước lượng moment hệ thống

## MỤC LỤC

MỤC LỤC .....	v
DANH MỤC BẢNG BIỂU .....	ix
DANH MỤC HÌNH VẼ .....	x
CHƯƠNG I. GIỚI THIỆU NGHIÊN CỨU .....	1
1.1. Lý do chọn đề tài .....	1
1.2. Mục tiêu nghiên cứu .....	4
1.2.1. Mục tiêu tổng quát .....	4
1.2.2. Mục tiêu cụ thể .....	4
1.3. Câu hỏi nghiên cứu .....	5
1.4. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu .....	5
1.4.1. Đối tượng nghiên cứu .....	5
1.4.2. Phạm vi nghiên cứu .....	5
1.5. Phương pháp nghiên cứu .....	6
1.5.1. Phương pháp nghiên cứu .....	6
1.5.2. Dữ liệu nghiên cứu .....	7
1.6. Ý nghĩa nghiên cứu .....	8
1.7. Kết cấu đề tài .....	8
CHƯƠNG 2. LÝ THUYẾT VÀ NGHIÊN CỨU THỰC NGHIỆM .....	10
2.1. Một số khái niệm .....	10
2.1.1. Khái niệm về cấu trúc vốn .....	10
2.1.2. Khái niệm về cấu trúc vốn chủ sở hữu doanh nghiệp .....	10
2.1.3. Khái niệm về hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp .....	11



2.2. Nghiên cứu lý thuyết về tác động của cấu trúc vốn chủ sở hữu đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.....	13
2.2.1. Lý thuyết chi phí đại diện.....	13
2.2.2. Lý thuyết về cấu trúc vốn chủ sở hữu và hiệu quả hoạt động.....	16
2.3. Nghiên cứu thực nghiệm về tác động của cấu trúc vốn chủ sở hữu đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.....	23
2.3.1. Nghiên cứu thực nghiệm trên thế giới.....	23
2.3.2. Nghiên cứu thực nghiệm tại Việt Nam .....	28
<b>CHƯƠNG 3. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU.....</b>	<b>41</b>
3.1. Quy trình nghiên cứu.....	41
3.2. Giả thuyết nghiên cứu .....	41
3.2.1. Tác động tuyến tính của cấu trúc vốn chủ sở hữu cổ đông lớn đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp .....	41
3.2.2. Tác động phi tuyến bậc ba của cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp.....	42
3.3. Mô hình nghiên cứu.....	43
3.3.1. Mô hình nghiên cứu .....	43
3.3.2. Mô tả biến.....	44
3.4. Dữ liệu nghiên cứu .....	52
3.5. Trình tự phân tích dữ liệu.....	54
3.5.1. Thống kê mô tả.....	54
3.5.2. Phân tích tương quan.....	54
3.5.3. Phương pháp phân tích hồi quy.....	55
<b>CHƯƠNG 4. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ THẢO LUẬN .....</b>	<b>59</b>

4.1. Thống kê mô tả biến.....	59
4.2. Phân tích tương quan.....	61
4.3. Phân tích hồi quy.....	63
4.3.1. Nghiên cứu tác động của cấu trúc vốn chủ sở hữu cổ đông lớn đến hiệu quả hoạt động .....	63
4.3.2. Nghiên cứu tác động của cấu trúc sở hữu nhà quản lý đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.....	66
4.4. Thảo luận kết quả nghiên cứu .....	71
4.4.1. Tác động của cấu trúc sở hữu cổ đông lớn đến hiệu quả hoạt động ...	72
4.4.2. Tác động của cấu trúc sở hữu nhà quản lý đến hiệu quả hoạt động....	72
CHƯƠNG 5. KẾT LUẬN VÀ KHUYẾN NGHỊ.....	77
5.1. Kết luận .....	77
5.2. Khuyến nghị .....	79
5.3. Hạn chế của đề tài .....	81
TÀI LIỆU THAM KHẢO .....	i
PHỤ LỤC .....	ix

## DANH MỤC BẢNG BIỂU

Bảng 2.1. Tổng hợp các nghiên cứu trước đây về tác động của cấu trúc vốn chủ sở hữu cổ đông lớn đến hiệu quả hoạt động trên thế giới và Việt Nam .....	31
Bảng 2.2. Tổng hợp các nghiên cứu trước đây về tác động của cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý đến hiệu quả hoạt động trên thế giới và Việt Nam.....	34
Bảng 3.1. Tổng hợp các biến trong mô hình.....	50
Bảng 4.1. Thống kê mô tả các biến định lượng trong mô hình.....	60
Bảng 4.2. Thống kê mô tả các biến định tính trong mô hình.....	61
Bảng 4.3. Ma trận tương quan giữa các biến trong mô hình.....	62
Bảng 4.4. Tác động của cấu trúc sở hữu cổ đông lớn đến hiệu quả hoạt động.....	63
Bảng 4.5. Tác động của cấu trúc sở hữu nhà quản lý đến hiệu quả hoạt động .....	67

## **DANH MỤC HÌNH VẼ**

Hình 4.1. Tổng hợp tác động của cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp .....	75
---	----

# CHƯƠNG I. GIỚI THIỆU NGHIÊN CỨU

## 1.1. Lý do chọn đề tài

Đối với một doanh nghiệp, hiệu quả hoạt động là một trong các đối tượng nhận được sự quan tâm hàng đầu. Đây không chỉ là thước đo phản ánh trình độ tổ chức, quản lý kinh doanh mà còn là vấn đề sống còn của doanh nghiệp trong bối cảnh sự hội nhập của nền kinh tế ngày càng sâu rộng. Từ nhu cầu luôn muốn nâng cao hiệu quả hoạt động, rất nhiều nghiên cứu liên quan đã được thực hiện cả trong và ngoài nước. Các yếu tố tác động đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp như cấu trúc vốn, cấu trúc tài sản, khả năng quản lý, quy mô doanh nghiệp... lần lượt được đưa vào nghiên cứu. Trong đó, nghiên cứu về tác động của cấu trúc vốn chủ sở hữu đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp nhận được khá nhiều sự quan tâm, vì ứng dụng thực tiễn của các nghiên cứu này là rất lớn. Kết quả nghiên cứu có thể hỗ trợ cho cả chủ doanh nghiệp, các nhà đầu tư cũng như nhà quản lý đưa ra các quyết định đúng đắn.

Các nghiên cứu về tác động của cấu trúc vốn chủ sở hữu đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp đã được thực hiện rộng rãi trên thế giới cả về mặt lý thuyết lẫn thực nghiệm. Các tài liệu liên quan đến vấn đề này cho thấy cấu trúc vốn chủ sở hữu là một trong những nhân tố ảnh hưởng đến chi phí đại diện của một doanh nghiệp. Theo Jensen và Meckling (1976), các nhà quản lý có xu hướng phân bổ các nguồn lực của doanh nghiệp nhằm đạt được lợi ích tốt nhất cho chính họ, điều này có thể mâu thuẫn với lợi ích của các cổ đông khác. Tuy nhiên, khi cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý tăng lên thì lợi ích của họ sẽ dần tiệm cận với các cổ đông khác và từ đó giải quyết được mâu thuẫn ban đầu. Do đó, việc gia tăng cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý sẽ giúp giải quyết vấn đề chi phí đại diện và cải thiện hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Tuy nhiên, một số nghiên cứu khác lại cho thấy sự gia tăng cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý không phải lúc nào cũng có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Fama and Jensen (1983) chứng minh rằng các nhà quản lý khi sở hữu số lượng cổ phiếu đủ để kiểm soát hội đồng quản trị, họ có thể chiếm đoạt tài sản của doanh nghiệp và phân bổ các nguồn lực của doanh nghiệp nhằm đạt được lợi

ích tốt nhất cho chính họ. Trong khi đó, động cơ của các chủ sở hữu khác trong việc giám sát các nhà quản lý dần suy yếu do vấn đề “những kẻ đi nhờ xe” (the free rider problem).

Tập trung quyền sở hữu được xem là một cơ chế quản trị doanh nghiệp quan trọng, trong đó cổ đông lớn có thể kiểm soát và tác động đến việc quản lý công ty. Theo lý thuyết lợi ích hội tụ, tập trung quyền sở hữu được cho là chìa khóa nhằm đáp ứng được những lợi ích của các nhà quản lý cũng như các cổ đông. Tập trung quyền sở hữu cũng được mong đợi có thể giải quyết đồng thời các vấn đề về chi phí đại diện lẫn vấn đề “những kẻ đi nhờ xe” nhằm gia tăng hiệu quả của cơ chế giám sát. Tập trung quyền sở hữu được cho là tồn tại dưới hai hình thức, đó là cấu trúc vốn chủ sở hữu của các cổ đông lớn (block ownership), tức là vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp phần lớn được sở hữu bởi một số cổ đông lớn; và cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý (managerial ownership), tức là các nhà quản lý doanh nghiệp sẽ sở hữu phần lớn cổ phần của doanh nghiệp. Đối với cấu trúc vốn chủ sở hữu cổ đông lớn, các cổ đông lớn có khả năng ảnh hưởng đến các chiến lược cũng như sự điều hành, quản trị doanh nghiệp thông qua quyền biểu quyết và khả năng kiểm soát của chính mình, cấu trúc vốn chủ sở hữu của các cổ đông lớn đại diện cho tiếng nói của các cổ đông trong việc giám sát sự điều hành hoạt động doanh nghiệp của các nhà quản lý (được gọi là áp lực bên ngoài). Trong khi đó, cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý phản ánh những động cơ bên trong của chính các nhà quản lý trong việc điều hành doanh nghiệp hiệu quả (động lực bên trong). Mức độ tập trung quyền sở hữu hợp lý sẽ giúp tăng cường cả áp lực bên ngoài lẫn động lực bên trong và do đó có tác động tích cực đối với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Shleifer và Vishny (1997) cho rằng vấn đề đại diện vẫn tồn tại giữa bản thân các cổ đông với nhau. Lý thuyết hiện tượng lạm quyền cho rằng các cổ đông lớn có thể lợi dụng sự ảnh hưởng đáng kể của mình đối với doanh nghiệp để thực hiện khai thác các nguồn lực của doanh nghiệp và do vậy làm suy giảm hiệu quả hoạt động. Sự lạm quyền có thể diễn ra dưới các hình thức khác nhau, bao gồm tài chính (ví dụ, mức lương cao hơn so với mức xứng đáng được nhận hay khoản chi tiêu cá nhân có thể

xấp xỉ với chi phí của toàn bộ doanh nghiệp) hoặc các hình thức phi tài chính (như việc đối xử thiên vị đối với một bên nào đó trong các giao dịch, đó có thể là bán các sản phẩm của doanh nghiệp cho các cổ đông có quyền kiểm soát với giá thấp hơn so với thị trường và/ hoặc mua các sản phẩm, nguyên liệu đầu vào với giá cao hơn so với thị trường) (Barclay và Holdiness, 1989). Shleifer và Vishny (1989) chỉ ra rằng nếu các 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, theo lý thuyết hiện tượng lạm quyền thì sự gia tăng cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý, đặc biệt ở mức cao, có thể làm giảm hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Việt Nam, một nền kinh tế mới nổi với những đặc điểm độc đáo gồm hệ thống quản trị doanh nghiệp hai cấp cùng với sự ảnh hưởng mạnh mẽ của chính phủ, thì những hiểu biết về tác động cấu trúc vốn chủ sở hữu đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp là tương đối quan trọng và cần thiết đối với các chuyên gia và các nhà hoạch định chính sách trong việc phát triển một thị trường minh bạch và hiệu quả. Tại Việt Nam, nghiên cứu về vấn đề này được khai thác chủ yếu theo khía cạnh cấu trúc vốn chủ sở hữu của Nhà nước và nước ngoài. Trong khi đó, các bài viết khai thác về cấu trúc vốn chủ sở hữu cổ đông lớn cũng như cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý lại khá khiêm tốn và có những kết quả thực nghiệm trái chiều. Một số nghiên cứu cho rằng cấu trúc vốn chủ sở hữu cổ đông lớn và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp có tác động cùng chiều (Nguyen, Locke và Reddy, 2015; Ngô Mỹ Trân và Lê Thị Trang, 2018). Trong khi đó, Hoang, Nguyen và Hu (2017) không tìm thấy mối quan hệ giữa cấu trúc vốn chủ sở hữu cổ đông lớn và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Đối với cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý, hầu hết các nghiên cứu đều tìm thấy tác động phi tuyến của nó đối với hiệu quả hoạt động, tuy nhiên, tác động này cũng có nhiều tranh cãi. Trần Minh Trí và Dương Như Hùng (2011) cho rằng mối quan hệ giữa cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý và hiệu quả hoạt động là đồ thị dạng chữ U ngược, nhưng Vo và Phan (2013) và Phan Bùi Gia Thủy, Trần Đức Tài và Trần Thị Tú Anh (2017) lại tìm thấy

điều ngược lại. Trong khi đó, kết quả nghiên cứu của Hoang và cộng sự (2017) chứng minh rằng mối quan hệ này là bậc ba.

Do đó, với mục đích phân tích cấu trúc vốn chủ sở hữu dưới góc độ nhìn nhận như một cơ chế giám sát nhằm ngăn chặn hoặc giảm thiểu những xung đột lợi ích tiềm ẩn nảy sinh giữa các nhóm cổ đông, cũng như đóng góp thêm vào những nghiên cứu thực nghiệm tại Việt Nam, tác giả thực hiện nghiên cứu về tác động của cấu trúc vốn chủ sở hữu cổ đông lớn và cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp tại Việt Nam.

Nghiên cứu này nhằm đóng góp cho quá trình nghiên cứu mối quan hệ giữa cấu trúc vốn chủ sở hữu và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp theo nhiều khía cạnh khác nhau. Thứ nhất, đây là một trong số ít các nghiên cứu về tác động của cấu trúc vốn chủ sở hữu cổ đông lớn và nhà quản lý đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp tại Việt Nam. Thứ hai, nghiên cứu góp phần đề xuất tỷ lệ sở hữu thích hợp mà tại đây cấu trúc vốn chủ sở hữu đóng vai trò cân bằng các xung đột giữa các nhóm cổ đông tại Việt Nam cũng như tối ưu hóa hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp

## **1.2. Mục tiêu nghiên cứu**

### **1.2.1. Mục tiêu tổng quát**

Nghiên cứu tập trung làm rõ tác động của cấu trúc vốn chủ sở hữu của các cổ đông lớn và của nhà quản lý đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp được đo lường bằng các chỉ số giá trị sổ sách ROA, ROE và chỉ số giá trị thị trường Tobin's Q của các công ty tại Việt Nam và đưa ra các kết luận, khuyến nghị liên quan.

### **1.2.2. Mục tiêu cụ thể**

Để đạt được mục tiêu tổng quát, nghiên cứu sẽ thông qua mô hình kinh tế lượng nhằm kiểm nghiệm thực chứng:

(i) Tác động của cấu trúc vốn chủ sở hữu cổ đông lớn đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp dựa trên dữ liệu của các công ty niêm yết trên HOSE;



(ii) Tác động của cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp dựa trên dữ liệu của các công ty niêm yết trên HOSE.

(iii) Từ kết quả nghiên cứu, bài viết đưa ra các đề xuất, khuyến nghị đến các chủ thể liên quan về vấn đề của cấu trúc vốn chủ sở hữu nhằm đạt được hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp tối ưu.

### **1.3. Câu hỏi nghiên cứu**

Dựa trên các mục tiêu nghiên cứu đặt ra, nghiên cứu giải quyết các câu hỏi nghiên cứu để làm rõ vấn đề nghiên cứu như sau:

(i) Nghiên cứu tác động tuyến tính của cấu trúc vốn chủ sở hữu cổ đông lớn đến hiệu quả hoạt động được đo lường bằng ROA, ROE và Tobin's Q?

(ii) Nghiên cứu tác động phi tuyến bậc ba của cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý đến hiệu quả hoạt động được đo lường bằng ROA, ROE và Tobin's Q?

(iii) Tìm ra đâu là tỷ lệ cấu trúc vốn chủ sở hữu của nhà quản lý để tối ưu hóa hiệu quả hoạt động doanh nghiệp?

### **1.4. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu**

#### **1.4.1. Đối tượng nghiên cứu**

Nghiên cứu làm rõ tác động của cấu trúc vốn chủ sở hữu đối tới hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết trên HOSE, cụ thể là:

(i) Tác động của cấu trúc vốn chủ sở hữu cổ đông lớn tới hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết trên HOSE;

(ii) Tác động của cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý tới hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết trên HOSE.

#### **1.4.2. Phạm vi nghiên cứu**

Về phạm vi thời gian, nghiên cứu thực trạng về cấu trúc vốn chủ sở hữu và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp được giới hạn trong thời kỳ từ năm 2007 tới năm 2019.

Về phạm vi không gian, luận văn sử dụng dữ liệu của 332 công ty phi tài chính có năm tài chính bắt đầu từ ngày 01 tháng 01 và kết thúc vào 31 tháng 12, được niêm yết trên HOSE.

## **1.5. Phương pháp nghiên cứu**

### **1.5.1. Phương pháp nghiên cứu**

Dựa trên các nghiên cứu lý thuyết và thực nghiệm có liên quan, luận văn thực hiện xây dựng giả thuyết nghiên cứu về tác động tuyến tính của cấu trúc vốn chủ sở hữu cổ đông lớn đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp và tác động phi tuyến của cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Để kiểm định giả thuyết nghiên cứu luận văn sử dụng phương pháp System Generalized Method of Moments (System-GMM) dựa trên dữ liệu được thu thập từ BCTC của 332 công ty phi tài chính niêm yết trên HOSE giai đoạn 2007 – 2019.

Đầu tiên, nghiên cứu sử dụng phương pháp thống kê mô tả, phân tích, tổng hợp. Sau đó, nghiên cứu sử dụng mô hình hồi quy System-GMM cùng với dữ liệu dạng bảng (để nghiên cứu tác động của cấu trúc vốn chủ sở hữu đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Các kết quả phân tích dữ liệu được thực hiện với sự hỗ trợ của phần mềm Stata 15.0. Từ kết quả nghiên cứu, các kiểm định được thực hiện để đảm bảo kết quả nghiên cứu là đáng tin cậy bao gồm kiểm định Arellano – Bond để kiểm tra tính chất tự tương quan ở mô hình System-GMM và kiểm định Hansen để kiểm định tính hiệu lực của mô hình. Các phương pháp hồi quy theo dữ liệu bảng được đề cập sẽ được trình bày cụ thể hơn tại Chương 2 của luận văn.

Ngoài ra, để làm rõ tác động phi tuyến bậc ba của cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý đến hiệu quả hoạt động, nghiên cứu còn sử dụng phương pháp kiểm định ngưỡng giới hạn để xác định các giá trị tới hạn của cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý nhằm tìm ra điểm uốn làm đảo chiều tác động nó đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp.

### 1.5.2. Dữ liệu nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng một bộ dữ liệu của 332 công ty 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 trên HOSE, có năm tài chính bắt đầu từ ngày 01 tháng 01 và kết thúc vào 31 tháng 12 trong giai đoạn 2007 – 2019. Các dữ liệu của nghiên cứu được lấy từ các BCTC đã kiểm toán và BCTC hợp nhất đã kiểm toán, Báo cáo thường niên, Biên bản họp hội đồng thành viên... Dữ liệu cuối cùng có 2521 quan sát. Các biến độc lập và phụ thuộc của nghiên cứu được tổ chức thành dữ liệu bảng.

Tuy nhiên, để có được mẫu nghiên cứu cuối cùng, mẫu sẽ không bao gồm dữ liệu của các công ty tài chính (các công ty đang hoạt động và kinh doanh trong lĩnh vực ngân hàng, bảo hiểm, công ty chứng khoán...). Bởi vì các công ty này hoàn toàn khác với các công ty phi tài chính, và một số biến có thể không so sánh được giữa công ty tài chính và các công ty khác (Liljeblom và Loflund, 2005). Ngoài ra, tại Việt Nam, các công ty phi tài chính được giám sát bởi luật doanh nghiệp, trong khi các công ty tài chính được giám sát bởi luật các tổ chức tín dụng, các ngân hàng được Nhà nước giám sát thông qua Ngân hàng Nhà nước Việt Nam và các quy định về giới hạn đầu tư vốn của các ngân hàng cũng khác các công ty (Phung và Mishra, 2015).

Ngoài ra, cấu trúc vốn chủ sở hữu của mỗi công ty là tùy nghi, do đó, một số công ty sẽ không có sẵn các dữ liệu đặc biệt là giai đoạn đầu nghiên cứu. Hơn nữa theo quy định của Ủy ban chứng khoán Việt Nam, cổ đông là nhà quản lý và; cổ đông lớn là người có liên quan với nhà quản lý của công ty 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 vốn chủ sở hữu nhà quản lý điều chỉnh và có ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Dựa trên các điều kiện này, bộ dữ liệu bảng là bộ dữ liệu không cân bằng của 332 công ty với 2521 quan sát được được xây dựng nên.

## 1.6. Ý nghĩa nghiên cứu

Qua nghiên cứu, luận văn thực hiện kiểm định tác động của cấu trúc vốn chủ sở hữu cổ đông lớn và nhà quản lý đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp qua đó phát hiện và cung cấp thêm bằng chứng thực nghiệm về vấn đề nghiên cứu. Từ đó, nghiên cứu đưa ra các đề xuất, khuyến nghị đến các chủ thể liên quan về vấn đề của cấu trúc vốn chủ sở hữu nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

## 1.7. Kết cấu đề tài

Nghiên cứu được chia thành năm chương, với nội dung từng chương được khái quát sơ lược như sau:

Chương 1. Giới thiệu nghiên cứu: chương này trình bày về lý do chọn đề tài, các mục tiêu, đối tượng và phạm vi nghiên cứu, phương pháp thực hiện nghiên cứu, và cuối cùng là ý nghĩa của nghiên cứu.

Tiếp theo, chương 2. Lý thuyết và nghiên cứu thực nghiệm: chương này trình bày về các khái niệm và các vấn đề lý thuyết liên quan đến cấu trúc vốn chủ sở hữu và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Đồng thời, cũng trong chương này, những lập luận và các nghiên cứu thực nghiệm đã được ghi nhận trên thế giới cũng như tại Việt Nam về tác động của cấu trúc vốn chủ sở hữu đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp cũng được trình bày.

Trong chương 3. Phương pháp nghiên cứu: đầu tiên, chương này đưa ra quy trình nghiên cứu, kế đó, lập luận đề xuất các giả thuyết nghiên cứu, lựa chọn về mô hình định lượng, cách thức tiếp cận để nghiên cứu cũng như trình bày sơ lược về các biến được sử dụng trong bài nghiên cứu. Bên cạnh đó, chương này cũng giải thích cụ thể về các phương pháp và cách thức tiến hành hồi quy cũng như thực hiện kiểm định mô hình.

Chương 4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận: chương này thực hiện thống kê mô tả các biến, hệ số tương quan giữa các biến dự trên dữ liệu thu thập được. Tiếp đến,

chương này trình bày các kết quả thu được từ kết quả hồi quy về tác động của cấu trúc vốn chủ sở hữu đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp của các công ty niêm yết trên HOSE trong giai đoạn nghiên cứu.

Cuối cùng, tại chương 5. Kết luận và khuyến nghị: luận văn một lần nữa tổng kết các kết quả có được từ Chương 4. Từ đó, phần này đưa ra các đề xuất, khuyến nghị cho các chủ thể liên quan về cấu trúc vốn chủ sở hữu nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, đồng thời, chỉ ra điểm còn hạn chế của đề tài và đề xuất các hướng nghiên cứu có thể mở rộng dựa theo chủ đề.

## **TÓM TẮT CHƯƠNG 1**

Trong chương 1, tác giả đã trình bày khái quát về đề tài nghiên cứu như lý do lựa chọn đề tài, mục tiêu nghiên cứu, phương pháp nghiên cứu cũng như ý nghĩa của đề tài, từ đó giúp người đọc có cái nhìn tổng quan hơn về đề tài. Cấu trúc vốn chủ sở hữu là một trong những yếu tố rất quan trọng ảnh hưởng tới hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Mỗi doanh nghiệp cấu trúc vốn chủ sở hữu khác nhau thường có tác động tới hiệu quả doanh nghiệp không giống nhau. nghiên cứu này sử dụng phương pháp định lượng nhằm xem xét tác động của cấu trúc vốn sở hữu tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, từ đó đưa ra các giải pháp nhằm nâng cao hiệu quả cho các doanh nghiệp.

## **CHƯƠNG 2. CHƯƠNG 2. LÝ THUYẾT VÀ NGHIÊN CỨU THỰC NGHIỆM**

Trong chương này, những lý luận chủ yếu về tác động của cấu trúc vốn chủ sở hữu và hiệu quả hoạt động đã được lý giải. Phần 2.1 của chương trình bày tổng quan về cấu trúc vốn chủ sở hữu, hiệu quả hoạt động, đánh giá hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Phần 2.2 trình bày các lý thuyết liên quan, các lý luận về tác động của cấu trúc vốn chủ sở hữu tới hiệu quả hoạt động. Phần cuối cùng xem xét các nghiên cứu thực nghiệm về tác động của cấu trúc vốn chủ sở hữu tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp trên thế giới và Việt Nam nhằm minh chứng thêm cho vấn đề nghiên cứu.

### **2.1. Một số khái niệm**

#### **2.1.1. Khái niệm về cấu trúc vốn**

Theo Hà Thị Thanh Nga và Ngô Thùy Dương (2019), cấu trúc vốn của doanh nghiệp là thuật ngữ dùng để mô tả nguồn gốc và phương pháp hình thành nên nguồn vốn để doanh nghiệp có thể sử dụng vào mục đích mua sắm tài sản và tiến hành hoạt động kinh doanh. Căn cứ theo hình thức quan hệ sở hữu vốn, thành phần trong cấu trúc vốn của doanh nghiệp bao gồm vốn chủ sở hữu và vốn nợ. Trong đó, vốn chủ sở hữu là số vốn thuộc quyền sở hữu của chủ doanh nghiệp. Đây là bộ phận vốn quan trọng, có tính ổn định cao, thể hiện được tự chủ về mặt tài chính của doanh nghiệp. Vốn của chủ sở hữu bao gồm vốn góp và lợi nhuận giữ lại.

#### **2.1.2. Khái niệm về cấu trúc vốn chủ sở hữu doanh nghiệp**

Cấu trúc vốn chủ sở hữu được hiểu là sự phân bổ vốn chủ sở hữu theo mối tương quan tỷ lệ vốn chủ sở hữu được nắm giữ bởi các chủ sở hữu hay còn gọi là cổ đông. Cấu trúc vốn chủ sở hữu có ảnh hưởng đến việc điều hành doanh nghiệp do nó tác động tới việc ra quyết định của nhà quản lý.

Nhiều tác giả và tổ chức đã đưa ra các cách phân loại khác nhau phụ thuộc vào vấn đề họ quan tâm trong cấu trúc vốn chủ sở hữu doanh nghiệp. Cấu trúc vốn chủ sở

hữu không chỉ được xác định bằng sự phân bổ số phiếu bầu và lượng vốn của các chủ sở hữu mà còn được phân biệt bởi danh tính của các chủ sở hữu. Jensen và Meckling (1976) phân biệt giữa chủ sở hữu với vốn chủ sở hữu bên trong, vốn chủ sở hữu bên ngoài và nợ. Djakov (1999) cũng phân biệt sở hữu giữa ban quản lý, nhân viên, nhà nước và nước ngoài. Theo Repei (2000) cấu trúc vốn chủ sở hữu có thể được phân biệt theo mức độ cấu trúc vốn chủ sở hữu cổ đông lớn cũng như danh tính của chủ sở hữu. Cấu trúc vốn chủ sở hữu có thể bao gồm chủ sở hữu bên trong cũng như chủ sở hữu bên ngoài. Chủ sở hữu bên trong là nhà quản lý và nhân viên và chủ sở hữu bên ngoài là cá nhân, tổ chức và nhà nước. Chủ sở hữu cũng có thể được phân biệt là chủ sở hữu nước ngoài và chủ sở hữu trong nước. Nhìn chung, có một vài cách phân loại, tuy nhiên, trong nghiên cứu này, tác giả xét sở hữu nhà quản lý dựa trên số lượng cổ phần thuộc sở hữu của tất cả các nhà quản lý điều hành và không điều hành của doanh nghiệp.

### **2.1.3. Khái niệm về hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp**

Hiệu quả liên quan đến việc sản xuất hàng hóa hoặc cung cấp dịch vụ bằng cách sử dụng số lượng hoặc tài nguyên nhỏ nhất, như vốn, lực lượng lao động, tiêu thụ năng lượng... Do đó, người ta thường dễ nhầm lẫn giữa hiệu quả hoạt động và hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Như vậy, để hiểu rõ hơn về hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, trước tiên, người ta cần phân biệt hai khái niệm này. Hiệu quả kinh doanh là phạm trù phản ánh trình độ lợi dụng các nguồn lực để đạt được các mục tiêu kinh doanh xác định. Chỉ các doanh nghiệp kinh doanh mới nhằm vào mục tiêu tối đa hóa lợi nhuận và vì thế mới cần đánh giá hiệu quả kinh doanh. Trong khi đó, hiện nay, có nhiều hướng tiếp cận khác nhau để đưa ra khái niệm về hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Theo Bevan (1999), tăng hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp thường liên quan với tăng sản lượng (increased output), hiệu quả cao hơn (higher efficiency), tăng khả năng sinh lợi (increased profitability)...

Trước hết, quan điểm liên quan đến tăng sản lượng cho rằng hiệu quả hoạt động là phạm trù kinh tế phản ánh trình độ sử dụng các nguồn lực để đạt được các mục tiêu

của công ty, thể hiện mối quan hệ giữa kết quả đạt được và các chi phí ban đầu bỏ ra để có thể đạt được kết quả đó, độ chênh lệch giữa hai đại lượng này càng lớn thì hiệu quả càng cao. Trên góc độ này, hiệu quả đồng nhất với lợi nhuận của công ty và khả năng đáp ứng về mặt chất lượng của sản phẩm đối với nhu cầu của thị trường. Để đo lường hiệu quả theo hướng tiếp cận này, các nhà nghiên cứu thường sử dụng mô hình phi tham số như DEA (Data Envelopment Analysis – mô hình phân tích bao số liệu) hay SFA (Stochastic Frontier Analysis – phương pháp phân tích biên).

Thứ hai, cũng có quan điểm cho rằng hiệu quả hoạt động chính là phần chênh lệch tuyệt đối giữa kết quả thu được và chi phí bỏ ra để có được kết quả đó. Do đó, theo hướng tiếp cận này, một số nghiên cứu sử dụng các chỉ tiêu như lợi nhuận trước thuế và lãi vay (EBIT), lợi nhuận sau thuế (EAT) để đo lường hiệu quả hoạt động. Tuy nhiên, hướng tiếp cận này bộc lộ mặt hạn chế vì chưa thể hiện được mối tương quan về lượng và chất giữa kết quả và chi phí trong sự vận động biến đổi liên tục.

Thứ ba, một hướng tiếp cận được đề xuất nhằm khắc phục hạn chế nêu trên để xem xét hiệu quả hoạt động là đại lượng được đo lường bằng thương số giữa phần tăng thêm của kết quả thu được với phần tăng thêm của chi phí, đo lường thông qua các chỉ tiêu tương đối như chỉ số tăng trưởng doanh thu trên tăng trưởng chi phí. Tuy vậy, hướng tiếp cận này cũng có nhược điểm là không xét đến mức độ tuyệt đối của kết quả kinh doanh và chi phí kinh doanh.

Cuối cùng, một hướng tiếp cận phổ biến là xem xét hiệu quả hoạt động kinh doanh phản ánh lợi nhuận thu được trên phần vốn bỏ ra ban đầu. Hướng tiếp cận này có ưu điểm là phản ánh được mục đích cuối cùng của các công ty là lợi nhuận. Tuy nhiên lại có nhược điểm là chỉ tính đến nguồn vốn đầu tư ban đầu mà bỏ qua các nguồn lực khác đã sử dụng. Các chỉ tiêu dùng để đo lường hiệu quả hoạt động theo hướng tiếp cận này thường là các chỉ số lợi nhuận như: tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản (ROA), tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu (ROE)... Ngoài việc sử dụng các chỉ số có được từ giá trị sổ sách, thì theo hướng tiếp cận này, còn có chỉ số Tobin's Q, đây



là chỉ số đo lường hiệu quả hoạt động dài hạn của công ty và phản ánh đánh giá của thị trường đối với hiệu quả hoạt động của công ty.

Trong luận văn này, tác giả đánh giá hiệu quả hoạt động doanh nghiệp theo hướng tiếp cận cuối cùng. Cụ thể, tác giả sẽ sử dụng chỉ số ROA, ROE và Tobin's Q để đánh giá hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Phần tiếp theo sẽ trình bày cách đo lường các chỉ số được sử dụng trong bài.

## **2.2. Nghiên cứu lý thuyết về tác động của cấu trúc vốn chủ sở hữu đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp**

### **2.2.1. Lý thuyết chi phí đại diện**

Jensen và Meckling (1976) cho rằng trong công ty cổ phần chủ yếu tồn tại các mối quan hệ hợp đồng đại diện giữa các cổ đông và các nhà điều hành; giữa các cổ đông và giữa chủ nợ và cổ đông:

Thứ nhất, đó là mối quan hệ giữa nhà sở hữu và nhà quản lý. Vấn đề đại diện giữa chủ sở hữu và các nhà quản lý trong tổ chức do sự tách biệt cấu trúc vốn chủ sở hữu khỏi quyền kiểm soát được tìm thấy từ khi các tập đoàn lớn ra đời (Berle và Means, 1932). Các chủ sở hữu giao nhiệm vụ cho các nhà quản lý để quản lý công ty với hy vọng rằng các nhà quản lý sẽ làm việc vì lợi ích của các chủ sở hữu, nhằm tối đa hóa giá trị công ty, tối đa lợi ích của chủ sở hữu bằng cách làm tăng giá trị cổ phiếu. Ngược lại, các nhà quản lý quan tâm nhiều hơn đến tối đa hóa giá trị mà họ nhận được, những nhà quản lý có thể vì lợi ích cá nhân mà làm ảnh hưởng tới lợi ích của công ty bởi chính những nhà quản lý mới là người nắm rõ tình hình thực tế của doanh nghiệp, từ đó họ có thể làm sai lệch báo cáo tài chính hoặc quyết định đầu tư vào các dự án không làm gia tăng giá trị công ty nhưng lại làm tăng lợi ích cá nhân họ. Sen (1987) và Williamson (1985) đã chỉ ra rằng hành vi của con người là hợp lý và nhằm tối đa hóa kết quả đạt được của họ. Sự khác biệt lợi ích giữa người ủy quyền và người đại diện cùng với việc thiếu hụt sự giám sát thích hợp do sự phân tán cấu trúc quyền chủ sở hữu dẫn đến những xung đột lợi ích, đây được gọi là mâu thuẫn người ủy quyền – người đại diện.

Thứ hai, đó là mối quan hệ giữa các cổ đông. Vấn đề đại diện này xoay quanh những mâu thuẫn lợi ích giữa các cổ đông trong doanh nghiệp. Các cổ đông lớn hoặc chủ sở hữu khối có quyền biểu quyết lớn hơn và có thể đưa ra các quyết định có lợi cho chính họ và điều này đôi khi đi ngược lại với lợi ích của các cổ đông nhỏ (Fama và Jensen, 1983). Vấn đề đại diện loại này thường gặp tại các quốc gia hoặc các doanh nghiệp có cấu trúc vốn chủ sở hữu cổ đông lớn và quyền lực tập trung vào một hoặc một vài người, nhất là các công ty gia đình, khi đó các cổ đông nhỏ sẽ gặp khó khăn trong việc bảo vệ lợi ích và tài sản của họ.

Cuối cùng là mối quan hệ giữa cổ đông và chủ nợ. Mâu thuẫn giữa chủ sở hữu và chủ nợ nảy sinh do các dự án được các cổ đông thực hiện và quyết định tài trợ (Damodaran, 1997). Các chủ nợ quyết định cho cổ đông vay tiền dựa trên phân thu nhập của họ thông qua lãi suất cho vay, khả năng trả nợ của công ty, tài sản của công ty... Trong khi đó, các cổ đông cố gắng đầu tư vào các dự án được đánh giá có rủi ro với mong đợi thu được lợi nhuận cao. Rủi ro liên quan đến các dự án làm phát sinh các chi phí tài chính và làm giảm giá trị của các khoản nợ và làm ảnh hưởng đến chủ nợ. Nếu dự án thành công, chủ sở hữu sẽ có được lợi nhuận không lồ, trong khi các chủ nợ vẫn chỉ nhận được thu nhập trong mức lãi suất giới hạn cố định. Mặt khác, khi dự án thất bại, chủ nợ bắt buộc phải chia sẻ những tổn thất với các cổ đông.

Theo đó, chủ thể của những mối quan hệ này không phải luôn luôn hoà hợp về mục tiêu lợi nhuận. Lý thuyết đại diện đề cập đến cái gọi là mâu thuẫn đại diện, hay mâu thuẫn lợi ích giữa người đại diện và người chủ. Và khi vấn đề đại diện phát sinh sẽ làm phát sinh chi phí đại diện.

Chi phí đại diện là loại chi phí để duy trì một mối quan hệ đại diện hiệu quả (ví dụ một khoản tiền thưởng vì những gì đã thể hiện của nhà quản lý để khuyến khích họ làm việc vì lợi ích của các cổ đông).

Lý thuyết đại diện định nghĩa chi phí đại diện là tổng của các loại chi phí: chi phí giám sát (monitoring cost) để giám sát hoạt động của người đại diện, như là chi phí kiểm toán; chi phí ràng buộc (bonding cost) để thiết lập một bộ máy có thể tối

thiếu những hành vi quản trị không mong muốn, như là bổ nhiệm những thành viên bên ngoài vào ban điều hành hay tái thiết lập hệ thống tổ chức của công ty; và mất mát phụ trội (residual loss) hay chi phí cơ hội khi các cổ đông thuê người đại diện và buộc phải đưa ra các hạn chế, ví dụ những thiệt hại do người đại diện lạm dụng quyền được giao để tư lợi, những thiệt hại do việc đặt ra quy định đối với quyền bỏ phiếu của cổ đông về những vấn đề cụ thể, thiệt hại từ những biện pháp kiểm soát hoạt động của người đại diện.

Nguyên nhân của vấn đề đại diện giữa chủ sở hữu và người đại diện trong doanh nghiệp được Chowdhury (2004) mô tả trong nghiên cứu của ông. Chowdhury (2004) chỉ ra một số lý do cho sự xuất hiện của vấn đề đại diện như là tách cấu trúc vốn chủ sở hữu khỏi sự kiểm soát, sự khác biệt về khẩu vị rủi ro giữa chủ sở hữu và những người đại diện, làm việc trong thời gian ngắn trong doanh nghiệp của các đại diện, không thực sự thỏa mãn với chính sách khuyến khích của các đại diện và mức độ phổ biến của thông tin bất cân xứng trong doanh nghiệp. Những nguyên nhân của vấn đề đại diện giữa người chủ sở hữu và đại diện thường được tìm thấy trong các công ty niêm yết, các doanh nghiệp lớn và cổ đông nhỏ, và các cổ đông và các chủ nợ (Barnea, Haugen, và Senbet, 1985).

Theo 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 vốn chủ sở hữu và kiểm soát (Fama và Jensen, 1983; Jensen và Meckling, 1976). Các nghiên cứu trước cho thấy cơ chế quản trị tăng cường giá trị doanh nghiệp ở một mức độ nhất định (Weir, Laing và McKnight, 2002). Tương tự, sự phân biệt giữa cấu trúc vốn chủ sở hữu và quản lý là phổ biến trong các tập đoàn tư nhân hiện nay. Một số doanh nghiệp trong số đó sử dụng các hợp đồng ưu đãi dựa trên kết quả thực hiện để điều chỉnh lợi ích của chủ sở hữu với các nhà quản lý trong khi những người khác dựa vào chuyên môn quản lý và kiểm soát doanh nghiệp để ngăn chặn các nhà quản lý khỏi việc tận dụng các khoản đầu tư vào lợi ích của họ (Sing và Sirmans, 2008) và chế độ đãi ngộ, khen thưởng hợp lý, chế độ giám sát chặt chẽ.

Ngoài ra, cấu trúc vốn chủ sở hữu có tầm quan trọng rất lớn vì các chủ sở hữu chính là người quyết định các nhà quản lý công ty cũng như giám sát hoạt động của họ. Các nhà quản lý lại là những người trực tiếp thực hiện chính sách quản trị doanh nghiệp và ảnh hưởng tới hiệu quả của công ty. Theo Jensen và Meckling (1976), tác động này có ảnh hưởng lớn tới hiệu quả hoạt động nhất là khi các nhà quản lý nắm cấu trúc vốn chủ sở hữu. Nhà quản lý nắm sở hữu nhiều cổ phần sẽ tạo mối liên kết tốt hơn với chủ sở hữu khác về vấn đề lợi ích kinh tế, nói cách khác nhà quản lý là cổ đông sẽ cùng một mục tiêu là tối đa hóa giá trị cổ phần họ nắm giữ, do đó có thể tăng hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Tuy nhiên nhà quản lý đồng thời là cổ đông lớn có thể làm giảm hiệu quả vì các nhà quản lý có thể mạnh đến mức họ không xem xét tới lợi ích của các cổ đông thiểu số khác. Nghiên cứu của Jensen và Meckling (1976) cũng cho rằng các nhà quản lý sẽ không luôn vận hành công ty theo hướng có lợi cho các nhà sở hữu. Nguyên nhân là do lợi ích của nhà quản lý và nhà sở hữu không giống nhau. Lợi nhuận của công ty không quyết định tới mức lương của các nhà quản lý do đó các nhà quản lý thường theo xu hướng quan tâm tới lợi ích cá nhân hơn là chi trả cổ tức cho các cổ đông.

### **2.2.2. Lý thuyết về cấu trúc vốn chủ sở hữu và hiệu quả hoạt động**

Mức độ tập trung quyền sở hữu trong một công ty thông thường có hai phép đo phổ biến: (i) tỷ lệ sở hữu cổ phần của các cổ đông quan trọng trong công ty được gọi là cấu trúc vốn chủ sở hữu cổ đông lớn và (ii) tỷ lệ sở hữu cổ phần của đội ngũ quản lý, bao gồm các thành viên hội đồng quản trị, giám đốc điều hành và các nhà quản lý hàng đầu được gọi là cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý (Demsetz và Villalonga, 2001). Hai phép đo này phản ánh hai khía cạnh khác nhau của vấn đề đại diện. Cấu trúc vốn chủ sở hữu cổ đông lớn đại diện cho các cổ đông trong việc theo dõi và giám sát các nhà quản lý thi hành các chính sách với mục tiêu hoạt động hiệu quả (động lực bên ngoài). Trong khi, cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý đại diện cho chính đội ngũ quản lý trong việc thực hiện điều hành công ty sao cho đạt được hiệu quả tốt nhất (động lực bên trong). Trong mối quan hệ với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp,

các phép đo trên được kỳ vọng mang đến sự khác biệt trong cách thi hành các chính sách có ảnh hưởng đến hoạt động của doanh nghiệp đó.

### **2.2.2.1. Cấu trúc vốn chủ sở hữu cổ đông lớn và hiệu quả hoạt động**

#### ***Giả thuyết giám sát***

Khi cơ cấu sở hữu phân tán tức là tỷ lệ sở hữu của các cổ đông không đáng kể sẽ làm suy yếu quyền lực và động lực của họ trong việc kiểm soát và giám sát đội ngũ quản lý. Do đó, quyền kiểm soát đối với công ty lúc này phần lớn nằm trong tay các nhà quản lý. Ngoài ra, do vấn đề “kẻ đi nhờ xe” nên các cổ đông nhỏ lẻ ít quan tâm đến việc thực hiện các hoạt động giám sát này. Jensen và Meckling (1976) cho rằng chủ sở hữu thực hiện giám sát đội ngũ quản lý phải chịu 100% chi phí, nhưng chỉ nhận được  $\lambda\%$  tổng lợi ích, tương ứng với  $\lambda\%$  tổng vốn chủ sở hữu mà họ có. Như vậy, nếu cấu trúc sở hữu càng phân tán,  $\lambda$  cho mỗi chủ sở hữu càng nhỏ. Do đó, các cổ đông cảm thấy tốn kém khi chịu trách nhiệm giám sát vì lợi ích không bù đắp được chi phí liên quan. Do đó, mọi chủ sở hữu đều có động cơ trở thành “kẻ đi nhờ xe”, để có thể hưởng lợi từ các hoạt động giám sát của các cổ đông khác, thay vì chịu trách nhiệm đó.

Một giải pháp được đề xuất để giải quyết vấn đề “kẻ đi nhờ xe”, đó là tất cả các cổ đông đồng ý trả chi phí giám sát. Trên thực tế, ý tưởng này đã được áp dụng thông qua việc bổ nhiệm hội đồng quản trị và ban kiểm soát. Họ được các cổ đông thuê để giám sát hoạt động của các nhà quản lý chuyên nghiệp, cũng như giám sát lẫn nhau. Tuy nhiên, có một nghịch lý là các thành viên ban kiểm soát hay hội đồng quản trị lại là các cổ đông thực hiện việc giám sát người quản lý điều hành. Với tỷ lệ cổ phần nhỏ, quyền kiểm soát như vậy khiến cho động lực của các thành viên ban kiểm soát hay hội đồng quản trị có nhiều khả năng ủng hộ các chính sách của các nhà quản lý điều hành hơn là các cổ đông bên ngoài.

Những lập luận này ngụ ý rằng việc thiếu vắng các chủ sở hữu với tỷ lệ cổ phần lớn trong công ty có thể dẫn đến việc giảm động lực và hiệu quả giám sát. Ngược lại, nếu trong doanh nghiệp có các cổ đông lớn nắm quyền biểu quyết có tầm ảnh hưởng

đáng kể đến những nhà quản lý doanh nghiệp, có thể thực hiện cơ chế giám sát chặt chẽ hơn, dẫn đến hiệu quả hoạt động của người quản lý tốt hơn trong việc phục vụ lợi ích của chủ sở hữu. Kỳ vọng này được gọi là giả thuyết giám sát.

Denis và McConnell (2003) đã làm sáng tỏ vai trò của cấu trúc vốn chủ sở hữu cổ đông lớn trong việc gia tăng giá trị cổ phiếu và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, các nghiên cứu cho thấy rằng các cổ đông lớn thường có nhiều động cơ hơn để thực hiện giám sát và hạn chế quyền lực của nhà quản lý trong việc đưa ra các quyết định và hành động phi lý, bởi vì họ có thể bị tổn thất lớn hơn so với các cổ đông nhỏ nếu các quyết định và hành động đó của quản lý làm ảnh hưởng xấu đến doanh nghiệp.

Bennedsen và Wolfenzon (2000) và Gomes và Novaes (2006) đã chỉ ra rằng khi có sự nhất trí giữa các cổ đông lớn có quyền kiểm soát, họ có thể yêu cầu các quyết định của nhà quản lý phải được thông qua trước khi thực hiện, do đó, việc lạm dụng các nguồn lực của công ty xuất phát từ chủ nghĩa cơ hội của nhà quản lý có thể bị hạn chế. Hơn nữa, các cổ đông lớn được cho là quan tâm nhiều hơn, có nhiều chuyên môn và kinh nghiệm hơn nhiều so với các cổ đông thiểu số trong việc điều hành công ty, và do đó, họ thường ra các quyết định đúng đắn và sáng suốt trong nhiều khía cạnh liên quan đến hoạt động kinh doanh và quản lý doanh nghiệp. Họ cũng tham gia và can thiệp thông qua các trao đổi chính thức và không chính thức với các nhà quản lý làm người đại diện giúp cải thiện đáng kể hiệu quả trong hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp.

Theo Javid và Iqbal (2008), sự giám sát của các cổ đông lớn tạo ra một cơ chế bảo vệ những nhà đầu tư nhỏ và có ảnh hưởng đáng kể đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Trong những năm gần đây, Gaur, Bathula và Singh (2015) trong một nghiên cứu về các công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán New Zealand từ năm 2004 đến 2007 cũng đã xác nhận vai trò của các cổ đông lớn và cho thấy các cổ đông lớn làm giảm các vấn đề đại diện dẫn đến sự gia tăng hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp này.

Trong một nghiên cứu khác, Najjar và Kilincarslan (2016) một lần nữa chứng thực tác động cùng chiều cấu trúc vốn chủ sở hữu cổ đông lớn đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp tại Jordan. Gần đây nhất, Yasser và Mamun (2017) sử dụng chỉ số Hirschman–Herfindahl để thể hiện sự cấu trúc vốn chủ sở hữu cổ đông lớn ảnh hưởng đến vai trò giám sát doanh nghiệp và góp phần cải thiện hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp tại Pakistan. Abbasi và cộng sự (2017) nghiên cứu dựa trên các công ty được niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Tehran cũng ủng hộ tác động cùng chiều của các chủ sở hữu lớn đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp theo đề xuất của Denis và McConnell (2003) và các nghiên cứu gần đây khác như Gaur và cộng sự (2015), Najjar và Kilincarslan (2016) ...

### ***Giả thuyết lạm dụng quyền lực***

Shleifer và Vishny (1997) cho rằng vấn đề đại diện cũng có thể tồn tại giữa các cổ đông. Nếu một (hoặc một số) cổ đông sở hữu đủ cổ phần để trở thành cổ đông kiểm soát (cổ đông lớn), họ có thể có ảnh hưởng mạnh mẽ đến đội ngũ quản lý và do đó có thể thay các chiến lược của công ty. Do đó, các cổ đông lớn này có thể lạm dụng quyền lực đó để phục vụ lợi ích riêng của họ, điều này có thể mâu thuẫn với các cổ đông thiểu số. Lợi ích riêng khi các cổ đông lớn nắm quyền kiểm soát này có thể ở dạng tài chính như thu nhập cao hơn so với mức xứng đáng được nhận... hoặc các hình thức phi tài chính khác như các giao dịch không công bằng với các bên liên quan bao gồm việc bán sản phẩm của công ty cho các công ty do cổ đông lớn với giá thấp hơn thị trường, hoặc các sản phẩm được mua từ các cổ đông này với giá cao hơn thị trường (Barclay và Holderness, 1989). Trong những trường hợp này, các nguồn lực của công ty được phân phối không hiệu quả để mang lại lợi ích cho các cổ đông lớn. Những lập luận này hình thành giả thuyết lạm dụng quyền lực, giả thuyết này cho rằng việc tập trung quyền sở hữu cao hơn làm hình thành các cổ đông lớn nắm giữ quyền kiểm soát doanh nghiệp có thể làm ảnh hưởng xấu đến hiệu quả hoạt động của công ty.

Burkart, Gromb và Panunzi (1997) cho biết sự kiểm soát chặt chẽ của các cổ đông lớn đối với hoạt động của doanh nghiệp không những không hiệu quả mà có thể

trở thành mối đe dọa và hành vi chiếm dụng quyền lực của những nhà quản lý. Theo họ, sự giám sát của các cổ đông lớn có thể mâu thuẫn với các động lực làm việc của các nhà quản lý dựa trên mục tiêu hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Morck và Yeung (2003) và Gordon và Roe (2004) cho thấy sự lạm dụng quyền lực này dẫn đến những mâu thuẫn lợi ích nảy sinh giữa các cổ đông nhỏ và các cổ đông lớn. Theo đó, các cổ đông lớn có thể thông đồng với những nhà quản lý và có thể hành động trái với lợi ích của các cổ đông khác, làm giảm hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Bergstrom và Rydqvist (1990) đã chỉ ra cách làm giảm cơ hội lạm dụng quyền lực để tư lợi của các cổ đông trong doanh nghiệp thông qua việc cho phép các cổ đông thiểu số có thể có của quyền biểu quyết đặc biệt.

Gần đây, Hamid, Ting và Kweh (2016) thực hiện nghiên cứu của mình trong bối cảnh các công ty tại Malaysia cũng chấp nhận giả thuyết lạm dụng quyền lực của các cổ đông và đưa ra bằng chứng cho thấy cách thức vận hành độc lập của ban kiểm soát sẽ làm giảm các hoạt phi chính thức trong doanh nghiệp.

#### ***2.2.2.2. Cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý và hiệu quả hoạt động***

##### ***Giả thuyết hội tụ lợi ích***

Nghiên cứu của Jensen và Meckling (1976) về lý thuyết cấu trúc sở hữu của doanh nghiệp đưa ra kết luận rằng, khi một doanh nghiệp vận hành theo cấu trúc sở hữu phân tán tức có nhiều cổ đông, mỗi cổ đông nắm giữ một số cổ phần, và quyền quản lý nằm trong tay ban điều hành, khi đó mâu thuẫn giữa nhà quản trị và cổ đông càng gia tăng. Khi doanh nghiệp vận hành theo cấu trúc sở hữu tập trung tức là nhà quản trị nắm giữ cổ phiếu của công ty thì vấn đề về chi phí đại diện được giải quyết. Đây là nội dung chính của thuyết sự hội tụ lợi ích. Lý thuyết này đề cập vấn đề khi nhà quản trị sở hữu cổ phiếu công ty thì sẽ làm giảm động cơ trục lợi cá nhân của nhà quản trị thay vào đó nhà quản trị sẽ điều hành công ty theo hướng tối đa hóa lợi ích của công ty cũng là lợi ích của cổ đông và cũng là lợi ích của chính họ. Như vậy, khi nhà quản lý doanh nghiệp sở hữu cổ phần thì họ có động lực quản lý doanh nghiệp chặt chẽ hơn giảm được những vấn đề về chi phí đại diện giữa nhà quản trị và cổ đông.



Fama (1980) nghiên cứu rằng trong một thị trường lao động quản lý cạnh tranh, một doanh nghiệp có thể dễ dàng thay thế những người quản lý kém hiệu quả bằng những người quản lý tốt hơn, đồng nghĩa với việc, nhà quản lý cũng có thể dễ dàng rời bỏ công ty nếu phần lợi ích mà họ nhận được thấp hơn mức mà họ xứng đáng được nhận. Ngoài ra, hiệu quả hoạt động các năm trước đó của công ty mà người quản lý đã đóng góp, là một chỉ số quan trọng để thương lượng mức lương và phần lợi ích của họ trong các hợp đồng đại diện hiện tại và tương lai, hoặc, ngay cả trong một công ty, có sự cạnh tranh giữa các nhà quản lý để được thăng chức (Fama, 1980). Do đó, vì lợi ích lâu dài của chính họ, các nhà quản lý sẽ cố gắng phục vụ lợi ích tốt nhất của chủ sở hữu công ty, bất kể họ sở hữu bao nhiêu cổ phiếu.

### ***Giả thuyết tham quyền cố vị***

Jensen và Ruback (1983) nghiên cứu rằng trong thị trường lao động quản lý cạnh tranh cũng trở thành mối đe dọa đối với các nhà quản lý. Bởi vì khi công ty hoạt động kém, vị trí của các nhà quản lý sẽ lung lay và trở thành mục tiêu bị thay thế. Trong trường hợp này, các nhà quản lý sẽ cố gắng để nắm giữ thật nhiều cổ phần của doanh nghiệp. Nếu các nhà quản lý sở hữu đủ cổ phần đáng kể để trở thành cổ đông lớn, thì các nhà quản lý có thể có đủ quyền lực và ảnh hưởng để bỏ qua cả cơ chế giám sát của cổ đông và phớt lờ sự cạnh tranh của thị trường lao động để ở lại vị trí của họ ngay cả khi họ không còn đủ năng lực (Shleifer và Vishny, 1989). Tình huống này về mặt nào đó tương tự như giả thuyết lạm dụng quyền lực trong trường hợp cấu trúc sở hữu lớn, tức là quyền lực lúc này tập trung vào tay của nhà quản lý có thể dẫn đến các hành động vì lợi ích riêng của họ trong việc kiểm soát. Ví dụ, các nhà quản lý có tỷ lệ vốn chủ sở hữu đáng kể, có nhiều khả năng có quyền truy cập thông tin nội bộ mà các cổ đông bên ngoài không có. Thông tin này có thể tạo điều kiện thuận lợi cho giao dịch nội bộ trong công ty hoặc giao dịch với các bên liên quan, có thể mang lại lợi ích cho chính những người quản lý này nhưng có thể gây hại cho lợi ích của cổ đông bên ngoài (Barclay và Holderness, 1989). Dựa trên những lập luận này, giả thuyết tham quyền cố vị cho rằng các nhà quản lý công ty sở hữu càng nhiều cổ phần, thì hiệu quả hoạt động của công ty càng kém. Khi nhà quản lý nắm giữ một lượng lớn cổ phần, đây

là lúc các nhà quản lý vượt quyền các cấp trong bộ máy doanh nghiệp để kiểm soát các hoạt động của doanh nghiệp đó bao gồm các quyết định điều hành công ty, đi kèm với những vấn đề có lợi cho bản thân nhà quản lý như chế độ lương thưởng cho lãnh đạo... Do đó, khi nhà quản lý nắm giữ một lượng lớn cổ phần có thể sẽ tạo cơ hội cho họ theo đuổi các 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.

Jensen và Meckling (1976) cho rằng khi mức độ sở hữu của nhà quản lý tăng lên thì mức độ kiểm soát của cổ đông bên ngoài đối với nhà quản lý cũng tăng theo. Do áp lực từ bên ngoài của các cổ đông tăng lên đã tác động đến hành vi tuân theo chủ nghĩa cơ hội của nhà quản lý. Một số nhà quản lý sẽ dựa vào sự hiểu biết thông thạo về các 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. Dẫn đến khi cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý tăng thì rủi ro về lợi ích cá nhân cũng tăng lên. Một số nhà nghiên cứu cho thấy mức độ sở hữu nhà của quản lý tỷ lệ nghịch với mức độ nợ của doanh nghiệp và có xu hướng giảm rủi ro tài chính của doanh nghiệp. Theo Harris và Raviv (1988) khi cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý tăng họ sẽ có xu hướng hoãn quyền biểu quyết của bản thân để tăng quyền lực và giảm khả năng bị chi phối và thu tóm bởi các cổ đông bên ngoài.

Ngoài ra nhiều nhà kinh tế học đã đưa ra những giải pháp nhằm kiểm soát vấn đề giữa nhà quản lý và cổ đông. Fama và Jensen (1983) cho rằng công ty nên được giám sát bởi một hội đồng quản trị nhằm đảm bảo rằng các nhà quản lý làm việc dựa trên lợi ích của cổ đông. Theo đó, một nhà quản lý có thể bị kỷ luật hoặc thậm chí sa thải nếu có những hành vi tư lợi cá nhân làm ảnh hưởng tới lợi nhuận của doanh nghiệp.

## **2.3. Nghiên cứu thực nghiệm về tác động của cấu trúc vốn chủ sở hữu đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp**

### **2.3.1. Nghiên cứu thực nghiệm trên thế giới**

Nghiên cứu về tác động của cấu trúc vốn chủ sở hữu đối với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, không chỉ có nhiều ý kiến trái chiều về mặt quan điểm lý thuyết, mà ngay cả các nghiên cứu thực nghiệm cũng cho ra những kết quả khác nhau. Tại Hoa Kỳ, hầu hết các nghiên cứu cho thấy mối quan hệ giữa cấu trúc vốn chủ sở hữu cổ đông lớn và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp hầu như không đáng kể, trong khi đó, mối quan hệ giữa cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp là đáng kể và có cả tác động cùng chiều lẫn ngược chiều nhau.

**Morck và các cộng sự (1988)** xem xét mối quan hệ giữa cấu trúc vốn chủ sở hữu và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp tại Hoa Kỳ. Dữ liệu nghiên cứu dựa vào thông tin của 371 công ty được liệt kê trong danh sách Fortune 500 năm 1980 bằng phương pháp trong phân tích hồi quy phân lớp tuyến tính (Piecewise Linear Regressions). Nghiên cứu thực hiện đo lường hiệu quả hoạt động doanh nghiệp bằng Tobin's Q và sở hữu của nhà quản lý là tỷ lệ số phần của tất cả các thành viên hội đồng quản trị có lượng cổ phần ít nhất là 0.2%. Morck và các cộng sự (1988) bỏ qua các vấn đề nội sinh và kiểm tra mối quan hệ giữa cấu trúc vốn chủ sở hữu và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Kết quả cho thấy, mối quan hệ giữa cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp là mối quan hệ phi tuyến bậc ba. Cụ thể, khi tỷ lệ sở hữu của nhà quản lý thấp, các nhà quản lý có xu hướng phân bổ nguồn lực của công ty theo hướng mang lại lợi ích riêng cho bản thân họ. Tuy nhiên, khi mức sở hữu của nhà quản lý tăng lên, lợi ích của nhà quản lý sẽ gắn liền nhiều hơn với các cổ đông khác. Cụ thể, khi sở hữu của nhà quản lý trong mức 0% đến 5% và vượt qua ngưỡng cấu trúc vốn chủ sở hữu 25%, thì sở hữu của nhà quản lý và hiệu quả doanh nghiệp là đồng biến. Nhưng khi sở hữu của nhà quản lý trong khoảng 5% đến 25%, mối quan hệ này là nghịch biến.

Trong khi đó, **Cho (1998)** xem xét mối quan hệ giữa cấu trúc vốn chủ sở hữu hiệu quả hoạt động doanh nghiệp thông qua hoạt động đầu tư. Nghiên cứu sử dụng dữ liệu của 326 công ty sản xuất được liệt kê trong danh sách 500 công ty lớn nhất Hoa Kỳ theo tổng doanh thu được phát hành hàng năm bởi tạp chí Fortune (Fortune 500) năm 1991 bằng phương pháp bình phương nhỏ nhất (Ordinary Least Squares - OLS). Nghiên cứu thực hiện đo lường hiệu quả doanh nghiệp bằng Tobin's Q và tỷ lệ sở hữu của nhà quản lý. Kết quả cho thấy cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý tác động đến đầu tư và từ đó ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp, trong đó, tác động của cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp là không đáng kể.

Ngoài Hoa Kỳ, các nghiên cứu về mối quan hệ giữa cấu trúc vốn chủ sở hữu và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp cũng nhận được nhiều quan tâm. **Li và cộng sự (2007)** xem xét mối quan hệ giữa cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp đối với một số doanh nghiệp Nhà nước (SOEs) tại Trung Quốc được tư nhân hóa. Nghiên cứu được thực hiện dựa vào dữ liệu của 155 công ty trong giai đoạn 1992–2000 bằng phương pháp OLS. Li và cộng sự (2007) đo lường hiệu quả hoạt động bằng tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản ROA và tỷ suất sinh lời trên tổng doanh thu, trong khi đó, cấu trúc vốn chủ sở hữu được đo lường thông qua hai cách, đó là tỷ lệ số cổ phần của giám đốc điều hành và tỷ lệ số cổ phần của ban giám đốc. Kết quả chỉ ra rằng cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý có ảnh hưởng tích cực đến hoạt động của công ty. Mặc dù, sau khi tư nhân hóa, hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp giảm, tuy nhiên, các công ty có cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý cao, đặc biệt là của giám đốc điều hành, lại cho thấy sự suy giảm hiệu quả hoạt động ít hơn. Nghiên cứu cũng nhận thấy rằng cấu trúc vốn chủ sở hữu của giám đốc điều hành ở mức cao lại trở nên ít ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Trái lại, khi cấu trúc vốn chủ sở hữu của ban giám đốc ở mức cao lại làm cho hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp tiếp tục tăng. Phát hiện này cho thấy rằng, nếu cổ phần được phân phối mở rộng cho toàn bộ đội ngũ ban điều hành thay vì chỉ giới hạn ở giám đốc điều hành thì hiệu quả hoạt động sẽ tăng lên.

**Ruan, Tian và Ma (2011)** xem xét sự ảnh hưởng của cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp tại Trung Quốc thể hiện qua chỉ số Tobin'Q và ROA. Nghiên cứu được thực hiện 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 mối quan hệ nghịch chiều giữa ROA và cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý. Trong khi đó, Tobin's Q và cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý có mối quan hệ phi tuyến với nhau. Tobin's Q tăng lên khi cấu trúc vốn chủ sở hữu của nhà quản lý tăng dần đến 18%. Kế đó, trong khi tỷ lệ này trong ngưỡng 18%-64%, Tobin's Q giảm dần. Sau đó, Tobin's Q được cho là tăng nhẹ khi tỷ lệ cổ phần của nhà quản lý tiếp tục tăng. Kết quả này được xem là một bằng chứng ủng hộ cho các lập luận của Morck và các cộng sự (1988), tuy nhiên điểm gây thì lại khác. Điều này không chỉ là do cỡ mẫu khác nhau giữa hai nghiên cứu, mà còn là do nghiên cứu được thực hiện trên thị trường Trung Quốc (thay vì ở Hoa Kỳ như Morck và các cộng sự (1988)), nơi mà sự bảo hộ về mặt luật pháp còn khá yếu, do đó, các nhà quản lý cần phải sở hữu nhiều cổ phần hơn nhằm tạo ra hiệu ứng sự hội tụ lợi ích giữa họ và các cổ đông khác hoặc cần nhiều quyền biểu quyết hơn để có thể theo đuổi lợi ích riêng của bản thân họ.

Tại một số quốc gia khác, tác động của cấu trúc vốn chủ sở hữu đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp cũng có nhiều kết quả khác nhau. **Welch (2003)** nghiên cứu mối quan hệ giữa cấu trúc vốn chủ sở hữu của nhà quản lý và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp đo lường bằng Tobin'sQ và ROA. Nghiên cứu sử dụng dữ liệu của 114 công ty được niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán Úc, giai đoạn 1999-2000, bằng phương pháp OLS. Kết quả cho thấy, cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý có ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp chỉ khi được đo lường bằng ROA. Trong khi đó, lại không tìm thấy mối quan hệ có ý nghĩa thống kê của vấn đề nghiên cứu khi hiệu quả hoạt động được đo lường bằng Tobin's Q. Nghiên cứu còn cho rằng khi tỷ lệ cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý tăng lên, họ sẽ có động lực lớn hơn để tối đa hóa hiệu quả hoạt động doanh nghiệp.

**De Miguel và cộng sự (2004)** nghiên cứu tác động của cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp thông qua chỉ số Tobin's Q tại Tây Ban Nha. Nghiên cứu sử dụng dữ liệu của 135 công ty được niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán Madrid giai đoạn 1990-1999, bằng ước lượng GMM. Kết quả nghiên cứu cho thấy mối quan hệ phi tuyến của vấn đề nghiên cứu và phù hợp với nghiên cứu của Morck và cộng sự (1988). Cụ thể, cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý nằm trong giá trị 0-35% và vượt ngưỡng 70% có ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, do với tỷ lệ này, các nhà quản lý xem đây là động lực để thực hiện điều hành doanh nghiệp theo hướng tối đa hóa lợi ích cho công ty. Khi cấu trúc vốn chủ sở hữu này tăng dần đến 70% lại làm ảnh hưởng tiêu cực đến Tobin's Q. Nghiên cứu cho rằng mức sở hữu này thì quyền lực của các cổ đông khác bị suy giảm, các nhà quản lý phớt lờ các lợi ích của người khác mà chỉ quan tâm đến quyền lợi cá nhân của chính mình. Khi mức cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý vượt ngoài 70%, mối quan tâm của nhà quản lý lúc này là thống trị các mối quan hệ và điều hành doanh nghiệp, do vậy ở mức sở hữu này, hiệu quả hoạt động dần tăng lên.

**Dwivedi và Jain (2005)** nghiên cứu quản trị doanh nghiệp và hiệu quả hoạt động của các công ty Ấn Độ, sử dụng mẫu gồm 340 công ty niêm yết tại Ấn Độ hoạt động trong 24 ngành công nghiệp khác nhau, giai đoạn nghiên cứu 1997 – 2001. Hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp được nghiên cứu đo lường bằng Tobin's Q. Kết quả nghiên cứu cho thấy tỷ lệ sở hữu của các cổ đông lớn có tương quan dương với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, điều này được giải thích là do các cổ đông lớn có thể thực hiện quyền liên quan đến sở hữu của mình. Đồng thời, nghiên cứu cũng cho thấy sở hữu của nhà quản lý có tương quan âm với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

**Shah và Hussain (2012)** phân tích tác động của cấu trúc vốn chủ sở hữu đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp trong các công ty phi tài chính tại Pakistan. Nghiên cứu được thực hiện dựa vào dữ liệu của 138 công ty được niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán Karachi trong giai đoạn 1992–2000 bằng mô hình tác động (Common Effect Model). Trong đó, cấu trúc vốn chủ sở hữu được nghiên cứu thông qua cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý và của các cổ đông lớn, Tobin's Q được sử

dụng làm chỉ số đo lường cho hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Kết quả cho thấy cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý có tác động tiêu cực đáng kể đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, trong khi cấu trúc vốn chủ sở hữu của các cổ đông lớn lại không cho thấy mối quan hệ không đáng kể. Nghiên cứu còn giải thích rằng các vấn đề về đại diện nảy sinh do việc gia tăng cổ phần của các nhà quản lý đã làm ảnh hưởng đến hoạt động của các công ty.

**Fauzi và Locke (2012)** nghiên cứu ảnh hưởng của cấu trúc vốn chủ sở hữu đối với hoạt động của doanh nghiệp tại New Zealand. Nghiên cứu được thực hiện dựa vào dữ liệu của 79 công ty niêm yết giai đoạn 2007-2011, bằng mô hình tuyến tính tổng quát (General Linear Model - GLM). Biến phụ thuộc là hiệu quả hoạt động doanh nghiệp, được đo lường bằng Tobin's Q và ROA, trong khi đó, biến giải thích bao gồm tỷ lệ sở hữu cổ phần của nhà quản lý và tỷ lệ sở hữu cổ phần của các cổ đông lớn. Kết quả cho thấy cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý có tác động tích cực và đáng kể đến hiệu quả hoạt động của công ty. Trong khi đó, cấu trúc vốn chủ sở hữu của các cổ đông lớn lại có tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp đối với cả Tobin's Q và ROA. Nghiên cứu cho rằng khi cấu trúc sở hữu vốn của các cổ đông lớn gia tăng có thể gây ra các vấn đề đại diện và có ảnh hưởng bất lợi đến hoạt động của doanh nghiệp.

**Mollah, Al Farooque và Karim (2012)** nghiên cứu cấu trúc vốn chủ sở hữu và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp tại một số quốc gia châu Phi, sử dụng mô hình OLS đối với mẫu dữ liệu của 19 công ty niêm yết tại thị trường chứng khoán Botswana trong giai đoạn 2000 – 2007. Nghiên cứu đo lường hiệu quả hoạt động doanh nghiệp bằng ROA, ROE và Tobin's Q. Nghiên cứu cho rằng cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý có tác động ngược chiều với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, trong khi, sở hữu của các cổ đông thiểu số có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Kết quả còn chỉ ra rằng, trưởng ban kiểm soát là cổ đông của công ty sẽ có tác động tích cực lên hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

### 2.3.2. Nghiên cứu thực nghiệm tại Việt Nam

Riêng ở Việt Nam, hiện không nhiều nghiên cứu về mối quan hệ giữa cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý và cổ đông lớn đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Trước hết phải kể đến đó là, nghiên cứu của **Trần Minh Trí và Dương Như Hùng (2011)** đã sử dụng phân tích hồi quy để phát hiện mối quan hệ bậc hai giữa sở hữu nhà quản lý và thành quả hoạt động của doanh nghiệp được đo lường bằng Tobin's Q, thông qua một mẫu gồm 295 quan sát của 126 doanh nghiệp niêm yết trên sàn HOSE giai đoạn 2006-2009, bằng phương pháp mô hình tác động cố định FEM. Kết quả cho thấy, với mức sở hữu của nhà quản lý dưới 59.1%, tồn tại mối quan hệ đồng biến giữa sở hữu nhà quản lý và thành quả doanh nghiệp. Tuy nhiên, mối quan hệ này chuyển thành nghịch biến khi mức sở hữu của nhà quản lý lớn hơn 59.1%.

**Vo và Phan (2013)** nghiên cứu nhằm định lượng mối quan hệ giữa quản trị công ty và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp được đo lường bằng ROA. 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 trên HOSE trong giai đoạn từ 2006 đến 2011. Kết quả của nghiên cứu này chỉ ra rằng khi cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý thay đổi trong phạm vi từ 0% đến 22%, thì hiệu quả hoạt động của công ty sẽ giảm. Sau đó, cấu trúc vốn chủ sở hữu của hội đồng quản trị tăng lên trên 22%, sự gia tăng này sẽ dẫn đến việc tăng hiệu quả hoạt động của công ty. Kết quả này xác nhận rằng tồn tại mối quan hệ phi tuyến tính giữa quản trị công ty và cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý.

**Nguyen và cộng sự (2015)** nghiên cứu về mối quan hệ giữa cấu trúc vốn chủ sở hữu cổ đông lớn và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp đo lường bằng Tobin's Q. Dữ liệu nghiên cứu gồm 488 quan sát được thu thập từ 122 công ty phi tài chính được niêm yết trên HOSE và HNX giai đoạn 2008-2011, sử dụng mô hình System-GMM. Kết quả nghiên cứu cho thấy cấu trúc vốn chủ sở hữu cổ đông lớn có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp trong hệ thống quản trị quốc gia kém phát triển như Việt Nam và có xu hướng mạnh hơn so với hệ thống được thiết lập tốt như



Singapore. Nghiên cứu đồng quan điểm với Shleifer và Vishny (1986) rằng cấu trúc vốn chủ sở hữu cổ đông lớn giúp giảm thiểu các vấn đề về đại diện phát sinh từ việc tách biệt cấu trúc vốn chủ sở hữu và quyền kiểm soát.

**Phan Bùi Gia Thủy và cộng sự (2017)** thực hiện nghiên cứu với mục đích đo lường tác động cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp được đo lường bằng ROA ở Việt Nam. Dựa trên mẫu dữ liệu gồm 840 quan sát của 120 công ty niêm yết trên HOSE giai đoạn 2009-2015 bằng phương pháp FEM. Kết quả nghiên cứu cho thấy tỷ lệ sở hữu vốn của nhà quản lý đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp là phi tuyến. Hiệu quả hoạt động doanh nghiệp giảm khi gia tăng tỷ lệ sở hữu nhà quản lý đến 30.18%, vượt qua mức tỷ lệ này, hiệu quả hoạt động của công ty sẽ gia tăng trở lại.

**Hoang và cộng sự (2017)** nghiên cứu tác động của cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý và cổ đông lớn đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp được đo lường bằng Tobin's Q, dựa vào 406 quan sát của các công ty sản xuất được niêm yết trên HOSE giai đoạn 2007 -2015 bằng việc sử dụng mô hình hồi quy System-GMM. Kết quả thực nghiệm cho thấy mối quan hệ bậc ba giữa cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý đối với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, nếu cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý dao động từ 0% đến 12% hoặc lớn hơn 45%, thì hiệu ứng lợi ích hội tụ chiếm ưu thế, và do đó, bất kỳ sự gia tăng nào của tỷ lệ sở hữu nhà quản lý lúc này sẽ là động lực thúc đẩy họ làm doanh nghiệp hoạt động hiệu quả hơn. Ngược lại, khi cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý trong khoảng 12% đến 45%, thì sự gia tăng của tỷ lệ sở hữu nhà quản lý dẫn đến hiệu quả hoạt động thấp hơn do hiệu ứng lạm dụng quyền lực. Trong khi đó, cấu trúc vốn chủ sở hữu của các cổ đông lớn không có tác động đến hiệu quả hoạt động của công ty. Nghiên cứu cho rằng các biện pháp khuyến khích quản lý nội bộ đóng vai trò quan trọng hơn việc giám sát bên ngoài của cổ đông trong việc cải thiện chất lượng quản trị công ty.

**Ngô Mỹ Trân và Lê Thị Trang (2018)** nghiên cứu ảnh hưởng của cấu trúc vốn chủ sở hữu cổ đông lớn đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp, sử dụng số liệu thu

thập từ 287 công ty niêm yết trên HOSE giai đoạn từ 2011 – 2015. Phương pháp GMM được sử dụng để phân tích số liệu. Hiệu quả hoạt động doanh nghiệp sử dụng trong bài là ROA, ROE và Tobin's Q. Kết quả nghiên cứu cho thấy sự cấu trúc vốn chủ sở hữu cổ đông lớn chủ sở hữu của các cổ đông lớn làm gia tăng giá trị thị trường và hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp phi tài chính, tuy nhiên không có bằng chứng thống kê cho thấy tỷ lệ sở hữu cổ phần của nhà quản lý có tác động đến giá trị thị trường và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Bên cạnh đó, nghiên cứu cũng cho thấy tỷ lệ sử dụng nợ vay càng cao càng làm giảm giá trị thị trường cũng như hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Ngoài ra, có bằng chứng cho thấy các công ty niêm yết có tốc độ tăng trưởng tốt, quy mô lớn và tốc độ tăng trưởng tài sản cố định hàng năm cao có giá trị thị trường và hiệu quả hoạt động tốt hơn.

**Bảng 2.1. Tổng hợp các nghiên cứu trước đây về tác động của cấu trúc vốn chủ sở hữu cổ đông lớn đến hiệu quả hoạt động trên thế giới và Việt Nam**

<b>Nghiên cứu</b>	<b>Quốc gia</b>	<b>Cỡ mẫu</b>	<b>Thời gian</b>	<b>Phương pháp</b>	<b>Biến độc lập</b>	<b>Biến phụ thuộc</b>	<b>Biến kiểm soát</b>	<b>Kết quả nghiên cứu</b>
Dwivedi và Jain (2005)	Ấn Độ	340 công ty	1997-2001	OLS	BO	Tobin's Q	- Tỷ lệ đòn bẩy - Chi phí hoạt động thương mại	BO có tác động cùng chiều đến Tobin's Q
Kapopoulos và Lazaretou (2007)	Hy Lạp	175 công ty	2000	OLS và 2SLS	BO	Tobin's Q	- Quy mô doanh nghiệp	BO có tác động cùng chiều đến Tobin's Q
						ROE	- Tỷ lệ đòn bẩy - Chi phí bán hàng	BO có tác động cùng chiều đến ROE
Shah và Hussain (2012)	Pakistan	138 công ty	1992-2000	FEM	BO	Tobin's Q	- Quy mô doanh nghiệp - Tỷ lệ đòn bẩy	BO có tác động cùng chiều đến Tobin's Q
	New Zealand	79 công ty	2007-2011	GLM	BO	Tobin's Q	- Quy mô doanh nghiệp	BO có tác động cùng chiều đến Tobin's Q

Fauzi và cộng sự (2012)						ROA	- Tỷ lệ đòn bẩy	BO có tác động cùng chiều đến ROA
Nguyen và cộng sự (2015)	Việt Nam	122 công ty	2008-2011	S-GMM	BO	Tobin's Q	- Quy mô doanh nghiệp - Tỷ lệ đòn bẩy - Tuổi doanh nghiệp - Tăng trưởng GDP	BO có tác động cùng chiều đến Tobin's Q
Hoang và cộng sự (2017)	Việt Nam	406 quan sát	2007-2015	System-GMM	BO	Tobin's Q	- Quy mô doanh nghiệp - Tỷ lệ đòn bẩy - Đầu tư tài sản cố định - Tuổi doanh nghiệp - Hệ số rủi ro của doanh nghiệp	Không tìm thấy tác động của BO đến Tobin's Q
Ngô Mỹ Trân và Lê	Việt Nam	287 quan sát	2011-2015	GMM	BO	Tobin's Q	- Quy mô doanh nghiệp	BO có tác động cùng chiều đến Tobin's Q

Thị Trang (2018)						ROA	- Tỷ lệ đòn bẩy - Tốc độ tăng trưởng doanh nghiệp	BO có tác động cùng chiều đến ROA
						ROE	- Đầu tư tài sản cố định	BO có tác động cùng chiều đến ROE

*Nguồn: Tổng hợp từ các nghiên cứu trước đây*

*Chú thích: BO được trình bày trong bảng trên là ký hiệu của cấu trúc vốn chủ sở hữu cổ đông lớn (Block Ownership)*

**Bảng 2.2. Tổng hợp các nghiên cứu trước đây về tác động của cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý đến hiệu quả hoạt động trên thế giới và Việt Nam**

Nghiên cứu	Quốc gia	Cỡ mẫu	Thời gian	Phương pháp	Biến độc lập	Biến phụ thuộc	Biến kiểm soát	Kết quả nghiên cứu
Morck và các cộng sự (1988)	Hoa Kỳ	371 quan sát	1980	Hồi quy phân lớp tuyến tính	MO	Tobin's Q	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Tỷ lệ đòn bẩy</li> <li>- Chi phí quảng cáo</li> <li>- Chi phí R&amp;D</li> </ul>	<p>Mối quan hệ phi tuyến bậc ba giữa MO và hiệu quả hoạt động:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Khi MO từ 0% đến 5% và lớn hơn 25%, thì MO tác động cùng chiều đến Tobin's Q;</li> <li>- Khi MO từ 5% đến 25%, thì MO tác động ngược chiều đến Tobin's Q.</li> </ul>
Cho (1998)	Hoa Kỳ	326 công ty	1991	OLS	MO	Tobin's Q	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Đầu tư tài sản cố định</li> <li>- Chi phí R&amp;D</li> <li>- Tính thanh khoản</li> </ul>	Không tìm thấy tác động của MO đến Tobin's Q

Welch (2003)	Úc	114 công ty	1999- 2000	OLS	MO	ROA	- Tỷ lệ đòn bẩy - Đầu tư tài sản cố định - Chi phí R&D - Tính thanh khoản	MO có tác động cùng chiều đến ROA
De Miguel và cộng sự (2004)	Tây Ban Nha	135 công ty	1990- 1999	GMM	MO	Tobin's Q	- Quy mô doanh nghiệp - Đầu tư tài sản cố định - Tính thanh khoản	Mối quan hệ phi tuyến bậc ba giữa MO và hiệu quả hoạt động: - Khi MO từ 0% đến 35% và vượt 70%, thì MO tác động cùng chiều đến Tobin's Q; - Khi MO từ 35% đến 70%, thì MO tác động ngược chiều đến Tobin's Q.
Dwivedi và Jain (2005)	Ấn Độ	340 công ty	1997- 2001	OLS	MO	Tobin's Q	- Tỷ lệ đòn bẩy - Chi phí hoạt động thương mại	MO có tác động ngược chiều đến Tobin's Q;

Li và cộng sự (2007)	Trung Quốc	155 công ty	1992-2000	OLS	MO	ROA	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Quy mô doanh nghiệp</li> <li>- Tỷ lệ đòn bẩy</li> <li>- Tăng trưởng doanh thu</li> <li>- Đầu tư tài sản cố định</li> <li>- Tính thanh khoản</li> </ul>	MO có tác động cùng chiều đến ROA
Ruan và cộng sự (2011)	Trung Quốc	197 công ty	2002-2007	3SLS	MO	Tobin's Q	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Tỷ lệ đòn bẩy</li> </ul>	<p>Mối quan hệ phi tuyến bậc ba giữa MO và hiệu quả hoạt động:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Khi MO từ 0% đến 18% và vượt 64%, thì MO tác động cùng chiều đến Tobin's Q;</li> <li>- Khi MO từ 18% đến 64%, thì MO tác động ngược chiều đến Tobin's Q.</li> </ul>



Shah và Hussain (2012)	Pakistan	138 công ty	1992-2000	Common Effect Model	MO	Tobin's Q	- Quy mô doanh nghiệp - Tỷ lệ đòn bẩy	MO có tác động ngược chiều đến Tobin's Q;
Fauzi và cộng sự (2012)	New Zealand	79 công ty	2007-2011	GLM	MO	Tobin's Q	- Quy mô doanh nghiệp	MO có tác động cùng chiều đến Tobin's Q
						ROA	- Tỷ lệ đòn bẩy	MO có tác động cùng chiều đến ROA
Mollah và cộng sự (2012)	châu Phi	19 công ty	2000-2007	OLS	MO	Tobin's Q	- Quy mô doanh nghiệp	MO có tác động cùng chiều đến Tobin's Q
						ROA	- Hệ số rủi ro của doanh nghiệp	MO có tác động cùng chiều đến ROA
						ROE		MO có tác động cùng chiều đến ROE
Trần Minh Trí và Dương Như Hùng (2011)	Việt Nam	126 doanh nghiệp	2006-2009	FEM	MO	Tobin's Q	- Quy mô doanh nghiệp - Tỷ lệ đòn bẩy	Mối quan hệ phi tuyến bậc hai giữa MO và hiệu quả hoạt động: - Khi MO từ 0% đến 59,1%, thì MO tác động cùng chiều đến Tobin's Q;

							- Tốc độ tăng trưởng tài sản cố định	- Khi MO từ 59,1% đến 100%, thì MO tác động ngược chiều đến Tobin's Q;
Vo va Phan (2013)	Việt Nam	77 công ty	2006-2011	FGLS	MO	ROA	- Quy mô doanh nghiệp - Tỷ lệ đòn bẩy	Mối quan hệ phi tuyến bậc hai giữa MO và hiệu quả hoạt động: - Khi MO từ 0% đến 22%, thì MO tác động cùng chiều đến ROA; - Khi MO từ 22% đến 100%, thì MO tác động ngược chiều đến ROA.
Phan Bùi Gia Thủy và cộng sự (2017)	Việt Nam	120 công ty	2009-2015	FEM	MO	ROA	- Quy mô doanh nghiệp - Tỷ lệ đòn bẩy	Mối quan hệ phi tuyến bậc hai giữa MO và hiệu quả hoạt động: - Khi MO từ 0% đến 30,18%, thì MO tác động ngược chiều đến ROA; - Khi MO từ 30,18% đến 100%,

								thì MO tác động cùng chiều đến ROA.
Hoang và cộng sự (2017)	Việt Nam	406 quan sát	2007-2015	System-GMM	MO	Tobin's Q	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Quy mô doanh nghiệp</li> <li>- Tỷ lệ đòn bẩy</li> <li>- Đầu tư tài sản cố định</li> <li>- Tuổi doanh nghiệp</li> <li>- Hệ số rủi ro của doanh nghiệp</li> </ul>	<p>Mối quan hệ phi tuyến bậc ba giữa MO và hiệu quả hoạt động:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Khi MO từ 0% đến 12% và lớn hơn 45%, thì MO tác động cùng chiều đến Tobin's Q;</li> <li>- Khi MO từ 12% đến 45%, thì MO tác động ngược chiều đến Tobin's Q.</li> </ul>

*Nguồn: Tổng hợp từ các nghiên cứu trước đây*

*Chú thích: MO được trình bày trong bảng trên là ký hiệu của cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý (Management Ownership)*

Như vậy, có thể thấy rằng các nghiên cứu thực nghiệm tại các quốc gia phát triển và đang phát triển về tác động của cấu trúc vốn chủ sở hữu đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp vẫn còn nhiều ý kiến trái chiều. Ngoài ra, hầu hết các nghiên cứu thực hiện tại các nền kinh tế đang chuyển đổi, đặc biệt là ở châu Á đều bỏ qua vấn đề nội sinh của cấu trúc vốn chủ sở hữu. Trong khi đó, một số nghiên cứu mặc dù xem xét tính nội sinh của cấu trúc vốn chủ sở hữu nhưng lại sử dụng kỹ thuật ước lượng Tác động cố định (FEM) hoặc ước lượng biến công cụ (IV), mà những kỹ thuật này lại không thể hoàn toàn kiểm soát hiện tượng nội sinh. Do đó, nghiên cứu này cố gắng lấp đầy khoảng trống nghiên cứu bằng các áp dụng kỹ thuật ước lượng System-GMM để cung cấp bằng chứng thực nghiệm hợp lý hơn, đồng thời, kế thừa các biện pháp kiểm soát được sử dụng của các nghiên cứu trước đây.

## **TÓM TẮT CHƯƠNG 2**

Trên thế giới đã có nhiều nghiên cứu thực nghiệm về ảnh hưởng của cấu trúc vốn chủ sở hữu tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Các lý luận và bằng chứng thực nghiệm về cấu trúc vốn chủ sở hữu và hiệu quả hoạt động có sự trái ngược và mâu thuẫn và chỉ ra rằng mối quan hệ này phụ thuộc đáng kể vào các trường hợp cụ thể. Ngoài ra, các nghiên cứu sử dụng phương pháp định lượng đơn giản với khoảng thời gian nghiên cứu tương đối ngắn. Điều này cho thấy cần có một nghiên cứu sâu hơn để đánh giá xác thực về tác động cấu trúc vốn chủ sở hữu cổ đông lớn và nhà quản lý tới hiệu quả hoạt động tại các doanh nghiệp Việt Nam. Nhằm làm rõ hơn vấn đề và khắc phục một số điểm yếu nêu trên, mục tiêu của nghiên cứu này là sử dụng mô hình kinh tế lượng System-GMM kiểm nghiệm thực chứng tác động của cấu trúc sở hữu tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp tại Việt Nam và đưa ra các gợi ý chính sách để nâng cao hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

## **CHƯƠNG 3. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU**

Chương này trước tiên bài viết trình bày quy trình nghiên cứu tại phần 3.1. Kế đó, phần 3.2 là phần thảo luận về mối quan hệ giữa cấu trúc vốn chủ sở hữu và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, lập luận của tác giả để đưa ra các giả thuyết nghiên cứu. Từ đó, phần 3.3 đề xuất mô hình nghiên cứu, trong đó có trình bày các biến cụ thể trong mô hình. Sau đó, phần 3.4 mô tả các thức thu thập và xử lý dữ liệu để có được mẫu nghiên cứu. Cuối cùng, phần 3.5 trình bày trình tự nghiên cứu và phương pháp hồi quy System-GMM cùng các kiểm định được thực hiện trong nghiên cứu.

### **3.1. Quy trình nghiên cứu**

Những lý thuyết và nghiên cứu thực nghiệm trước đây có liên quan đến vấn đề nghiên cứu được thực hiện tại các chương trước đây đóng góp vào việc tạo nền tảng và cơ sở lập luận cũng như thực hiện các bước nghiên cứu trong luận văn, cụ thể quy trình nghiên cứu tiếp theo như sau:

Bước 1: Xây dựng giả thuyết nghiên cứu.

Bước 2: Đề xuất mô hình nghiên cứu

Bước 3: Thu thập dữ liệu

Bước 4: Phân tích dữ liệu, đưa ra kết quả nghiên cứu

Bước 5: Giải thích kết quả, thảo luận vấn đề nghiên cứu

### **3.2. Giả thuyết nghiên cứu**

#### **3.2.1. Tác động tuyến tính của cấu trúc vốn chủ sở hữu cổ đông lớn đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp**

Việc cấu trúc vốn chủ sở hữu cổ đông lớn vào một số cổ đông lớn sẽ tạo ra một lực cản các cổ đông khác tham gia vào công tác quản trị. Cấu trúc vốn chủ sở hữu cổ đông lớn được tạo ra do một nhóm các nhà đầu tư nắm giữ tỷ lệ lớn cổ phần sẽ làm xuất hiện liên kết giữa các cổ đông trong nhóm thống trị để cùng thực hiện việc kiểm soát chung. Một nhóm các cổ đông cũng gây ra nhiều vấn đề hơn là một

cổ đông đơn lẻ. Các cổ đông trong nhóm có thể sẽ nảy sinh những mâu thuẫn về quyền lợi và chiến lược của công ty, từ đó dẫn đến hiện tượng mà dân gian gọi là “lắm thầy, nhiều ma”. Một khả năng khác là khi tồn tại một nhà đầu tư có quyền biểu quyết lớn hơn hẳn các nhà đầu tư khác, những nhà đầu tư nhỏ hơn có thể chỉ góp phần làm gia tăng chi phí tập trung qua việc làm giảm tính thanh khoản và giá trị thông tin của giá cổ phiếu. Hơn thế nữa, xét theo cấu trúc cổ đông của các doanh nghiệp Việt Nam, số lượng các cổ đông lớn (chiếm trên 5% vốn cổ phần) của một doanh nghiệp là không nhiều (không phân biệt nhà đầu tư tổ chức hay cá nhân). Tỷ lệ cổ phần của cổ đông lớn nhất cũng khá lớn (vượt trội so với các cổ đông còn lại).

Tương tự với các nghiên cứu của Dwivedi và Jain (2005), Kapopoulos và Lazaretou (2007), Shah và Hussain (2012), Fauzi và cộng sự (2012), Nguyen và cộng sự (2015), Ngô Mỹ Trân và Lê Thị Trang (2018), trong nghiên cứu này cấu trúc vốn chủ sở hữu cổ đông lớn được đo lường dựa trên tỷ lệ cổ phiếu sở hữu của năm cổ đông lớn nhất. Nghiên cứu kỳ vọng rằng khi quyền biểu quyết nằm trong tay một số cổ đông lớn sẽ giúp cho hoạt động của công ty được điều hành hiệu quả hơn do giảm thiểu chi phí phát sinh từ mâu thuẫn nội bộ, đồng thời cũng dự đoán sự phân tán quyền lực sẽ có tác động xấu đến hiệu quả của công ty.

*Giả thuyết 1:* Cấu trúc vốn chủ sở hữu cổ đông lớn có tác động cùng chiều đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp.

### **3.2.2. Tác động phi tuyến bậc ba của cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp**

Dựa trên các nghiên cứu thực nghiệm có trước và phân tích tác động của cấu trúc vốn chủ sở hữu đến hiệu quả hoạt động cho thấy sở hữu của nhà quản lý tăng lên có thể làm tăng sự khích lệ và nâng cao sự giám sát của họ đến nhà quản lý, từ đó làm gia tăng hiệu quả công ty. Tuy nhiên, nhà quản lý nắm trong tay tỷ lệ lớn cổ phần, họ có thể sẽ dựa trên lợi thế này cùng với hệ thống các quy định và pháp luật còn chưa hoàn thiện của Việt Nam và thông tin không công bố đúng mức để biểu quyết các phương án hoạt động, dự án đầu tư theo hướng có lợi cho cá nhân, đi ngược

lại mục tiêu tối đa hóa giá trị doanh nghiệp và đồng thời gây tổn thất cho các cổ đông thiểu số, thâu tóm các lợi ích lớn hơn giới hạn cho phép họ được nhận.

Theo bằng chứng thực nghiệm của Morck và cộng sự (1988), De Miguel và cộng sự (2004), Ruan và cộng sự (2011) và Hoang và cộng sự (2017) ở tỷ lệ sở hữu của nhà quản lý mức độ thấp và cao, hiệu ứng lợi ích chi hội tụ sẽ lần lượt phối hiệu ứng tham quyền cố vị, dẫn đến mối quan hệ tích cực giữa cấu trúc vốn chủ sở hữu của người quản lý và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Tuy nhiên, điều ngược lại được quan sát thấy ở tỷ lệ sở hữu của nhà quản lý mức trung bình, dẫn đến mối quan hệ tiêu cực. Dựa trên phát hiện này, giả thuyết H2 được xây dựng.

*Giả thuyết 2: Tồn tại tác động phi tuyến bậc ba giữa cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp.*

### 3.3. Mô hình nghiên cứu

#### 3.3.1. Mô hình nghiên cứu

Dựa trên các giả thuyết nghiên cứu về tác động tuyến tính của cấu trúc vốn chủ sở hữu cổ đông lớn đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp và tác động phi tuyến của cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp, tác giả đề xuất mô hình nghiên cứu tổng quát như sau:

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

Trong đó,  $Y_{it}$  là biến phụ thuộc,  $\sum X_{it}$  là tổng hòa các quan hệ tuyến tính hay phi tuyến tính của biến độc lập đối với biến phụ thuộc,  $\sum Z_{it}$  là tổng hòa các quan hệ của các biến kiểm soát và  $\sum D_{it}$  là tổng hòa các quan hệ các biến giả định đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp.

Dựa trên giả thuyết nghiên cứu được phát triển trong phần 3.2 và mô hình tổng quát [1] vừa được đề xuất, luận văn xây dựng mô hình đo lường tác động cùng chiều của cấu trúc vốn chủ sở hữu cổ đông lớn đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp dựa trên nghiên cứu gốc của Hoang và cộng sự (2017) được trình bày như sau:

$$\begin{aligned} TobinQ_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 TobinQ_{it-1} + \alpha_2 BO_{it} + \alpha_3 NBO + \alpha_4 BOChange \\ & + \alpha_5 BOCtrl + \alpha_6 LogSize + \alpha_7 Lev + \alpha_8 Fix + \alpha_9 Liq \\ & + \alpha_{10} Age + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad [1.1]$$

$$\begin{aligned} ROA_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 ROA_{it-1} + \alpha_2 BO_{it} + \alpha_3 NBO + \alpha_4 BOChange \\ & + \alpha_5 BOCtrl + \alpha_6 LogSize + \alpha_7 Lev + \alpha_8 Fix + \alpha_9 Liq \\ & + \alpha_{10} Age + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad [1.2]$$

$$\begin{aligned} ROE_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 ROE_{it-1} + \alpha_2 BO_{it} + \alpha_3 NBO + \alpha_4 BOChange \\ & + \alpha_5 BOCtrl + \alpha_6 LogSize + \alpha_7 Lev + \alpha_8 Fix + \alpha_9 Liq \\ & + \alpha_{10} Age + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad [1.3]$$

Tiếp tục, để nghiên cứu tác động phi tuyến bậc ba của cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp, mô hình nghiên cứu tổng quát [1] sẽ được xây dựng và phát triển dựa trên nghiên cứu gốc của Hoang và cộng sự (2017) như sau:

$$\begin{aligned} TobinQ_{it} = & \beta_0 + \beta_1 TobinQ_{it-1} + \beta_2 MO_{it} + \beta_3 MO_{it}^2 + \beta_4 MO_{it}^3 \\ & + \beta_5 LogSize + \beta_6 Lev + \beta_7 Fix + \beta_8 Liq + \beta_9 Age + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad [2.1]$$

$$\begin{aligned} ROA_{it} = & \beta_0 + \beta_1 ROA_{it-1} + \beta_2 MO_{it} + \beta_3 MO_{it}^2 + \beta_4 MO_{it}^3 + \beta_5 LogSize \\ & + \beta_6 Lev + \beta_7 Fix + \beta_8 Liq + \beta_9 Age + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad [2.2]$$

$$\begin{aligned} ROE_{it} = & \beta_0 + \beta_1 ROE_{it-1} + \beta_2 MO_{it} + \beta_3 MO_{it}^2 + \beta_4 MO_{it}^3 + \beta_5 LogSize \\ & + \beta_6 Lev + \beta_7 Fix + \beta_8 Liq + \beta_9 Age + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad [2.3]$$

### 3.3.2. Mô tả biến

Dưới đây luận văn sẽ trình bày rõ hơn về các biến được sử dụng trong nghiên cứu này.

#### ***Biến phụ thuộc***

##### *Hệ số Tobin's Q*

Đề đo lường cho hiệu quả hoạt động dài hạn của công ty, nhiều nghiên cứu sử dụng Tobin's Q (Wei và Varela, 2003; Alfaraih và cộng sự, 2012; Yu, 2013) bởi vì chỉ số này phản ánh giá trị thị trường của cổ phiếu và phản ánh đánh giá của thị



trường đối với hiệu quả hoạt động của công ty. Tobin's Q là tỷ số của giá trị thị trường của doanh nghiệp trên giá trị thay thế (replacement value) của tài sản.

$$\text{Tobin's Q} = (\text{EMV} + \text{LMV}) / (\text{EBV} + \text{LBV})$$

Trong đó, EMV là giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu, LMV là giá trị thị trường của nợ phải trả, EBV là giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu và LBV là giá trị sổ sách của nợ phải trả.

Hệ số Tobin's Q là tỷ số của giá trị thị trường của doanh nghiệp trên giá trị thay thế (replacement value) của tài sản. Tuy nhiên, giá trị thị trường của nợ phải trả tương đương giá trị sổ sách của nợ phải trả. Do đó, Hoang và cộng sự (2017) đã đo lường chỉ số này theo hướng chi phí thay thế và giá trị thị trường của nợ được thay thế bằng giá trị sổ sách của tổng tài sản và nợ tương ứng. Giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu (còn gọi là vốn hóa thị trường) được tính bằng tích của giá cổ phiếu thị trường và số lượng cổ phiếu đang lưu hành. Cuối cùng, Tobin's Q vào cuối năm t được xác định như sau:

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{Giá cổ phiếu} \times \text{Số cổ phiếu đang lưu hành} + \text{Giá trị sổ sách của nợ}}{\text{Giá trị sổ sách của tổng tài sản}}$$

*Tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (Return On total Asset –ROA)*

Tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (Return On total Asset –ROA) là tỷ số tài chính cho biết doanh nghiệp tạo ra được bao nhiêu đồng lợi nhuận sau thuế từ một đồng tài sản. Tỷ số này được tính ra bằng cách lấy lợi nhuận ròng (hoặc lợi nhuận sau thuế) của doanh nghiệp trong kỳ báo cáo (có thể là 1 tháng, 1 quý, nửa năm, hay một năm) chia cho bình quân tổng giá trị tài sản của doanh nghiệp trong cùng kỳ.

$$\text{ROA} = \frac{\text{Lợi nhuận ròng (hoặc lợi nhuận sau thuế) cuối kỳ}}{\text{Tổng giá trị tài sản cuối kỳ}}$$

ROA là thước đo hiệu quả sử dụng tài sản, vì mọi tài sản đều là những khoản đầu tư của doanh nghiệp. ROA chỉ ra khả năng quản trị doanh nghiệp trong quá trình chuyển tài sản thành thu nhập ròng. Một mức ROA thấp là kết quả của một chính sách đầu tư hay cho vay không hiệu quả hoặc chi phí hoạt động của doanh nghiệp

quá mức. Ngược lại, mức ROA cao phản ánh doanh nghiệp sử dụng một cơ cấu tài sản hợp lý, chính sách kinh doanh và đầu tư tài sản hiệu quả.

Nếu tỷ số này lớn hơn 0, thì có nghĩa doanh nghiệp làm ăn có lãi. Tỷ số càng cao cho thấy doanh nghiệp làm ăn càng hiệu quả. Còn nếu tỷ số nhỏ hơn 0, thì doanh nghiệp làm ăn thua lỗ. Mức lãi hay lỗ được đo bằng phần trăm của giá trị bình quân tổng tài sản của doanh nghiệp. Tỷ số cho biết hiệu quả quản lý và sử dụng tài sản để tạo ra thu nhập của doanh nghiệp.

Tỷ suất sinh lời trên tài sản phụ thuộc vào mùa vụ kinh doanh và ngành nghề kinh doanh. Do đó, người phân tích tài chính doanh nghiệp chỉ sử dụng tỷ số này trong so sánh doanh nghiệp với bình quân toàn ngành hoặc với doanh nghiệp khác cùng ngành và so sánh cùng một thời kỳ.

Tuy nhiên, nhiều nghiên cứu để thuận tiện cho việc lấy dữ liệu, thay vì sử dụng bình quân tổng tài sản thì các bài viết thường sử dụng tổng giá trị tài sản cuối kỳ báo cáo. Và đây cũng là cách lấy dữ liệu về chỉ số ROA được sử dụng trong luận văn này (Welch, 2003; Li và cộng sự, 2007; Fauzi và cộng sự, 2012; Mollah và cộng sự, 2012; Vo và Phan, 2013 và Phan Bùi Gia Thủy và cộng sự, 2017)

#### *Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (Return On Equity –ROE)*

Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (Return on Equity –ROE) là chỉ tiêu phản ánh hiệu quả của vốn chủ sở hữu, cho biết một đơn vị tiền tệ vốn chủ sở hữu bỏ ra tạo được bao nhiêu đơn vị tiền tệ lợi nhuận ròng. Tỷ số này được tính ra bằng cách lấy lợi nhuận ròng (hoặc lợi nhuận sau thuế) của doanh nghiệp trong kỳ báo cáo (có thể là 1 tháng, 1 quý, nửa năm, hay một năm) chia cho bình quân giá trị vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp trong cùng kỳ.

$$ROE = \frac{\text{Lợi nhuận ròng (hoặc lợi nhuận sau thuế) cuối kỳ}}{\text{Giá trị vốn chủ sở hữu cuối kỳ}}$$

Nếu ROE mang giá trị dương, là công ty làm ăn có lãi, nếu mang giá trị âm là công ty làm ăn thua lỗ. Tỷ số này cao là mục tiêu hướng tới của bất kỳ người chủ sở hữu doanh nghiệp nào. Đây là một chỉ tiêu đo lường tỷ lệ thu nhập của các cổ đông doanh nghiệp, thể hiện thu nhập mà các cổ đông nhận được từ việc đầu tư vào doanh

nghiệp. Hiệu quả sử dụng vốn và tài sản của doanh nghiệp càng cao là cơ sở để doanh nghiệp tăng quy mô vốn cũng như năng lực tài chính của mình. Chỉ số ROE cao và ổn định phản ánh việc quản lý sinh lời và hiệu quả. Tuy nhiên ROE quá cao so với ROA, chứng tỏ vốn chủ sở hữu chiếm tỷ lệ rất nhỏ trong nguồn vốn, doanh nghiệp đã huy động vốn nhiều để cho vay, điều này có thể ảnh hưởng đến sự an toàn trong hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Bên cạnh đó, những cổ phiếu theo chu kỳ toàn hoàn (biến động cùng với nền kinh tế) thường có chỉ số ROE thấp.

Cũng như tỷ suất sinh lời trên tài sản, tỷ số này phụ thuộc vào thời vụ kinh doanh. Ngoài ra, nó còn phụ thuộc vào quy mô và mức độ rủi ro của công ty. Để so sánh chính xác, cần so sánh tỷ số này của một công ty cổ phần với tỷ số bình quân của toàn ngành, hoặc với tỷ số của công ty tương đương trong cùng ngành.

Tuy nhiên, nhiều nghiên cứu để thuận tiện cho việc lấy dữ liệu, thay vì sử dụng bình quân giá trị vốn chủ sở hữu thì các bài viết thường sử dụng tổng vốn chủ sở hữu của cuối kỳ báo cáo. Và đây cũng là cách lấy dữ liệu về chỉ số ROE được sử dụng trong luận văn này (Mollah và cộng sự, 2012 và Kapopoulos và Lazaretou, 2007)

### ***Biến độc lập***

*Cấu trúc vốn chủ sở hữu cổ đông lớn* thường được đo lường bằng tỷ lệ phần trăm cổ phần của một vài cổ đông lớn trong doanh nghiệp. Những cổ đông lớn có khả năng ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp một cách trực tiếp thông qua quyền biểu quyết và sức mạnh kiểm soát đối với các nhà quản lý. Tuy nhiên, tại Việt Nam, một cổ đông lớn được hiểu là một cổ đông sở hữu ít nhất 5% tổng số cổ phần của doanh nghiệp (Luật chứng khoán, 2006). Vì vậy trong nghiên cứu này, *cấu trúc vốn chủ sở hữu (BO)* được đo lường bằng tổng tỷ lệ cổ phần của những cổ đông lớn thỏa mãn điều kiện vừa nêu.

Ngoài ra, một số biến liên quan đến cấu trúc vốn chủ sở hữu cổ đông lớn ảnh hưởng đến hoạt động của công ty cũng được đưa vào mô hình nghiên cứu. Trước tiên, đó là trạng thái thay đổi cổ đông lớn trong năm (*BOChange*). *BOChange* nhận giá trị bằng 1 nếu trong năm có sự thay đổi của cổ đông lớn, nếu ngược lại *BOChange*

nhận giá trị bằng 0. Brealey, Myers và Allen (2014) nhận định rằng các công ty hoạt động kém hiệu quả thường có liên quan đến vấn đề quản lý kém, do đó việc thay đổi cổ đông lớn được kỳ vọng có thể giúp công tác quản lý cũng như hiệu quả hoạt động tốt được cải thiện. Kế tiếp là biến giả về sự tồn tại của cổ đông kiểm soát trong năm của doanh nghiệp (*BOCtrl*). *BOCtrl* nhận giá trị bằng 1 nếu có cổ đông nắm giữ tối thiểu 50% tổng số cổ phần của doanh nghiệp và bằng 0 nếu không có cổ đông nào thỏa mãn điều kiện trên. Thông thường, cổ đông này có quyền lực lớn trong quản trị doanh nghiệp, vì họ có thể chi phối những cổ đông khác nhờ vào quyền biểu quyết của họ. Do đó, tương tự như trường hợp của cấu trúc vốn chủ sở hữu cổ đông lớn được thảo luận trong Mục 2.2.2, cổ đông kiểm soát cũng có thể tác động đến hoạt động của công ty thông qua hiệu ứng giám sát và/hoặc hiệu ứng lạm dụng quyền lực. Cuối cùng, số lượng cổ đông lớn trong doanh nghiệp (ký hiệu là *NBO*) cũng nên được xem xét. Hoang và cộng sự (2017) cho cấu trúc vốn chủ sở hữu cổ đông lớn có thể tương quan cao với số lượng cổ đông lớn trong các công ty. Đồng thời, số lượng cổ đông lớn có thể có tác động tiềm ẩn đến hoạt động của công ty, vì nhiều cổ đông lớn giúp tăng cường hoạt động kiểm soát và giám sát trong công ty, do đó, giảm thiểu tác động tiêu cực của hiệu ứng lạm dụng quyền lực của các cổ đông lớn.

*Cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý (MO)* được tính bằng tỷ lệ cổ phần được sở hữu bởi tất cả các thành viên hội đồng quản trị, ban điều hành và ban kiểm soát, trong đó, các thành viên ban kiểm soát độc lập với hội đồng quản trị (Hoang và cộng sự, 2017).

### ***Biến kiểm soát***

Để giảm thiểu sự sai lệch tiềm ẩn do các biến bị bỏ sót, mô hình nghiên cứu cũng sử dụng một số biến kiểm soát liên quan đến đặc điểm của doanh nghiệp có ảnh hưởng đến hoạt động của doanh nghiệp, bao gồm quy mô doanh nghiệp, tỷ lệ đòn bẩy, tốc độ tăng trưởng tài sản cố định, tính thanh khoản và tuổi của doanh nghiệp.

*Quy mô doanh nghiệp (Size)* thông thường được tính theo tổng giá trị tài sản. Tuy nhiên, nghiên cứu này sẽ đo lường quy mô doanh nghiệp bằng logarit tự nhiên của tổng tài sản (*LogSize*). Quy mô có tác động hỗn hợp tới hiệu quả hoạt động của

doanh nghiệp. Các doanh nghiệp lớn có xu hướng có cơ hội tăng trưởng thấp hơn, dẫn tới hiệu quả hoạt động thấp hơn (Konijn và cộng sự, 2011). Khi doanh nghiệp trở nên lớn hơn, nhà quản lý không đưa ra được các chỉ đạo hiệu quả và mức độ minh bạch có thể giảm bớt; điều này có nghĩa là chi phí giám sát có thể tăng lên ở các doanh nghiệp lớn. Các doanh nghiệp lớn có thể có lợi thế về quy mô kinh tế, hoặc sức mạnh thị trường, giúp họ cải thiện công ty qua hoạt động (Pervan và Visic, 2012).

*Tỷ lệ đòn bẩy (Lev)* được đo lường bằng tổng nợ trung bình trên tổng tài sản bình quân. Theo Jensen (1986), sử dụng nợ có thể hạn chế dòng tiền tự do trong tay các nhà quản lý và do đó có thể giúp hạn chế cơ hội của các nhà quản lý trong việc đầu tư quá mức và khai thác các nguồn lực của công ty cho mục đích cá nhân. Ngoài ra, tỷ lệ đòn bẩy cao hơn cũng có thể tăng cường sự giám sát từ bên ngoài từ của các nhà đầu đối với việc quản lý doanh nghiệp. Ngoài ra, các công ty cũng có thể thu được từ lá chắn thuế lãi suất bằng cách sử dụng nợ (Kraus và Litzemberger, 1973). Tuy nhiên, các công ty sử dụng đòn bẩy cũng có thể phải đối mặt với chi phí khó khăn tài chính và mất tính linh hoạt tài chính. Do đó, mặc dù đòn bẩy có thể ảnh hưởng đến hoạt động của công ty, nhưng dấu hiệu của tác động này là không thể đoán trước.

*Tăng trưởng tài sản cố định (Fix)* được xem như là một thước đo hiệu quả cho thấy tiềm năng cũng như các cơ hội đầu tư trong tương lai của doanh nghiệp. Tuy nhiên, một số nghiên cứu lại chỉ ra kết quả ngược lại (Eklund, 2008). Nguyên nhân là các hoạt động gia tăng giá trị tài sản tuy mang lại lợi ích trong dài hạn nhưng sẽ làm tổn hại hiệu quả hoạt động trong ngắn hạn. Ngoài ra lý thuyết chi phí đại diện, Jensen và Meckling (1976) đã chỉ ra rằng các công ty tăng trưởng cao có thể đầu tư quá đà và dàn trải làm cho chi phí của việc vay nợ tăng, có xu hướng sử dụng nhiều nợ hơn gây tác động tiêu cực tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

*Tính thanh khoản (Liq)* đề cập đến khả năng của các công ty để trang trải các khoản thanh toán nợ ngắn hạn. Thanh khoản giúp 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). Nói chung, các

công ty có thanh khoản cao thường hoạt động tốt và tiếp tục có hiệu quả hoạt động tốt (Cho, 1998). Do đó, tính thanh khoản được kỳ vọng sẽ có mối quan hệ tích cực với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Thanh khoản được xác định bằng tài sản ngắn hạn chia cho nợ ngắn hạn.

*Tuổi doanh nghiệp (Age)* cho biết công ty đã tồn tại được bao lâu trên thị trường. Các công ty có lịch sử lâu đời tích lũy kinh nghiệm và điều này có thể giúp họ tăng hiệu quả (Gurbuz và Aybars, 2010). Andres (2008) nghiên cứu ảnh hưởng của cấu trúc vốn chủ sở hữu gia đình đối với hoạt động của doanh nghiệp, thấy rằng độ tuổi của doanh nghiệp có thể có tác động tiêu cực trong những trường hợp này do ảnh hưởng của nhà quản lý gia đình trong các công ty. Trong nghiên cứu này, độ tuổi của doanh nghiệp được tính bằng số năm tính từ khi niêm yết trên sàn chứng khoán.

Trên cơ sở các biến được sử dụng trong mô hình như đã được đề cập tại mục 3.2.2, luận văn tiến hành tổng hợp các biến trong mô hình và phương pháp đo lường, xác định trong mô hình như bảng 3.1 dưới đây.

**Bảng 3.1. Tổng hợp các biến trong mô hình**

<b>Biến số</b>	<b>Tên biến</b>	<b>Cách đo lường</b>	<b>Nghiên cứu tham khảo</b>	<b>Kỳ vọng</b>
<b>Biến phụ thuộc</b>				
Tobin's Q	Hệ số Tobin's Q	Giá trị thị trường / Giá sổ sách của doanh nghiệp		
ROA	Tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản	Lợi nhuận sau thuế/ Tổng tài sản		
ROE	Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu	Lợi nhuận sau thuế/ Vốn chủ sở hữu		

<b>Biến độc lập</b>				
BO	Cấu trúc vốn chủ sở hữu cổ đông lớn	Tỷ lệ cổ phần được sở hữu bởi những cổ đông sở hữu số cổ phần tối thiểu 5%. Và BO nhận giá trị 0 nếu công ty không có cổ đông lớn		(+)/(-)
NBO	Số lượng cổ đông lớn	Số lượng cổ đông có tỷ lệ cổ phần lớn hơn 5%	Hoang và cộng sự (2017)	(+)/(-)
BOChange	Thay đổi cổ đông lớn nhất trong năm	BOChange = 1 nếu thay đổi cổ đông lớn nhất vào năm t, bằng 0 nếu ngược lại	Hoang và cộng sự (2017)	(+)
BOCtrl	Tồn tại cổ đông sở hữu tối thiểu 5% tổng số cổ phần	BOCtrl = 1 nếu có cổ đông sở hữu tối thiểu 5% tổng số cổ phần vào năm t, bằng 0 nếu ngược lại	Hoang và cộng sự (2017)	(+)
MO	Cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý	Tỷ lệ sở hữu cổ phần của 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	Kapopoulos và Lazaretou (2007), Shah và Hussain (2012), Fauzi và cộng sự (2012), Nguyen và cộng sự (2015), Hoang và cộng sự (2017), Ngô Mỹ Trân và Lê Thị Trang (2018)	(+)/(-)
Lev	Tỷ lệ đòn bẩy	Tổng nợ / Tổng tài sản	Hoang và cộng sự (2017)	(+)/(-)
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	Welch (2003), De Miguel và cộng sự (2004), Li và cộng sự (2007), Hoang và cộng sự (2017)	(+)/(-)
Liq	Tính thanh khoản	Tài sản ngắn hạn/Nợ ngắn hạn	Cho (1998)	(+)
Age	Số năm niêm yết trên HOSE	Năm t - Năm niêm yết trên HOSE	Nguyen và cộng sự (2015), Hoang và cộng sự (2017)	(+)/(-)

*Nguồn: Tổng hợp từ các nghiên cứu trước đây*

### 3.4. Dữ liệu nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng một bộ dữ liệu của 332 công ty 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 trên HOSE, có năm tài chính bắt đầu từ ngày 01 tháng 01 và kết thúc vào 31 tháng 12 trong giai đoạn 2007 – 2019. Các dữ liệu của nghiên cứu được lấy từ các BCTC đã kiểm toán và BCTC hợp nhất đã kiểm toán, Báo cáo thường niên, Biên bản



hợp hội đồng thành viên... Dữ liệu cuối cùng có 2521 quan sát. Các biến độc lập và phụ thuộc của nghiên cứu được tổ chức thành dữ liệu bảng.

Tuy nhiên, để có được mẫu nghiên cứu cuối cùng, mẫu sẽ không bao gồm dữ liệu của các công ty tài chính (các công ty đang hoạt động và kinh doanh trong lĩnh vực ngân hàng, bảo hiểm, công ty chứng khoán...). Bởi vì các công ty này hoàn toàn khác với các công ty phi tài chính, và một số biến có thể không so sánh được giữa công ty tài chính và các công ty khác (Liljeblom và Loflund, 2005). Ngoài ra, tại Việt Nam, các công ty phi tài chính được giám sát bởi luật doanh nghiệp, trong khi các công ty tài chính được giám sát bởi luật các tổ chức tín dụng, các ngân hàng được Nhà nước giám sát thông qua Ngân hàng Nhà nước Việt Nam và các quy định về giới hạn đầu tư vốn của các ngân hàng cũng khác các công ty (Phung và Mishra, 2015).

Ngoài ra, việc công bố tỷ lệ vốn chủ sở hữu của nhà quản lý mới chỉ bắt buộc được đề cập trong báo cáo quản trị của doanh nghiệp từ năm 2012 (52/2020/TT-BTC), nhưng không bắt buộc đối với trường hợp tỷ lệ sở hữu của các cổ đông lớn. Theo đó, dữ liệu về cấu trúc vốn chủ sở hữu nhìn chung là không có sẵn trong một số công ty, đặc biệt là vào giai đoạn đầu nghiên cứu. Điều này khiến cho dữ liệu bị mất cân bằng và chỉ tập trung thông tin ở vài năm gần đây.

Hơn nữa, theo quy định của Ủy ban chứng khoán Việt Nam, cổ đông là nhà quản lý và cổ đông lớn là người có liên quan với nhà quản lý của 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 vốn chủ sở hữu nhà quản lý điều chỉnh và có ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Dựa trên các điều kiện này, bộ dữ liệu bảng là bộ dữ liệu không cân bằng của 332 công ty (Phụ lục G) với 2.521 quan sát được xây dựng nên.

### 3.5. Trình tự phân tích dữ liệu

Mặc dù phương trình hồi quy tuyến tính đã được xây dựng cụ thể trên cơ sở các lập luận lý thuyết, tuy nhiên chưa thể kết luận được tính chất phù hợp của mô hình đặt trong trường hợp mẫu thống kê. Vì vậy, trước khi tiến hành hồi quy mô hình cần xử lý tập dữ liệu thu thập được để xem xét tổng quan về mức độ phù hợp của mô hình và mức độ giải thích của các biến độc lập, từ đó tiến hành điều chỉnh lại dữ liệu hoặc loại bỏ một số biến có ít ý nghĩa thống kê. Trình tự dữ liệu này bao gồm: thống kê mô tả, phân tích tương quan cặp giữa các biến độc lập và các biến kiểm soát.

#### 3.5.1. Thống kê mô tả

Phương pháp thống kê mô tả được sử dụng để trình bày những đặc tính cơ bản của dữ liệu thu thập được nhằm có cái nhìn tổng quan về mẫu nghiên cứu. Thông qua việc mô tả, ta có thể biết được về giá trị trung bình, độ lệch chuẩn, trung vị, giá trị nhỏ nhất và giá trị lớn nhất của từng biến trong mô hình nghiên cứu.

#### 3.5.2. Phân tích tương quan

Phân tích tương quan thông qua việc lập ma trận tương quan giữa các biến số trong nghiên cứu với nhau. Cụ thể, đây là phép phân tích được sử dụng là thước đo độ lớn của các mối liên hệ giữa các biên định lượng trong nghiên cứu, thông qua thước đo này có thể xác định mối liên hệ tuyến tính giữa các biến độc lập và biến phụ thuộc cũng như mối tương quan giữa các biến độc lập với nhau.

Phân tích tương quan cặp giữa các biến được thực hiện bằng cách thiết lập ma trận hệ số tương quan và xem xét hệ số tương quan cặp giữa tất cả các biến với nhau. Hệ số tương quan có giá trị tuyệt đối không thể lớn hơn 1. Hệ số tương quan bằng 1 trong trường hợp có tương quan tuyến tính đồng biến và -1 trong trường hợp tương quan tuyến tính nghịch biến. Các giá trị khác trong khoảng  $(-1; 1)$  cho biết mức độ phụ thuộc tuyến tính giữa các biến. Hệ số tương quan càng gần với -1 và 1 thì tương quan giữa các biến càng mạnh. Nếu các biến là độc lập thống kê thì hệ số tương quan bằng 0. Tuy nhiên, phát biểu ngược lại không đúng, vì hệ số tương quan chỉ phát hiện tương quan tuyến tính giữa hai biến.

Ngoài ra, khảo sát này giúp chúng ta nhận diện vấn đề đa cộng tuyến khi các biến độc lập cũng có tương quan mạnh với nhau. Dấu hiệu nghi ngờ dựa vào giá trị tương quan lớn hơn 0,8. Khi gặp phải nghi ngờ này, chúng ta cần chú ý đến đa cộng tuyến sẽ được xem xét khi phân tích hồi quy (kiểm tra hệ số VIF). Như vậy, sau khi thực hiện việc xử lý dữ liệu ban đầu, người viết có thể có được cái nhìn tổng quan về các biến cũng như mức độ tương quan giữa các cặp biến có thực sự phù hợp với mô hình hay không.

### **3.5.3. Phương pháp phân tích hồi quy**

Dữ liệu dạng bảng cho phép luận văn thu thập được nhiều quan sát hơn trong bối cảnh số năm có thể quan sát của dữ liệu thị trường chứng khoán Việt Nam khá ngắn. Trong nghiên cứu này, dữ liệu bảng với thời gian chỉ 13 năm nhưng số doanh nghiệp tương đối nhiều (332 doanh nghiệp). Tuy nhiên, do bản chất của dữ liệu nên việc ước lượng các phương trình hồi quy dựa trên dữ liệu dạng bảng cần sử dụng những phương pháp ước lượng phù hợp.

Với dữ liệu bảng, mô hình các ảnh hưởng cố định (Fixed Effects Model, FEM) thường được sử dụng để kiểm soát vấn đề về các yếu tố không quan sát được (unobserved heterogeneity) (Baltagi và cộng sự, 2005). Tuy nhiên, kỹ thuật này không thể được sử dụng nếu có biến nội sinh xuất hiện trong mô hình (De Miguel và cộng sự, 2004). Nhiều nghiên cứu trước đây về mối quan hệ giữa cấu trúc vốn chủ sở hữu và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp đã chỉ ra rằng cấu trúc vốn chủ sở hữu là một biến nội sinh (Thomsen và Pedersen, 2000; Demsetz và Villalonga, 2001). Vì vậy, ước lượng biến công cụ có thể được sử dụng để hạn chế vấn đề nội sinh do biến cấu trúc vốn chủ sở hữu gây ra. Tuy nhiên, theo Nakano và Nguyen (2012) việc tìm kiếm các biến công cụ thích hợp là tương đối khó khăn, khi các biến công cụ phải thỏa mãn các điều kiện bao gồm không có hiện tượng tương quan với sai số và hiện tượng tương quan với biến nội sinh. Về bản chất, hiệu quả hoạt động doanh nghiệp được xem là một biến số động nên cách tiếp cận của mô hình các ảnh hưởng cố định FEM có thể tạo ra các ước tính sai lệch và không nhất quán (Semykia và

Wooldridge, 2013). Theo đó, FEM chỉ có thể kiểm soát đối với các biến có phương sai không đổi theo thời gian và đòi hỏi phải có các biến ngoại sinh ảnh hưởng mạnh, thường rất khó tìm thấy trong thực tế. Vì vậy để tránh vấn đề nội sinh, mô hình sử dụng phương pháp System-GMM dành cho dữ liệu bảng và coi biến trễ của hiệu quả hoạt động doanh nghiệp như một biến độc lập của mô hình.

Anderson và Hsiao (1982) đề xuất sai phân cấp I, vì phương pháp OLS và mô hình các ảnh hưởng cố định FEM hoặc mô hình các ảnh hưởng ngẫu nhiên REM không thực sự thích hợp với dữ liệu bảng chệch (Semykia và Wooldridge, 2013). Thông qua sai phân cấp I, ảnh hưởng bất biến của thời gian của phần dư được triệt tiêu và ước lượng biến công cụ được áp dụng. Các biến công cụ cho biến phụ thuộc có độ trễ có thể được xây dựng từ độ trễ thứ hai và thứ ba của biến phụ thuộc. Các biến công cụ này tương quan cao với biến phụ thuộc có độ trễ nhưng không tương quan với sai số nhiễu (Roodman, 2009).

Arellano và Bond (1991) chỉ ra rằng mặc dù ước tính của Anderson và Hsiao (1982) là nhất quán, nhưng nó không tính đến các điều kiện trực giao tiềm ẩn. Arellano và Bond (1991) đề xuất mô hình kết hợp sai phân chuyển đổi và GMM để xử lý dữ liệu bảng động; mô hình này được gọi là D-GMM. Theo cách tiếp cận này, mô hình được coi là một hệ thống phương trình và sử dụng các giá trị trễ của các biến nội sinh và ngoại sinh làm biến công cụ. Tuy nhiên, mô hình này có một điểm yếu là các mức độ trễ của biến nội sinh và ngoại sinh đôi khi là biến công cụ kém hiệu quả và có thể bị sai lệch đối với mẫu nhỏ, tức là nếu biến phụ thuộc có mối quan hệ tương quan cao với biến trễ, mà thời gian lại không quá lớn thì D-GMM vẫn có các sai lệch về kết quả, các biến công cụ được đánh giá là không đủ mạnh làm mô hình có độ tin cậy cao.

Do đó, Arellano và Bover (1995) và Blundell và Bonds (1998) đã đề xuất sử dụng một hệ hai phương trình, bao gồm một phương trình mức (level equation) và một phương trình vi phân biến đổi (differencing transform equation), điều này có thể làm cho ước lượng hiệu quả hơn. Mô hình mới này được gọi là System-GMM.

Phương pháp này giả định rằng sai phân cấp I của các biến công cụ đối với các biến định mức (level variables) là không tương quan với các tác động riêng lẻ không được quan sát, có nghĩa là sai phân của các biến xác định có thể được sử dụng làm công cụ cho phương trình mức. Mô hình System-GMM đưa ra nhiều công cụ hơn và do đó có thể tăng hiệu quả (Roodman, 2009). Nghiên cứu này sử dụng phương pháp System-GMM xem xét tác động của cấu trúc vốn chủ sở hữu đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp để giải quyết hiện tượng nội sinh trong mô hình dữ liệu bảng động trong thời gian ngắn và không cân bằng của dữ liệu. System-GMM có thể tính đến phương sai thay đổi không quan sát được thông qua hệ thống phương trình sai phân bậc nhất và bậc cao, mặt khác có thể phát hiện ra ảnh hưởng qua lại giữa các biến. Vì vậy, nó có thể vượt qua những hạn chế của mô hình FEM và REM. Một trong những ưu điểm của mô hình System-GMM so với mô hình ước lượng biến công cụ, đó là mô hình System-GMM dễ dàng chọn các biến công cụ hơn bởi vì 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, System-GMM 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 ngắn 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 System-GMM. Kiểm định đầu tiên đó là kiểm định Arellano-Bond nhằm kiểm định cho sự tự tương quan. Giả thuyết  $H_0$ : Không tự tương quan. Kết quả sẽ bác bỏ giả thuyết trên đối với hiện tượng tự tương quan bậc I của các sai số sai phân bậc I và sự chấp nhận hiện tượng tự tương quan bậc hai của các sai số sai phân bậc I. Kiểm định thứ hai được sử dụng đó là kiểm định Sargan hoặc kiểm định Hansen nhằm kiểm định tính hiệu lực (Overidentification) của mô hình, xác định tính chất phù hợp của các biến công cụ trong ước lượng System-GMM. Đây là kiểm định giới hạn về nội sinh của mô hình. Kiểm định Sargan với giả

thuyết H0 biến công cụ là ngoại sinh, nghĩa là không tương quan với sai số của mô hình.

Ngoài ra, để làm rõ tác động phi tuyến bậc ba của cấu trúc vốn chủ sở hữu đến hiệu quả hoạt động, luận văn còn sử dụng phương pháp kiểm định ngưỡng giới hạn để tìm ra các giá trị tới hạn của cấu trúc vốn chủ sở hữu tối đa làm đảo chiều hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Bằng cách lấy đạo hàm riêng của mô hình [2.1], [2.2] và [2.3] đối với MO, luận văn thực hiện tính hai cực trị của mối quan hệ bậc ba bằng công thức sau:

$$\text{Cực trị thứ nhất: } MO_1 = \frac{-2\beta_2 - \sqrt{4\beta_2^2 - 12\beta_1\beta_3}}{6\beta_3} \quad [3.5.1]$$

$$\text{Cực trị thứ hai: } MO_2 = \frac{-2\beta_2 + \sqrt{4\beta_2^2 - 12\beta_1\beta_3}}{6\beta_3} \quad [3.5.2]$$

### TÓM TẮT CHƯƠNG 3

Nghiên cứu sử dụng bộ mẫu 332 công ty niêm yết trên HOSE trong giai đoạn 2007-2019. Dựa trên các dữ liệu có sẵn, bằng các bước xử lý dữ liệu thu được bộ dữ liệu bảng gồm 2521 quan sát. Giả thuyết nghiên cứu được đưa ra là cấu trúc vốn chủ sở hữu cổ đông lớn có tác động cùng chiều với hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Trong khi đó, cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý có tác động phi tuyến bậc ba đối với hiệu quả hoạt động. Tobin's Q, ROA và ROE được sử dụng làm thước đo hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Bên cạnh các biến cấu trúc vốn chủ sở hữu cổ đông lớn, số lượng cổ đông lớn, sự tồn tại của cổ đông kiểm soát cũng như sự thay đổi cổ đông lớn trong năm và cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý, đặc điểm của công ty bao gồm quy mô doanh nghiệp, tỷ lệ đòn bẩy, tốc độ tăng trưởng tài sản cố định, tính thanh khoản và độ tuổi niêm yết được sử dụng làm biến kiểm soát. Phương pháp hồi quy System-GMM được sử dụng trong bài nghiên cứu. Để kiểm tra tính hiệu lực của mô hình System -GMM, kiểm định Sargan hoặc kiểm định Hansen và kiểm định Arellano-Bond được thực hiện.

## CHƯƠNG 4. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ THẢO LUẬN

Chương này thảo luận về kết quả thực nghiệm tác động cấu trúc vốn chủ sở hữu tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp trên các mẫu được quan sát trên HOSE. Mục 4.1 và 4.2 cung cấp phân tích dữ liệu sơ bộ, bao gồm thống kê mô tả, tần số và ma trận tương quan của các biến. Trong mục 4.3 và 4.4, trình bày kết quả kiểm định và kết quả hồi quy System-GMM về hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp và cấu trúc vốn chủ sở hữu cổ đông lớn và nhà quản lý. Cuối cùng, từ các kết quả kiểm nghiệm của ước tính System-GMM, phần 4.5 thảo luận các kết quả nghiên cứu.

### 4.1. Thống kê mô tả biến

Đầu tiên trong chương này, luận văn tập trung phân tích thống kê mô tả của các biến trong mô hình nghiên cứu thông qua các giá trị trung bình, độ lệch chuẩn, giá trị nhỏ nhất, giá trị lớn nhất và giá trị trung bình của mỗi biến. Với việc thực hiện thống kê mô tả dữ liệu, người đọc sẽ có cái nhìn tổng quan về các biến như sự phân bố giá trị của các mẫu nghiên cứu, sự khác biệt giá trị các biến giữa các quốc gia trong mẫu quan sát... Bảng 4.1 thể hiện thống kê mô tả của các biến.

Dựa vào kết quả trình bày tại bảng 4.1, trước hết, luận văn đề cập đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp đo lường bằng hệ số Tobin's Q, giá trị trung bình là 1,1, giá trị nhỏ nhất là 0,1023 là hiệu quả hoạt động của CTCP Khai thác và Chế biến khoáng sản Lào Cai năm 2019, trong khi đó, 20,9330 là giá trị lớn nhất của hiệu quả hoạt động doanh nghiệp đo lường bằng hệ số Tobin's Q của CTCP Khoáng sản Bình Định năm 2007.

Hiệu quả hoạt động tính bằng ROA của dữ liệu quan sát là 0,066. Trong đó, giá trị ROA nhỏ nhất là -1,5874 là mức giá trị mà CTCP Thiết bị Y tế Việt Nhật đạt được vào năm 2015 và giá trị ROA cao nhất là 0,7837 là hiệu quả hoạt động mà CTCP Tập đoàn KIDO đạt được vào năm 2015.

Đối với hiệu quả hoạt động được tính bằng ROE, giá trị trung bình là 0,091. Trong đó, giá trị ROE nhỏ nhất là giá trị được ghi nhận tại CTCP Tập đoàn Kỹ nghệ

gỗ Trường Thành năm 2018 (-4,08864) và giá trị ROE cao nhất cũng được ghi nhận tại chính doanh nghiệp này năm 2019.

**Bảng 4.1. Thống kê mô tả các biến định lượng trong mô hình**

<b>Biến</b>	<b>Trung bình</b>	<b>Độ lệch chuẩn</b>	<b>Trung vị</b>	<b>Giá trị nhỏ nhất</b>	<b>Giá trị lớn nhất</b>	<b>Số quan sát</b>
Tobin's Q	1,1	0,77	0,98	0,1023	20,9330	2521
ROA	0,066	0,09	0,052	-1,5874	0,7837	2521
ROE	0,091	0,89	0,11	-41	1,6	2521
BO (%)	51	20	52	5	100	2521
NBO	2,5	1,4	2	1	8	2521
MO (%)	12	16	4,3	0	91	2521
LogSize	28	1,3	28	25	34	2521
Lev	0,48	0,21	0,5	0,002	1,3	2521
Fix	0,56	14	-0,0069	-1	714	2521
Liq	2,5	5,3	1,6	0,11	230	2521
Age	6	3,7	6	1	19	2521

*Nguồn: Trích xuất từ phần mềm Stata 15.0*

Tỷ lệ cổ phần của các cổ đông lớn trung bình là 51% và tỷ lệ lớn nhất được ghi nhận lên đến 100% tại CTCP Hạ tầng Nước Sài Gòn trong giai đoạn 2017-2019. Cùng với đó là số lượng cổ đông lớn tồn tại trong một doanh nghiệp trung bình là 2,5, nhiều nhất là 8 cổ đông lớn, ghi nhận tại CTCP Đầu tư Phát triển Công nghệ Điện tử - Viễn thông (năm 2012 và 2016), CTCP Đầu tư Nam Long (năm 2015), CTCP Transimex (năm 2011) và CTCP Vạn Phát Hưng (năm 2014). Trong khi đó, tỷ lệ cổ phần trung bình mà nhà quản lý của các công ty được quan sát nắm giữ là 12%. Tỷ lệ này cao nhất là 90,6285% tổng cổ phần, đây là tỷ lệ cổ phần được ghi nhận tại CTCP Vĩnh Hoàn vào năm 2019.

Ngoài ra, luận văn cũng thực hiện mô tả thống kê các biến khác. Quy mô doanh nghiệp (*LogSize*) được tính dựa trên hàm logarit của tổng tài sản của doanh



nghiệp đó, có giá trị trung bình là 28, giá trị lớn nhất và nhỏ nhất lần lượt là 25 và 34. Tỷ lệ đòn bẩy trung bình là 0,48, giá trị này dao động trong khoảng 0,002-1,3. Đối với biến tốc độ tăng trưởng tài sản cố định (*Fix*) cũng có sự chênh lệch đáng kể, trong khi giá trị nhỏ nhất của nó là -1 thì giá trị lớn nhất là 714. Tính thanh khoản trung bình của các công ty được quan sát là 2,5 khoản dao động là 230. Về số năm niêm yết trên HOSE (*Age*) của các dữ liệu quan sát là 6 năm.

Mặt khác, luận văn cũng thực hiện mô tả các biến định tính xuất hiện trong mô hình như bảng 4.2 dưới đây.

**Bảng 4.2. Thống kê mô tả các biến định tính trong mô hình**

<b>Biến</b>	<b>Giá trị</b>	<b>Số lượng</b>	<b>Tỷ lệ</b>
<b>BOChange</b>	1	2,091	83%
	0	430	17%
	Tổng	2,521	100%
<b>BOCtrl</b>	1	889	35%
	0	1,632	65%
	Tổng	2,521	100%

*Nguồn: Trích xuất từ phần mềm Stata 15.0*

Bảng 4.2 cho thấy, có 2091 quan sát ghi nhận vào năm t doanh nghiệp có sự thay đổi cổ đông lớn nhất, chiếm 83% tổng số quan sát. Trong khi đó, việc tồn tại cổ đông kiểm soát tối thiểu 50% tổng cổ phần trong doanh nghiệp chiếm 35% số quan sát.

#### **4.2. Phân tích tương quan**

Sau khi thực hiện mô tả thống kê các biến số, luận văn tiếp tục tiến hành lập ma trận tương quan giữa các biến số trong nghiên cứu với nhau. Cụ thể là phân tích tương quan giữa các biến độc lập và biến phụ thuộc cũng như phân tích tương quan giữa các biến độc lập với nhau.

Căn cứ vào bảng trình bày ma trận tương quan các biến số, sự tương quan này thể hiện độc lập cùng từng cặp biến số trong mẫu quan sát. Hầu hết các biến độc lập có hệ số tương quan không cao ( $< 0,8$ ), do vậy hiện tượng đa cộng tuyến khó có thể xảy ra khi thực hiện các phân tích hồi quy. Khi xét về độ tương quan các các yếu tố còn lại với hiệu quả hoạt động được đo lường bằng Tobin's Q, ROA và ROE thì có thể thấy rằng cấu trúc vốn chủ sở hữu cổ đông lớn (BO), sự tồn tại của cổ đông kiểm soát (BOCtrl) và tính thanh khoản (Liq) cho thấy mối tương quan tuyến tính cùng chiều với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Ngược lại, tỷ lệ đòn bẩy (Lev) và tuổi doanh nghiệp cho thấy mối tương quan tuyến tính ngược chiều với hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Trong khi đó, các biến còn lại bao gồm số lượng cổ đông lớn (NBO), sự thay đổi cổ đông lớn trong năm (BOChange), cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý (MO), quy mô doanh nghiệp (LogSize) và tốc độ tăng trưởng tài sản cố định (Fix) lại có những tác động trái ngược nhau với các cách đo lường khác nhau của hiệu quả hoạt động.

**Bảng 4.3. Ma trận tương quan giữa các biến trong mô hình**

	BO	NBO	BO Change	BO Ctrl	MO	LogSize	Lev	Fix	Liq	Age
BO	1									
NBO	0,16	1								
BOChange	0,12	-0,09	1							
BOCtrl	0,53	-0,44	0,13	1						
MO	-0,05	0,30	0,05	-0,34	1					
LogSize	0,04	0,00	0,02	-0,04	0,07	1				
Lev	-0,02	-0,03	0,03	0,03	0,13	0,10	1			
Fix	0,01	-0,01	-0,04	-0,02	-0,01	0,00	-0,01	1		
Liq	0,04	0,04	-0,06	-0,01	-0,05	0,07	-0,06	-0,01	1	
Age	-0,06	-0,01	0,01	-0,04	-0,03	-0,03	-0,31	0,00	-0,03	1

*Nguồn: Trích xuất từ phần mềm Stata 15.0*

### 4.3. Phân tích hồi quy

#### 4.3.1. Nghiên cứu tác động của cấu trúc vốn chủ sở hữu cổ đông lớn đến hiệu quả hoạt động

Thực hiện hồi quy mô hình System-GMM để xem xét tác động của cấu trúc vốn chủ sở hữu cổ đông lớn đến biến phụ thuộc là hiệu quả hoạt động doanh nghiệp được đo lường bằng Tobin's Q, ROA và ROE với tất cả các mẫu quan sát, bao gồm 2051 quan sát của 322 công ty được niêm yết trên HOSE giai đoạn 2007 – 2019, kết quả hồi quy được trình bày trong bảng 4.4.

**Bảng 4.4. Tác động của cấu trúc sở hữu cổ đông lớn đến hiệu quả hoạt động**

	<b>Tobin's Q</b>	<b>ROA</b>	<b>ROE</b>
<b>Tobin's Q(-1)</b>	0,642*** (22,64)		
<b>ROA(-1)</b>		0,175*** (4,47)	
<b>ROE(-1)</b>			-0,0961*** (-32,75)
<b>BO</b>	0,350*** (3,87)	0,0457* (1,90)	0,269* (1,81)
<b>NBO</b>	0,00796 (0,66)	0,00633** (2,22)	0,0153 (1,14)
<b>BOChange</b>	-0,187*** (-4,73)	0,0114* (1,76)	-0,0229** (-2,08)
<b>BOCtrl</b>	-0,133*** (-3,19)	-0,0146 (-1,07)	0,134*** (3,33)
<b>LogSize</b>	-0,00665 (-0,41)	0,00205 (0,44)	0,115*** (4,26)
<b>Lev</b>	0,107 (1,13)	-0,0520** (-2,20)	-1,388*** (-11,55)
<b>Fix</b>	0,00732*** (5,04)	-0,0000414 (-0,18)	-0,00365*** (-3,22)
<b>Liq</b>	-0,00178 (-0,82)	0,00219*** (4,78)	-0,000647 (-0,40)
<b>Age</b>	-0,00265 (-1,27)	-0,0000581 (-0,08)	-0,00882 (-1,56)
<b>Const</b>	0,847* (1,87)	-0,0358 (-0,27)	-2,650*** (-3,41)

<b>Kết quả kiểm định</b>			
<b>AR(1)</b> <b>z-statistics</b>	-3,67 (0,000)	-2,17 (0,030)	-1,04 (0,296)
<b>AR(2)</b> <b>z-statistics</b>	0,52 (0,604)	1,59 (0,111)	0,97 (0,330)
<b>Kiểm định Hansen</b>	chi2(79) = 83,89 Prob > chi2 = 0,332	chi2(70) = 77,38 Prob > chi2 = 0,255	chi2(97) = 113,37 Prob > chi2 = 0,123

*Nguồn: Trích xuất từ phần mềm Stata 15.0*

*Ghi chú: P-value được thể hiện bằng \*, \*\*, \*\*\* lần lượt tương ứng với mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%.*

Kết quả ước lượng System-GMM đối với 3 mô hình trên có đáng tin cậy để phân tích hay không thì phụ thuộc vào kiểm định Arellano – Bond (AR(2)) và kiểm định Hansen. Dựa vào kết quả bảng trên, tác giả nhận thấy rằng p-value của AR(2) lớn hơn 10% ở cả 3 mô hình, nghĩa là không có hiện tượng tự tương quan bậc 2 (bác bỏ giả thuyết  $H_0$ ). Trong khi đó, ở cả 3 mô hình, p-value của Hansen lớn hơn mức 10% nghĩa là biến công cụ là ngoại sinh (không thể bác bỏ giả thuyết  $H_0$ ).

Như vậy có thể nói, các kết quả nghiên cứu tác động của cấu trúc vốn chủ sở hữu cổ đông đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp trong mẫu dữ liệu nghiên cứu đều có ý nghĩa thống kê. Từ đó, tác giả sẽ thực hiện thảo luận với kết quả thu được trên mẫu nghiên cứu.

#### **4.3.1.1. Tác động của cấu trúc vốn chủ sở hữu cổ đông lớn đến hiệu quả hoạt động đo lường bằng Tobin's Q**

Bảng 4.4 cho thấy giá trị hồi quy của biến BO đối với Tobin's Q là dương (0.350) và có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 1%. Theo đó, khi tỷ lệ vốn chủ sở hữu của các cổ đông lớn tăng 1% thì Tobin's Q tăng 0,350.

Ngoài ra, bảng 4.4 cũng cho thấy Tobin's Q của một doanh nghiệp còn bị ảnh hưởng bởi nhiều yếu tố. Thứ nhất, đó là mối tương quan cùng chiều với Tobin's Q của kỳ trước, mà cụ thể mẫu nghiên cứu là 0,642 và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%.

Tiếp theo, đó là tốc độ tăng trưởng tài sản cố định, hệ số hồi quy dương với mức ý nghĩa thống kê 1%.

Ngược lại, sự thay đổi cổ đông lớn trong năm cũng có ảnh hưởng tiêu cực đến Tobin's Q. Với mức ý nghĩa 1%, khi xảy ra sự thay đổi cổ đông lớn sẽ làm giảm hiệu quả hoạt động doanh nghiệp đo lường bằng Tobin's Q là 0,187. Tương tự, tác động tiêu cực đến Tobin's Q cũng được tìm thấy đối với doanh nghiệp nếu tồn tại cổ đông nắm quyền kiểm soát trên 50% tổng số cổ phần công ty đó (với mức ý nghĩa 1%). Trong khi đó, số lượng cổ đông lớn, quy mô doanh nghiệp, tỷ lệ đòn bẩy, tính thanh khoản và tuổi doanh nghiệp lại không có bằng chứng có ý nghĩa thống kê cho việc các yếu tố này có tác động đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp đo lường bằng Tobin's Q.

#### ***4.3.1.2. Tác động của cấu trúc vốn chủ sở hữu cổ đông lớn đến hiệu quả hoạt động đo lường bằng ROA***

Bảng 4.4 cho thấy giá trị hồi quy của biến BO đối với ROA tương tự với mối quan hệ của BO với Tobin's, đó là mối quan hệ cùng chiều với hệ số hồi quy là 0,0457 tại ý nghĩa thống kê 10%. Theo đó, khi tỷ lệ vốn chủ sở hữu của các cổ đông lớn tăng 1% thì ROA tăng 0,0457.

Ngoài ra, bảng 4.4 cũng cho thấy ROA của một doanh nghiệp còn bị ảnh hưởng bởi nhiều yếu tố. Thứ nhất, đó là mối tương quan cùng chiều với ROA của kỳ trước, mà cụ thể mẫu nghiên cứu là 0,175 và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Tiếp theo, đó là số lượng cổ đông lớn, sự thay đổi cổ đông lớn trong năm và tính thanh khoản của doanh nghiệp (với mức ý nghĩa 10%).

Trái lại, tỷ lệ đòn bẩy của doanh nghiệp lại có ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp đó, với mức ý nghĩa 5%. Trong khi đó, sự tồn tại của cổ đông kiểm soát, quy mô doanh nghiệp, tốc độ tăng trưởng tài sản cố định và tuổi doanh nghiệp lại không có bằng chứng có ý nghĩa thống kê cho việc các yếu tố này có tác động đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp đo lường bằng ROA.

### **4.3.1.3. Tác động của cấu trúc vốn chủ sở hữu cổ đông lớn đến hiệu quả hoạt động đo lường bằng ROE**

Bảng 4.4 cho thấy giá trị hồi quy của biến BO đối với ROE là dương (0,269) và có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 10%. Theo đó, khi tỷ lệ vốn chủ sở hữu của các cổ đông lớn tăng 1% thì Tobin's Q tăng 0,269.

Ngoài ra, bảng 4.4 cũng cho thấy ROA của một doanh nghiệp còn bị ảnh hưởng bởi nhiều yếu tố. Trước hết, đó là mối tương quan ngược chiều với ROE của kỳ trước, mà cụ thể mẫu nghiên cứu là (-0,0961) và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Tiếp theo, sự thay đổi cổ đông lớn trong năm cũng có ảnh hưởng tiêu cực đến ROE. Với mức ý nghĩa 5%, khi xảy ra sự thay đổi cổ đông lớn sẽ làm giảm hiệu quả hoạt động doanh nghiệp đo lường bằng ROA là 0,134. Kết quả hồi quy cho thấy tác động tương tự đối với ROA của tỷ lệ đòn bẩy và tốc độ tăng trưởng tài sản cố định (mức ý nghĩa 1%).

Ngược lại, bảng 4.4 cũng cho thấy tác động cùng chiều đối với ROE của sự tồn tại của cổ đông kiểm soát tối thiểu 50% tổng cổ phần, quy mô doanh nghiệp và tính thanh khoản doanh nghiệp với độ tin cậy 95%. Trong khi đó, số lượng cổ đông lớn, tính thanh khoản và tuổi doanh nghiệp cũng không tìm thấy bất kỳ ý nghĩa thống kê cho việc các yếu tố này có tác động đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp đo lường bằng ROE.

### **4.3.2. Nghiên cứu tác động của cấu trúc sở hữu nhà quản lý đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp**

Đối với 3 cách đo lường hiệu quả hoạt động, p-value của AR(2) và p-value của Hansen đều lớn hơn mức 10%. Điều đó có nghĩa là, với cách đo lường hiệu quả hoạt động doanh nghiệp nào cũng đều không có hiện tượng tự tương quan bậc 2 (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 có thể nói, các kết quả nghiên cứu tác động nhà quản lý đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp trong mẫu dữ liệu nghiên cứu đều có ý nghĩa thống kê.

**Bảng 4.5. Tác động của cấu trúc sở hữu nhà quản lý đến hiệu quả hoạt động**

	<b>Tobin's Q</b>	<b>ROA</b>	<b>ROE</b>
<b>Tobin's Q(-1)</b>	0,224*** (8,39)		
<b>ROA(-1)</b>		0,226*** (12,01)	
<b>ROE(-1)</b>			-0,0805*** (-9,92)
<b>MO</b>	3,159*** (4,89)	-0,286*** (-2,84)	-2,395** (-2,35)
<b>MO<sup>2</sup></b>	-7,511*** (-3,19)	1,017** (2,57)	12,01*** (3,38)
<b>MO<sup>3</sup></b>	4,877** (2,34)	-0,865** (-2,34)	-10,45*** (-3,29)
<b>LogSize</b>	0,0185 (0,55)	0,00778* (1,67)	0,0335 (0,45)
<b>Lev</b>	0,0573 (0,28)	-0,0826*** (-3,40)	-0,513 (-1,30)
<b>Fix</b>	0,0220*** (4,19)	-0,00150*** (-4,74)	-0,00761 (-0,78)
<b>Liq</b>	0,0228*** (4,19)	0,00237*** (4,86)	0,0479*** (3,58)
<b>Age</b>	-0,00452 (-0,66)	0,000355 (0,49)	0,00409 (0,37)
<b>Const</b>	0 (.)	0 (.)	-0,706 (-0,34)
<b>Kết quả kiểm định</b>			
<b>AR(1)</b>	-1.36	-2.53	-1,07
<b>z-statistics</b>	(0.174)	(0.011)	(0,287)
<b>AR(2)</b>	-0.31	1,06	0,98
<b>z-statistics</b>	(0.759)	(0,288)	(0,325)
<b>Kiểm định Hansen</b>	chi2(22) = 28,11 Prob > chi2 = 0,172	chi2(30) = 39,69 Prob > chi2 = 0,111	chi2(30) = 30,99 Prob > chi2 = 0,416

*Nguồn: Trích xuất từ phần mềm Stata 15.0*

*Ghi chú: P-value được thể hiện bằng \*, \*\*, \*\*\* lần lượt tương ứng với mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%.*

#### 4.3.2.1. Tác động của cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý đến hiệu quả hoạt động đo lường bằng Tobin's Q

Kết quả hồi quy trình bày trong bảng 4.5 cho thấy mối quan hệ bậc ba giữa cấu trúc sở hữu nhà quản lý và hiệu quả hoạt động 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.

Theo đó, nghiên cứu sử dụng công thức [3.5.1] và [3.5.2] được trình bày tại chương 3 để tìm ra tỷ lệ sở hữu của nhà quản lý mà tại đó hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp đo lường bằng Tobin's Q đạt cực trị:

$$\text{Cực trị thứ nhất: } MO_1 = \frac{-(-7,511) - \sqrt{4(-7,511)^2 - 12 \times 3.159 \times 4,877}}{6 \times 4,877} = 30\%$$

$$\text{Cực trị thứ hai: } MO_2 = \frac{-(-7,511) + \sqrt{4(-7,511)^2 - 12 \times 3.159 \times 4,877}}{6 \times 4,877} = 73\%$$

Như vậy, hai điểm cực trị của cấu trúc vốn chủ sở hữu lần lượt là 30% và 73%. Như vậy, nếu MO dao động từ 0% đến 30% và vượt ngưỡng 73%, thì cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý có ảnh hưởng tích cực đến Tobin's Q. Trong khi đó, khi cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý từ 30% đến 73%, sẽ có tác động làm giảm hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp tính theo Tobin's Q.

Ngoài ra, bảng 4.5 cũng cho thấy Tobin's Q của một doanh nghiệp còn bị ảnh hưởng cùng chiều bởi nhiều yếu tố khác ngoài cấu trúc vốn chủ sở hữu. Thứ nhất, đó là mối tương quan cùng chiều với Tobin's Q của kỳ trước, mà cụ thể mẫu nghiên cứu là 0,224 và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Thêm vào đó, tốc độ tăng trưởng tài sản cố định và tính thanh khoản của doanh nghiệp cũng có tác động giúp cải thiện Tobin's Q của doanh nghiệp đó với mức ý nghĩa 1%. Ngược lại, quy mô doanh nghiệp, tỷ lệ đòn bẩy và tuổi doanh nghiệp không tìm thấy mối quan hệ có ý nghĩa thống kê nào đến Tobin's Q.



#### 4.3.2.2. Tác động của cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý đến hiệu quả hoạt động đo lường bằng ROA

Kết quả hồi quy trình bày trong bảng 4.5 cho thấy mối quan hệ bậc ba giữa cấu trúc sở hữu nhà quản lý và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, với mức ý nghĩa 5%, trong đó, hệ số bậc một, bậc hai và bậc ba lần lượt là (-0,286), 1,017 và (-0,865).

Theo đó, nghiên cứu sử dụng công thức [3.5.1] và [3.5.2] được trình bày tại chương 3 để tìm ra tỷ lệ sở hữu của nhà quản lý mà tại đó hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp đo lường bằng ROA đạt cực trị:

$$\text{Cực trị thứ nhất: } MO_1 = \frac{-1,017 - \sqrt{4 \times 1,017^2 - 12 \times (-0,286) \times (-0,865)}}{6 \times (-0,865)} = 18\%$$

$$\text{Cực trị thứ hai: } MO_2 = \frac{-1,017 + \sqrt{4 \times 1,017^2 - 12 \times (-0,286) \times (-0,865)}}{6 \times (-0,865)} = 60\%$$

Như vậy, hai điểm cực trị của cấu trúc vốn chủ sở hữu lần lượt là 18% và 60%. Như vậy, nếu MO dao động từ 0% đến 18% và vượt ngoài 60% thì cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý có ảnh hưởng tiêu cực đến ROA. Trong khi đó, khi cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý từ 18% đến 60%, sẽ có tác động làm tăng hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp tính theo ROA.

Ngoài ra, bảng 4.5 cũng cho thấy ROA của một doanh nghiệp còn bị ảnh hưởng cùng chiều bởi nhiều yếu tố khác như là mối tương quan cùng chiều với ROA của kỳ trước, mà cụ thể mẫu nghiên cứu là 0,226 và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Thêm vào đó, quy mô doanh nghiệp và tính thanh khoản của doanh nghiệp cũng có tác động cải thiện ROA của doanh nghiệp đó với mức ý nghĩa 10%. Trong khi đó, với mức ý nghĩa 1%, tỷ lệ đòn bẩy và tốc độ tăng trưởng của tài sản cố định có tác động tiêu cực đến ROA và tuổi doanh nghiệp lại không có ý nghĩa thống kê trong mô hình.

### 4.3.2.3. Tác động của cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý đến hiệu quả hoạt động đo lường bằng ROE

Kết quả hồi quy trình bày trong bảng 4.5 cho thấy mối quan hệ bậc ba giữa cấu trúc sở hữu nhà quản lý và hiệu quả hoạt động 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, nghiên cứu sử dụng công thức [3.5.1] và [3.5.2] được trình bày tại chương 3 để tìm ra tỷ lệ sở hữu của nhà quản lý mà tại đó hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp đo lường bằng ROE đạt cực trị:

$$\text{Cực trị thứ nhất: } MO_1 = \frac{-12,01 - \sqrt{4 \times 12,01^2 - 12 \times (-2,395) \times (-10,45)}}{6 \times (-10,45)} = 12\%$$

$$\text{Cực trị thứ hai: } MO_2 = \frac{-12,01 + \sqrt{4 \times 12,01^2 - 12 \times (-2,395) \times (-10,45)}}{6 \times (-10,45)} = 65\%$$

Như vậy, hai điểm cực trị của cấu trúc vốn chủ sở hữu lần lượt là 12% và 65%. Như vậy, nếu MO dao động từ 0% đến 12% và vượt ngoài 65% thì cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý có ảnh hưởng tiêu cực đến ROE. Trong khi đó, khi cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý từ 12% đến 65%, sẽ có tác động làm giảm hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp tính theo ROE.

Ngoài ra, bảng 4.5 cũng cho thấy ROE của một doanh nghiệp còn bị ảnh hưởng tiêu cực bởi nhiều yếu tố khác như là mối tương quan cùng chiều với ROE của kỳ trước, mà cụ thể mẫu nghiên cứu là (-0,0805) và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Thêm vào đó, tính thanh khoản của doanh nghiệp lại có ảnh hưởng tích cực đến ROE với mức ý nghĩa 1%. Trong khi đó, nghiên cứu lại không tìm thấy mối quan hệ có ý nghĩa thống kê của quy mô, tỷ lệ đòn bẩy, tốc độ tăng trưởng tài sản cố định và tuổi doanh nghiệp đến ROE.

#### 4.4. Thảo luận kết quả nghiên cứu

Kết quả tính toán bằng phương pháp hồi quy System-GMM các mô hình định lượng về nghiên cứu tác động của cấu trúc vốn chủ sở hữu cổ đông lớn đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp được trình bày như sau:

$$\begin{aligned} \text{Tobin's } Q_{it} = & 0,847 + 0,642\text{Tobin's } Q_{it-1} + 0,350\text{BO}_{it} \\ & + (-0,187)\text{BOChange} + (-0,133)\text{BOCtrl} + 0,00732\text{Fix} \end{aligned} \quad [1.1']$$

$$\begin{aligned} \text{ROA}_{it} = & 0,175\text{ROA}_{it-1} + 0,0457\text{BO}_{it} + 0,00633\text{NBO} \\ & + 0,0114\text{BOChange} + (-0,052)\text{Lev} + 0,00219\text{Liq} \end{aligned} \quad [1.2']$$

$$\begin{aligned} \text{ROE}_{it} = & (-2,650) + (-0,0961)\text{ROE}_{it-1} + 0,269\text{BO}_{it} \\ & + (-0,0229)\text{BOChange} + 0,134\text{BOCtrl} + 0,115\text{LogSize} \\ & + (-1,388)\text{Lev} + (-0,00365)\text{Fix} \end{aligned} \quad [1.3']$$

Ngoài ra, tác động của cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp cũng được tìm thấy bằng phương pháp hồi quy System-GMM. Kết quả cụ thể như sau:

$$\begin{aligned} \text{Tobin's } Q_{it} = & 0,224\text{Tobin's } Q_{it-1} + 3,159\text{MO}_{it} + (-7,511)\text{MO}_{it}^2 \\ & + 4,877\text{MO}_{it}^3 + 0,0220\text{Fix} + 0,0228\text{Liq} \end{aligned} \quad [2.1']$$

$$\begin{aligned} \text{ROA}_{it} = & 0,226\text{ROA}_{it-1} + (-0,286)\text{MO}_{it} + 1,017\text{MO}_{it}^2 \\ & + (-0,865)\text{MO}_{it}^3 + 0,00778\text{LogSize} + (-0,0826)\text{Lev} \\ & + (-0,00150)\text{Fix} + 0,00237\text{Liq} \end{aligned} \quad [2.2']$$

$$\begin{aligned} \text{ROE}_{it} = & (-0,0805)\text{ROE}_{it-1} + (-2,395)\text{MO}_{it} + 12,01\text{MO}_{it}^2 \\ & + (-10,45)\text{MO}_{it}^3 + 0,0479\text{Liq} \end{aligned} \quad [(2.3)']$$

Như vậy, cấu trúc vốn chủ sở hữu có ảnh hưởng đáng kể đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp được đo lường bằng các chỉ số thị trường hoặc chỉ số kế toán. Trong đó, cấu trúc vốn chủ sở hữu cổ đông lớn có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Và cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp là mối quan hệ phi tuyến bậc ba.

#### **4.4.1. Tác động của cấu trúc sở hữu cổ đông lớn đến hiệu quả hoạt động**

Kết quả nghiên cứu về tác động của cấu trúc vốn chủ sở hữu cổ đông lớn đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp cho thấy, mối quan hệ giữa cấu trúc vốn chủ sở hữu cổ đông lớn và hiệu quả hoạt động đo lường bằng Tobin's Q, ROA và ROE là cùng chiều. Kết quả này góp phần ủng hộ cho các nghiên cứu Dwivedi và Jain (2002), Kapopoulos và Lazaretou (2007), Tuan Nguyen và cộng sự (2015) và Ngô Mỹ Trân và Lê Thị Trang (2018). Kết quả này ủng hộ quan điểm cấu trúc vốn chủ sở hữu cổ đông lớn gia tăng góp phần ảnh hưởng tốt đến sự kiểm soát và giảm các tổn thất chi phí gây ra bởi vấn đề đại diện. Tức là ủng hộ quan điểm của giả thuyết hội tụ lợi ích của các cổ đông, theo đó, nếu trong doanh nghiệp có các cổ đông lớn nắm quyền biểu quyết có tầm ảnh hưởng đáng kể đến những nhà quản lý doanh nghiệp, có thể thực hiện cơ chế giám sát chặt chẽ hơn, dẫn đến hiệu quả hoạt động của người quản lý tốt hơn trong việc phục vụ lợi ích của chủ sở hữu góp phần giải quyết những mâu thuẫn giữa người ủy quyền và người đại diện.

Đồng thời, kết quả nghiên cứu cũng cho thấy khi số lượng cổ đông lớn tăng lên hiệu quả hoạt động cũng gia tăng. Theo đó có thể thấy rằng hiệu ứng giám sát lẫn át hiệu ứng lạm dụng quyền lực, số lượng cổ đông lớn có thể có tác động tiềm ẩn đến hoạt động của công ty, vì nhiều cổ đông lớn giúp tăng cường hoạt động kiểm soát và giám sát trong công ty, do đó, giảm thiểu tác động tiêu cực của hiệu ứng lạm dụng quyền lực của các cổ đông lớn. Thêm vào đó, sự tồn tại của cổ đông nắm giữ tối thiểu 50% tổng số cổ phần doanh nghiệp và sự thay đổi cổ đông lớn trong năm của doanh nghiệp lại có tác động theo chiều hướng khác nhau đối với các cách đo lường hiệu quả hoạt động doanh nghiệp khác nhau.

#### **4.4.2. Tác động của cấu trúc sở hữu nhà quản lý đến hiệu quả hoạt động**

Kết quả nghiên cứu về tác động của cấu trúc vốn chủ sở hữu cổ đông lớn đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp cho thấy, đối với các các đo lường khác nhau cho ra kết quả nghiên cứu không giống nhau. Trong đó, mặc dù mối quan hệ giữa cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý và hiệu quả hoạt động đều là mối quan hệ phi

tuyến bậc ba nhưng lại chỉ có sự tương đồng giữa ROA và ROE. Đối với Tobin's Q, tuy là có bằng chứng cho thấy mối quan hệ bậc ba về vấn đề nghiên cứu, nhưng hai điểm tới hạn là 30% và 73%. Như vậy, lúc này trong mối quan hệ với Tobin's Q, khi cấu trúc vốn chủ sở hữu tăng từ 0% đến 30% và vượt 73% thì mối quan hệ này là đồng biến. Khi cấu trúc vốn chủ 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), Trần Minh Trí và Dương Như Hùng (2011) và Hoang và cộng sự (2017). Như vậy, theo giả thuyết hội tụ lợi ích, ban đầu sự gia tăng tỷ lệ sở hữu của nhà quản lý tăng đến mức nhất định sẽ là động cơ để nhà quản lý hành động vì lợi ích của các cổ đông. Sau đó, giả thuyết tham quyền cố vị của nhà quản lý chiếm ưu thế khi cấu trúc vốn chủ sở hữu họ đạt đến ngưỡng nhất định, nhưng vẫn có thể dễ dàng bị bãi nhiệm khỏi các vị trí quản lý bị các cổ đông khác, do đó, để tự bảo vệ vị trí của mình, họ phải có được tỷ lệ sở hữu vốn cao hơn để họ có thể tự quyết định về việc tại vị của mình cũng như những lợi ích riêng tư tư doanh nghiệp. Thêm vào đó, điều kiện tại Việt Nam, hệ thống giám sát kém không đáp ứng để hạn chế sự giám sát còn sai sót của các cổ đông, khiến cho các nhà quản lý có thể tự do hành động vì lợi ích của mình và làm ảnh hưởng xấu đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

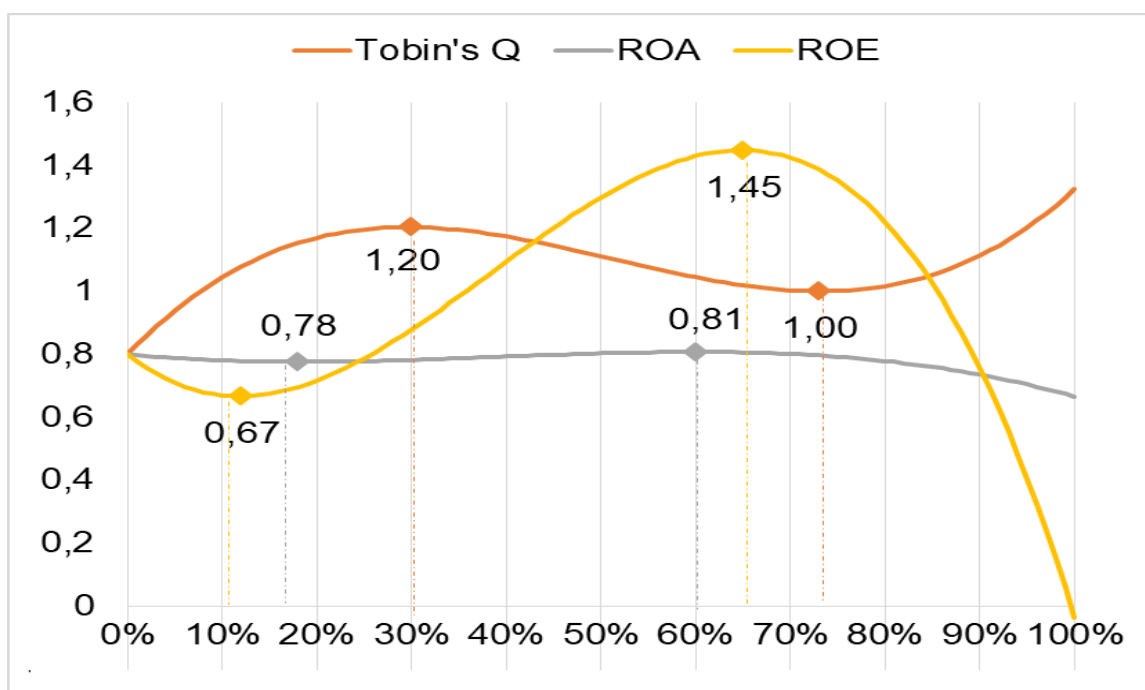
Đối với ROA, khi cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý tăng từ 0% đến 18%, hoặc vượt ngưỡng 60%, mối quan hệ này là nghịch biến. Khi cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý trong ngưỡng từ 18% đến 60% sẽ có tác động cùng chiều đến ROA. Đối với ROE, cũng có tác động tương tự như của cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý đến ROA, chỉ khác các giá trị tới hạn là 12% và 65%. Theo đó, khi cấu trúc vốn chủ sở hữu trong khoảng 0% đến 12% và vượt ngoài 65% sẽ có tác động tiêu cực đến ROE. Khi cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý trong khoảng 12% đến 65% sẽ có tác động tích cực đến ROE. Kết quả nghiên cứu này tương đồng với nghiên cứu của Vo và Phan (2013) và Phan Bùi Gia Thủy và cộng sự (2017). Kết quả nghiên cứu của cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp ủng hộ quan điểm rằng, ban đầu khi tỷ lệ sở hữu vốn của nhà quản lý còn hạn chế, họ dễ

dàng bị chi phối bởi ý kiến của các cổ đông mà đặc biệt là cổ đông lớn. Trong khi đó, các cổ đông lớn lạm dụng quyền lực của chính mình để gây áp lực đến nhà quản lý để đưa ra các hành động có lợi cho cổ đông lớn mà trái ngược với lợi ích của doanh nghiệp (quan điểm của lý thuyết hiện tượng lạm quyền của các cổ đông lớn). Sau đó, theo quan điểm của lý thuyết lợi ích hội tụ, khi nhà quản lý nắm giữ một lượng cổ phần trong doanh nghiệp đủ để họ có tiếng nói riêng và đưa ra quyết định có tác động cải thiện hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Cuối cùng, khi nhà quản lý sở hữu lượng cổ phần quá lớn dẫn đến hiện tượng tham quyền cố vị của nhà quản lý. Họ theo đuổi lợi ích của bản thân mà đưa ra các quyết định hay hành động đi ngược với lợi ích của doanh nghiệp, gây ảnh hưởng xấu đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp.

Qua kết quả nghiên cứu cho thấy, tác động của cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp được đo lường bằng các chỉ số ROA, ROE và Tobin's Q là hoàn toàn không giống nhau. Trong trường hợp các yếu tố khác không đổi và chỉ xem xét duy nhất của tác động của cấu trúc vốn chủ sở hữu doanh nghiệp đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, có thể thấy giá trị của hiệu quả hoạt động tính bằng ROA tại các điểm cực trị 18% và 60% lần lượt là 0.78 và 0.81; giá trị của hiệu quả hoạt động tính bằng ROE tại các điểm cực trị 12% và 65% lần lượt là 0.67 và 1.45; trong khi đó, giá trị của hiệu quả hoạt động tính bằng Tobin's Q tại các điểm cực trị 30% và 73% lần lượt là 1.20 và 1.00.

Như vậy, hình 4.1 được trình bày dưới đây cho thấy, mặc dù hình dạng về mối quan hệ bậc ba giữa cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý và hiệu quả hoạt động được đo lường bằng các chỉ tiêu khác nhau là không giống nhau. Tuy nhiên, chú ý về các điểm uốn các đồ thị cũng như các phân tích vừa trình bày trên đây, luận văn cho thấy tỷ lệ vốn chủ sở hữu nhà quản lý nên được duy trì trong khoảng giới hạn từ 18% đến 30%, đây được xem là mức sở hữu của nhà quản lý có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp được đo lường bằng cả Tobin's Q, ROA và ROE, cụ thể, hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp đo lường bằng ROA tăng từ 0,776 đến 0,782; hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp đo lường bằng ROE tăng từ 0,697 đến 0,880; trong khi đó, hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp đo lường bằng Tobin's Q

tăng từ 1,15 đến 1,20. Như vậy, có thể thấy rằng, khi cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý thuộc khoảng tỷ lệ từ 18% đến 30%, các kết quả về hoạt động 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.



**Hình 4.1. Tổng hợp tác động của cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp**

*Nguồn: Tác giả tự tổng hợp*

Dựa vào kết quả nghiên cứu trên về tỷ lệ sở hữu của nhà quản lý, có 54 doanh nghiệp trong tổng số 322 doanh nghiệp thuộc mẫu nghiên cứu có tỷ lệ sở hữu cổ phần của nhà quản lý nằm trong khoảng tối ưu nêu trên từ 3 năm liên tiếp trở lên (phụ lục H). Trong đó có thể kể đến những công ty cổ phần lớn như: CTCP Tập đoàn FLC, CTCP Tập đoàn Xây dựng Hòa Bình, CTCP Đầu tư Nam Long, CTCP Bóng đèn Phích nước Rạng Đông, CTCP Rạng Đông Holding, CTCP Tập đoàn Thiên Long, CTCP VINACAFÉ Biên Hòa... Có thể thấy rằng, những doanh nghiệp nêu trên là những doanh nghiệp có nguồn lực tốt và được duy trì bền vững trong nhiều năm. Đây được đánh giá là những doanh nghiệp sẽ tiếp tục phát triển bền vững trong tương lai.

#### **TÓM TẮT CHƯƠNG 4**

Bằng cách sử dụng phương pháp hồi quy System-GMM và các kiểm định cần thiết, kết quả đạt được cho thấy cấu trúc sở hữu có tác động tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Cụ thể, cấu trúc vốn chủ sở hữu cổ đông lớn có tác động cùng chiều đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Trong khi đó, tác động của cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý đến hiệu quả hoạt động thể hiện thông qua mối quan hệ phi tuyến bậc ba, nhưng lại có hình dạng khác nhau đối với cách thức đo lường bằng thị trường (Tobin's Q) và sổ sách (ROA và ROE).



## CHƯƠNG 5. KẾT LUẬN VÀ KHUYẾN NGHỊ

### 5.1. Kết luận

Xuất phát từ mục tiêu nghiên cứu tác động của cấu trúc vốn chủ sở hữu đối với hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết trên HOSE, do các nghiên cứu trước đây vẫn chưa hoàn toàn kiểm soát được tính nội sinh cũng như bản chất động của dữ liệu, nghiên cứu này cố gắng khắc phục những nhược điểm này bằng cách sử dụng phương pháp ước lượng System-GMM cùng các kiểm định Arellano và Bond (1991) để khắc phục hiện tượng nội sinh cũng như kiểm soát các hiện tượng khác như hiện tượng phương sai thay đổi hay hiện tượng tự tương quan có thể xảy ra. Từ đó, tác giả đề xuất các khuyến nghị về vấn đề tái cấu trúc vốn chủ sở hữu nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp ở Việt Nam.

Nghiên cứu đã sử dụng một bộ dữ liệu bao gồm 2521 quan sát năm của 332 công ty phi tài chính được niêm yết trên HOSE trong giai đoạn 2007 -2019. Nghiên cứu áp dụng mô hình System -GMM hồi quy dữ liệu bảng để kiểm tra mối quan hệ giữa cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý và cấu trúc vốn chủ sở hữu cổ đông lớn và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Dữ liệu mô tả cho thấy cấu trúc vốn chủ sở hữu của các công ty niêm yết trên HOSE tập trung đáng kể với số lượng chủ sở hữu trung bình là 2,5. Tỷ lệ sở hữu trung bình của các cổ đông lớn là bình cao đáng kể là 51%. Trong khi đó, tỷ lệ sở hữu của các nhà quản lý nói chung khoảng 12% tổng số cổ phần của công ty.

Đối với tác động của cấu trúc vốn chủ sở hữu cổ đông lớn đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, nghiên cứu cho thấy, mối quan hệ giữa cấu trúc vốn chủ sở hữu cổ đông lớn và hiệu quả hoạt động đo lường bằng Tobin's Q, ROA và ROE là cùng chiều. Kết quả này ủng hộ quan điểm giả thuyết hội tụ lợi ích của các cổ đông, theo đó, nếu trong doanh nghiệp có các cổ đông lớn nắm quyền biểu quyết có tầm ảnh hưởng đáng kể đến những nhà quản lý doanh nghiệp, có thể thực hiện cơ chế giám sát chặt chẽ hơn, dẫn đến hiệu quả hoạt động của người quản lý tốt hơn trong việc phục vụ lợi ích của chủ sở hữu. Đồng thời, kết quả nghiên cứu cũng cho thấy

khi số lượng cổ đông lớn tăng lên hiệu quả hoạt động cũng gia tăng. Theo đó có thể thấy rằng hiệu ứng giám sát lẫn át hiệu ứng lạm dụng quyền lực, số lượng cổ đông lớn có thể có tác động tiềm ẩn đến hoạt động của công ty, vì nhiều cổ đông lớn giúp tăng cường hoạt động kiểm soát và giám sát trong công ty, do đó, giảm thiểu tác động tiêu cực của hiệu ứng lạm dụng quyền lực của các cổ đông lớn. Thêm vào đó, sự tồn tại của cổ đông nắm giữ tối thiểu 50% tổng số cổ phần doanh nghiệp và sự thay đổi cổ đông lớn trong năm của doanh nghiệp lại có khó xác định được tác động của chúng đến hiệu quả hoạt động.

Cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp là mối quan hệ phi tuyến bậc ba, tuy nhiên hình dạng của mối quan hệ này có sự khác biệt giữa chỉ số đo lường hiệu quả hoạt động theo giá trị thị trường và chỉ số đo lường hiệu quả hoạt động theo giá trị sổ sách. Cụ thể, đối với Tobin's Q, hai điểm tới hạn là 30% và 73%. Tuy nhiên, khi cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý tăng từ 0% đến 30% và vượt 73% thì mối quan hệ này là đồng biến. Khi cấu trúc vốn chủ sở hữu trong giới hạn 30% đến 73%, mối quan hệ này trở thành nghịch biến. Như vậy, theo giả thuyết hội tụ lợi ích, ban đầu sự gia tăng tỷ lệ sở hữu của nhà quản lý tăng đến mức nhất định sẽ là động cơ để nhà quản lý hành động vì lợi ích của các cổ đông. Sau đó, khi cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý đạt đến ngưỡng nhất định, nhưng lại có thể dễ dàng bị bãi nhiệm khỏi các vị trí quản lý bị các cổ đông khác, do đó, để tự bảo vệ vị trí của mình, họ phải có được tỷ lệ sở hữu vốn cao hơn, đây được xem là hiện tượng của giả thuyết ham quyền cố vị. Thêm vào đó, điều kiện tại Việt Nam, hệ thống giám sát kém không đáp ứng để hạn chế sự giám sát còn sai sót của các cổ đông, khiến cho các nhà quản lý có thể tự do hành động vì lợi ích của mình và làm ảnh hưởng xấu đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Trong khi đó, cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý đối với ROA và ROE lại là mối quan hệ phi tuyến bậc ba có hình dạng ngược lại so với các đo lường bằng Tobin's Q. Đối với ROA, khi cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý tăng từ 0% đến 18%, hoặc vượt ngưỡng 60%, mối quan hệ này là nghịch biến và khi cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý trong ngưỡng từ 18% đến 60% sẽ có tác động cùng chiều đến

ROA. Đối với ROE, nếu cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý trong khoảng 0% đến 12% và vượt ngoài 65% sẽ có tác động tiêu cực đến ROE và khi cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý trong khoảng 12% đến 65% sẽ có tác động tích cực đến ROE. Kết quả nghiên cứu ủng hộ quan điểm rằng, ban đầu khi tỷ lệ sở hữu vốn của nhà quản lý còn hạn chế, họ dễ dàng bị chi phối bởi ý kiến của các cổ đông mà đặc biệt là cổ đông lớn. Trong khi đó, các cổ đông lớn lạm dụng quyền lực của chính mình để gây áp lực đến nhà quản lý để đưa ra các hành động có lợi cho cổ đông lớn mà trái ngược với lợi ích của doanh nghiệp (quan điểm của lý thuyết hiện tượng lạm quyền của các cổ đông lớn). Sau đó, theo quan điểm của lý thuyết lợi ích hội tụ, khi nhà quản lý nắm giữ một lượng cổ phần trong doanh nghiệp đủ để họ có tiếng nói riêng và đưa ra quyết định có tác động cải thiện hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Cuối cùng, khi nhà quản lý sở hữu lượng cổ phần quá lớn dẫn đến hiện tượng tham quyền cố vị của nhà quản lý họ theo đuổi lợi ích của bản thân mà đưa ra các quyết định hay hành động đi ngược với lợi ích của doanh nghiệp, dẫn đến ảnh hưởng xấu đối với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Đồng thời, nghiên cứu cũng đề xuất tỷ lệ vốn chủ sở hữu nhà quản lý nên được duy trì trong khoảng giới hạn từ 18% đến 30%, vì đây được xem là mức sở hữu của nhà quản lý có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp được đo lường bằng cả Tobin's Q, ROA và ROE. Nghĩa là tại mức tỷ lệ này, tác động của cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý giúp cân bằng các xung đột lợi ích giữa các cổ đông trong một doanh nghiệp, góp phần cải thiện hiệu quả hoạt động doanh nghiệp đó.

## 5.2. Khuyến nghị

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**, nghiên cứu chỉ ra rằng cấu trúc vốn chủ sở hữu cổ đông lớn làm gia tăng hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Phần lớn cổ phần nằm trong tay số ít cổ đông sẽ giúp họ gia tăng quyền lực, gia tăng sự kiểm soát đối với nhà quản lý và giảm thiểu các chi phí do vấn đề đại diện. Do đó, đối với các công ty chuẩn bị cổ phần hoá (công ty

có vốn nhà nước) hoặc đối với những công ty phát hành cổ phần mới cho đối tác chiến lược để huy động vốn, nên lựa chọn một số lượng hạn chế đối tác chiến lược tham gia vào công ty. Nói cách khác, trong quá trình tìm hiểu và lựa chọn đối tác, doanh nghiệp có thể thoải mái lựa chọn, phân tích nhiều nhà đầu tư chiến lược tiềm năng nhưng khi quyết định hợp tác thì cần lựa chọn một hoặc một số lượng đủ các nhà đầu tư chiến lược tham gia để chuyển giao một lượng lớn cổ phần cho họ từ đó sẽ làm gia tăng giá trị công ty và hiệu quả hoạt động. Thêm vào đó, sự ảnh hưởng của số lượng cổ đông lớn góp phần cải thiện hiệu quả hoạt động doanh nghiệp ủng hộ quan điểm giám sát của cổ đông lớn. Theo đó, số lượng cổ đông lớn không nên quá ít để tránh quyền lực tập trung vào một hoặc một vài cổ đông gây ra những ảnh hưởng tiêu cực đến việc ra quyết định của doanh nghiệp nhằm trục lợi cá nhân.

**Thứ hai**, do các tác động mà cấu trúc vốn chủ sở hữu của cổ đông lớn và cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý đến hiệu quả hoạt động nghiệp, các cổ đông nói chung và các cổ đông lớn nói riêng được đề xuất nên tích cực tham gia giám sát chặt chẽ hoạt động hàng ngày của công ty, hoặc trong một số trường hợp, họ nên tham gia trực tiếp vào quản trị công ty bằng cách đảm nhận các vị trí trong nhóm quản lý khi số lượng cổ đông lớn và tỷ lệ cổ phần mà cổ đông đó nắm giữ không quá lớn để tạo áp lực đối với các quyết định của doanh nghiệp. Thông qua đó, các cổ đông lớn sẽ có thể giảm khoảng cách thông tin giữa họ và các nhà quản lý bên trong, do đó giảm thiểu hậu quả của sự bất cân xứng thông tin. Tuy nhiên, mối đe dọa trực tiếp lợi ích của các cổ đông thiểu số, những nhược điểm của quản lý không chuyên nghiệp và ảnh hưởng của quyền sở hữu của người quản lý cần được xem xét nếu các cổ đông được bổ nhiệm vào các vị trí quản lý.

**Thứ ba**, tỷ lệ cổ phần được nắm giữ bởi các nhà quản lý trong một doanh nghiệp nên được giới hạn trong khoảng từ 18% đến 30% trên tổng số cổ phần, nghiên cứu cho rằng đây là mức tỷ lệ cổ phần đủ để khả năng xung đột lợi ích ở mức thấp. Vì ở mức này, cấu trúc vốn chủ sở hữu nhà quản lý có tác động tích cực đến 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.

**Cuối cùng**, trước khi thực hiện tài trợ vào bất kì công ty nào được niêm yết, nhà đầu tư cần nghiên cứu tỷ lệ sở hữu của nhà quản lý liệu có đang trong khoảng giới hạn được đề xuất hay không. Trường hợp, tỷ lệ sở hữu của nhà quản lý không nằm trong khoảng từ 18% đến 30%, các nhà đầu tư cần cân nhắc về sự tăng giảm của các chỉ số Tobin's Q, ROA và ROE 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 các công ty có tỷ 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 thu mua số lượng lớn cổ phần có thể trở thành cổ đông lớn có quyền kiểm soát các hoạt động doanh nghiệp, thì nhà đầu tư cần xem xét về việc rút vốn và tìm kiếm cơ hội tại các công ty khác an toàn hơn.

### 5.3. Hạn chế của đề tài

Mặc dù có nhiều sự cố gắng trong việc tìm hiểu về tác động của cấu trúc sở hữu lên hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, nhưng nghiên cứu vẫn tồn tại một số hạn chế nhất định. **Thứ nhất**, vì nghiên cứu hiện chỉ mới thực hiện bộ dữ liệu gồm 332 công ty phi tài chính niêm yết trên HOSE, tuy là số lượng công ty cũng không quá ít nhưng vẫn không thể đủ để có thể đại diện cho toàn bộ các doanh nghiệp niêm yết đang hoạt động tại Việt Nam. Do đó, bất kỳ sự khái quát hóa nào cho toàn nền kinh tế Việt Nam cũng cần được diễn giải cẩn trọng. Ngoài ra, do việc công bố cấu trúc vốn chủ sở hữu là tùy nghi trên thị trường chứng khoán Việt Nam, nên dữ liệu có thể bị thiên vị trong việc lựa chọn những năm gần đây, tức là các công ty đã chọn công bố thông tin có thể minh bạch hơn, quản lý tốt hơn và do đó hiệu quả hơn.

**Thứ hai**, giai đoạn nghiên cứu của luận văn từ 2007-2019, tồn tại cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2007-2008, đây là giai đoạn khó khăn của nền kinh tế Việt Nam nói chung và ngành ngân hàng Việt Nam nói riêng, kết quả hoạt động của công ty có xu hướng giảm, đồng thời, do đó, có thể có ảnh hưởng từ cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu này tới hiệu quả hoạt động của các công ty Việt Nam cũng như các đặc điểm của các công ty trong giai đoạn khủng hoảng và một vài năm sau đó.

**Cuối cùng**, nghiên cứu này chưa xem xét quá sâu vào vấn đề cấu trúc vốn chủ sở hữu. Do vậy, các nghiên cứu trong tương lai nên khai thác hơn nữa để có cái nhìn sâu sắc hơn về tác động của cấu trúc vốn chủ sở hữu đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Từ các hạn chế đã nêu, các nghiên cứu sau này có thể mở rộng số lượng công ty bằng cách đưa thêm các công ty phi niêm yết vào mẫu nghiên cứu để mang tính đại diện cho các doanh nghiệp đang hoạt động tại Việt Nam. Đồng thời, các nghiên cứu sau này nên tách giai đoạn nghiên cứu thành trước và sau khủng hoảng tài chính 2007 – 2009; hoặc đưa thêm biến giả đại diện cho cuộc khủng hoảng tài chính để loại trừ ảnh hưởng tiềm tàng của nó đến các biến số trong mô hình nghiên cứu cũng như đến khả năng sinh lợi của các ngân hàng thương mại.

## TÀI LIỆU THAM KHẢO

### Tiếng Việt

1. 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 hoạt động doanh nghiệp Tạp chí Khoa học Đại học Mở TP. Hồ Chí Minh – số 55 (4) 2017.

2. 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*, 138-145.

3. Trần Minh Trí và Dương Như Hùng (2011). Ảnh hưởng của tỷ lệ sở hữu quản trị đến hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết trên sàn HOSE. *Tạp chí phát triển KH&CN*, 14(02).

### Tiếng Anh

4. Abbasi, F. B., Asadipour, E., & Pourkiyani, M. (2017). Investigate the effect of ownership structure on the performance of companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Scinzer Journal of Accounting and Management*, 3(1), 26-32.

5. Agrawal, A., & Jayaraman, N. (1994). The dividend policies of all-equity firms: A direct test of the free cash flow theory. *Managerial and decision economics*, 15(2), 139-148.

6. Agrawal, A., & Mandelker, G. N. (1990). Large shareholders and the monitoring of managers: The case of antitakeover charter amendments. *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 143-161.

7. Alfaraih, M., Alanezi, F., & Almujaed, H. (2012). The influence of institutional and government ownership on firm performance: evidence from Kuwait. *International Business Research*, 5(10), 192.

8. Anderson, T. W., & Hsiao, C. (1982). Formulation and estimation of dynamic models using panel data. *Journal of econometrics*, 18(1), 47-82.

9. Andres, C. (2008). Large shareholders and firm performance—An empirical examination of founding-family ownership. *Journal of corporate finance*, 14(4), 431-445.

10. 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.
11. Arellano, M., & Bover, O. (1995). Another look at the instrumental variable estimation of error-components models. *Journal of econometrics*, 68(1), 29-51.
12. Baltagi, B. H., Bratberg, E., & Holmås, T. H. (2005). A panel data study of physicians' labor supply: the case of Norway. *Health Economics*, 14(10), 1035-1045.
13. Barclay, M. J., & Holderness, C. G. (1989). Private benefits from control of public corporations. *Journal of financial Economics*, 25(2), 371-395.
14. Barnea, A., Haugen, R. A., & Senbet, L. W. (1985). *Agency problems and financial contracting*. Prentice Hall.
15. Bennedsen, M., & Wolfenzon, D. (2000). The balance of power in closely held corporations. *Journal of financial economics*, 58(1-2), 113-139.
16. Bergström, C., & Rydqvist, K. (1990). Ownership of equity in dual-class firms. *Journal of Banking & Finance*, 14(2-3), 255-269.
17. Berle, A. A., & Means, G. C. (1932). *The modern corporation and private property*. New Brunswick, NJ: Transaction.
18. Bevan, N. (1999). Quality in use: Meeting user needs for quality. *Journal of systems and software*, 49(1), 89-96.
19. Blundell, R., & Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of econometrics*, 87(1), 115-143.
20. Brealey, R. A., Myers, S. C., Allen, F., & Mohanty, P. (2012). *Principles of corporate finance*. Tata McGraw-Hill Education.
21. Burkart, M., & Panunzi, F. (2006). Agency conflicts, ownership concentration, and legal shareholder protection. *Journal of Financial Intermediation*, 15(1), 1-31.
22. Burkart, M., Gromb, D., & Panunzi, F. (1997). Large shareholders, monitoring, and the value of the firm. *The quarterly journal of economics*, 112(3), 693-728.
23. Cho, M. H. (1998). Ownership structure, investment, and the corporate value: an empirical analysis. *Journal of financial economics*, 47(1), 103-121.



24. Chowdhury, M. (2004). Capital Structure Determinants: Evidence from Japan & Bangladesh. *Journal of Business Studies*, 25(1), 23-45.
25. Claessens, S., & Djankov, S. (1999). Ownership concentration and corporate performance in the Czech Republic. *Journal of comparative economics*, 27(3), 498-513.
26. Damodaran, A. (1997). *Corporate Finance. Theory and Practice*, John Wiley&Sons. Inc. Newyork.
27. 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.
28. Demsetz, H., & Villalonga, B. (2001). Ownership structure and corporate performance. *Journal of corporate finance*, 7(3), 209-233.
29. Denis, D. K., & McConnell, J. J. (2003). International corporate governance. *Journal of financial and quantitative analysis*, 1-36.
30. Djankov, S. (1999). Ownership structure and enterprise restructuring in six newly independent states. *Comparative Economic Studies*, 41(1), 75-95.
31. 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.
32. Easterbrook, F. H. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *The American economic review*, 74(4), 650-659.
33. Eberhart, A., & Damodaran, A. (1997). *Relative valuation, differential information, and cross-sectional differences in stock return volatility* (No. 96-23). New York University, Leonard N. Stern School of Business-.
34. Eklund, J. (2008). *Corporate governance, private property and investment* (Doctoral dissertation, Jönköping International Business School).
35. Fama, E. F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of political economy*, 88(2), 288-307.
36. Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Agency problems and residual claims. *The journal of law and Economics*, 26(2), 327-349.

37. Fauzi, F., & Locke, S. (2012). Board structure, ownership structure and firm performance: A study of New Zealand listed-firms.
38. Filatotchev, I., Kapelyushnikov, R., Dyomina, N., & Aukutsionek, S. (2001). The effects of ownership concentration on investment and performance in privatized firms in Russia. *Managerial and Decision Economics*, 22(6), 299-313.
39. Friend, I., & Lang, L. H. (1988). An empirical test of the impact of managerial self-interest on corporate capital structure. *the Journal of Finance*, 43(2), 271-281.
40. Gaur, S. S., Bathula, H., & Singh, D. (2015). Ownership concentration, board characteristics and firm performance. *Management Decision*.
41. Gomes, A., & Novaes, W. (2006). Sharing of control versus monitoring as corporate governance mechanisms. *Unpublished working paper*.
42. Grossman, S. J., & Hart, O. D. (1980). Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation. *The Bell Journal of Economics*, 42-64.
43. Grossman, S. J., & Hart, O. D. (1986). The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration. *Journal of political economy*, 94(4), 691-719.
44. Gürbüz, A. O., Aybars, A., & Kutlu, Ö. (2010). Corporate Governance and Financial Performance with a Perspective on Institutional Ownership: Empirical Evidence from Turkey. *Journal of Applied Management Accounting Research*, 8(2).
45. Hamid, M. A., Ting, I. W. K., & Kweh, Q. L. (2016). The relationship between corporate governance and expropriation of minority shareholders' interests. *Procedia Economics and Finance*, 35, 99-106.
46. Hansen, Lars Peter. "Large sample properties of generalized method of moments estimators." *Econometrica: Journal of the Econometric Society* (1982): 1029-1054.
47. Harris, M., & Raviv, A. (1988). Corporate control contests and capital structure. *Journal of financial Economics*, 20, 55-86.
48. 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.

49. Jarrell, G. A., Brickley, J. A., & Netter, J. M. (1988). The market for corporate control: The empirical evidence since 1980. *Journal of Economic perspectives*, 2(1), 49-68.
50. Javid, A. Y., & Iqbal, R. (2008). Ownership concentration, corporate governance and firm performance: Evidence from Pakistan. *The Pakistan Development Review*, 643-659.
51. 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.
52. Jensen, M. C., & Ruback, R. S. (1983). The market for corporate control: The scientific evidence. *Journal of Financial economics*, 11(1-4), 5-50.
53. Kapopoulos, P., & Lazaretou, S. (2007). Corporate ownership structure and firm performance: evidence from Greek firms. *Corporate Governance: An International Review*, 15(2), 144-158.
54. Konijn, S. J., Kräussl, R., & Lucas, A. (2011). Blockholder dispersion and firm value. *Journal of Corporate Finance*, 17(5), 1330-1339.
55. Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *The journal of finance*, 28(4), 911-922.
56. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of financial economics*, 58(1-2), 3-27.
57. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). Legal determinants of external finance. *The journal of finance*, 52(3), 1131-1150.
58. 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.
59. Liljeblom, E., & Löflund, A. (2005). Determinants of international portfolio investment flows to a small market: empirical evidence. *Journal of multinational financial management*, 15(3), 211-233.
60. Martínez-Sola, C., García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2013). Corporate cash holding and firm value. *Applied Economics*, 45(2), 161-170.

61. Mollah, S., Al Farooque, O., & Karim, W. (2012). Ownership structure, corporate governance and firm performance. *Studies in Economics and Finance*.
62. Morck, R., & Yeung, B. (2004). *Special issues relating to corporate governance and family control*. The World Bank.
63. Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of financial economics*, 20, 293-315.
64. Morrato, E. H., Newcomer, J. W., Kamat, S., Baser, O., Harnett, J., & Cuffel, B. (2009). Metabolic screening after the American Diabetes Association's consensus statement on antipsychotic drugs and diabetes. *Diabetes care*, 32(6), 1037-1042.
65. Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of financial economics*, 5(2), 147-175.
66. Najjar, Al-B., & Kilincarslan, E. (2016). The effect of ownership structure on dividend policy: evidence from Turkey. *Corporate Governance: The international journal of business in society*.
67. Nakano, M., & Nguyen, P. (2012). Board Size and Corporate Risk Taking: Further Evidence from Japan. *Corporate Governance: An International Review*, 20(4), 369-387.
68. Nguyen, T., Locke, S., & Reddy, K. (2015). Does boardroom gender diversity matter? Evidence from a transitional economy. *International Review of Economics & Finance*, 37, 184-202.
69. 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.
70. Pandey, K. D., & Sahu, T. N. (2019). Concentrated promoters' ownership and firm value: Re-examining the monitoring and expropriation hypothesis. *Paradigm*, 23(1), 70-82.
71. Pervan, M., & Višić, J. (2012). Influence of firm size on its business success. *Croatian Operational Research Review*, 3(1), 213-223.

72. Phung, D. N., & Mishra, A. V. (2016). Ownership structure and firm performance: Evidence from Vietnamese listed firms. *Australian Economic Papers*, 55(1), 63-98.
73. Pound, J. (1988). Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight. *Journal of financial economics*, 20, 237-265.
74. Repeii, V. (2000). Ownership structure, corporate governance, and corporate performance: evidence from Ukraine. *National University "Kiev Mohyla Academy", MA thesis*.
75. Roodman, D. (2009). How to do xtabond2: An introduction to difference and system GMM in Stata. *The stata journal*, 9(1), 86-136.
76. Rozeff, M. S. (1982). Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *Journal of financial Research*, 5(3), 249-259.
77. 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.
78. Semykina, A., & Wooldridge, J. M. (2013). Estimation of dynamic panel data models with sample selection. *Journal of Applied Econometrics*, 28(1), 47-61.
79. Sen, A. (1987). Gender and cooperative conflicts.
80. Shah, S. Z. A., & Hussain, Z. (2012). Impact of ownership structure on firm performance evidence from non-financial listed companies at Karachi Stock Exchange. *International Research Journal of Finance and Economics*, 84, 6-13.
81. Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of political economy*, 94(3, Part 1), 461-488.
82. Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1989). Management entrenchment: The case of manager-specific investments. *Journal of financial economics*, 25(1), 123-139.
83. Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The journal of finance*, 52(2), 737-783.
84. Sing, T. F., & Sirmans, C. F. (2008). Does real estate ownership matter in corporate governance?. *Journal of property research*, 25(1), 23-43.

85. Thomsen, S., & Pedersen, T. (2000). Ownership structure and economic performance in the largest European companies. *Strategic Management Journal*, 21(6), 689-705..

86. Vo, D., & Phan, T. (2013). Corporate governance and firm performance: Empirical evidence from Vietnam. *Journal of Economic Development*, 7(1), 62-78.

87. Wei, Z., & Varela, O. (2003). State equity ownership and firm market performance: evidence from China's newly privatized firms. *Global Finance Journal*, 14(1), 65-82.

88. Weir, C., Laing, D., & McKnight, P. J. (2002). Internal and external governance mechanisms: their impact on the performance of large UK public companies. *Journal of Business Finance & Accounting*, 29(5-6), 579-611.

89. Welch, E. (2003). The relationship between ownership structure and performance in listed Australian companies. *Australian journal of management*, 28(3), 287-305.

90. Williamson, O. E. (1985). Contested exchange versus the governance of contractual relations. *Journal of Economic Perspectives*, 7(1), 103-108.

91. Yasser, Q. R., & Mamun, A. A. (2017). The impact of ownership concentration on firm performance: Evidence from an emerging market. *Emerging Economy Studies*, 3(1), 34-53.

92. Yu, M. (2013). State ownership and firm performance: Empirical evidence from Chinese listed companies. *China Journal of Accounting Research*, 6(2), 75-87.

### **Trang web**

93. Hà Thị Thanh Nga, Ngô Thùy Dương (2019), Tạp chí tài chính - Tác động của cấu trúc vốn đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp nhỏ và vừa, địa chỉ: <http://tapchitaichinh.vn/tai-chinh-kinh-doanh/tac-dong-cua-cau-truc-von-den-hieu-qua-kinh-doanh-cua-doanh-nghiep-nho-va-vua-305337.html>, [truy cập ngày 01/09/2020]

## PHỤ LỤC

### A. Kết quả ước lượng mô hình Tobin's Q - BO trên phần mềm STATA-15

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM

Group variable: Namel	Number of obs	=	2158
Time variable : Year	Number of groups	=	300
Number of instruments = 103	Obs per group: min	=	1
Wald chi2(23) = 4074.97	avg	=	7.19
Prob > chi2 = 0.000	max	=	12

TobinsQ	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
TobinsQ						
L1.	.6419178	.0283585	22.64	0.000	.5863362	.6974995
BO	.3499915	.0904644	3.87	0.000	.1726845	.5272984
NBO	.0079567	.0120195	0.66	0.508	-.0156011	.0315145
BOChange	-.18683	.0395172	-4.73	0.000	-.2642822	-.1093778
BOCtrl	-.1329522	.0416186	-3.19	0.001	-.214523	-.0513813
LogSize	-.0066532	.0163369	-0.41	0.684	-.038673	.0253667
Lev	.1065356	.0939942	1.13	0.257	-.0776896	.2907609
Fix	.0073244	.0014542	5.04	0.000	.0044742	.0101746
Liq	-.0017768	.002166	-0.82	0.412	-.006022	.0024684
Age	-.002647	.0020803	-1.27	0.203	-.0067243	.0014302
Year						
2007	0	(empty)				
2008	-1.464429	.1240102	-11.81	0.000	-1.707485	-1.221374
2009	0	(omitted)				
2010	-.4150474	.0471601	-8.80	0.000	-.5074795	-.3226153
2011	-.5414002	.0432725	-12.51	0.000	-.6262126	-.4565877
2012	-.3382688	.0386264	-8.76	0.000	-.4139751	-.2625625
2013	-.2889229	.0369894	-7.81	0.000	-.3614207	-.2164251
2014	-.280565	.0393955	-7.12	0.000	-.3577788	-.2033511
2015	-.3065325	.039554	-7.75	0.000	-.384057	-.2290081
2016	-.2724344	.0409075	-6.66	0.000	-.3526117	-.1922571
2017	-.2451676	.041401	-5.92	0.000	-.3263122	-.1640231
2018	-.3969417	.0459575	-8.64	0.000	-.4870166	-.3068667
2019	-.3534001	.0440545	-8.02	0.000	-.4397454	-.2670548
_cons	.8468214	.4516898	1.87	0.061	-.0384743	1.732117

Warning: Uncorrected two-step standard errors are unreliable.

Instruments for first differences equation

Standard

D. (Age 2007b.Year 2008.Year 2009.Year 2010.Year 2011.Year 2012.Year  
2013.Year 2014.Year 2015.Year 2016.Year 2017.Year 2018.Year 2019.Year)

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

L(2/10).(L.TobinsQ BO NBO BOChange BOCtrl LogSize Lev Fix Liq) collapsed

Instruments for levels equation

Standard

Age 2007b.Year 2008.Year 2009.Year 2010.Year 2011.Year 2012.Year 2013.Year  
2014.Year 2015.Year 2016.Year 2017.Year 2018.Year 2019.Year

\_cons

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

DL.(L.TobinsQ BO NBO BOChange BOCtrl LogSize Lev Fix Liq) collapsed

---

Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -3.67 Pr > z = 0.000

Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = 0.52 Pr > z = 0.604

---

Sargan test of overid. restrictions: chi2(79) = 75.17 Prob > chi2 = 0.601  
(Not robust, but not weakened by many instruments.)

Hansen test of overid. restrictions: chi2(79) = 83.89 Prob > chi2 = 0.332  
(Robust, but weakened by many instruments.)

Difference-in-Hansen tests of exogeneity of instrument subsets:

GMM instruments for levels

Hansen test excluding group: chi2(70) = 76.31 Prob > chi2 = 0.283

Difference (null H = exogenous): chi2(9) = 7.58 Prob > chi2 = 0.577

iv(Age 2007b.Year 2008.Year 2009.Year 2010.Year 2011.Year 2012.Year 2013.Yea  
> r 2014.Year 2015.Year 2016.Year 2017.Year 2018.Year 2019.Year)

Hansen test excluding group: chi2(67) = 72.69 Prob > chi2 = 0.296

Difference (null H = exogenous): chi2(12) = 11.21 Prob > chi2 = 0.511



## B. Kết quả ước lượng mô hình ROA - BO trên phần mềm STATA-15

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM

Group variable: Name1	Number of obs	=	2158
Time variable : Year	Number of groups	=	300
Number of instruments = 94	Obs per group: min	=	1
Wald chi2(23) = 194.37	avg	=	7.19
Prob > chi2 = 0.000	max	=	12

ROA	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
ROA						
L1.	.1745179	.0390245	4.47	0.000	.0980313	.2510044
BO	.0456916	.0239901	1.90	0.057	-.0013281	.0927113
NBO	.0063284	.0028496	2.22	0.026	.0007433	.0119135
BOChange	.0114466	.0065183	1.76	0.079	-.0013291	.0242223
BOCtrl	-.014605	.0136229	-1.07	0.284	-.0413054	.0120954
LogSize	.0020506	.0046668	0.44	0.660	-.0070962	.0111975
Lev	-.0520314	.0236781	-2.20	0.028	-.0984396	-.0056232
Fix	-.0000414	.0002248	-0.18	0.854	-.0004821	.0003993
Liq	.0021897	.0004577	4.78	0.000	.0012926	.0030868
Age	-.0000581	.0006947	-0.08	0.933	-.0014197	.0013035
Year						
2007	0	(empty)				
2008	.0113119	.01163	0.97	0.331	-.0114825	.0341064
2009	.0492335	.0117261	4.20	0.000	.0262507	.0722162
2010	.0253073	.0091604	2.76	0.006	.0073532	.0432615
2011	.0145846	.0085427	1.71	0.088	-.0021587	.0313279
2012	-.0000644	.0073768	-0.01	0.993	-.0145227	.0143938
2013	-.0014668	.0063087	-0.23	0.816	-.0138316	.0108981
2014	.0040157	.0053399	0.75	0.452	-.0064503	.0144816
2015	.0049232	.0042639	1.15	0.248	-.0034339	.0132803
2016	.0097744	.0035693	2.74	0.006	.0027788	.0167701
2017	.0082803	.0026467	3.13	0.002	.0030928	.0134678
2018	.0066605	.0020409	3.26	0.001	.0026604	.0106606
2019	0	(omitted)				
_cons	-.0358123	.1334128	-0.27	0.788	-.2972966	.225672

Warning: Uncorrected two-step standard errors are unreliable.

Instruments for first differences equation

Standard

D.(Age 2007b.Year 2008.Year 2009.Year 2010.Year 2011.Year 2012.Year  
2013.Year 2014.Year 2015.Year 2016.Year 2017.Year 2018.Year 2019.Year)

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

L(3/10).(L.ROA BO NBO BOChange BOCtrl LogSize Lev Fix Liq) collapsed

Instruments for levels equation

Standard

Age 2007b.Year 2008.Year 2009.Year 2010.Year 2011.Year 2012.Year 2013.Year  
2014.Year 2015.Year 2016.Year 2017.Year 2018.Year 2019.Year

\_cons

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

DL2.(L.ROA BO NBO BOChange BOCtrl LogSize Lev Fix Liq) collapsed

---

Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -2.17 Pr > z = 0.030

Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = 1.59 Pr > z = 0.111

---

Sargan test of overid. restrictions: chi2(70) = 72.21 Prob > chi2 = 0.405  
(Not robust, but not weakened by many instruments.)

Hansen test of overid. restrictions: chi2(70) = 77.38 Prob > chi2 = 0.255  
(Robust, but weakened by many instruments.)

Difference-in-Hansen tests of exogeneity of instrument subsets:

GMM instruments for levels

Hansen test excluding group: chi2(61) = 59.30 Prob > chi2 = 0.538

Difference (null H = exogenous): chi2(9) = 18.09 Prob > chi2 = 0.034

iv(Age 2007b.Year 2008.Year 2009.Year 2010.Year 2011.Year 2012.Year 2013.Yea  
> r 2014.Year 2015.Year 2016.Year 2017.Year 2018.Year 2019.Year)

Hansen test excluding group: chi2(58) = 63.72 Prob > chi2 = 0.282

Difference (null H = exogenous): chi2(12) = 13.66 Prob > chi2 = 0.323

## C. Kết quả ước lượng mô hình ROE - BO trên phần mềm STATA-15

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM

Group variable: Name1	Number of obs	=	2158
Time variable : Year	Number of groups	=	300
Number of instruments = 121	Obs per group: min	=	1
Wald chi2(23) = 14315.46	avg	=	7.19
Prob > chi2 = 0.000	max	=	12

ROE	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
ROE						
L1.	-.0961497	.002936	-32.75	0.000	-.1019042	-.0903952
BO	.2690872	.1489505	1.81	0.071	-.0228505	.5610249
NBO	.015321	.0134349	1.14	0.254	-.0110109	.0416529
BOChange	-.0228668	.0110107	-2.08	0.038	-.0444474	-.0012862
BOCtrl	.1341219	.04028	3.33	0.001	.0551746	.2130693
LogSize	.1154028	.0270775	4.26	0.000	.0623319	.1684736
Lev	-1.388439	.1202159	-11.55	0.000	-1.624058	-1.15282
Fix	-.0036501	.0011345	-3.22	0.001	-.0058737	-.0014264
Liq	-.0006467	.0015993	-0.40	0.686	-.0037812	.0024878
Age	-.0088173	.0056545	-1.56	0.119	-.0199	.0022654
Year						
2007	0	(empty)				
2008	.0425471	.0809784	0.53	0.599	-.1161677	.201262
2009	.15239	.0645115	2.36	0.018	.0259497	.2788303
2010	.1083138	.0586353	1.85	0.065	-.0066093	.2232369
2011	.0970409	.053463	1.82	0.070	-.0077447	.2018265
2012	.0517354	.047604	1.09	0.277	-.0415667	.1450375
2013	.0549557	.0400461	1.37	0.170	-.0235332	.1334446
2014	.0406869	.0335108	1.21	0.225	-.024993	.1063668
2015	.0380879	.0280237	1.36	0.174	-.0168374	.0930133
2016	.0324346	.021407	1.52	0.130	-.0095223	.0743915
2017	.0165683	.0156733	1.06	0.290	-.0141508	.0472875
2018	-.0632079	.0084756	-7.46	0.000	-.0798197	-.046596
2019	0	(omitted)				
_cons	-2.650439	.7776776	-3.41	0.001	-4.174659	-1.126219

Warning: Uncorrected two-step standard errors are unreliable.

Instruments for first differences equation

Standard

D. (Age 2007b.Year 2008.Year 2009.Year 2010.Year 2011.Year 2012.Year  
2013.Year 2014.Year 2015.Year 2016.Year 2017.Year 2018.Year 2019.Year)  
GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)  
L(1/11).(L.ROE L.BO NBO BOChange BOCtrl L.LogSize L.Lev L.Fix L.Liq)  
collapsed

Instruments for levels equation

Standard

Age 2007b.Year 2008.Year 2009.Year 2010.Year 2011.Year 2012.Year 2013.Year  
2014.Year 2015.Year 2016.Year 2017.Year 2018.Year 2019.Year  
\_cons  
GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)  
D. (L.ROE L.BO NBO BOChange BOCtrl L.LogSize L.Lev L.Fix L.Liq) collapsed

---

Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -1.04 Pr > z = 0.296  
Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = 0.97 Pr > z = 0.330

---

Sargan test of overid. restrictions: chi2(97) = 700.60 Prob > chi2 = 0.000  
(Not robust, but not weakened by many instruments.)  
Hansen test of overid. restrictions: chi2(97) = 113.37 Prob > chi2 = 0.123  
(Robust, but weakened by many instruments.)

Difference-in-Hansen tests of exogeneity of instrument subsets:

GMM instruments for levels

Hansen test excluding group: chi2(88) = 95.16 Prob > chi2 = 0.282  
Difference (null H = exogenous): chi2(9) = 18.21 Prob > chi2 = 0.033  
iv(Age 2007b.Year 2008.Year 2009.Year 2010.Year 2011.Year 2012.Year 2013.Yea  
> r 2014.Year 2015.Year 2016.Year 2017.Year 2018.Year 2019.Year)  
Hansen test excluding group: chi2(85) = 83.70 Prob > chi2 = 0.520  
Difference (null H = exogenous): chi2(12) = 29.67 Prob > chi2 = 0.003

## D. Kết quả ước lượng mô hình Tobin's Q - MO trên phần mềm STATA-15

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM

Group variable: Name1	Number of obs	=	2158
Time variable : Year	Number of groups	=	300
Number of instruments = 45	Obs per group: min	=	1
Wald chi2(22) = 3346.15	avg	=	7.19
Prob > chi2 = 0.000	max	=	12

TobinsQ	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
TobinsQ						
L1.	.2243613	.0267359	8.39	0.000	.1719599	.2767626
MO	3.159312	.6460408	4.89	0.000	1.893095	4.425529
MO_2	-7.511169	2.354891	-3.19	0.001	-12.12667	-2.895667
MO_3	4.876804	2.084058	2.34	0.019	.7921247	8.961483
LogSize	.0184693	.0332908	0.55	0.579	-.0467796	.0837181
Lev	.0572859	.2020754	0.28	0.777	-.3387746	.4533465
Fix	.0220359	.0052605	4.19	0.000	.0117254	.0323463
Liq	.0228348	.0054459	4.19	0.000	.012161	.0335085
Age	-.0045227	.0068807	-0.66	0.511	-.0180087	.0089633
Year						
2007	0	(empty)				
2008	-.3471895	.8751923	-0.40	0.692	-2.062535	1.368156
2009	.4087704	.8774377	0.47	0.641	-1.310976	2.128517
2010	.1075374	.891929	0.12	0.904	-1.640611	1.855686
2011	-.1138824	.8936985	-0.13	0.899	-1.865499	1.637734
2012	-.0310556	.8919388	-0.03	0.972	-1.779224	1.717112
2013	.0308466	.8953811	0.03	0.973	-1.724068	1.785761
2014	.1065567	.9039209	0.12	0.906	-1.665096	1.878209
2015	.0970385	.909045	0.11	0.915	-1.684657	1.878734
2016	.1170445	.9102981	0.13	0.898	-1.667107	1.901196
2017	.1699232	.9140407	0.19	0.853	-1.621564	1.96141
2018	.0695998	.9209257	0.08	0.940	-1.735381	1.874581
2019	.0660403	.923489	0.07	0.943	-1.743965	1.876046
_cons	0	(omitted)				

Warning: Uncorrected two-step standard errors are unreliable.

Instruments for first differences equation

Standard

D. (Age 2007b.Year 2008.Year 2009.Year 2010.Year 2011.Year 2012.Year  
2013.Year 2014.Year 2015.Year 2016.Year 2017.Year 2018.Year 2019.Year)

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

L(2/4).(TobinsQ MO MO\_2 MO\_3 LogSize Lev Fix Liq) collapsed

Instruments for levels equation

Standard

Age 2007b.Year 2008.Year 2009.Year 2010.Year 2011.Year 2012.Year 2013.Year  
2014.Year 2015.Year 2016.Year 2017.Year 2018.Year 2019.Year

\_cons

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

DL.(TobinsQ MO MO\_2 MO\_3 LogSize Lev Fix Liq) collapsed

---

Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -1.36 Pr > z = 0.174

Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = -0.31 Pr > z = 0.759

---

Sargan test of overid. restrictions: chi2(22) = 34.44 Prob > chi2 = 0.044

(Not robust, but not weakened by many instruments.)

Hansen test of overid. restrictions: chi2(22) = 28.11 Prob > chi2 = 0.172

(Robust, but weakened by many instruments.)

Difference-in-Hansen tests of exogeneity of instrument subsets:

GMM instruments for levels

Hansen test excluding group: chi2(14) = 11.08 Prob > chi2 = 0.680

Difference (null H = exogenous): chi2(8) = 17.03 Prob > chi2 = 0.030

iv(Age 2007b.Year 2008.Year 2009.Year 2010.Year 2011.Year 2012.Year 2013.Yea  
> r 2014.Year 2015.Year 2016.Year 2017.Year 2018.Year 2019.Year)

Hansen test excluding group: chi2(10) = 8.70 Prob > chi2 = 0.561

Difference (null H = exogenous): chi2(12) = 19.41 Prob > chi2 = 0.079

## E. Kết quả ước lượng mô hình ROA - MO trên phần mềm STATA-15

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM

Group variable: Name1	Number of obs	=	2158
Time variable : Year	Number of groups	=	300
Number of instruments = 53	Obs per group: min	=	1
Wald chi2(22) = 1052.00	avg	=	7.19
Prob > chi2 = 0.000	max	=	12

ROA	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
ROA						
L1.	.2263074	.0188379	12.01	0.000	.1893858	.263229
MO	-.2856915	.100677	-2.84	0.005	-.4830149	-.0883682
MO_2	1.016989	.3954959	2.57	0.010	.2418313	1.792147
MO_3	-.8648668	.3694742	-2.34	0.019	-1.589023	-.1407107
LogSize	.0077776	.0046461	1.67	0.094	-.0013285	.0168837
Lev	-.0825882	.0243261	-3.40	0.001	-.1302665	-.0349099
Fix	-.001503	.000317	-4.74	0.000	-.0021243	-.0008818
Liq	.0023659	.0004865	4.86	0.000	.0014123	.0033195
Age	.0003546	.0007189	0.49	0.622	-.0010544	.0017636
Year						
2007	0	(empty)				
2008	-.124358	.1221651	-1.02	0.309	-.3637972	.1150813
2009	-.092208	.1247989	-0.74	0.460	-.3368094	.1523934
2010	-.1141476	.1248863	-0.91	0.361	-.3589202	.130625
2011	-.1221323	.1251399	-0.98	0.329	-.367402	.1231375
2012	-.1295843	.1242351	-1.04	0.297	-.3730806	.113912
2013	-.1309403	.1254711	-1.04	0.297	-.376859	.1149785
2014	-.1273402	.126504	-1.01	0.314	-.3752836	.1206031
2015	-.1260021	.1263331	-1.00	0.319	-.3736105	.1216063
2016	-.1242224	.1275843	-0.97	0.330	-.3742831	.1258384
2017	-.1265926	.1278688	-0.99	0.322	-.3772107	.1240256
2018	-.12705	.1288374	-0.99	0.324	-.3795667	.1254666
2019	-.1381337	.129733	-1.06	0.287	-.3924057	.1161382
_cons	0	(omitted)				

Warning: Uncorrected two-step standard errors are unreliable.

Instruments for first differences equation

Standard

D. (Age 2007b.Year 2008.Year 2009.Year 2010.Year 2011.Year 2012.Year  
2013.Year 2014.Year 2015.Year 2016.Year 2017.Year 2018.Year 2019.Year)

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

L(2/5).(ROA MO MO\_2 MO\_3 LogSize Lev Fix Liq) collapsed

Instruments for levels equation

Standard

Age 2007b.Year 2008.Year 2009.Year 2010.Year 2011.Year 2012.Year 2013.Year  
2014.Year 2015.Year 2016.Year 2017.Year 2018.Year 2019.Year

\_cons

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

DL.(ROA MO MO\_2 MO\_3 LogSize Lev Fix Liq) collapsed

---

Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -2.53 Pr > z = 0.011  
Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = 1.06 Pr > z = 0.288

---

Sargan test of overid. restrictions: chi2(30) = 37.82 Prob > chi2 = 0.154  
(Not robust, but not weakened by many instruments.)

Hansen test of overid. restrictions: chi2(30) = 39.69 Prob > chi2 = 0.111  
(Robust, but weakened by many instruments.)

Difference-in-Hansen tests of exogeneity of instrument subsets:

GMM instruments for levels

Hansen test excluding group: chi2(22) = 26.23 Prob > chi2 = 0.242

Difference (null H = exogenous): chi2(8) = 13.46 Prob > chi2 = 0.097

iv(Age 2007b.Year 2008.Year 2009.Year 2010.Year 2011.Year 2012.Year 2013.Yea  
> r 2014.Year 2015.Year 2016.Year 2017.Year 2018.Year 2019.Year)

Hansen test excluding group: chi2(18) = 19.57 Prob > chi2 = 0.357

Difference (null H = exogenous): chi2(12) = 20.12 Prob > chi2 = 0.065





Instruments for first differences equation

Standard

D. (Age 2007b.Year 2008.Year 2009.Year 2010.Year 2011.Year 2012.Year  
2013.Year 2014.Year 2015.Year 2016.Year 2017.Year 2018.Year 2019.Year)

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

L(2/5).(ROE MO MO\_2 MO\_3 LogSize Lev Fix Liq) collapsed

Instruments for levels equation

Standard

Age 2007b.Year 2008.Year 2009.Year 2010.Year 2011.Year 2012.Year 2013.Year  
2014.Year 2015.Year 2016.Year 2017.Year 2018.Year 2019.Year

\_cons

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

DL.(ROE MO MO\_2 MO\_3 LogSize Lev Fix Liq) collapsed

---

Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -1.07 Pr > z = 0.287

Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = 0.98 Pr > z = 0.325

---

Sargan test of overid. restrictions: chi2(30) = 433.88 Prob > chi2 = 0.000  
(Not robust, but not weakened by many instruments.)

Hansen test of overid. restrictions: chi2(30) = 30.99 Prob > chi2 = 0.416  
(Robust, but weakened by many instruments.)

Difference-in-Hansen tests of exogeneity of instrument subsets:

GMM instruments for levels

Hansen test excluding group: chi2(22) = 20.22 Prob > chi2 = 0.569

Difference (null H = exogenous): chi2(8) = 10.76 Prob > chi2 = 0.215

iv(Age 2007b.Year 2008.Year 2009.Year 2010.Year 2011.Year 2012.Year 2013.Yea  
> r 2014.Year 2015.Year 2016.Year 2017.Year 2018.Year 2019.Year)

Hansen test excluding group: chi2(18) = 10.72 Prob > chi2 = 0.906

Difference (null H = exogenous): chi2(12) = 20.26 Prob > chi2 = 0.062

**G. Danh sách các công ty được lấy dữ liệu dùng trong luận văn**

STT	Mã CK	Tên doanh nghiệp
1	AAA	CTCP Nhựa An Phát Xanh
2	AAM	CTCP Thủy sản Mekong
3	ABT	CTCP XNK Thủy sản Bến Tre
4	ACC	CTCP Đầu tư & Xây dựng Bình Dương ACC
5	ACL	CTCP XNK Thủy sản Cửu Long An Giang
6	ADS	CTCP Damsan
7	AGM	CTCP XNK An Giang
8	AMD	CTCP Đầu tư & Khoáng sản FLC Stone
9	ANV	CTCP Nam Việt
10	APC	CTCP Chiếu xạ An Phú
11	ASM	CTCP Tập đoàn Sao Mai
12	ASP	CTCP Tập đoàn Dầu khí An Pha
13	AST	CTCP DV Hàng không Taseco
14	ATG	CTCP An Trường An
15	BBC	CTCP BIBICA
16	BCE	CTCP Xây dựng & Giao thông Bình Dương
17	BCG	CTCP Bamboo Capital
18	BFC	CTCP Phân bón Bình Điền
19	BHN	Tổng CTCP Bia – Rượu – Nước giải khát Hà Nội
20	BMC	CTCP Khoáng sản Bình Định
21	BMP	CTCP Nhựa Bình Minh
22	BRC	CTCP Cao su Bến Thành
23	BTP	CTCP Nhiệt điện Bà Rịa
24	BTT	CTCP TMDV Bến Thành
25	BWE	CTCP Nước – Môi trường Bình Dương
26	C32	CTCP CIC39
27	C47	CTCP Xây dựng 47
28	CAV	CTCP Dây cáp điện Việt Nam
29	CCI	CTCP Đầu tư Phát triển Công nghiệp TM Củ Chi
30	CCL	CTCP Đầu tư & Phát triển Đô thị Dầu khí Cửu Long
31	CDC	CTCP Chương Dương
32	CEE	CTCP Xây dựng Hạ tầng CII
33	CHP	CTCP Thủy điện Miền Trung
34	CIG	CTCP COMA18
35	CII	CTCP Đầu tư Hạ tầng Kỹ thuật TP.HCM

STT	Mã CK	Tên doanh nghiệp
36	CLC	CTCP Cát Lợi
37	CLG	CTCP Đầu tư & Phát triển Nhà đất COTEC
38	CLL	CTCP Cảng Cát Lái
39	CLW	CTCP Cấp nước Chợ Lớn
40	CMG	CTCP Tập đoàn Công nghệ CMC
41	CMV	CTCP Thương nghiệp Cà Mau
42	CMX	CTCP Camimex Group
43	CNG	CTCP CNG Việt Nam
44	COM	CTCP Vật tư - Xăng dầu
45	CRC	CTCP Create Capital Việt Nam
46	CRE	CTCP Bất động sản Thế Kỷ
47	CSM	CTCP Công nghiệp Cao su Miền Nam
48	CSV	CTCP Hóa chất cơ bản miền Nam
49	CTD	CTCP Xây dựng COTECCONS
50	CTF	CTCP City Auto
51	CTI	CTCP Đầu tư Phát triển Cường Thuận IDICO
52	CVT	CTCP CMC
53	D2D	CTCP Phát triển Đô thị Công nghiệp số 2
54	DAG	CTCP Tập đoàn Nhựa Đông Á
55	DAH	CTCP Tập đoàn Khách sạn Đông Á
56	DAT	CTCP Đầu tư Du lịch & Phát triển Thủy sản
57	DBD	CTCP Dược - Trang thiết bị Y tế Bình Định
58	DCL	CTCP Dược phẩm Cửu Long
59	DCM	CTCP Phân bón Dầu khí Cà Mau
60	DGW	CTCP Thế Giới Số
61	DHA	CTCP Hóa An
62	DHC	CTCP Đông Hải Bến Tre
63	DHG	CTCP Dược Hậu Giang
64	DHM	CTCP TM & Khai thác Khoáng sản Dương Hiếu
65	DIG	Tổng CTCP Đầu tư Phát triển Xây dựng
66	DLG	CTCP Tập đoàn Đức Long Gia Lai
67	DMC	CTCP XNK Y tế DOMESCO
68	DPG	CTCP Đạt Phương
69	DPM	Tổng Công ty Phân bón & Hóa chất Dầu khí - CTCP
70	DPR	CTCP Cao su Đồng Phú
71	DQC	CTCP Bóng đèn Điện Quang
72	DRC	CTCP Cao su Đà Nẵng

STT	Mã CK	Tên doanh nghiệp
73	DRH	CTCP DRH Holdings
74	DRL	CTCP Thủy điện - Điện lực 3
75	DSN	CTCP Công viên nước Đầm Sen
76	DTA	CTCP Đệ Tam
77	DTL	CTCP Đại Thiên Lộc
78	DTT	CTCP Kỹ nghệ Đô Thành
79	DVP	CTCP Đầu tư & Phát triển Cảng Đình Vũ
80	DXG	CTCP Tập đoàn Đất Xanh
81	DXV	CTCP Vicem Vật liệu Xây dựng Đà Nẵng
82	ELC	CTCP Đầu tư Phát triển Công nghệ Điện tử - Viễn thông
83	EMC	CTCP Cơ điện Thủ Đức
84	EVE	CTCP Everpia
85	EVG	CTCP Tập đoàn Everland
86	FCM	CTCP Khoáng sản FECON
87	FCN	CTCP FECON
88	FDC	CTCP Ngoại thương & Phát triển Đầu tư Thành phố Hồ Chí Minh
89	FIR	CTCP Địa ốc First Real
90	FIT	CTCP Tập đoàn F.I.T
91	FLC	CTCP Tập đoàn FLC
92	FMC	CTCP Thực phẩm Sao Ta
93	FPT	CTCP FPT
94	FRT	CTCP Bán lẻ Kỹ thuật số FPT
95	FTM	CTCP Đầu tư & Phát triển Đức Quân
96	GAS	Tổng Công ty Khí Việt Nam - CTCP
97	GDT	CTCP Chế biến Gỗ Đức Thành
98	GEX	Tổng CTCP Thiết bị điện Việt Nam
99	GIL	CTCP Sản xuất Kinh doanh XNK Bình Thạnh
100	GMC	CTCP Garmex Sài Gòn
101	GMD	CTCP GEMADEPT
102	GSP	CTCP Vận tải Sản phẩm Khí Quốc tế
103	GTA	CTCP Chế biến Gỗ Thuận An
104	GTN	CTCP GTNFOODS
105	HAG	CTCP Hoàng Anh Gia Lai
106	HAH	CTCP Vận tải & Xếp dỡ Hải An
107	HAI	CTCP Nông dược HAI
108	HAP	CTCP Tập đoàn HAPACO

STT	Mã CK	Tên doanh nghiệp
109	HAR	CTCP Đầu tư TM Bất động sản An Dương Thảo Điền
110	HAS	CTCP HACISCO
111	HAX	CTCP DV Ô tô Hàng Xanh
112	HBC	CTCP Tập đoàn Xây dựng Hòa Bình
113	HCD	CTCP Đầu tư Sản xuất & TM HCD
114	HDC	CTCP Phát triển nhà Bà Rịa – Vũng Tàu
115	HDG	CTCP Tập đoàn Hà Đô
116	HHS	CTCP Đầu tư DV Hoàng Huy
117	HID	CTCP Halcom Việt Nam
118	HII	CTCP An Tiến Industries
119	HMC	CTCP Kim khí Thành phố Hồ Chí Minh - Vnsteel
120	HNG	CTCP Nông nghiệp Quốc tế Hoàng Anh Gia Lai
121	HOT	CTCP Du lịch DV Hội An
122	HPG	CTCP Tập đoàn Hòa Phát
123	HPX	CTCP Đầu tư Hải Phát
124	HQC	CTCP Tư vấn – TM – DV Địa ốc Hoàng Quân
125	HRC	CTCP Cao su Hòa Bình
126	HSG	CTCP Tập đoàn Hoa Sen
127	HSL	CTCP Đầu tư Phát triển Thực phẩm Hồng Hà
128	HT1	CTCP Xi măng Hà Tiên 1
129	HTI	CTCP Đầu tư Phát triển Hạ tầng IDICO
130	HTL	CTCP Kỹ thuật & Ô tô Trường Long
131	HTN	CTCP Hưng Thịnh Incons
132	HTV	CTCP Logistics Vicem
133	HU1	CTCP Đầu tư & Xây dựng HUD1
134	HU3	CTCP Đầu tư & Xây dựng HUD3
135	HVH	CTCP Đầu tư & Công nghệ HVC
136	HVX	CTCP Xi măng Vicem Hải Vân
137	IBC	CTCP Đầu tư Apax Holdings
138	IDI	CTCP Đầu tư & Phát triển Đa Quốc Gia I.D.I
139	IJC	CTCP Phát triển Hạ tầng Kỹ thuật
140	IMP	CTCP Dược phẩm Imexpharm
141	ITA	CTCP Đầu tư & Công nghiệp Tân Tạo
142	ITC	CTCP Đầu tư - Kinh doanh Nhà
143	ITD	CTCP Công nghệ Tiên Phong
144	JVC	CTCP Thiết bị Y tế Việt Nhật
145	KBC	Tổng Công ty Phát triển Đô Thị Kinh Bắc – CTCP

STT	Mã CK	Tên doanh nghiệp
146	KDC	CTCP Tập đoàn Kido
147	KDH	CTCP Đầu tư & Kinh doanh Nhà Khang Điền
148	KHP	CTCP Điện lực Khánh Hòa
149	KMR	CTCP MIRAE
150	KPF	CTCP Đầu tư Tài chính Hoàng Minh
151	KSB	CTCP Khoáng sản & Xây dựng Bình Dương
152	L10	CTCP Lilama 10
153	LAF	CTCP Chế biến Hàng xuất khẩu Long An
154	LBM	CTCP Khoáng sản & Vật liệu Xây dựng Lâm Đồng
155	LCG	CTCP LICOGI 16
156	LCM	CTCP Khai thác & Chế biến Khoáng sản Lào Cai
157	LDG	CTCP Đầu tư LDG
158	LEC	CTCP Bất động sản Điện lực Miền Trung
159	LGC	CTCP Đầu tư Cầu Đường CII
160	LGL	CTCP Đầu tư & Phát triển Đô thị Long Giang
161	LHG	CTCP Long Hậu
162	LIX	CTCP Bột giặt LIX
163	LM8	CTCP Lilama 18
164	LSS	CTCP Mía đường Lam Sơn
165	MCG	CTCP Cơ điện & Xây dựng Việt Nam
166	MCP	CTCP In & Bao bì Mỹ Châu
167	MDG	CTCP Miền Đông
168	MHC	CTCP MHC
169	MSH	CTCP May Sông Hồng
170	MSN	CTCP Tập đoàn MaSan
171	MWG	CTCP Đầu tư Thế Giới Di Động
172	NAF	CTCP Nafods Group
173	NAV	CTCP Nam Việt
174	NBB	CTCP Đầu tư Năm Bảy Bảy
175	NCT	CTCP DV Hàng hóa Nội Bài
176	NKG	CTCP Thép Nam Kim
177	NLG	CTCP Đầu tư Nam Long
178	NNC	CTCP Đá Núi Nhỏ
179	NSC	CTCP Tập đoàn Giống cây trồng Việt Nam
180	NT2	CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2
181	NTL	CTCP Phát triển Đô thị Từ Liêm
182	NVL	CTCP Tập đoàn Đầu tư Địa ốc No Va

STT	Mã CK	Tên doanh nghiệp
183	NVT	CTCP Bất động sản Du lịch Ninh Vân Bay
184	OGC	CTCP Tập đoàn Đại Dương
185	OPC	CTCP Dược phẩm OPC
186	PAC	CTCP Pin Ấc quy miền Nam
187	PAN	CTCP Tập đoàn PAN
188	PC1	CTCP Xây lắp Điện I
189	PDN	CTCP Cảng Đồng Nai
190	PDR	CTCP Phát triển Bất động sản Phát Đạt
191	PET	Tổng CTCP DV Tổng hợp Dầu khí
192	PGC	Tổng Công ty Gas Petrolimex - CTCP
193	PGD	CTCP Phân phối Khí thấp áp Dầu khí Việt Nam
194	PHC	CTCP Xây dựng Phục Hưng Holdings
195	PHR	CTCP Cao su Phước Hòa
196	PIT	CTCP XNK Petrolimex
197	PJT	CTCP Vận tải Xăng dầu Đường thủy Petrolimex
198	PLP	CTCP Sản xuất & Công nghệ Nhựa Pha Lê
199	PLX	Tập đoàn Xăng dầu Việt Nam
200	PME	CTCP Pymepharco
201	PMG	CTCP Đầu tư & Sản xuất Petro Miền Trung
202	PNC	CTCP Văn hóa Phương Nam
203	PNJ	CTCP &ng bạc Đá quý Phú Nhuận
204	POM	CTCP Thép POMINA
205	PPC	CTCP Nhiệt điện Phả Lại
206	PTB	CTCP Phú Tài
207	PTC	CTCP Đầu tư & Xây dựng Bưu điện
208	PTL	CTCP Đầu tư Hạ tầng & Đô thị Dầu khí
209	PVD	Tổng CTCP Khoan & DV Khoan Dầu khí
210	PVT	Tổng CTCP Vận tải Dầu khí
211	PXI	CTCP Xây dựng Công nghiệp & Dân dụng Dầu khí
212	PXS	CTCP Kết cấu Kim loại & Lắp máy Dầu khí
213	PXT	CTCP Xây lắp Đường ống Bể chứa Dầu khí
214	QBS	CTCP XNK Quảng Bình
215	QCG	CTCP Quốc Cường Gia Lai
216	RAL	CTCP Bóng đèn Phích nước Rạng Đông
217	RDP	CTCP Rạng Đông Holding
218	REE	CTCP Cơ Điện Lạnh
219	RIC	CTCP Quốc tế Hoàng Gia



STT	Mã CK	Tên doanh nghiệp
220	ROS	CTCP Xây dựng FLC FAROS
221	S4A	CTCP Thủy điện Sê San 4A
222	SAB	Tổng CTCP Bia – Rượu – Nước giải khát Sài Gòn
223	SAM	CTCP SAM Holdings
224	SAV	CTCP Hợp tác Kinh tế & XNK Savimex
225	SBA	CTCP Sông Ba
226	SBT	CTCP Thành Thành Công - Biên Hòa
227	SBV	CTCP Siam Brothers Việt Nam
228	SC5	CTCP Xây dựng Số 5
229	SCD	CTCP Nước giải khát Chương Dương
230	SCR	CTCP Địa ốc Sài Gòn Thương Tín
231	SCS	CTCP DV Hàng hóa Sài Gòn
232	SFC	CTCP Nhiên liệu Sài Gòn
233	SFG	CTCP Phân bón Miền Nam
234	SFI	CTCP Đại lý Vận tải SAFI
235	SGN	CTCP Phục vụ Mặt đất Sài Gòn
236	SGR	CTCP Địa ốc Sài Gòn
237	SGT	CTCP Công nghệ Viễn thông Sài Gòn
238	SHA	CTCP Sơn Hà Sài Gòn
239	SHI	CTCP Quốc tế Sơn Hà
240	SHP	CTCP Thủy điện Miền Nam
241	SII	CTCP Hạ tầng nước Sài Gòn
242	SJD	CTCP Thủy điện Cần Đơn
243	SJF	CTCP Đầu tư Sao Thái Dương
244	SJS	CTCP Đầu tư Phát triển Đô thị & Khu công nghiệp Sông Đà
245	SKG	CTCP Tàu cao tốc Superdong – Kiên Giang
246	SMA	CTCP Thiết bị Phụ tùng Sài Gòn
247	SMB	CTCP Bia Sài Gòn - Miền Trung
248	SMC	CTCP Đầu tư TM SMC
249	SPM	CTCP SPM
250	SRC	CTCP Cao su Sao &ng
251	SRF	CTCP Kỹ Nghệ Lạnh
252	SSC	CTCP Giống Cây trồng Miền Nam
253	ST8	CTCP Siêu Thanh
254	STG	CTCP Kho vận Miền Nam
255	STK	CTCP Sợi Thế Kỷ
256	SVC	CTCP DV Tổng hợp Sài Gòn

STT	Mã CK	Tên doanh nghiệp
257	SVI	CTCP Bao bì Biên Hòa
258	SVT	CTCP Công nghệ Sài Gòn Viễn Đông
259	SZL	CTCP Sonadezi Long Thành
260	TAC	CTCP Dầu thực vật Tường An
261	TBC	CTCP Thủy điện Thác Bà
262	TCD	CTCP Đầu tư Phát triển Công nghiệp & Vận tải
263	TCH	CTCP Đầu tư DV Tài chính Hoàng Huy
264	TCL	CTCP Đại lý Giao nhận Vận tải Xếp dỡ Tân Cảng
265	TCM	CTCP Dệt may - Đầu tư - TM Thành Công
266	TCO	CTCP Vận tải Đa phương thức Duyên Hải
267	TCR	CTCP Công nghiệp Gốm sứ TAICERA
268	TCT	CTCP Cáp treo Núi Bà Tây Ninh
269	TDC	CTCP Kinh doanh & Phát triển Bình Dương
270	TDG	CTCP Dầu khí Thái Dương
271	TDH	CTCP Phát triển Nhà Thủ Đức
272	TDM	CTCP Nước Thủ Dầu Một
273	TDW	CTCP Cấp nước Thủ Đức
274	TEG	CTCP Năng lượng & Bất động sản Trường Thành
275	TGG	CTCP Xây dựng & Đầu tư Trường Giang
276	THG	CTCP Đầu tư & Xây dựng Tiền Giang
277	THI	CTCP Thiết Bị Điện
278	TIP	CTCP Phát triển Khu Công nghiệp Tín Nghĩa
279	TIX	CTCP Sản xuất Kinh doanh XNK DV & Đầu tư Tân Bình
280	TLD	CTCP Đầu tư Xây dựng & Phát triển Đô thị Thăng Long
281	TLG	CTCP Tập đoàn Thiên Long
282	TLH	CTCP Tập đoàn Thép Tiến Lên
283	TMP	CTCP Thủy điện Thác Mơ
284	TMS	CTCP Transimex
285	TMT	CTCP Ô tô TMT
286	TNA	CTCP TM XNK Thiên Nam
287	TNC	CTCP Cao su Thống Nhất
288	TNI	CTCP Tập đoàn Thành Nam
289	TNT	CTCP Tài Nguyên
290	TPC	CTCP Nhựa Tân Đại Hưng
291	TRA	CTCP Traphaco
292	TRC	CTCP Cao su Tây Ninh
293	TS4	CTCP Thủy sản số 4

STT	Mã CK	Tên doanh nghiệp
294	TSC	CTCP Vật tư Kỹ thuật Nông nghiệp Cần Thơ
295	TTB	CTCP Tập đoàn Tiến Bộ
296	TTF	CTCP Tập đoàn Kỹ nghệ Gỗ Trường Thành
297	TVT	Tổng Công ty Việt Thắng - CTCP
298	TYA	CTCP Dây & Cáp điện Taya Việt Nam
299	UDC	CTCP Xây dựng & Phát triển Đô thị tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu
300	UIC	CTCP Đầu tư Phát triển Nhà & Đô thị IDICO
301	VAF	CTCP Phân lân Nung chảy Văn Điển
302	VCF	CTCP VINACAFÉ Biên Hòa
303	VDP	CTCP Dược phẩm Trung Ương Vidipha
304	VFG	CTCP Khử trùng Việt Nam
305	VHC	CTCP Vĩnh Hoàn
306	VHM	CTCP Vinhomes
307	VIC	Tập đoàn Vingroup - CTCP
308	VID	CTCP Đầu tư Phát triển TM Viễn Đông
309	VIP	CTCP Vận tải Xăng dầu VIPCO
310	VIS	CTCP Thép Việt - Ý
311	VJC	CTCP Hàng không VietJet
312	VMD	CTCP Y Dược phẩm Vimedimex
313	VNE	Tổng CTCP Xây dựng Điện Việt Nam
314	VNG	CTCP Du lịch Thành Thành Công
315	VNL	CTCP Logistics Vinalink
316	VNM	CTCP Sữa Việt Nam
317	VNS	CTCP Ánh Dương Việt Nam
318	VOS	CTCP Vận tải Biển Việt Nam
319	VPD	CTCP Phát triển Điện lực Việt Nam
320	VPG	CTCP Đầu tư TM XNK Việt Phát
321	VPH	CTCP Vạn Phát Hưng
322	VPI	CTCP Đầu tư Văn Phú - Invest
323	VPS	CTCP Thuốc sát trùng Việt Nam
324	VRC	CTCP Bất động sản & Đầu tư VRC
325	VRE	CTCP Vincom Retail
326	VSC	CTCP Container Việt Nam
327	VSH	CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn Sông Hinh
328	VSI	CTCP Đầu tư & Xây dựng Cấp thoát nước
329	VTB	CTCP Viettronics Tân Bình
330	VTO	CTCP Vận tải Xăng dầu VITACO

STT	Mã CK	Tên doanh nghiệp
331	YBM	CTCP Khoáng sản Công nghiệp Yên Bái
332	YEG	CTCP Tập đoàn Yeah1

**H. Danh sách các công ty có tỉ lệ MO tối ưu dựa trên kết quả nghiên cứu**

STT	Mã CK	Tên doanh nghiệp
1	ASM	CTCP Tập đoàn Sao Mai
2	ASP	CTCP Tập đoàn Dầu khí An Pha
3	C47	CTCP Xây dựng 47
4	CCL	CTCP ĐT&PT Đô thị Dầu khí Cửu Long
5	CIG	CTCP COMA18
6	CMX	CTCP Camimex Group
7	CTI	CTCP Đầu tư Phát triển Cường Thuận IDICO
8	DGW	CTCP Thế Giới Số
9	DHC	CTCP Đông Hải Bến Tre
10	DHM	CTCP TM & Khai thác Khoáng sản Dương Hiếu
11	DLG	CTCP Tập đoàn Đức Long Gia Lai
12	DQC	CTCP Bóng đèn Điện Quang
13	DTA	CTCP Đệ Tam
14	DTT	CTCP Kỹ nghệ Đô Thành
15	ELC	CTCP Đầu tư Phát triển Công nghệ Điện tử - Viễn thông
16	EMC	CTCP Cơ điện Thủ Đức
17	EVE	CTCP Everpia
18	FLC	CTCP Tập đoàn FLC
19	GDT	CTCP Chế biến Gỗ Đức Thành
20	GIL	CTCP Sản xuất Kinh doanh Xuất nhập khẩu Bình Thạnh
21	HAR	CTCP ĐT TM Bất động sản An Dương Thảo Điền
22	HAX	CTCP DV Ô tô Hàng Xanh
23	HBC	CTCP Tập đoàn Xây dựng Hòa Bình
24	HCD	CTCP Đầu tư Sản xuất và TM HCD
25	HDC	CTCP Phát triển nhà Bà Rịa – Vũng Tàu
26	KMR	CTCP MIRAE
27	LGL	CTCP ĐT&PT Đô thị Long Giang
28	MCP	CTCP In và Bao bì Mỹ Châu
29	MHC	CTCP MHC
30	NAF	CTCP Nafoods Group
31	NAV	CTCP Nam Việt
32	NKG	CTCP Thép Nam Kim
33	NLG	CTCP Đầu tư Nam Long
34	NTL	CTCP Phát triển Đô thị Từ Liêm
35	NVL	CTCP Tập đoàn Đầu tư Địa ốc No Va

STT	Mã CK	Tên doanh nghiệp
36	NVT	CTCP Bất động sản Du lịch Ninh Vân Bay
37	OPC	CTCP Dược phẩm OPC
38	PC1	CTCP Xây lắp Điện I
39	PNC	CTCP Văn hóa Phương Nam
40	RAL	CTCP Bóng đèn Phích nước Rạng Đông
41	RDP	CTCP Rạng Đông Holding
42	RIC	CTCP Quốc tế Hoàng Gia
43	SFI	CTCP Đại lý Vận tải SAFI
44	SGT	CTCP Công nghệ Viễn thông Sài Gòn
45	SMC	CTCP Đầu tư TM SMC
46	THG	CTCP Đầu tư và Xây dựng Tiền Giang
47	TLG	CTCP Tập đoàn Thiên Long
48	TNA	CTCP TM Xuất nhập khẩu Thiên Nam
49	TTF	CTCP Tập đoàn Kỹ nghệ Gỗ Trường Thành
50	VCF	CTCP VINACAFÉ Biên Hòa
51	VID	CTCP Đầu tư Phát triển TM Viễn Đông
52	VNS	CTCP Ánh Dương Việt Nam
53	VPH	CTCP Vạn Phát Hưng
54	VPS	CTCP Thuốc sát trùng Việt Nam