

# ẢNH HƯỞNG CỦA SỞ HỮU GIA ĐÌNH ĐẾN HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT

PHẠM QUỐC VIỆT, TRẦN ĐỨC Mẫn – Đại học Tài chính Marketing

*Bài viết nghiên cứu về mối quan hệ giữa sở hữu gia đình và hiệu quả hoạt động của công ty. Dữ liệu thu thập trong nghiên cứu này là từ 25 công ty gia đình niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh và Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội trong giai đoạn 2009 – 2015. Thông qua phương pháp bình phương tối thiểu qua hai giai đoạn (2SLS), kết quả nghiên cứu cho thấy, sở hữu gia đình không ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động thị trường (Tobin's Q) nhưng có ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động kế toán (ROA) theo phương trình phi tuyến bậc hai có dạng đường cong hình chữ "U ngược".*

Từ khóa: Sở hữu gia đình, quản trị công ty, hiệu quả hoạt động, niêm yết, chứng khoán.

Công ty gia đình là công ty trong đó các thành viên trong một gia đình nắm quyền kiểm soát trong cơ cấu thành viên của Hội đồng quản trị, qua đó kiểm soát Ban Giám đốc. Thành viên trong gia đình vừa là cổ đông, vừa là người quản lý, điều hành công ty.

Trên thế giới, công ty gia đình là một trong những mô hình kinh doanh lâu đời nhất và phổ biến nhất. Claesens và cộng sự (2000) đã nghiên cứu 2.980 công ty niêm yết tại Đông Á, có hơn 50% là công ty gia đình. Còn theo nghiên cứu của Anderson và Reeb (2003) tại Mỹ, thì 1/3 công ty nằm trong danh sách S&P 500 là công ty gia đình. Barontini và Caprio (2006) nghiên cứu đối với 675 công ty niêm yết tại 11 quốc gia châu Âu thì có 53% là công ty gia đình. Tại Việt Nam, các công ty gia đình đang ngày càng nhiều và đóng một vai trò rất quan trọng cho sự phát triển bền vững của nền kinh tế. Một số công ty gia đình nổi tiếng tại Việt Nam có thể kể đến như Kinh Đô, Thép Việt, Tập đoàn Doji... Các công ty này hầu hết có các thành viên gia đình tham gia việc kinh doanh tại công ty đó.

Mặc dù, trên thế giới đã triển khai rất nhiều nghiên cứu về mối quan hệ giữa sở hữu gia đình và hiệu quả hoạt động nhưng ở Việt Nam thì chưa có nhiều nghiên cứu đi sâu giải quyết về vấn đề này. Vì vậy, bài viết tập trung lựa chọn nghiên cứu về ảnh hưởng của sở hữu gia đình đến hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Nghiên cứu hướng tới trả lời cho câu hỏi: Nếu có mối quan hệ giữa sở hữu gia đình và hiệu quả

hoạt động thì mối quan hệ này là mối quan hệ tuyến tính hay phi tuyến tính?

## Cơ sở lý thuyết

Nghiên cứu về mối quan hệ giữa sở hữu gia đình và hiệu quả hoạt động dựa trên nền tảng của lý thuyết đại diện của Alchian và Demsetz (1972), sau đó lý thuyết này được phát triển thêm bởi Jensen và Meckling (1976). Lý thuyết đại diện cho rằng, tồn tại xung đột về lợi ích giữa người ủy quyền và người đại diện, dẫn đến người ủy quyền phải đối mặt với hành vi cơ hội và rủi ro đạo đức từ người đại diện. Khi đó, chi phí đại diện sẽ phát sinh làm ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của một công ty.

Về vấn đề đại diện trong công ty gia đình, theo Villalonga và Amit (2004) thì một gia đình kiểm soát công ty có thể là cổ đông sáng lập, có thể là những người nắm giữ số lượng cổ phiếu và kiểm soát công ty thông qua quyền biểu quyết, hoặc là tham gia hoạt động quản trị và điều hành công ty như các thành viên của Ban quản trị và/hoặc các giám đốc được bổ nhiệm bởi gia đình. Vì vậy, khi các gia đình kiểm soát phần lớn hoạt động của công ty thì các giám đốc điều hành được bổ nhiệm bởi gia đình đóng một vai trò rất quan trọng để hạn chế chi phí đại diện.

Về mối quan hệ giữa sở hữu gia đình và hiệu quả hoạt động thì tùy từng bối cảnh nghiên cứu khác nhau mà có hay không mối quan hệ giữa sở hữu gia đình và hiệu quả hoạt động. Nếu có mối quan hệ thì sở hữu gia đình cũng có thể làm tăng hoặc cũng có thể làm giảm hiệu quả hoạt động.



Sự xung đột về lợi ích của giữa cổ đông gia đình và các cổ đông khác, giữa các thành viên gia đình với thành phần Ban giám đốc hoặc các nhà quản lý không thuộc gia đình, giữa các thành viên gia đình với nhau, hay khả năng quản trị công ty của các thành viên gia đình là các nguyên nhân ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động.

Về các bằng chứng thực nghiệm của các nghiên cứu trước đây, chúng tôi đã tìm thấy ba dạng chính về mối quan hệ giữa sở hữu gia đình và hiệu quả hoạt động:

*Thứ nhất*, là không có mối quan hệ giữa sở hữu gia đình và hiệu quả hoạt động, điển hình là nghiên cứu của Miller và cộng sự (2007), Sciascia và Mazzola (2008).

*Thứ hai*, là có mối quan hệ tuyến tính đồng biến giữa sở hữu gia đình và hiệu quả hoạt động, với đại diện là nghiên cứu của Barontini và Caprio (2006), Maury (2006).

*Thứ ba*, là có mối quan hệ phi tuyến tính bậc hai có dạng đường cong hình chữ “U ngược”, với các bằng chứng do Anderson và Reeb (2003), Villalonga và Amit (2004) cung cấp.

### Giả thuyết và mô hình nghiên cứu

Ở Việt Nam, cơ chế bảo vệ cổ đông thiểu số vẫn đang trong quá trình hoàn thiện, cho nên bài viết dự báo sẽ tồn tại đồng thời hai tác động tiêu cực và tích cực của sở hữu gia đình đến hiệu quả hoạt động, ủng hộ giả thuyết nghiên cứu về mối tương quan phi tuyến bậc hai giữa sở hữu gia đình và hiệu quả hoạt động theo dạng đường cong hình chữ “U ngược”.

Dựa trên giả thuyết nghiên cứu, mô hình nghiên cứu đề xuất trong bài viết được kế thừa từ nghiên cứu của Anderson và Reeb (2003). Tuy nhiên, khác với nghiên cứu của Anderson và Reeb (2003) để phù hợp với thực tiễn tại Việt Nam và mục tiêu nghiên cứu ban đầu bài viết đề xuất mô hình nghiên cứu như sau:

$$\text{Perfit} = \beta_0 + \beta_1 \text{Ownit} + \beta_2 \text{Own2it} + \beta_3 \text{COGSit} + \beta_4 \text{Debtit} + \beta_5 \text{RVit} + \beta_6 \text{Sizeit} + \beta_7 \text{Ageit} + \varepsilon$$

Trong đó:

*Biến phụ thuộc:*

- Perf: Là chỉ số đo lường hiệu quả hoạt động của công ty, được đo lường theo hiệu quả hoạt động thị trường (Tobin's Q) và hiệu quả hoạt động kế toán (ROA).

*Các biến độc lập:*

- Own: Là tỷ lệ sở hữu gia đình, được tính bằng cách lấy số cổ phiếu do các thành viên gia đình nắm giữ chia cho tổng số cổ phiếu đang lưu hành

của công ty.

- Own2: Là tỷ lệ sở hữu gia đình bình phương, được tính bằng cách lấy lũy thừa hai của tỷ lệ sở hữu gia đình.

*Các biến kiểm soát:*

- COGS: Là tỷ lệ giá vốn hàng bán, được tính bằng cách lấy giá vốn hàng bán chia doanh thu thuần.

- Debt: Là tỷ lệ nợ dài hạn, được tính bằng cách lấy nợ dài hạn chia cho tổng tài sản.

- RV: Là biến động thu nhập từ giá cổ phiếu, được tính bằng cách lấy độ lệch chuẩn của tỷ suất sinh lợi cổ phiếu theo tuần hằng năm.

- Size: Là quy mô công ty, được tính bằng cách lấy logarit tự nhiên của tổng tài sản.

- Age: Độ tuổi công ty, được tính bằng cách lấy logarit tự nhiên của số năm công ty thực tế hoạt động từ thời điểm thành lập đến thời điểm nghiên cứu.

**Tại Việt Nam, các công ty gia đình ngày càng nhiều và đóng vai trò quan trọng cho sự phát triển bền vững của nền kinh tế. Một số công ty gia đình nổi tiếng tại Việt Nam như Kinh Đô, Thép Việt, Tập đoàn Doji... Các công ty này hầu hết có các thành viên gia đình tham gia việc kinh doanh.**

### Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

Mẫu nghiên cứu có dạng dữ liệu bảng, bao gồm các công ty phi tài chính được niêm yết Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh (HOSE) và trên Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) từ năm 2009 đến năm 2015. Tiêu chí chọn mẫu là các công ty đáp ứng các điều kiện: (1) Gia đình phải là cổ đông lớn nhất trong công ty, có tổng sở hữu của gia đình (bao gồm vợ/chồng và thành viên khác) phải từ 5% trở lên; (2) Gia đình phải có từ hai thành viên trở lên nằm trong Hội đồng quản trị hay Ban giám đốc. Mẫu chọn lựa bao gồm 25 công ty gia đình trong 7 năm, tạo nên bảng dữ liệu cân bằng với 175 quan sát.

Chúng tôi sử dụng phương pháp nghiên cứu là phương pháp ước lượng hồi quy cho dữ liệu bảng như mô hình hồi quy gộp (Pooled OLS), mô hình tác động cố định (FEM), mô hình tác động ngẫu nhiên (REM). Để khắc phục hiện tượng nội sinh, chúng tôi sử dụng mô hình hồi quy hai giai đoạn (2SLS), trong đó các biến công cụ được kế thừa từ nghiên cứu của Anderson và Reeb (2003).



**BẢNG 1: THỐNG KÊ MÔ TẢ CÁC BIẾN**

Biến	Trung bình	Cực đại	Cực tiểu	Độ lệch chuẩn
Tobin's Q	1.0003	2.5994	0.4461	0.3799
ROA	0.0521	0.2144	-0.0526	0.0546
Own	0.3855	0.8144	0.0674	0.1659
COGS	0.8111	1.1473	0.2394	0.1166
Debt	0.1241	0.8427	0.0000	0.1559
RV	0.0318	0.0678	0.0000	0.0087
Size	27.4470	32.6112	24.6817	1.6978
Age	2.0677	3.1781	0.6931	0.5084

Nguồn: Nghiên cứu của tác giả

**BẢNG 2: KẾT QUẢ CỦA MÔ HÌNH HỒI QUY 2SLS**

Biến	Tobin's Q	ROA
Own	-4.173	3.081***
Own2	3.686	-3.683***
COGS	-0.982***	-0.112**
Debt	-0.263*	-0.014
RV	-1.860	1.363***
Size	-0.025	0.006*
Age	-0.193**	0.059***
Hệ số chặn	3.988***	-0.813***
R bình phương	0.4145	0.7093
R bình phương điều chỉnh	0.3861	0.6952

Ghi chú: \*, \*\*, \*\*\* ký hiệu cho mức ý nghĩa thống kê tương ứng tại 10%, 5%, 1%.

Nguồn: Nghiên cứu của tác giả

## Kết quả nghiên cứu

Bảng 2 trình bày kết quả mô hình hồi quy của phương pháp 2SLS với ảnh hưởng của sở hữu gia đình đến hiệu quả hoạt động. Các kiểm định về sự phù hợp của biến công cụ cho thấy đảm bảo độ tin cậy.

Kết quả trên cho thấy, sở hữu gia đình không ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động thị trường (Tobin's Q). Còn đối với mô hình có biến phụ thuộc là ROA thì tồn tại mối quan hệ phi tuyến bậc hai có dạng đường cong hình chữ "U ngược", với ngưỡng chuyển từ tích cực sang tiêu cực là 41,83% cho mỗi quan hệ giữa sở hữu gia đình và hiệu quả hoạt động.

## Kết luận và gợi ý về chính sách

Kết quả nghiên cứu trên cho thấy, sở hữu gia đình không ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động thị trường (Tobin's Q) nhưng lại ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động kế toán (ROA) theo dạng đường cong hình chữ "U ngược" nên giả thuyết nghiên cứu được chấp nhận. Kết quả này phù hợp với kết quả nghiên cứu của Anderson và Reeb (2003), Kowalewski và cộng sự (2009), Shyu (2011), Massis và cộng sự (2013) và cung cấp bằng chứng thực nghiệm cho các nghiên cứu về mối quan hệ giữa hai biến nghiên cứu nêu trên từ thực tiễn Việt Nam.

Kết quả nghiên cứu là cơ sở của một số gợi ý chính sách nhằm tối đa hóa hiệu quả hoạt động công ty như sau:

*Thứ nhất*, công ty gia đình phải liên tục đổi mới hệ thống quản trị và công nghệ.

*Thứ hai*, công ty gia đình cần tránh hiện tượng "tham quyền cố vị" cũng như chủ quan trong công tác quản trị và điều hành.

*Thứ ba*, các thành viên gia đình trong công ty

gia đình có tỷ lệ sở hữu cao nên nắm giữ những vị trí quan trọng trong ban quản trị và ban điều hành công ty gia đình trong giai đoạn đầu khi tỷ lệ sở hữu còn thấp trước ngưỡng 41,83%.

## Tài liệu tham khảo

1. Anderson R.C. and Reeb D.M., 2003. Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500. *Journal of Finance*, 58:1301-27;
2. Alchian A. and Demsetz H., 1972. Production, Information, Costs and Economic Organization. *American Economic Review*, vol. 62:777- 795;
3. Barontini R. and Caprio L., 2006. The effect of family control on firm value and performance: evidence from Continental Europe. *European Financial Management*, 12:689-723;
4. Claessens S., Djankov S. and Lang L.H.P., 2000. The separation of ownership and control in East Asia corporations. *Journal of Financial Economics*, 58:81-112;
5. Faccio M. and Lang L. H. P., 2002. The ultimate ownership of western European corporations. *Journal of Financial Economics*, 65:365-395;
6. Jensen M.C. and Meckling W., 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3:305-360;
7. La Porta R., Lopez-de-Silanes F. and Shleifer A., 1999. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54:471-517;
8. Maury B., 2006. Family ownership and firm performance: empirical evidence from Western European corporations. *Journal of Corporate Finance*, 12:321-41;
9. Miller D., Le Breton-Miller I., Lester R.H. and Cannella Jr. A.A., 2007. Are family firms really superior performers?. *Journal of Corporate Finance*, 13:829-58;
10. Sciascia S. and Mazzola P., 2008. Family Involvement in Ownership and Management: Exploring Nonlinear Effects on Performance. *Family Business Review*, 21(4):331-345;
11. Villalonga B. and Amit R., 2004. How Do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value?. *Journal of Financial Economic*, 80:385-417.