

TÁC ĐỘNG CỦA CẤU TRÚC SỞ HỮU NỘI BỘ ĐẾN GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP THÔNG QUA ĐẦU TƯ TẠI CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TRÊN SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH

● LƯU VŨ HIỀN

Trường Trung cấp Kinh tế Kỹ thuật Quận 12

DOI: <https://doi.org/10.62831/202608035>

TÓM TẮT:

Bài viết nhằm nghiên cứu tác động của cấu trúc sở hữu nội bộ đến giá trị doanh nghiệp thông qua đầu tư tại các doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh. Kết quả nghiên cứu cho thấy, tác động của cấu trúc sở hữu đến giá trị doanh nghiệp thông qua đầu tư 2 giai đoạn. Từ kết quả nghiên cứu, tác giả khuyến nghị các doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh nên tăng sở hữu nội bộ để hạn chế mâu thuẫn giữa người quản lý và cổ đông, với mức tối ưu từ 5-25%; vượt quá 25% có thể dẫn đến sở hữu tập trung và hiệu ứng cổ thủ, gây tác động tiêu cực đến giá trị doanh nghiệp. Đối với doanh nghiệp có tỷ lệ sở hữu nội bộ dưới 5%, việc tăng sở hữu nội bộ sẽ giúp hội tụ lợi ích giữa cổ đông và người quản lý.

Từ khóa: cấu trúc sở hữu, giá trị doanh nghiệp, hiệu quả doanh nghiệp.

1. Đặt vấn đề

Trong những năm gần đây, cổ phần hóa cũng như số lượng các công ty tham gia thị trường chứng khoán gia tăng nhanh hơn, một trong các vấn đề các nhà đầu tư quan tâm cũng như làm những cổ đông doanh nghiệp trăn trở là sự mâu thuẫn giữa người quản lý và cổ đông sở hữu. Đây được biết như là chi phí đại diện trong lý thuyết kinh tế mà người đã có công thực nghiệm, công bố chính thức là Jensen và Meckling (1976). Trong lý thuyết chi phí đại diện đã khẳng định, sở hữu nội bộ có tác động đến giá trị doanh nghiệp thông qua tác động lên đầu tư. Nếu chia làm 2 giai đoạn, giai đoạn đầu tiên là tác động của cấu trúc sở hữu đối với đầu tư, trong khi giai đoạn thứ hai là

ảnh hưởng của đầu tư đến giá trị doanh nghiệp. Để chứng minh cho 2 giai đoạn này, tác giả đã dựa vào nghiên cứu tiên phong của Myeong-Hyeon Cho (1998) trong việc đánh giá tác động của cấu trúc sở hữu lên đầu tư nội bộ và đánh giá tác động của cấu trúc sở hữu đến giá trị doanh nghiệp.

2. Tổng quan nghiên cứu

2.1. Cơ sở lý thuyết nền có liên quan

Tác giả tìm hiểu và lược khảo một số lý thuyết có liên quan đến đề tài như lý thuyết chi phí đại diện, cấu trúc sở hữu của Jensen và Meckling (1976) cho rằng, cấu trúc sở hữu ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp bởi tác động đối với đầu tư, cụ thể khi sở hữu nội bộ tăng lên sẽ giải quyết những mâu thuẫn giữa người

quản lý và cổ đông, lúc này người quản lý sẽ đưa ra các quyết định đầu tư hiệu quả vào chính giá trị nội tại của doanh nghiệp, như đầu tư vào tài sản cố định và chi phí phát triển R&D. Theo Myeong-Hyeon Cho (1998), việc duy trì sở hữu nội bộ ở mức không quá cao sẽ giúp việc kiểm soát của hội đồng quản trị giữ được tính độc lập cũng như việc cho phép người quản lý nắm giữ cổ phần cũng là sự ràng buộc về mặt lợi ích cá nhân giữa người quản lý và cổ đông như việc đầu tư gây tổn hại cho doanh nghiệp, lúc này người quản lý có xu hướng đầu tư vào các dự án NPV (giá trị hiện tại ròng) âm để tối đa hóa lợi ích cá nhân của họ thay vì trả cổ tức hoặc mua lại cổ phiếu, hành động này sẽ ảnh hưởng đến lợi ích cổ đông bên ngoài cũng như gây tổn hại đến giá trị doanh nghiệp.

Một số nghiên cứu trước đã khẳng định mối quan hệ giữa sở hữu nội bộ và giá trị doanh nghiệp có tác động như Myeong-Hyeon Cho (1998) tìm thấy bằng chứng cấu trúc sở hữu tác động tích cực đến đầu tư ở mức dưới 7% và tiêu cực ở mức 7% đến 38%. Mặt khác, đầu tư có tác động tích cực đến giá trị doanh nghiệp như Itturalde et al. (2011) tìm thấy có mối quan hệ phi tuyến tính giữa quyền sở hữu nội bộ và giá trị doanh nghiệp. Về mối quan hệ sở hữu nhà nước và giá trị doanh nghiệp thì Tran và cộng sự. (2014) tìm thấy tác động tiêu cực của sở hữu nhà nước đối với lợi nhuận của công ty và năng suất lao động còn Djankov và Murrell (2002) cho thấy quyền sở hữu nhà nước trong các công ty nhà nước truyền thống kém hiệu quả hơn tất cả các loại hình sở hữu khác.

2.2. Mô hình nghiên cứu (Bảng 1)

Từ những nghiên cứu trước tác giả đề xuất mô hình nghiên cứu sau:

Mô hình giai đoạn 1:

$$\begin{aligned} Capex_{it} = & \beta_0 + \beta_1 Insider_{it} + \beta_2 State_{it} \\ & + \beta_3 Liquid_{it} + \beta_4 Tobinq_{it} + \beta_5 Vol_{it} \\ & + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 Age_{it} + \beta_8 Lev_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

Mô hình giai đoạn 2:

$$\begin{aligned} TobinQ_{it} = & \beta_0 + \beta_1 Insider_{it} + \beta_2 State_{it} \\ & + \beta_3 Capex_{it} + \beta_4 Size_{it} + \beta_5 Age_{it} \\ & + \beta_6 Lev_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

2.3. Phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng nguồn dữ liệu thứ cấp từ các báo cáo tài chính, báo cáo thường niên, thông tin công

bố trên website các công ty và trang <http://cafef.vn/>, <https://www.stockbiz.vn/> trong 7 năm. Sau đó, thực hiện nghiên cứu định lượng được hồi quy theo 3 cách: phương pháp ước lượng bình phương bé nhất (Pooled OLS), hiệu ứng cố định (Fixed Effect) và hiệu ứng ngẫu nhiên (Random Effect). Tiếp đến là tìm ra phương pháp hồi quy nào phù hợp nhất trong 3 phương pháp trên, bài nghiên cứu thực hiện 2 kiểm định là Hausman và kiểm định Lagrange Multiplier. Tiếp theo, kiểm định các khuyết tật của mô hình như: đa cộng tuyến, phương sai của sai số thay đổi và hiện tượng tự tương quan. Cuối cùng, để khắc phục hiện tượng nội sinh tác giả sử dụng hồi quy GMM.

3. Kết quả nghiên cứu

3.1. Thống kê mô tả (Bảng 2)

Chỉ tiêu tỷ lệ sở hữu nhà nước và số lượng cổ phiếu lưu hành bình quân của một số công ty trong một số năm đã không được thể hiện trong báo cáo quản trị. Điều này dẫn đến việc bỏ trống một số quan sát trong các biến State và TobinQ. Ngoài ra, việc thực hiện tính toán biến Vol sử dụng độ lệch chuẩn của tỷ suất sinh lợi trong 3 năm kỳ quá khứ cũng đã dẫn đến hiện tượng bỏ trống một vài quan sát do không có số liệu. Do lượng quan sát mất đi rất nhỏ, bộ dữ liệu vẫn đảm bảo là dữ liệu bảng cân bằng nên tác giả quyết định không sử dụng các phương pháp chủ quan hay suy diễn thống kê để lấp đầy các quan sát nhằm đảm bảo tính xác thực cao nhất cho dữ liệu. Bên cạnh đó, dựa vào các nghiên cứu trước đây của Myeong-Hyeon Cho (1998), tác giả tiến hành phân nhóm cấu trúc sở hữu nội bộ để đánh giá tác động tách biệt của các nhóm sở hữu đến quyết định đầu tư của doanh nghiệp.

3.2. Tổng hợp kết quả hồi quy

Qua từng kết quả kiểm định tác giả nhận thấy, hiện tượng đa cộng tuyến ở mô hình được đánh giá là không nghiêm trọng. Tuy vậy, mô hình có tồn tại hiện tượng phương sai thay đổi và hiện tượng tự tương quan. Vì vậy, tác giả sử dụng phương pháp hồi quy GMM để khắc phục hiện tượng phương sai thay đổi nhằm đảm bảo ước lượng thu được vững và hiệu quả. (Bảng 3)

Kết quả nghiên cứu tại thị trường Việt Nam cho các doanh nghiệp niêm yết trên sàn Hose cho thấy, cấu trúc sở hữu tác động tích cực lên đầu tư, cụ thể

Bảng 1. Bảng mô tả biến và các nghiên cứu thực nghiệm

Ký hiệu	Tên Biến	Công thức tính
Capex	Chi tiêu vốn	Chi tiêu vốn/Tổng tài sản
Tobin Q	Hệ số đo lường hiệu quả hoạt động Q	Giá trị sổ sách + Giá trị VCSH/Tổng tài sản.
Insider	Cấu trúc sở hữu	Insider = Tổng cổ phần nắm giữ của cổ đông nội bộ.
Insider5	Nhóm cấu trúc sở hữu < 5%	Nhóm cổ đông nội bộ nắm giữ cổ phần nhỏ hơn 5%.
Insider525	5% < Nhóm cấu trúc sở hữu < 25%	Nhóm cổ đông nội bộ nắm giữ cổ phần từ 5% đến 25%.
Insider25	Nhóm cấu trúc sở hữu < 25%	Nhóm cổ đông nội bộ nắm giữ cổ phần từ 25%.
State	Tỷ lệ sở hữu nhà nước	State = Tổng cổ phần nắm giữ bởi cổ đông nhà nước.
Liquid	Tỷ lệ thanh khoản	Cash Flow/Tổng tài sản)
Vol	Biến động tỷ suất sinh lợi ROA	Vol = Độ lệch chuẩn ROA ba năm kỳ quá khứ.
Size	Quy mô doanh nghiệp	Ln (Doanh thu thuần).
Age	Độ tuổi doanh nghiệp	Độ tuổi của doanh nghiệp = Năm tại kỳ nghiên cứu - Năm thành lập.
Lev	Tỷ lệ đòn bẩy	Tổng nợ / Tổng tài sản.

*Nguồn: Tác giả tổng hợp***Bảng 2. Thống kê mô tả**

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
capex	784	0,05686	0,070369	0	0,5920232
insider	784	0,0599171	0,1106161	0	0,6481615
insider5	784	0,01984	0,02088	0	0,05
insider525	784	0,03073	0,06198	0	0,2
insider25	784	0,00934	0,04869	0	0,39816
size	784	27,67704	1,237593	25,45571	31,60173
age	784	22,0625	11,13323	3	59
lev	784	0,4614406	0,2158625	0,0019807	0,9669253
state	764	20,84259	24,64588	0	84,44
liquid	784	0,0952383	0,0821543	-0,188759	0,4226213
tobinq	772	1,082484	0,6941233	0,160409	10,49205
vol	753	0,0256514	0,0205978	0,0010067	0,0997909

Nguồn: Tính toán của tác giả

khi sở hữu nội bộ trên 5%, nếu sở hữu nội bộ tăng sẽ thúc đẩy các doanh nghiệp tăng đầu tư nội bộ. Tuy nhiên, ở mức nhỏ hơn 5% thì sở hữu nội bộ sẽ tác động tiêu cực lên đầu tư. Cụ thể, trong nghiên cứu của Myeong-Hyeon Cho (1998), mối quan hệ giữa sở hữu và đầu tư nội bộ là tích cực đối với mức

sở hữu dưới 7%, tiêu cực đối với các mức từ 7% đến 38%.

Sau khi tìm thấy bằng chứng thực nghiệm cho thấy, tác động của cấu trúc sở hữu lên đầu tư, giai đoạn 2 tác giả đánh giá tác động của cấu trúc sở hữu, đầu tư đến giá trị doanh nghiệp. Khác với giai đoạn 1,

Bảng 3. Kết quả nghiên cứu

Biến phụ thuộc	Ký hiệu biến	Kết quả	Tác động
Capex	Insider	0,0395***	(+)
	Insider5	-0,442***	(-)
	Insider525	0,0381**	(+)
	Insider25	0,0910***	(+)
TobinQ	Insider	-0,504***	(-)
	Insider5	1,576**	(+)
	Insider525	0,286**	(+)
	Insider25	-2,832***	(-)

Nguồn: Tính toán của tác giả

giai đoạn 2 là giai đoạn có nhiều bằng chứng thực nghiệm hơn cả, ở giai đoạn này tác giả tìm thấy bằng chứng cho thấy, cấu trúc sở hữu có tác động tiêu cực lên giá trị doanh nghiệp. Cụ thể, khi sở hữu nội bộ trong 2 nhóm 0-5% và 5-25% đều có tác động tích cực lên giá trị doanh nghiệp ngay cả đối với mức độ sở hữu nội bộ thấp, kỷ luật thị trường vẫn có thể buộc các nhà quản lý theo đuổi tối đa hóa giá trị, mặc dù họ không có động cơ cá nhân để làm như vậy. Khi mức sở hữu nội bộ tăng cao từ 5-25% sẽ giúp lợi ích của người quản lý và người lãnh đạo trở nên thống nhất hơn, đây là hiệu ứng hội tụ và lợi ích được Jensen và Meckling (1976) nhắc đến trong lý thuyết chi phí đại diện. Tương tự, Han và Suk (1998), Hrovatin và Uršič (2002) các kết luận rằng sở hữu nội bộ có tác động tích cực lên giá trị doanh nghiệp.

Ở nhóm sở hữu nội bộ trên 25%, bài nghiên cứu đã tìm thấy bằng chứng thực nghiệm cho thấy, tác động tiêu cực của nhóm sở hữu nắm trên 25% lên giá trị doanh nghiệp, lúc này sự gia tăng trong sở hữu nội bộ sẽ giảm giảm giá trị doanh nghiệp, khi người quản lý nắm nhiều quyền kiểm soát thông qua việc nắm giữ

số lượng lớn cổ phần, lúc này người quản lý sẽ có xu hướng đưa ra các quyết định nhằm tăng lợi ích cá nhân. Trái ngược với tác động của sở hữu nội bộ, sở hữu nhà nước có tác động tiêu cực lên giá trị doanh nghiệp, bằng chứng thực nghiệm cho thấy, các doanh nghiệp nhà nước có giá trị doanh nghiệp thấp hơn các doanh nghiệp tư nhân.

4. Khuyến nghị và giải pháp

Thứ nhất, để tránh chi phí đại diện cũng như tránh những mâu thuẫn giữa người quản lý và cổ đông sở hữu, doanh nghiệp nên tăng mức sở hữu nội bộ, tuy nhiên mức tăng sở hữu nội bộ tối ưu nên từ 5-25%, nếu vượt quá ngưỡng 25% sẽ dẫn đến tình trạng sở

hữu tập trung, lúc đó, những người quản lý sẽ sử dụng quyền kiểm soát mà mình có được để thực hiện những quyết định đầu tư gây ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp.

Thứ hai, trong trường hợp các doanh nghiệp muốn duy trì mức sở hữu nội bộ thấp hơn 5%, việc đặt ra các quy định, đưa ra những phần thưởng xứng đáng cho người quản lý cũng sẽ góp phần tránh khỏi những quyết định mang tính chất cá nhân đến từ người quản lý. Bên cạnh đó, ở những doanh nghiệp có mức sở hữu nội bộ thấp hơn 5%, người quản lý và ban quản trị nên tăng mức đầu tư nội bộ, điều này sẽ góp phần tăng giá trị doanh nghiệp. Tuy nhiên, với mức sở hữu nội bộ cao hơn 25%, ban kiểm soát nên làm việc chặt chẽ để đánh giá các quyết định đầu tư nội bộ, tránh hiện tượng đầu tư quá mức của người quản lý.

Thứ ba, việc đưa ra bằng chứng cho thấy, sở hữu nội bộ tác động lên giá trị doanh nghiệp thông qua đầu tư nội bộ sẽ giúp các doanh nghiệp có cái nhìn đúng đắn hơn trong việc hoạch định mức sở hữu của các nhóm cổ đông, cũng như đánh giá kỹ hơn các quyết định trong đầu tư nội bộ ■

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

- Hrovatin Nevenka, Uršič Sonja (2002), The determinants of firm performance after ownership transformation in Slovenia. *Communist and Post- Communist Studies*, 35(2), 169-190.
- Han Ki, Suk David (1998), The effect of ownership structure on firm performance: additional evidence. *Review of Financial Economics*, 7(2), 143-155.

- Itturalde Txomin, Maseda Amaia, Arosa Blanca. (2011), Insiders ownership and firm performance. Empirical evidence. *International Research Journal of Finance and Economics*, 67, 118-129.
- Jensen Michael, William Meckling (1976), Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Klapper Leora, Laeven Luc, Love Inessa (2006), Corporate governance provisions and firm ownership: firm-level evidence from Eastern Europe. *Journal of International Money and Finance*, 25(3), 429-444.
- Myeong-Hyeon Cho (1998), Ownership structure, investment, and the corporate value: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 47(1), 103-121.
- Simeon Djankov, Murrell Peter (2002), Enterprise restructuring in transition: a quantitative survey. *Journal of Economic Literature*, 40(3), 739-793.
- Tran Ngo My, Walter Nonneman, Ann Jorissen (2014), Government ownership and firm performance: the case of Vietnam. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 4(3), 628-650.
- Wei Zuobao, Varela Oscar (2003), State equity ownership and firm market performance: evidence from China's newly privatized firms. *Global Finance Journal*, 14(1), 65-82.

Ngày nhận bài: 12/02/2026

Ngày phản biện đánh giá và sửa chữa: 26/02/2026

Ngày chấp nhận đăng bài: 10/3/2026

IMPACT OF INTERNAL OWNERSHIP STRUCTURE ON FIRM VALUE THROUGH INVESTMENT BEHAVIOR: EVIDENCE FROM LISTED COMPANIES ON THE HO CHI MINH CITY STOCK EXCHANGE

● LUU VU HIEN

District 12 Technical Economic College

ABSTRACT:

This study examines the impact of internal ownership structure on firm value through investment behavior among companies listed on the Ho Chi Minh City Stock Exchange. The findings reveal that ownership structure influences firm value across two distinct investment phases. Specifically, internal ownership within a moderate range is associated with improved firm value by aligning the interests of managers and shareholders, whereas excessively high ownership levels may give rise to ownership concentration and managerial entrenchment, thereby exerting a negative effect on firm value. Conversely, low levels of internal ownership are found to weaken interest alignment and diminish firm value, highlighting the nonlinear relationship between internal ownership and corporate performance.

Keywords: ownership structure, enterprise value, business performance.