

ĐẠI HỌC ĐÀ NẴNG  
QUỸ PHÁT TRIỂN KHOA HỌC VÀ CÔNG NGHỆ

---

BÁO CÁO TÓM TẮT  
ĐỀ TÀI KHOA HỌC VÀ CÔNG NGHỆ CẤP ĐHQĐN

**MỐI QUAN HỆ GIỮA TẬP TRUNG VỐN CHỦ  
SỞ HỮU VÀ GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP**

Mã số: Đ2015-04-61

**Chủ nhiệm đề tài: TS. Nguyễn Thị Thủy**

Đà Nẵng, ngày 20 tháng 10 năm 2016



## THÔNG TIN KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

**1. Thông tin chung:**

- Tên đề tài: Mối quan hệ giữa tập trung vốn chủ sở hữu và giá trị doanh nghiệp.
- Mã số: Đ2015-04-61
- Chủ nhiệm: NguyễnThị Thủy
- Cơ quan chủ trì: Đại học Kinh tế
- Thời gian thực hiện: Từ tháng 10 năm 2015 đến tháng 09 năm 2016

**2. Mục tiêu:**

- Kiểm định lại sự tác động của mức độ tập trung vốn chủ sở hữu đến giá trị doanh nghiệp. Cụ thể là đề tài tập trung vào kiểm định mối quan hệ này bằng phương pháp hồi quy tuyến tính và phi tuyến tính với mẫu nghiên cứu có tính đại diện cao, bao gồm doanh nghiệp với nhiều quy mô khác nhau.

Vì lý thuyết không thể dự đoán chiều hướng tác động của mức độ tập trung vốn chủ sở hữu và giá trị doanh nghiệp, nghiên cứu thực nghiệm về mối quan hệ này là cần thiết để hiểu rõ vai trò của cơ cấu vốn chủ sở hữu và hoạt động quản trị công ty. Hiện đã có nhiều nghiên cứu thực nghiệm nghiên cứu mối quan hệ giữa tập trung vốn chủ sở hữu và giá trị doanh nghiệp, đặc biệt là sau nghiên cứu của Demsetz và Lehn (1985). Hầu hết các nghiên cứu đều có kết quả là có quan hệ phi tuyến tính giữa giá trị doanh nghiệp và tập trung vốn chủ sở hữu; ứng với các mức độ tập trung vốn chủ sở hữu khác nhau mà tồn tại hiệu ứng đồng lợi ích hoặc hiệu ứng ngăn chặn. Tuy nhiên các nghiên cứu vẫn chưa thống nhất về chiều hướng tác động đến giá trị doanh nghiệp khi mức độ tập trung vốn chủ sở hữu thay đổi. Ví dụ như McConnell và Servaes (1990), một nghiên cứu có tầm ảnh hưởng rất lớn, cung cấp bằng chứng thực nghiệm rằng mối quan hệ giữa sở hữu của ban điều hành công ty và giá trị doanh nghiệp là hình chữ U đảo ngược (inverted U shaped relation). Trong khi đó, kết quả nghiên cứu của Morck và cộng sự (1988) chỉ ra rằng mối quan hệ này là tuyến tính piecewise (piecewise linear), và đặc biệt là nếu vốn chủ sở hữu của ban điều hành lớn hơn 25% thì vốn chủ sở hữu có hiệu ứng đồng lợi ích (trong khi đó Mc Connell and Servaes có kết quả là nếu vốn chủ sở hữu ban điều hành lớn hơn khoảng 50% thì tồn tại hiệu ứng ngăn chặn). Trong khi một số các nghiên cứu, sau khi giải quyết vấn đề nội sinh, thì cho rằng hai yếu tố này không có quan hệ với nhau (ví dụ như Demsetz và Lehn,1985; Demsetz and Villalonga, 2001; Holderness and Sheehan,1988; Mehran, 1995; Holderness và cộng sự, 1999; Himmelberg et al, 1999)

Các nghiên cứu trên tập trung chủ yếu vào các công ty lớn trên thị trường chứng khoán ở Mỹ (ví dụ như Morck và cộng sự chỉ có mẫu nghiên cứu là 371 từ 500 công ty Fortune; McConnell và Servaes bao gồm khoảng 1000 công ty mỗi năm nhưng điểm giữa của vốn chủ sở hữu ban điều hành (median of managerial ownership) là khoảng 5-6%. Trong khi đó quy mô của công ty có

quan hệ ngược chiều với mức tập trung vốn chủ sở hữu (La Porta và cộng sự, 1999, Himmerberg và cộng sự 1999, Carney and Child, 2012), và vì vậy các nghiên cứu hiện hành chỉ tập trung chủ yếu vào các công ty có mức tập trung sở hữu tương đối thấp. Các nghiên cứu này, vì vậy, có thể chưa đánh giá đầy đủ được tác động của tập trung vốn chủ sở hữu đến giá trị doanh nghiệp ở những công ty có mức tập trung vốn chủ sở hữu cao hay ở những công ty có cổ đông rất lớn. Có một số nghiên cứu bao gồm các công ty ở nhiều quốc gia khác nhau như La Porta và cộng sự (2002), Claessens và cộng sự (2001), Lins (2003), nhưng các nghiên cứu này chỉ nghiên cứu mối quan hệ tuyến tính giữa vốn chủ sở hữu và giá trị công ty. Vì vậy, kiểm định lại mối quan hệ này với mẫu nghiên cứu có tính đại diện hơn là một vấn đề cần thiết. Ngoài ra, đề tài này sẽ kiểm định mô hình phi tuyến tính vì mối quan hệ giữa mức độ tập trung vốn chủ sở hữu và giá trị doanh nghiệp là tương đối phức tạp. Hành vi trực lợi của cổ đông lớn phụ thuộc vào cả khả năng (sức mạnh) và động cơ trực lợi. Trong khi quyền kiểm soát càng cao (thường gắn liền với quyền sở hữu cao) thì khả năng thực hiện hành vi trực lợi càng dễ dàng, nhưng động cơ thực hiện hành vi trực lợi có thể giảm đi do sự tương đồng lợi ích giữa công ty và cổ đông này càng cao.

Dữ liệu về cơ cấu vốn chủ sở hữu đầy đủ là một trong những thách thức trong nghiên cứu thực nghiệm về lĩnh vực này. Vì vậy, với cơ sở dữ liệu về vốn chủ sở hữu của Bureau de Van Dick (ORBIS), đề tài có cơ hội để kiểm định lại mối quan hệ giữa mức độ tập trung vốn chủ sở hữu và giá trị doanh nghiệp với mẫu nghiên cứu có thể giải quyết một số hạn chế trong những nghiên cứu trước đây. Thứ nhất, mẫu nghiên cứu trong đề tài này từ cơ sở dữ liệu ORBIS bao gồm công ty với đa dạng quy mô và đa dạng mức độ tập trung vốn chủ sở hữu. Thứ hai, ORBIS cung cấp thông tin nhiều quốc gia khác nhau, từ thị trường đang phát triển đến thị trường phát triển, từ quốc gia có mức độ bảo vệ nhà đầu tư yếu cho đến quốc gia có mức độ bảo vệ nhà đầu tư mạnh. Với mức độ bao phủ rộng rãi như vậy cho phép đề tài này có thể kiểm định mối quan hệ giữa hai yếu tố được đề cập trên trong các bối cảnh thể chế pháp lý khác nhau.

- Xác định lại sự ảnh hưởng của môi trường pháp lý đến mối quan hệ giữa tập trung vốn chủ sở hữu và giá trị doanh nghiệp hay không. Cụ thể là mối quan hệ này có khác nhau cho nhóm các quốc gia có hệ thống pháp lý bảo vệ nhà đầu tư yếu và nhóm các quốc gia có hệ thống pháp lý bảo vệ nhà đầu tư mạnh.

### **3. Tính mới và sáng tạo:**

Đề tài này có một số đóng góp nhất định trong lĩnh vực nghiên cứu quản trị công ty, mà cụ thể hơn là về cơ cấu vốn chủ sở hữu. Thứ nhất, với mẫu nghiên cứu lớn và có tính đại diện cao từ cơ sở dữ liệu ORBIS, bao gồm công ty với các mức quy mô khác nhau, kết quả nghiên cứu về mối quan hệ giữa mức độ tập trung vốn chủ sở hữu (được đo lường bằng quyền kiểm soát của các cổ đông lớn) và giá trị doanh nghiệp có thể làm rõ động cơ và khả năng ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp. Đề tài góp phần làm sáng tỏ về nguyên nhân tạo ra các kết quả thực nghiệm khác nhau trong học thuật. Cụ thể là đề tài tìm ra rằng kết quả từ mô hình tuyến tính không thống nhất trong khi mô hình phi tuyến tính cho kết quả đồng nhất cao: mối quan hệ theo hình chữ U giữa hai yếu tố này có ý nghĩa thống kê ở mức 1% khi thực hiện các kiểm định khác nhau (OLS hoặc 2SLQ; các quốc gia có mức độ bảo vệ nhà đầu tư thấp hoặc các quốc gia bảo vệ nhà đầu tư cao).

Thứ hai, đây là đề tài đầu tiên nghiên cứu sự ảnh hưởng của mức độ bảo vệ nhà đầu tư ở các quốc gia đến mối quan hệ phi tuyến tính giữa mức độ tập trung vốn chủ sở hữu và giá trị doanh nghiệp. Cụ thể là sự khác biệt về giá trị doanh nghiệp giữa hai nhóm quốc gia sẽ thay đổi như thế nào theo sự thay đổi của mức độ tập trung vốn chủ sở hữu. Kết quả này có thể giúp cho các nhà hoạch định chính sách hiểu về hành vi các cổ đông lớn, đó là sự ảnh hưởng của các cổ đông này có thể thay đổi theo mức độ nắm giữ quyền kiểm soát doanh nghiệp.

#### 4. Kết quả nghiên cứu:

Kết quả kiểm định trong đề tài này chỉ ra rằng mức độ tập trung vốn chủ sở hữu (được đo lường bằng quyền kiểm soát của các cổ đông lớn hoặc cổ đông lớn nhất) có mối quan hệ theo hình chữ U với giá trị doanh nghiệp. Điểm thấp nhất của đồ thị xảy ra khi quyền kiểm soát của cổ đông lớn nhất rơi vào khoảng 50 đến 55% hoặc khi quyền kiểm soát của tất cả cổ đông lớn rơi vào khoảng 65 đến 70%. Đề tài này mặc dù kiểm định sử dụng cả hai mô hình là tuyến tính và phi tuyến tính nhưng mô hình phi tuyến tính đã chứng tỏ tốt hơn về mặt thống kê (AIC và BIC thấp hơn) và cho kết quả thống nhất hơn (luôn có mức ý nghĩa thống kê là 1% cho các biến về mức độ tập trung vốn chủ sở hữu với nhiều kiểm định khác nhau). Trong khi mô hình tuyến tính cho kết quả không đồng nhất nếu sử dụng phương pháp ước tính khác nhau hoặc giữa các mẫu con khác nhau (như các quốc gia có mức độ bảo vệ nhà đầu tư thấp và các quốc gia bảo vệ nhà đầu tư cao).

Kết quả của đề tài cũng chỉ ra rằng đồ thị hình chữ U phản ánh mối quan hệ giữa mức độ tập trung vốn chủ sở hữu và giá trị doanh nghiệp là tương tự nhau ở cả hai nhóm quốc gia là các quốc gia có mức độ bảo vệ nhà đầu tư yếu và các quốc gia có mức độ bảo vệ nhà đầu tư mạnh. Ngoài ra, kết quả kiểm định chỉ ra rằng công ty ở các quốc gia có mức độ bảo vệ nhà đầu tư mạnh có giá trị doanh nghiệp cao hơn công ty ở những quốc gia có hệ thống pháp lý bảo vệ nhà đầu tư yếu. Sự khác biệt về giá trị công ty giữa hai nhóm quốc gia này là lớn nhất ở những mức tập trung vốn chủ sở hữu mà ở đó hành vi trục lợi là lớn nhất. Nói cách khác, sự khác biệt này lớn nhất khi các đồ thị hình chữ U đạt mức thấp nhất.

#### 5. Sản phẩm: Báo cáo tổng kết

- Bài báo “Quản trị công ty của các doanh nghiệp Việt Nam trong bối cảnh cộng đồng kinh tế ASEAN: Thực trạng và kiến nghị” trên tạp chí Kinh tế và Phát triển, số 229 tháng 7/2016

#### 6. Hiệu quả, phương thức chuyển giao kết quả nghiên cứu và khả năng áp dụng:

Quản trị công ty (Corporate governance) được xem là có mối quan hệ mật thiết với năng lực cạnh tranh hay hiệu quả của doanh nghiệp: “Quản trị công ty tốt có thể làm tăng giá trị doanh nghiệp bằng cách nâng cao hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp thông qua quản lý hiệu quả, phân bổ tài sản tốt hơn, các chính sách lao động tốt hơn cũng như các cải thiện hiệu suất khác”. *Claessens và Yurtoglu (2012, tr. 20)*.

Quản trị công ty được hiểu là giải quyết hệ thống các mối quan hệ giữa các bên có lợi ích liên quan (cổ đông, ban giám đốc, chủ nợ, nhân viên...), đặc biệt là mối quan hệ giữa ban giám đốc và cổ đông và mối quan hệ giữa cổ đông lớn và cổ đông nhỏ, từ đó xây dựng và quản lý chiến lược và kết quả hoạt động của công ty. Để nâng cao hiệu quả của quản trị doanh nghiệp cần phải hoàn thiện cơ chế bên trong công ty (cơ cấu hội đồng quản trị, lương thưởng của ban giám đốc, cơ chế giám sát nội bộ...) và cơ chế bên ngoài (thị trường chứng khoán, thị trường nợ, hệ thống pháp lý, hoạt động kiểm toán và phân tích tài chính...).

Đề tài này đóng góp vào học thuật trong lĩnh vực quản trị công ty nói chung khi nghiên cứu mối quan hệ giữa cổ đông lớn và cổ đông thiểu số, giữa cổ đông và ban giám đốc và ảnh hưởng của các mối quan hệ này đến giá trị doanh nghiệp. Cụ thể đề tài nghiên cứu khả năng và động cơ trục lợi của các cổ đông lớn và hậu quả của hành vi này đến kết quả hoạt động của công ty. Kết quả của đề tài có ý nghĩa đối với các nhà hoạch định chính sách và các nhà đầu tư, giúp cho các nhà đầu tư đánh giá được giá trị của doanh nghiệp dựa trên cơ cấu vốn chủ sở hữu khác nhau; và giúp cho nhà hoạch định chính sách đưa ra các chính sách để nâng cao môi trường thể chế nâng cao hiệu quả của hoạt động quản trị doanh nghiệp.

Với phạm vi nghiên cứu bao gồm cả công ty ở các nước có hệ thống pháp lý bảo vệ nhà đầu tư mạnh và hệ thống pháp lý bảo vệ nhà đầu tư yếu yếu, đề tài này có ý nghĩa đối với Việt Nam. Là quốc gia có hệ thống pháp lý còn yếu, chính phủ cần cải thiện hệ thống pháp lý nhằm giảm hoạt động trục lợi của các cổ đông, từ đó nâng cao năng lực cạnh tranh cho doanh nghiệp nói riêng và quốc gia nói chung.

- Báo cáo tổng hợp chính thức sẽ chuyển giao cho Đại học Đà Nẵng và Trường Đại học Kinh tế để làm tài liệu. Kết quả nghiên cứu cũng sẽ được công bố rộng rãi thông qua bài báo khoa học đăng trong tạp chí khoa học chuyên ngành.

#### 7. Hình ảnh minh họa:

**Cơ quan chủ trì**  
(ký, họ và tên, đóng dấu)



*Đà Nẵng, ngày 25 tháng 6 năm 2016*  
**Chủ nhiệm đề tài**



# MỤC LỤC

<b>DANH MỤC CÁC BẢNG BIỂU</b> .....	<i>Error! Bookmark not defined.</i>
<b>DANH MỤC CÁC CHỮ VIẾT TẮT</b> .....	viii
<b>MỞ ĐẦU</b> .....	1
<b>1. TỔNG QUAN TÌNH HÌNH NGHIÊN CỨU</b> .....	1
<b>2. TÍNH CẤP THIẾT CỦA ĐỀ TÀI</b> .....	2
<b>3. MỤC TIÊU ĐỀ TÀI</b> .....	2
<b>5. CÁCH TIẾP CẬN, PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU</b> .....	3
<b>CHƯƠNG I: CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ XÂY DỰNG GIẢ THUYẾT NGHIÊN CỨU</b> .....	4
<b>1.1. Cơ cấu vốn chủ sở hữu và vấn đề người chủ-người đại diện</b> .....	4
- Mâu thuẫn lợi ích giữa cổ đông và ban giám đốc .....	4
- Mâu thuẫn lợi ích giữa cổ đông lớn và cổ đông nhỏ .....	4
<b>1.2 Tóm tắt các nghiên cứu thực nghiệm liên quan</b> .....	4
<b>1.3. Giả thuyết nghiên cứu</b> .....	4
<b>CHƯƠNG II: THIẾT KẾ NGHIÊN CỨU</b> .....	4
- Thu thập và xử lý dữ liệu .....	4
- Đo lường mức độ tập trung vốn chủ sở hữu .....	4
- Đo lường giá trị doanh nghiệp .....	4
- Mô hình hồi quy .....	4
Mối quan hệ giữa tập trung vốn chủ sở hữu và giá trị doanh nghiệp .....	4
2.4.2 Ảnh hưởng của mức độ bảo vệ nhà đầu tư đến mối quan hệ giữa tập trung vốn chủ sở hữu và giá trị doanh nghiệp .....	5
<b>CHƯƠNG III: KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU</b> .....	5
<b>3.1 Mối quan hệ giữa tập trung vốn chủ sở hữu và giá trị doanh nghiệp</b> .....	5
3.1.1 Mô tả dữ liệu .....	5
3.1.2 Kết quả hồi quy đa biến .....	6
<b>3.2 Mức độ bảo vệ nhà đầu tư, mức độ tập trung vốn chủ sở hữu và giá trị doanh nghiệp</b> .....	7
<b>3.3 Các kiểm định thêm (Robustness tests)</b> .....	10
<b>KẾT LUẬN</b> .....	10

## DANH MỤC CÁC CHỮ VIẾT TẮT

<b>CHỮ VIẾT TẮT</b>	<b>DIỄN GIẢI</b>
VCSH	Vốn chủ sở hữu
CĐ_lớn_nhất	Quyền kiểm soát của cổ đông lớn nhất trong các cổ đông lớn (voting right or control right)
CĐ_lớn_nhất <sup>2</sup>	Giá trị bình phương của quyền kiểm soát của cổ đông lớn nhất trong các cổ đông lớn (voting right or control right)
TCCĐ_lớn	Quyền kiểm soát của tất cả cổ đông lớn
TCCĐ_lớn <sup>2</sup>	Giá trị bình phương của quyền kiểm soát của tất cả cổ đông lớn (voting right or control right)
Tăng_Dthu	Tốc độ tăng trưởng doanh thu
Chi_TSCĐ_Dthu	Tỷ lệ chi phí đầu tư tài sản cố định trên doanh thu
Đòn_bẩy	Tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản
Quy_mô	Quy mô doanh nghiệp, được đo lường bằng log của tổng giá trị tài sản trên sổ sách của doanh nghiệp
Tuổi	Tuổi đời của công ty, được đo lường log của số năm kể từ ngày cổ phần hóa
Chi_TSCĐ_TS	Tỷ lệ chi phí đầu tư tài sản cố định trên tài sản cố định
GiáCP_biến_động	Mức độ biến động của giá cổ phiếu



## MỞ ĐẦU

### 1. TỔNG QUAN TÌNH HÌNH NGHIÊN CỨU

Mối quan hệ giữa cơ cấu vốn chủ sở hữu và giá trị doanh nghiệp là một trong những vấn đề quan trọng hàng đầu trong nghiên cứu học thuật về quản trị doanh nghiệp (corporate governance). Berle và Means (1932) cho rằng phân tán vốn chủ sở hữu (diffuseness of shareholders) có mối quan hệ ngược chiều với giá trị doanh nghiệp. Bài viết này cho rằng, trong công ty có vốn chủ sở hữu phân tán (không có cổ đông lớn), ban giám đốc không chịu sự giám sát của cổ đông trong khi có sự tách rời giữa quyền sở hữu và quyền quản lý nên họ sẽ có những hành vi trục lợi cá nhân, gây thiệt hại cho cổ đông.

Tuy nhiên, các nghiên cứu sau này chứng minh rằng, phần lớn các công ty đều có sự hiện diện của các cổ đông lớn, ngay cả những quốc gia được xem là có cơ cấu vốn chủ sở hữu phân tán như Mỹ hoặc Anh. Các cổ đông lớn được xem là có vai trò quan trọng trong hoạt động của các công ty. Cụ thể là họ có thể giám sát và/hoặc chỉ đạo hoạt động của ban giám đốc hoặc điều hành trực tiếp công ty (Shleifer và Vishny, 1997). Với vai trò như vậy, một mặt, các cổ đông lớn có vai trò giám sát nhằm giảm thiểu các hành vi trục lợi của ban giám đốc chuyên nghiệp (hay còn gọi là giám đốc làm thuê), và vì vậy tăng giá trị cho công ty so với các công ty không có cổ đông lớn (hay còn gọi là công ty có vốn chủ sở hữu phân tán). Mặt khác, các cổ đông lớn, với quyền kiểm soát đủ lớn, có thể thực hiện các hoạt động vì lợi ích cá nhân như thực hiện các giao dịch có lợi cho họ (related party transactions) nhưng gây thiệt hại cho công ty hoặc thực hiện các hoạt động đầu tư không dựa vào rủi ro thị trường mà dựa vào rủi ro của cá nhân, do danh mục đầu tư của các cổ đông này có thể không đủ đa dạng hóa. Các hành vi trục lợi này có thể làm giảm giá trị của công ty. Các cổ đông lớn, vì vậy, có thể có động cơ để nắm giữ quyền kiểm soát đủ lớn nhằm thao túng công ty và trục lợi, đặc biệt là ở các quốc gia có hệ thống pháp lý bảo vệ nhà đầu tư yếu.

Tuy nhiên, nếu cổ đông lớn có động cơ trục lợi thì khi đã đạt được mức kiểm soát đủ lớn (thông thường là khoảng 51% quyền bầu cử) thì các cổ đông lớn này sẽ không có mong muốn tăng thêm quyền kiểm soát và sở hữu. Sau mức kiểm soát này, nếu cổ đông lớn tăng quyền kiểm soát (thường gắn liền với việc tăng quyền sở hữu), thì việc tăng quyền kiểm soát lại có khả năng làm giảm hành vi trục lợi. Holderness và Sheehan (1988) cho rằng những cổ đông kiểm soát (sở hữu ít nhất là 50% cổ phiếu) sẽ nhận được phần lớn lợi ích từ sự lãnh đạo/kiểm soát của mình, và vì vậy động cơ trục lợi từ tài sản công ty sẽ giảm xuống so với các cổ đông lớn nắm giữ quyền sở hữu thấp hơn. Ngoài ra, Burkart, Gromb, và Panunzi (1998) lập luận rằng hành vi trục lợi tạo ra chi phí cho người trục lợi (công sức, thời gian và nguồn lực để thực hiện các hành vi này), và vì vậy nếu quyền sở hữu càng cao, nghĩa là mức độ tương đồng lợi ích giữa công ty và cổ đông càng cao, hành vi trục lợi sẽ giảm.

Vì lý thuyết rất khó để xác định chiều hướng của mối quan hệ giữa mức độ tập trung vốn chủ sở hữu và giá trị doanh nghiệp nên có nhiều nghiên cứu thực nghiệm đã kiểm định mối quan hệ này, đặc biệt là sau nghiên cứu của Demsetz (1983) và Demsetz và Lehn (1985). Một số nghiên cứu lập luận và đưa ra bằng chứng rằng mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và kết quả hoạt động của doanh nghiệp là không rõ ràng hoặc mối quan hệ này thiếu tính hệ thống (ví dụ như Holderness và Sheehan, 1988; Mehran, 1995; Holderness và cộng sự, 1999; Claessens và Djankov, 1999; Himmelberg et al, 1999; Demsetz và Villalonga, 2001...). Trong khi đó, nhiều nghiên cứu cho rằng cơ cấu vốn chủ sở hữu ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp (ví dụ như Morck và cộng sự, 1988; McConnell và Servaes, 1990; Hermalin và Weisbach, 1988; Kang và Shivdasani, 1995; Gorton và Schmid, 2000; Short và Keasey, 1999; Miguez và cộng sự, 2007, Villalonga, B., Amit, R., 2006...).

Với các nghiên cứu cho rằng mức độ tập trung vốn chủ sở hữu có tác động đến giá trị doanh nghiệp, các nghiên cứu đều có kết quả cho rằng mối quan hệ này là phi tuyến tính: ứng với các mức độ tập trung vốn chủ sở hữu khác nhau mà tồn tại hiệu ứng đồng lợi ích hoặc hiệu ứng ngăn chặn. Ví dụ như McConnell và Servaes (1990), một nghiên cứu có tầm ảnh hưởng rất lớn, cung cấp bằng chứng thực nghiệm rằng mối quan hệ giữa quyền sở hữu của ban điều hành công ty và giá trị doanh nghiệp là hình chữ U đảo ngược (inverted U shaped relation). Trong khi đó, kết quả nghiên cứu của Morck và cộng sự (1988) chỉ ra rằng mối quan hệ này là tuyến tính piecewise (piecewise linear), và đặc biệt là nếu vốn chủ sở hữu của ban điều hành lớn hơn 25% thì vốn chủ sở hữu có hiệu ứng đồng lợi ích (trong khi đó Mc Connell và Servaes có kết quả là nếu vốn chủ sở hữu ban điều hành lớn hơn khoảng 50% thì tồn tại hiệu ứng ngăn chặn).

## 2. TÍNH CẤP THIẾT CỦA ĐỀ TÀI

Mặc dù có rất nhiều nghiên cứu về mối quan hệ giữa mức độ tập trung vốn chủ sở hữu và giá trị doanh nghiệp, các nghiên cứu trên tập trung chủ yếu vào các công ty lớn trên thị trường chứng khoán ở Mỹ và vì vậy có cơ cấu vốn chủ sở hữu rất phân tán. Nhiều nghiên cứu chỉ ra rằng quy mô của công ty có quan hệ ngược chiều với mức tập trung vốn chủ sở hữu (La Porta và cộng sự, 1999, Himmerberg và cộng sự 1999, Carney và Child, 2012). Các nghiên cứu về mối quan hệ giữa tập trung vốn chủ sở hữu và giá trị doanh nghiệp, vì vậy, có thể chưa đánh giá đầy đủ được tác động của tập trung vốn chủ sở hữu đến giá trị doanh nghiệp ở những công ty có mức tập trung vốn chủ sở hữu cao hay ở những công ty có cổ đông rất lớn.

Vì vậy, mối quan hệ này cần được kiểm định lại bằng mẫu nghiên cứu bao gồm các công ty có mức tập trung vốn có đa dạng hơn. Đề tài này sử dụng cơ sở dữ liệu của Bureau de Van Dijk, là cơ sở dữ liệu về vốn chủ sở hữu của hầu hết các quốc gia trên thế giới, được phát triển trong thời gian gần đây để kiểm tra lại mối quan hệ này. Cơ sở dữ liệu này bao gồm công ty ở các quy mô khác nhau, và vì vậy có thể đánh giá tác động tập trung vốn chủ sở hữu đến giá trị doanh nghiệp khi mức độ tập trung vốn chủ sở hữu thay đổi. Ngoài ra, với mẫu nghiên cứu bao gồm nhiều quốc gia khác nhau, đề tài có thể đánh giá tác động của pháp lý bảo vệ nhà đầu tư đến mối quan hệ giữa vốn chủ sở hữu và giá trị công ty. Có một số nghiên cứu bao gồm các công ty ở nhiều quốc gia khác nhau như La Porta và cộng sự (2002), Claessens và cộng sự (2001), Lins (2003), nhưng các nghiên cứu này chỉ nghiên cứu mối quan hệ tuyến tính giữa vốn chủ sở hữu và giá trị công ty.

## 3. MỤC TIÊU ĐỀ TÀI

- Kiểm định lại sự tác động của cổ đông lớn trong hoạt động quản trị doanh nghiệp: mức độ tập trung vốn chủ sở hữu khác nhau có tác động khác nhau đến giá trị doanh nghiệp như thế nào. Đề tài tập trung vào kiểm định mối quan hệ phi tuyến tính giữa hai yếu tố này.
- Xác định lại sự ảnh hưởng của môi trường pháp lý đến mối quan hệ giữa tập trung vốn chủ sở hữu và giá trị doanh nghiệp hay không. Cụ thể là mối quan hệ này có khác nhau cho nhóm các quốc gia có hệ thống pháp lý bảo vệ nhà đầu tư yếu và nhóm các quốc gia có hệ thống pháp lý bảo vệ nhà đầu tư mạnh.

## 4. ĐỐI TƯỢNG, PHẠM VI NGHIÊN CỨU

### 4.1. Đối tượng nghiên cứu

- Mối quan hệ giữa mức độ tập trung vốn chủ sở hữu và giá trị doanh nghiệp (Tobin's Q)

- Tác động của môi trường thể chế quốc gia đến mối quan hệ giữa tập trung vốn chủ sở hữu và giá trị doanh nghiệp

#### 4.2. Phạm vi nghiên cứu

Các công ty niêm yết có thông tin về vốn chủ sở hữu và các thông tin về đặc điểm công ty từ cơ sở dữ liệu Bureau de Van Dijk và Woldscope từ năm 2006 đến 2009 ở 35 quốc gia

### 5. CÁCH TIẾP CẬN, PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

#### 5.1. Cách tiếp cận

Đề tài này sử dụng nghiên cứu thực nghiệm để thực hiện, phù hợp với mục tiêu nghiên cứu đã nêu trên..

#### 5.2. Phương pháp nghiên cứu

- Xác định tiêu chí đo lường mức độ tập trung vốn chủ sở hữu của các công ty: dựa vào quyền kiểm soát của các cổ đông lớn trực tiếp theo phương pháp Holderness (2009) và dựa vào quyền kiểm soát của cổ đông lớn cuối cùng theo phương pháp của La Porta et al (1999), Claessens và cộng sự (2000), Faccio và cộng sự (2002), và Carney và Child (2011).

- Xác định tiêu chí đo lường giá trị công ty: Tobin's Q

- Xác định các nhân tố ảnh hưởng đến giá trị công ty để xác định biến kiểm soát: theo các nghiên cứu hiện nay như Himmelberg và cộng sự (1999), Lins (2003).

- Sử dụng hàm hồi quy tương quan bội để xác định mối quan hệ giữa tập trung vốn chủ sở hữu và giá trị doanh nghiệp: sử dụng hàm tuyến tính và hàm phi tuyến tính

- Phân tích sự ảnh hưởng của mức độ bảo vệ nhà đầu tư ở các quốc gia có ảnh hưởng đến mối quan hệ này bằng cách phân chia mẫu thành hai nhóm: nhóm công ty từ các quốc gia có hệ thống pháp lý bảo vệ nhà đầu tư mạnh và nhóm công ty từ các quốc gia có hệ thống pháp lý bảo vệ nhà đầu tư yếu.

## CHƯƠNG I: CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ XÂY DỰNG GIẢ THUYẾT NGHIÊN CỨU

### 1.1. Cơ cấu vốn chủ sở hữu và vấn đề người chủ-người đại diện

- *Mâu thuẫn lợi ích giữa cổ đông và ban giám đốc*
- *Mâu thuẫn lợi ích giữa cổ đông lớn và cổ đông nhỏ*

### 1.2 Tóm tắt các nghiên cứu thực nghiệm liên quan

### 1.3. Giả thuyết nghiên cứu

*H1: Mọi quan hệ giữa mức độ tập trung vốn chủ sở hữu và giá trị doanh nghiệp thay đổi theo mức độ tập trung vốn chủ sở hữu; và vì vậy mối quan hệ này là mối quan hệ phi tuyến tính.*

*H2: Hệ thống pháp lý bảo vệ nhà đầu tư có mối quan hệ ngược chiều với giá trị doanh nghiệp*

*H3: Mọi quan hệ giữa mức độ tập trung vốn chủ sở hữu và giá trị doanh nghiệp mạnh hơn ở những quốc gia có hệ thống pháp lý bảo vệ nhà đầu tư yếu.*

## CHƯƠNG II: THIẾT KẾ NGHIÊN CỨU

- **Thu thập và xử lý dữ liệu**
- **Đo lường mức độ tập trung vốn chủ sở hữu**
- **Đo lường giá trị doanh nghiệp**
- **Mô hình hồi quy**

*Mối quan hệ giữa tập trung vốn chủ sở hữu và giá trị doanh nghiệp*

$$Q_{i,t} = \beta \text{Mức tập trung}_{i,t} + \psi x_{i,t} + \lambda_t + \delta_{k(i)} + c_{j(i)} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$Q_{i,t} = \beta \text{Mức tập trung}_{i,t} + \gamma \text{Mức tập trung}_{i,t}^2 + \psi x_{i,t} + \lambda_t + \delta_{k(i)} + c_{j(i)} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Trong đó:

$Q_t$  là giá trị Tobin's  $Q$  của công ty  $I$  vào năm  $t$ ;

+  $\text{Mức tập trung}_{i,t}$  là biến đại diện cho mức độ tập trung vốn chủ sở hữu của công ty, được đo lường bằng quyền kiểm soát của tất cả các cổ đông lớn (cổ đông lớn là cổ đông có quyền kiểm soát ít nhất là 5%) hoặc quyền kiểm soát của cổ đông lớn nhất. Trường hợp công ty không có cổ đông lớn thì mức độ tập trung vốn chủ sở hữu sẽ bằng 0. Cách đo lường biến mức độ tập trung vốn chủ sở hữu trong đề tài này tương tự như trong nghiên cứu của Holderness (2009, 2014). Với cách đo lường này, biến  $\text{Mức tập trung}$  đo lường khả năng của cổ đông lớn kiểm soát hoạt động của công ty dẫn đến những hành vi tư lợi gây thiệt hại cho cổ đông thiểu số.

+  $x_{i,t}$  là những yếu tố thuộc về đặc trưng của công ty, có mối quan hệ với giá trị doanh nghiệp, bao gồm quy mô doanh nghiệp, tuổi đời của công ty, tốc độ tăng trưởng doanh thu, tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản (đòn bẩy tài chính), tỷ lệ chi phí đầu tư tài sản cố định trên tài sản cố định (capital expenditure), tỷ lệ chi phí đầu tư tài sản cố định trên doanh thu, và mức độ biến động của giá cổ phiếu.

$\lambda_t$ : ảnh hưởng cố định của năm;  $\delta_{k(i)}$ : ảnh hưởng cố định của ngành; và  $c_{j(i)}$ : ảnh hưởng cố định của quốc gia

### 2.4.2 Ảnh hưởng của mức độ bảo vệ nhà đầu tư đến mối quan hệ giữa tập trung vốn chủ sở hữu và giá trị doanh nghiệp

$$Q_{i,t} = \pi TC\text{-Mạnh} + \psi x_{i,t} + \lambda_t \delta_{k(i)} + c_{j(i)} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

Trong đó: Nếu công ty nào ở quốc gia có mức độ bảo vệ nhà đầu tư cao thì biến giả *TC-Mạnh*

$$Q_{i,t} = \beta \text{Mức tập trung}_{i,t} + \psi x_{i,t} + \lambda_t + \delta_{k(i)} + c_{j(i)} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

$$Q_{i,t} = \beta \text{Mức tập trung}_{i,t} + \gamma \text{Mức tập trung}_{i,t}^2 + \psi x_{i,t} + \lambda_t + \delta_{k(i)} + c_{j(i)} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

## CHƯƠNG III: KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

### 3.1 Mối quan hệ giữa tập trung vốn chủ sở hữu và giá trị doanh nghiệp

#### 3.1.1 Mô tả dữ liệu

**Bảng 1: Tóm tắt giá trị bình quân Tobin's Q và mức độ tập trung vốn chủ sở hữu**

Quốc gia	Số quan sát	Q	Quyền kiểm soát		Công ty có cổ đông lớn nhất có quyền kiểm soát		
			CE_lớn nhất	TCCD_lớn nhất	5-25%	25.01-50%	Trên 50%
Argentina	45	1.13	63.27	70.30	0.02	0.07	0.91
Úc	976	1.78	26.11	63.15	0.58	0.28	0.14
Áo	135	1.39	41.51	58.50	0.25	0.25	0.49
Bỉ	178	1.49	38.76	57.28	0.28	0.39	0.33
Brazil	27	1.40	66.04	70.52	0.15	0.04	0.81
Canada	487	1.52	36.63	55.48	0.45	0.27	0.28
Chile	82	1.37	56.81	68.28	0.10	0.20	0.71
Đan Mạch	176	1.89	34.32	60.94	0.31	0.34	0.35
Phần Lan	262	1.66	24.08	47.31	0.58	0.25	0.15
Pháp	1.112	1.46	40.75	62.91	0.26	0.37	0.37
Đức	1.064	1.49	39.70	59.06	0.27	0.30	0.40
Hy Lạp	458	1.25	41.44	67.22	0.18	0.48	0.34
Hong Kong	110	1.22	47.44	69.13	0.09	0.31	0.60
Ireland	60	1.70	21.29	50.02	0.78	0.10	0.12
Israel	84	1.86	39.18	55.83	0.30	0.31	0.38
Italy	295	1.35	43.09	61.75	0.18	0.34	0.48
Nhật	1.174	1.25	50.42	61.80	0.23	0.20	0.56
Malaysia	656	1.29	38.11	61.67	0.25	0.47	0.29
Mexico	60	1.68	50.88	55.84	0.17	0.15	0.67
Hà Lan	212	1.57	27.71	61.25	0.60	0.19	0.21
New Zealand	129	1.42	34.97	58.98	0.42	0.24	0.33
Na uy	226	1.51	33.18	64.42	0.30	0.40	0.31
Pakistan	59	1.90	57.92	68.00	0.17	0.17	0.66
Philippines	156	1.33	50.16	78.14	0.04	0.52	0.44
Bồ Đào Nha	77	1.25	39.51	67.53	0.30	0.26	0.44
Singapore	565	1.35	40.38	62.36	0.28	0.38	0.35
Nam Phi	345	1.62	32.32	57.48	0.48	0.32	0.18
Hàn Quốc	1.139	1.18	20.10	66.89	0.57	0.40	0.02
Tây Ban Nha	116	1.79	27.63	68.65	0.58	0.16	0.26
Thụy Điển	384	1.60	28.32	52.56	0.48	0.35	0.16

Đài Loan	1.150	1.63	22.43	42.69	0.66	0.29	0.04
Thái Lan	95	1.21	44.63	59.18	0.13	0.48	0.37
Thổ Nhĩ Kỳ	180	1.28	53.19	68.15	0.03	0.41	0.56
Anh	1.774	1.59	18.94	54.32	0.75	0.20	0.05
Mỹ	6.033	1.83	19.11	41.86	0.78	0.11	0.09
Thế chế yếu	7.953	1.39	37.75	62.42	0.32	0.34	0.34
Thế chế mạnh	12.930	1.71	24.25	49.12	0.65	0.19	0.14
Tất cả	20.883	1.59	29.39	54.19	0.52	0.25	0.22

*Ghi chú: Bảng này trình bày giá trị bình quân của Tobin's Q (Q) và các biến về mức độ tập trung vốn chủ sở hữu theo quốc gia và nhóm quốc gia trong giai đoạn 2006 đến 2009. Số Công ty là số biến quan sát (công ty-năm) tại mỗi quốc gia hoặc nhóm quốc gia. CD\_lớn\_nhất là quyền kiểm soát của cổ đông lớn nhất trong các cổ đông lớn. TCCĐ\_lớn là quyền kiểm soát của tất cả cổ đông lớn. (Cổ đông lớn là cổ đông có quyền kiểm soát ít nhất là 5%, với công ty không có cổ đông lớn thì quyền kiểm soát được xác định bằng 0). Thế chế mạnh là các công ty ở các quốc gia có mức độ bảo vệ nhà đầu tư cao; Thế chế yếu bao gồm các công ty còn lại.*

### 3.1.2 Kết quả hồi quy đa biến

**Bảng 2: Giá trị của công ty và mức độ tập trung vốn chủ sở hữu**

Biến	Quyền kiểm soát cổ đông lớn nhất		Quyền kiểm soát tất cả cổ đông lớn	
	(1)	(2)	(3)	(4)
CD_lớn_nhất	-0.071** (-1.98)	-0.792*** (-6.21)		
CD_lớn_nhất <sup>2</sup>		0.880*** (5.89)		
TCCĐ_lớn			-0.275*** (-8.58)	-1.401*** (-11.51)
TCCĐ_lớn <sup>2</sup>				1.084*** (9.59)
Tăng_Dthu	-0.000 (-0.09)	-0.000 (-0.11)	-0.000 (-0.04)	-0.000 (-0.09)
Chi_TSCĐ_Dthu	0.003 (0.41)	0.003 (0.39)	0.003 (0.37)	0.003 (0.38)
Đòn_bẩy	-0.480*** (-11.33)	-0.470*** (-11.11)	-0.464*** (-10.96)	-0.452*** (-10.69)
Quy_mô	0.003 (0.67)	0.000 (0.03)	-0.004 (-0.87)	-0.009** (-2.06)
Tuổi	-0.008*** (-11.18)	-0.008*** (-11.39)	-0.008*** (-11.61)	-0.008*** (-11.67)
Chi_TSCĐ_TS	0.018*** (3.88)	0.018*** (3.84)	0.017*** (3.71)	0.017*** (3.61)
GiáCP_biến_động	0.014 (0.60)	0.019 (0.83)	0.017 (0.75)	0.022 (0.93)
Hằng số	1.514*** (9.71)	1.634*** (10.40)	1.752*** (11.22)	2.067*** (12.98)

Obs.	20,883	20,883	20,883	20,883
AdjRsq	14.7	14.9	15.0	15.4

*Ghi chú: Bảng này trình bày kết quả hồi quy OLS để nghiên cứu sự ảnh hưởng của mức độ tập trung vốn chủ sở hữu đến giá trị doanh nghiệp (Q) trong giai đoạn 2006-2009. CD\_lớn\_nhất là quyền kiểm soát của cổ đông lớn nhất trong các cổ đông lớn. TCCĐ\_lớn là quyền kiểm soát của tất cả cổ đông lớn. Biến kiểm soát bao gồm tốc độ tăng trưởng doanh thu (Tăng\_Dthu), tỷ lệ chi phí đầu tư tài sản cố định trên doanh thu (Chi\_TSCĐ\_Dthu), tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản (đòn bẩy), quy mô doanh nghiệp (Quy\_mô), tuổi đời của công ty (Tuổi), tỷ lệ chi phí đầu tư tài sản cố định trên tài sản cố định (Chi\_TSCĐ\_TS), và mức độ biến động của giá cổ phiếu (GiáCP\_biến\_động). Tất cả các phương trình đều bao gồm biến giả cho năm, quốc gia và ngành. Giá trị t (t-values) được thể hiện trong ngoặc kép.*

### 3.2 Mức độ bảo vệ nhà đầu tư, mức độ tập trung vốn chủ sở hữu và giá trị doanh nghiệp

**Bảng 3: Mức độ bảo vệ nhà đầu tư, tập trung vốn chủ sở hữu và giá trị doanh nghiệp**

Biến	Quyền kiểm soát của tất cả cổ đông lớn				
	Thẻ chế mạnh		Thẻ chế yếu		
	(1)	(2)	(3)	(4)	
TC-Mạnh	0.350*** (23.86)				
TCCĐ_lớn	-1.360*** (-6.11)	-0.274*** (-5.46)	-1.493*** (-9.52)	-0.607*** (-14.52)	
TCCĐ_lớn <sup>2</sup>	0.971*** (5.01)		0.893*** (5.86)		
Tăng_Dthu	-0.000 (-0.15)	0.000 (0.18)	0.000 (0.21)	0.001 (0.58)	0.001 (0.59)
Chi_TSCĐ_Dthu	0.003 (0.37)	0.005 (0.60)	0.005 (0.63)	-0.039 (-1.04)	-0.039 (-1.04)
Đòn_bẩy	-0.372*** (-8.70)	-0.249*** (-3.32)	-0.255*** (-3.41)	-0.265*** (-5.01)	-0.272*** (-5.15)
Quy_mô	0.007* (1.69)	0.001 (0.17)	0.005 (0.83)	-0.029*** (-4.96)	-0.025*** (-4.40)
Tuổi	-0.007*** (-9.91)	-0.007*** (-6.27)	-0.007*** (-6.17)	-0.005*** (-5.53)	-0.005*** (-5.49)
Chi_TSCĐ_TS	0.018*** (3.95)	0.069*** (6.53)	0.069*** (6.56)	0.001 (0.12)	0.001 (0.20)
GiáCP_biến_động	-0.025 (-1.07)	-0.077** (-2.11)	-0.077** (-2.12)	0.084*** (2.64)	0.079** (2.48)
GNIpercapital		0.000 (0.16)	0.000 (0.28)	0.000*** (7.77)	0.000*** (7.68)
Hàng_số	2.230*** (18.74)	1.907*** (19.05)	2.230*** (18.74)	2.320*** (20.82)	2.112*** (19.96)
Obs.	20,883	9,012	9,012	10,510	10,510
AdjRsq	14.7	0.110	0.108	0.132	0.129

Ghi chú: Bảng này trình bày kết quả hồi quy OLS để nghiên cứu sự ảnh hưởng của mức độ tập trung vốn chủ sở hữu đến giá trị doanh nghiệp (Q) trong giai đoạn 2006-2009 cho hai nhóm quốc gia: thể chế mạnh nghĩa là các quốc gia có hệ thống pháp lý bảo vệ nhà đầu tư cao và thể chế yếu nghĩa là các quốc gia có hệ thống pháp lý bảo vệ nhà đầu tư yếu. TC\_Mạnh là biến giả với giá trị bằng 1 nếu công ty thuộc quốc gia có hệ thống thể chế mạnh và bằng 0 nếu công ty thuộc quốc gia có hệ thống thể chế yếu. TCCĐ\_lớn là quyền kiểm soát của tất cả cổ đông lớn. Biến kiểm soát bao gồm tốc độ tăng trưởng doanh thu (Tăng\_Dthu), tỷ lệ chi phí đầu tư tài sản cố định trên doanh thu (Chi\_TSCĐ\_Dthu), tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản (đòn bẩy), quy mô doanh nghiệp (Quy\_mô), tuổi đời của công ty (Tuổi), tỷ lệ chi phí đầu tư tài sản cố định trên tài sản cố định (Chi\_TSCĐ\_TS), và mức độ biến động của giá cổ phiếu (GiáCP\_biến\_động). Tất cả các phương trình đều bao gồm biến giả cho năm, quốc gia và ngành. Giá trị t (t-values) được thể hiện trong ngoặc kép.

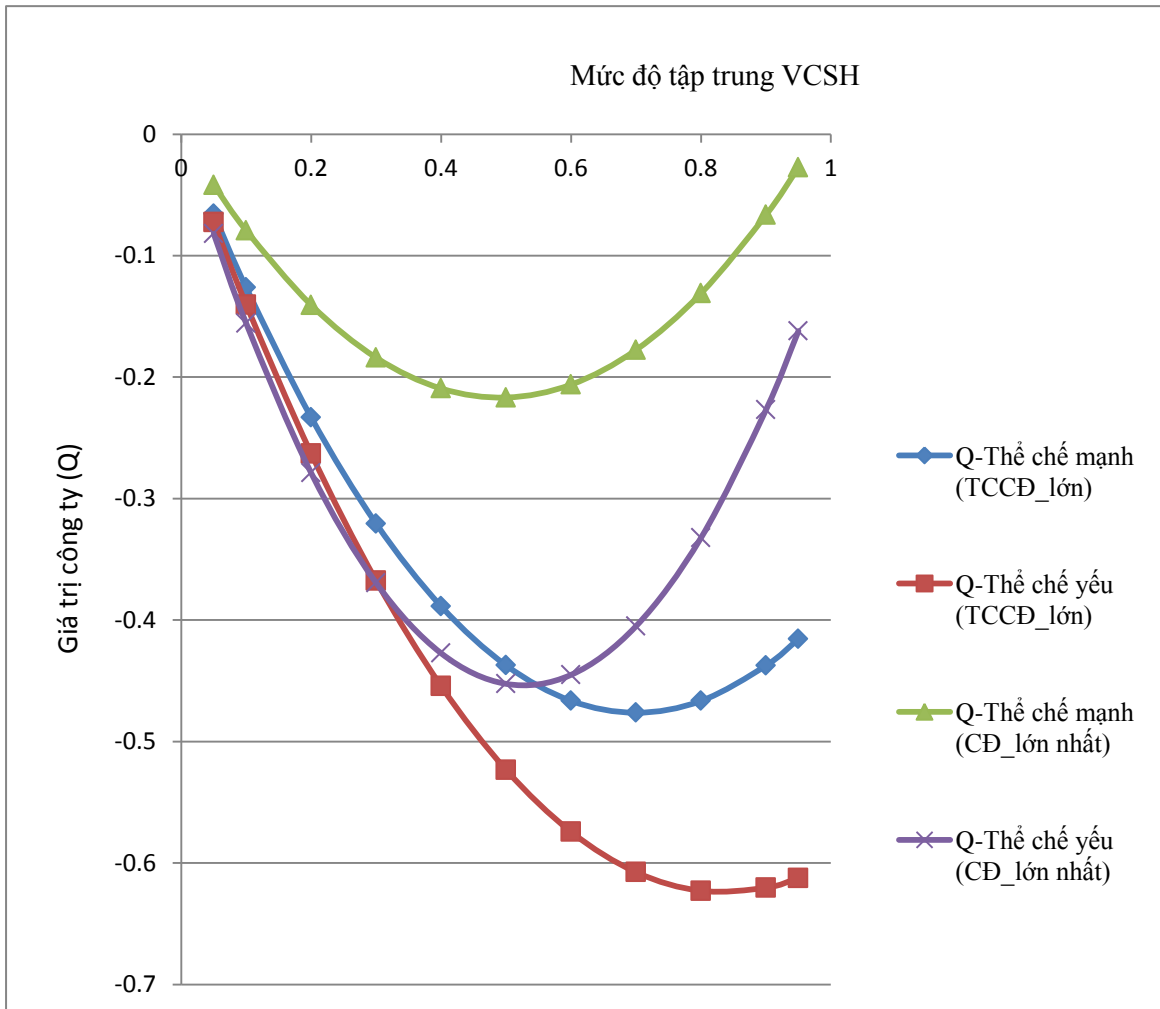
**Bảng 4: Mức độ bảo vệ nhà đầu tư, tập trung vốn chủ sở hữu và giá trị doanh nghiệp**

Biến	Quyền kiểm soát cổ đông lớn nhất			
	Thể chế mạnh		Thể chế yếu	
	(1)	(2)	(3)	(4)
CĐ_lớn_nhất	-0.137*** (-2.87)	-0.883*** (-4.42)	-0.408*** (-8.72)	-1.721*** (-10.37)
CĐ_lớn_nhất <sup>2</sup>		0.899*** (3.84)		1.632*** (8.24)
Tăng_Dthu	0.000 (0.14)	0.000 (0.11)	0.001 (0.61)	0.001 (0.72)
Chi_TSCĐ_Dthu	0.006 (0.69)	0.006 (0.67)	-0.048 (-1.27)	-0.044 (-1.17)
Đòn_bẩy	-0.255*** (-3.39)	-0.246*** (-3.27)	-0.306*** (-5.76)	-0.291*** (-5.50)
Quy_mô	0.008 (1.26)	0.005 (0.80)	-0.013** (-2.25)	-0.018*** (-3.23)
Tuổi	-0.007*** (-5.93)	-0.007*** (-6.15)	-0.005*** (-4.68)	-0.005*** (-5.35)
Chi_TSCĐ_TS	0.070*** (6.60)	0.069*** (6.52)	0.002 (0.43)	0.003 (0.48)
GiáCP_biến_động	-0.087** (-2.38)	-0.082** (-2.23)	0.076** (2.37)	0.080** (2.51)
GNIpercapital	0.000 (0.25)	-0.000 (-0.14)	0.000*** (7.28)	0.000*** (7.04)
Hàng_số	1.745*** (18.54)	1.904*** (18.53)	1.771*** (17.08)	2.022*** (18.76)
Obs.	9,012	9,012	10,510	10,510
AdjRsq	0.105	0.107	0.118	0.124

Ghi chú: Bảng này trình bày kết quả hồi quy OLS để nghiên cứu sự ảnh hưởng của mức độ tập trung vốn chủ sở hữu đến giá trị doanh nghiệp (Q) trong giai đoạn 2006-2009 cho hai nhóm quốc gia: thể



chế mạnh nghĩa là các quốc gia có hệ thống pháp lý bảo vệ nhà đầu tư cao và thể chế yếu nghĩa là các quốc gia có hệ thống pháp lý bảo vệ nhà đầu tư yếu.  $TC\_Mạnh$  là biến giả với giá trị bằng 1 nếu công ty thuộc quốc gia có hệ thống thể chế mạnh và bằng 0 nếu công ty thuộc quốc gia có hệ thống thể chế yếu.  $CD\_lớn\_nhất$  là quyền kiểm soát của cổ đông lớn nhất. Biến kiểm soát bao gồm tốc độ tăng trưởng doanh thu ( $Tăng\_Dthu$ ), tỷ lệ chi phí đầu tư tài sản cố định trên doanh thu ( $Chi\_TSCĐ\_Dthu$ ), tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản (đòn bẩy), quy mô doanh nghiệp ( $Quy\_mô$ ), tuổi đời của công ty ( $Tuổi$ ), tỷ lệ chi phí đầu tư tài sản cố định trên tài sản cố định ( $Chi\_TSCĐ\_TS$ ), và mức độ biến động của giá cổ phiếu ( $GiáCP\_biến\_động$ ). Tất cả các phương trình đều bao gồm biến giả cho năm, quốc gia và ngành. Giá trị  $t$  ( $t$ -values) được thể hiện trong ngoặc kép.



Sơ đồ 1: Mối quan hệ giữa mức độ tập trung vốn chủ sở hữu và giá trị doanh nghiệp

### 3.3 Các kiểm định thêm (Robustness tests)

- Hồi quy hai giai đoạn (*Two-stage least-squares regression*)
- Hiệu ứng cố định theo công ty (*firm fixed effects*)
- Mô hình đối chứng dựa trên xác suất (*propensity score matching*).
- Hai mẫu con: công ty Mỹ và công ty các nước khác
- Sử dụng biến giá trị có độ trễ hơn biến tập trung vốn chủ sở hữu
- Sử dụng biến giả (*dummy variable*)
- Sử dụng hàm bậc ba và bậc 4
- Loại bỏ năm 2009 khỏi mẫu nghiên cứu
- Mức độ bảo vệ nhà đầu tư, tập trung vốn chủ sở hữu và giá trị doanh nghiệp có sử dụng hiệu ứng cố định quốc gia

### KẾT LUẬN

Mối quan hệ giữa tập trung vốn chủ sở hữu và giá trị doanh nghiệp là một trong những vấn đề nền tảng trong quản trị công ty. Chiều hướng tác động của cổ đông lớn đến giá trị doanh nghiệp vẫn còn nhiều vấn đề chưa được thống nhất cả trong lý thuyết và nghiên cứu thực nghiệm. Đề tài này sử dụng mẫu nghiên cứu có tính đại diện cao, bao gồm doanh nghiệp với nhiều quy mô khác nhau nhằm đảm bảo cơ cấu vốn chủ sở hữu đa dạng.

Sử dụng quyền kiểm soát của tất cả cổ đông lớn (hoặc của cổ đông lớn nhất) để làm biến đại diện cho mức độ tập trung vốn chủ sở hữu, đề tài này mục đích kiểm định sự ảnh hưởng của mức độ mâu thuẫn lợi ích giữa các cổ đông chi phối và cổ đông thiểu số đến giá trị doanh nghiệp.

Kết quả kiểm định chỉ ra rằng mức độ tập trung vốn chủ sở hữu có mối quan hệ với giá trị doanh nghiệp theo đồ thị hình chữ U. Khi quyền kiểm soát của các cổ đông lớn tăng lên, quyền chi phối hoạt động công ty của các cổ đông lớn này gia tăng, và vì vậy họ có thể thực hiện hành vi trục lợi công ty nhiều hơn. Kết quả là giá trị doanh nghiệp giảm xuống khi mức độ tập trung vốn chủ sở hữu tăng lên. Tuy nhiên, nếu mức độ tập trung vốn chủ sở hữu vượt qua mốc nhất định (khoảng 50% quyền kiểm soát đối với cổ đông lớn nhất; 70% quyền kiểm soát của tất cả các cổ đông lớn), mức độ tập trung vốn chủ sở hữu có quan hệ cùng chiều với giá trị doanh nghiệp. Mối quan hệ hình chữ U này có không thay đổi với các mô hình khác nhau như sử dụng hiệu ứng cố định công ty (*firm fixed effect*), sử dụng mô hình hồi quy hai giai đoạn (2SLS) với biến công cụ cho mức độ tập trung vốn chủ sở hữu, mô hình đối chứng dựa trên xác suất (*propensity matching score*), sử dụng biến mức độ tập trung vốn chủ sở hữu có độ trễ so với giá trị doanh nghiệp và một số . Trong khi đó, với mô hình tuyến tính, kết quả không đồng nhất giữa hồi quy OLS, 2SLS, hoặc các mô hình khác.

Kết quả kiểm định cũng chỉ ra rằng mối quan hệ theo hình chữ U xảy ra đối với cả hai nhóm quốc gia là nhóm quốc gia có hệ thống thể chế mạnh và nhóm các quốc gia có hệ thống thể chế yếu. Tuy nhiên, kết quả cũng chỉ ra rằng, các cổ đông lớn ở các quốc gia có mức độ bảo vệ nhà đầu tư gắn với việc giảm giá trị doanh nghiệp nhưng mức độ luôn thấp hơn ở các quốc gia có mức độ bảo vệ nhà đầu tư yếu. Sự khác biệt về giá trị giữa các công ty ở hai nhóm quốc gia là lớn nhất khi hai đồ thị rơi vào

vùng đáy (vùng thấp nhất). Điều này có nghĩa là sự khác biệt về mức độ trực lợi của các cổ đông giữa hai nhóm quốc gia là không giống nhau ở các mức độ tập trung vốn chủ sở hữu khác nhau.

Kết quả kiểm định ở đề tài này góp phần vào cuộc tranh luận về mối quan hệ giữa mức độ tập trung vốn chủ sở hữu và giá trị doanh nghiệp trong học thuật. Trong khi các nghiên cứu chỉ ra rằng mối quan hệ tuyến tính sẽ mất ý nghĩa thống kê nếu sử dụng mô hình hồi quy hai giai đoạn nhằm loại bỏ vấn đề nội sinh. Đề tài này đã chỉ ra rằng mối quan hệ theo hình chữ U tồn tại ở các mô hình khác nhau trong khi mối quan hệ tuyến tính có thể thay đổi theo các mô hình khác nhau. Nguyên nhân có thể là do các nghiên cứu trước có mẫu nghiên cứu không đủ tính đại diện như đã phân tích ở trên. Nguyên nhân thứ hai có thể là do đề tài này sử dụng cách đo lường mức độ tập trung vốn chủ sở là quyền kiểm soát của cổ đông lớn nhằm đo lường sự mâu thuẫn giữa cổ đông lớn và cổ đông nhỏ thay vì đo lường mức độ mâu thuẫn giữa cổ đông và ban giám đốc.

Tuy nhiên, mối quan hệ này nên được nghiên cứu trong mối quan hệ với quyền sở hữu dòng tiền và sự tương tác giữa các loại hình cổ đông như gia đình, chính phủ, các tổ chức tài chính hay các loại hình khác. Ngoài ra, mặc dù đề tài đã sử dụng một số các phương pháp nhằm giải quyết vấn đề nội sinh nhưng chưa giải quyết hoàn toàn triệt để và vì vậy kết quả có thể phản ánh mối quan hệ hai chiều giữa tập trung vốn chủ sở hữu và giá trị doanh nghiệp.