

## Sở hữu của Ban lãnh đạo cấp cao và cấu trúc vốn của doanh nghiệp niêm yết Việt Nam

Phan Quỳnh Trang\*, Nguyễn Thị Dung

Trường Đại học Mở Thành phố Hồ Chí Minh, Việt Nam

### TỪ KHÓA

Ban giám đốc,  
Cấu trúc vốn,  
Hội đồng quản trị,  
Sở hữu của Ban  
lãnh đạo cấp cao.

### TÓM TẮT

Mục tiêu của nghiên cứu này nhằm đánh giá tác động của tỷ lệ sở hữu của nhóm cổ đông quản lý cấp cao (bao gồm các thành viên Hội đồng quản trị - HĐQT và Ban giám đốc - BGD) đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp. Sử dụng bộ dữ liệu bảng cân bằng của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam từ 2010 đến 2022, kết quả hồi quy cho thấy tỷ lệ sở hữu của Tổng giám đốc (TGD) và BGD có ảnh hưởng đến lựa chọn cấu trúc vốn của doanh nghiệp trong khi đó tỷ lệ sở hữu của Chủ tịch HĐQT và HĐQT không có tác động đến lựa chọn cấu trúc vốn. Cụ thể, tỷ lệ sở hữu của TGD và BGD càng cao thì doanh nghiệp có xu hướng sử dụng nhiều nợ vay hơn. Kết quả nghiên cứu này gợi ý một số hàm ý về mặt chính sách và quản trị cho các nhà quản lý và hoạch định chính sách tại Việt Nam.

### 1. Giới thiệu

Cấu trúc vốn là một quyết định quan trọng của doanh nghiệp bởi vì cấu trúc vốn có tác động đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp (Essel, 2024). Hơn nữa, việc lựa chọn cấu trúc vốn tối ưu cũng có thể giúp doanh nghiệp tối ưu chi phí vốn. Các doanh nghiệp lựa chọn đánh đổi giữa nợ vay và nguồn vốn nội bộ; trong đó, lợi ích liên quan đến thuế có thể được tối ưu bằng cách gia tăng nguồn vốn vay nhưng đồng thời có thể dẫn đến gia tăng chi phí kiệt quệ tài chính. Đánh đổi này đều có ảnh hưởng đến tăng trưởng trong tương lai của doanh nghiệp. Do đó, các nghiên cứu trong tài chính doanh nghiệp tập trung vào các yếu tố quan trọng giúp doanh nghiệp xác định cấu trúc vốn của mình. Đặc biệt, các yếu tố liên quan đến quản trị

cũng được xem xét khá nhiều (Feng & cộng sự, 2020).

Theo MSCI (Morgan Stanley Capital International), một nhà cung cấp dữ liệu và nghiên cứu hàng đầu về ESG (Environmental, Social, and Governance), các yếu tố về quản trị (G) được xem xét đến bao gồm: Hội đồng quản trị (HĐQT), thù lao chi trả, cấu trúc sở hữu và kế toán. Ngoài ra, các yếu tố liên quan đến hành vi như đạo đức kinh doanh và minh bạch về thuế cũng được xem xét. Chính vì vai trò quan trọng đó, các yếu tố liên quan đến đặc điểm của HĐQT và cấu trúc sở hữu thường được xem xét như là yếu tố cần thiết có tác động đến các khía cạnh hoạt động của doanh nghiệp. Chẳng hạn như một nhóm các nghiên cứu đánh giá vai trò của cơ cấu giới tính của HĐQT đến cấu trúc vốn (Hordofa, 2023). Một nhóm các nghiên cứu

Tác giả liên hệ. Email: [trang.pq@ou.edu.vn](mailto:trang.pq@ou.edu.vn)

<https://doi.org/10.61602/jdi.2025.80.05>

Ngày nộp bài: 13/7/2024; Ngày chỉnh sửa: 16/9/2024; Ngày duyệt đăng: 18/9/2024; Ngày online: 10/01/2025

ISSN (print): 1859-428X, ISSN (online): 2815-6234

khác lại đánh giá tác động của cấu trúc sở hữu đến cấu trúc vốn. Tuy vậy, các nghiên cứu về cấu trúc sở hữu và cấu trúc vốn lại tập trung vào các yếu tố liên quan đến nhóm cổ đông nhà nước, nhóm cổ đông lớn, nhóm cổ đông tổ chức, hay nhóm cổ đông nước ngoài (Do & cộng sự, 2020) hơn là nhóm cổ đông quản lý. Các nghiên cứu đánh giá vai trò của nhóm cổ đông quản lý chủ yếu tập trung vào giá trị và hiệu quả doanh nghiệp. Do đó, các bằng chứng thực nghiệm về tác động của tỷ lệ sở hữu của nhóm cổ đông này đến cấu trúc vốn còn khá hạn chế.

Tại Việt Nam, cũng có nhiều nghiên cứu đánh giá các loại hình sở hữu khác nhau đến các khía cạnh của doanh nghiệp. Các nghiên cứu về cấu trúc vốn thì tập trung vào các yếu tố như sự phát triển của khoa học công nghệ hay thanh khoản cổ phiếu. Tuy nhiên, các nghiên cứu đánh giá vai trò của Ban lãnh đạo cấp cao từ góc độ cấu trúc sở hữu thì hầu như vẫn chưa tìm thấy. Nghiên cứu gần nhất với nghiên cứu của chúng tôi có thể kể đến như vai trò của giới tính của Ban lãnh đạo cấp cao đến cấu trúc vốn và cấu trúc kỳ hạn nợ của Nguyễn Bá Phong và cộng sự (2023). Trong nghiên cứu này, chúng tôi tập trung vào đánh giá tác động của tỷ lệ sở hữu của nhóm cổ đông quản lý cấp cao (cụ thể là các thành viên HĐQT và BGD) đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Sử dụng bộ dữ liệu bảng cân bằng của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam từ 2010 đến 2022, kết quả hồi quy cho thấy tỷ lệ sở hữu của TGD và BGD có ảnh hưởng đến lựa chọn cấu trúc vốn của doanh nghiệp trong khi đó tỷ lệ sở hữu của Chủ tịch HĐQT và HĐQT không có tác động đến lựa chọn cấu trúc vốn. Cụ thể, tỷ lệ sở hữu của TGD và BGD càng cao thì doanh nghiệp có xu hướng sử dụng nhiều nợ vay hơn. Kết quả nghiên cứu này gợi ý một số hàm ý về chính sách và quản trị cho các nhà quản lý và hoạch định chính sách tại Việt Nam.

## 2. Cơ sở lý thuyết và lược khảo nghiên cứu

Lựa chọn cấu trúc vốn tối ưu của doanh nghiệp có thể được lý giải từ các góc độ khác nhau. Lý thuyết đánh đổi lý giải rằng các công ty tối ưu nguồn vốn tài trợ giữa tỷ lệ nợ vay và vốn cổ phần khi cân nhắc lợi ích thuế và chi phí phá sản tiềm ẩn. Lý thuyết trật tự phân cho rằng công ty ưu tiên từ tự tài trợ bằng lợi nhuận giữ lại, đến vay nợ và cuối cùng là phát hành cổ phiếu mới bởi vì các nhà quản lý thường hiểu rõ tình hình tài chính của

doanh nghiệp hơn là các nhà tài trợ vốn bên ngoài. Do đó, việc phát hành cổ phần có thể là tín hiệu về việc cổ phiếu đang bị định giá quá mức và làm giảm giá trị thị trường của công ty. Lý thuyết chi phí đại diện lý giải các chi phí phát sinh do xung đột lợi ích giữa các bên liên quan đến lựa chọn nguồn tài trợ vốn của doanh nghiệp cho nên nợ vay có thể được sử dụng như là một cơ chế để giảm chi phí đại diện bằng việc đặt ra các yêu cầu về hiệu quả hoạt động doanh nghiệp đối với BGD. Lý thuyết tín hiệu lý giải các quyết định tài chính của công ty được xem là tín hiệu cho thị trường về tình trạng tài chính của doanh nghiệp. Ví dụ, việc phát hành nợ có thể được xem là tín hiệu của doanh nghiệp (Epure & Guasch, 2020) cho thấy BGD tin tưởng vào dòng tiền tạo ra trong tương lai. Tóm lại, lựa chọn cấu trúc vốn phụ thuộc vào nhiều yếu tố khác nhau như: khả năng tiếp cận nợ vay, điều kiện thực tế của thị trường tại thời điểm phát hành thêm cổ phiếu, đặc điểm của ban lãnh đạo và cấu trúc sở hữu (Feng & cộng sự, 2020).

Thật vậy, việc lựa chọn cấu trúc vốn của doanh nghiệp phụ thuộc vào các yếu tố liên quan đến Ban lãnh đạo cấp cao. Cụ thể, HĐQT có quyền kiểm soát các nguồn lực của tổ chức cho nên quyền lực của HĐQT có thể ảnh hưởng đến định hướng về gia tăng nguồn vốn thông qua phát hành thêm cổ phiếu hay thay thế nhân sự ở vị trí của TGD. Trong khi đó, BGD chịu trách nhiệm cho các hoạt động thường xuyên cũng như là hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Cụ thể, BGD là người đưa ra các quyết định về vay vốn (Huang & Gao, 2022) dựa trên các cân nhắc về lợi ích và chi phí vốn nhằm đảm bảo hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, gia tăng cơ hội tăng trưởng trong tương lai và bảo toàn vị trí của mình. Do đó, tỷ lệ sở hữu của Ban lãnh đạo cấp cao có thể ảnh hưởng đến các quyết định liên quan đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp bởi vì tỷ lệ sở hữu của HĐQT có liên quan đến tỷ lệ biểu quyết về các quyết định mang tính chiến lược của doanh nghiệp. Bên cạnh đó, tỷ lệ sở hữu của BGD cũng có thể ảnh hưởng đến lựa chọn nợ vay, lợi nhuận giữ lại hay phát hành tăng vốn thông qua quyền biểu quyết. Bởi vì, đứng ở vai trò là người quản lý thì vay nợ liên quan đến lợi ích về thuế và chi phí vốn, dẫn đến ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Trong khi đó, xét dưới góc độ cổ đông thì lợi nhuận giữ lại có thể ảnh hưởng đến việc chi trả cổ tức cho chính bản thân họ.

Các nghiên cứu trước đây chỉ ra rằng tỷ lệ sở

hữu của các nhóm cổ đông thì có ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Trong đó, các nghiên cứu liên quan đến cấu trúc sở hữu của Ban lãnh đạo cấp cao cũng chưa nhận được nhiều chú ý. Hơn nữa, các kết quả thực nghiệm cũng ghi nhận chiều hướng tác động khác nhau giữa sở hữu của Ban lãnh đạo cấp cao và cấu trúc vốn. Ví dụ như Short và cộng sự (2002) sử dụng dữ liệu của 226 công ty tại Anh trong giai đoạn 1988 và 1992. Kết quả hồi quy bình phương tối thiểu (OLS) chỉ ra rằng tỷ lệ sở hữu của HĐQT (tương ứng 18,64%) có tác động tích cực đến tỷ lệ nợ của doanh nghiệp. Kết quả này cũng được ghi nhận trong nghiên cứu của Tayachi và cộng sự (2021) trên bộ dữ liệu của nhiều quốc gia trong khoảng thời gian 2010 - 2019. Các nghiên cứu ghi nhận tác động ngược chiều của tỷ lệ sở hữu của HĐQT đến sử dụng nợ như Bathala và cộng sự (1994) cho các dữ liệu tại các doanh nghiệp ở Mỹ. Ngoài ra, Brailsford và cộng sự (2002) sử dụng dữ liệu của 49 doanh nghiệp tại Úc trong giai đoạn 1989 - 1995. Kết quả hồi quy OLS cho thấy sở hữu của HĐQT có tác động phi tuyến đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp.

Tại Việt Nam, các doanh nghiệp niêm yết có xu hướng sử dụng nợ vay để tài trợ cho các hoạt động kinh doanh bởi vì nền kinh tế nhìn chung vẫn phụ thuộc vào nguồn cung ứng vốn chủ yếu từ hệ thống ngân hàng. Theo số liệu đăng tải trên nguồn dữ liệu mở của Ngân hàng Thế giới thì tỷ lệ nguồn tài trợ cung cấp bởi hệ thống ngân hàng tương ứng với 125,9% của GDP tại thời điểm năm 2022. Thứ hai, thị trường chứng khoán mới hoạt động được hơn 20 năm, thực tế cho thấy quy mô huy động vốn mới từ phát hành thêm cổ phiếu còn khá hạn chế. Theo báo cáo của công ty kiểm toán Deloitte năm 2022 về Thị trường IPO (niêm yết cổ phiếu lần đầu ra công chúng) Đông Nam Á thì có tổng cộng 163 thương vụ IPO tương ứng số vốn được gọi là 7,6 tỷ USD nhưng Việt Nam chỉ có 8 thương vụ thành công với số vốn được gọi tương ứng 71 triệu USD (chưa đến 1%). Ở cấp độ doanh nghiệp, khi Ban lãnh đạo đồng thời là người nắm giữ cổ phần của công ty thì lợi ích của Ban lãnh đạo đồng nhất với lợi ích của các cổ đông, thúc đẩy họ tìm kiếm các cách thức gia tăng giá trị cổ phiếu bằng sử dụng nợ vay một cách hiệu quả để tài trợ cho các dự án sinh lợi. Hơn nữa, sử dụng nợ vay có thể làm giảm chi phí vốn khi doanh nghiệp có lợi thế vay vốn với lãi suất thấp. Thêm vào đó, việc phát hành cổ phiếu mới phụ thuộc vào điều kiện thực tế của thị trường

và có thể làm loãng quyền sở hữu của họ. Việc sử dụng nợ vay có thể được xem là tín hiệu tích cực cho thị trường, cho thấy họ tin tưởng vào khả năng sinh lời của các dự án đầu tư. Từ các lập luận trên, chúng tôi cho rằng mối quan hệ giữa tỷ lệ sở hữu của Ban lãnh đạo cấp cao và lựa chọn vay nợ tại các doanh nghiệp niêm yết Việt Nam sẽ là quan hệ thuận chiều.

### 3. Mô hình và phương pháp nghiên cứu

#### 3.1. Mô hình nghiên cứu

Tham khảo từ các nghiên cứu trước đó về cấu trúc vốn và đòn bẩy tài chính cũng như các nghiên cứu về đánh giá vai trò của cấu trúc sở hữu và sở hữu của nhóm cổ đông quản lý (Tayachi & cộng sự, 2021) thì mô hình nghiên cứu của chúng tôi được xây dựng như sau:

$$LEV_{it} = \beta_0 + \beta_1 EO_{it} + \beta_{2-6} (\text{Control\_Firm})_{it} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

trong đó:  $LEV_{it}$  là cấu trúc vốn của doanh nghiệp  $i$  tại năm  $t$ . Trong đó,  $LEV$  được đo lường bằng tổng nợ chia cho tổng tài sản.  $EO$  là sở hữu của Ban lãnh đạo cấp cao, được đại diện bởi sở hữu của Chủ tịch HĐQT ( $EO\_CHAIR$ ) và Tổng giám đốc ( $EO\_CEO$ ) cũng như sở hữu của HĐQT ( $EO\_BOD$ ) và BGD ( $EO\_BOM$ ). Các biến kiểm soát bao gồm  $LIQ$ ,  $GROW$ ,  $ROA$ ,  $SIZE$ ,  $TANG$ . Cụ thể,  $LIQ$  là khả năng thanh khoản, đo bằng tỷ lệ tài sản ngắn hạn trên nợ ngắn hạn, khả năng tăng trưởng ( $GROW$ ) được đo bởi tăng trưởng doanh thu hàng năm, hiệu quả hoạt động kinh doanh ( $ROA$ ) được tính bằng lợi nhuận trước thuế chia cho tổng tài sản, quy mô doanh nghiệp ( $SIZE$ ) được đo bằng logarit tự nhiên cho tổng tài sản, tài sản cố định ( $TANG$ ) được đo bằng giá trị còn tài của tài sản cố định chia cho tổng tài sản.

Tuy nhiên, khi biến trễ của biến phụ thuộc được đưa vào mô hình để kiểm soát tác động của tốc độ điều chỉnh nợ của kỳ trước đó (Antonioni & cộng sự, 2008), mô hình của chúng tôi được mở rộng như sau:

$$LEV_{it} = \beta_0 + \beta_1 LEV_{it-1} + \beta_2 EO_{it} + \beta_{3-7} (\text{Control\_Firm})_{it} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

trong đó,  $LEV_{it-1}$  là cấu trúc vốn của doanh nghiệp  $i$  tại năm  $t-1$ .

#### 3.2. Dữ liệu nghiên cứu và phương pháp nghiên cứu

Số liệu kế toán được cung cấp bởi cơ sở dữ liệu của Fiinpro trong khi đó thông tin về tỷ lệ sở hữu của các quản lý được thu thập từ báo cáo tài chính doanh nghiệp. Sau khi loại bỏ các biến quan sát bị thiếu dữ liệu, mẫu nghiên cứu dữ liệu bảng cân bằng cuối cùng bao gồm 2.928 quan sát tương ứng với 244 doanh nghiệp niêm yết trong giai đoạn 2010 - 2022.

Để đánh giá tác động của tỷ lệ sở hữu của Ban lãnh đạo cấp cao đến cấu trúc vốn, đối với mô hình (1), chúng tôi sử dụng mô hình hồi quy tác động cố định (FEM) theo đề xuất mô hình phù hợp của kết quả kiểm định Hausman. Tiếp theo, chúng tôi sử dụng hồi quy bình phương tổng quát nhỏ nhất (GLS) để khắc phục các khuyết tật của mô hình FEM do hiện tượng phương sai sai số thay đổi và tự tương quan. Sau cùng, chúng tôi sử dụng hồi quy tổng quát thời điểm (SGMM) đối với mô hình (2). Trong mô hình (2), khi biến phụ thuộc của kỳ trước đó được thêm vào mô hình với vai trò là biến

giải thích thì lúc này mô hình hồi quy tác động ngẫu nhiên không đạt được hiệu quả tốt nhất bởi vì có thể nảy sinh vấn đề nội sinh do tương quan giữa các sai số. Khi đó, SGMM hệ thống giúp xử lý các vấn đề đó hiệu quả hơn.

## 4. Kết quả nghiên cứu

### 4.1. Thống kê mô tả và kết quả kiểm định

#### 4.1.1. Thống kê mô tả

Bảng 1 mô tả các biến trong mẫu nghiên cứu. Tỷ lệ nợ (LEV) trong các doanh nghiệp có giá trị trung bình là 46,3%. Mức tỷ lệ này có biên độ khá rộng khi có những doanh nghiệp tỷ lệ tài trợ nợ chỉ khoảng 3,9% nhưng có những doanh nghiệp tỷ lệ này đến tận 90,2%. Xét đến tỷ lệ sở hữu của Ban lãnh đạo cấp cao thì tỷ lệ sở hữu trung bình của Chủ tịch HĐQT (EO\_CHAIR) là 11,0% và của Tổng giám đốc (EO\_CEO) là 5,9%. Trong khi đó,

**Bảng 1. Mô tả các biến**

Biến nghiên cứu	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
LEV	2.928	0,463	0,216	0,039	0,902
EO_CHAIR	2.928	0,110	0,146	0,000	0,650
EO_BOD	2.928	0,238	0,248	0,000	0,907
EO_CEO	2.928	0,059	0,094	0,000	0,480
EO_BOM	2.928	0,086	0,122	0,000	0,536
LIQ	2.928	2,501	2,573	0,398	18,502
GROW	2.928	0,133	0,450	-0,729	4,726
ROA	2.928	0,098	0,079	0,001	0,392
SIZE	2.928	13,558	1,584	9,984	17,809
TANG	2.928	0,199	0,191	0,000	0,851

**Bảng 2. Tỷ lệ sở hữu của Ban lãnh đạo cấp cao theo năm**

Năm	EO_CHAIR	EO_BOD	EO_CEO	EO_BOM
2011	0,102	0,199	0,063	0,088
2012	0,118	0,244	0,071	0,098
2013	0,101	0,234	0,064	0,091
2014	0,105	0,236	0,070	0,100
2015	0,115	0,249	0,062	0,098
2016	0,108	0,244	0,058	0,090
2017	0,107	0,236	0,057	0,087
2018	0,116	0,236	0,057	0,085
2019	0,115	0,241	0,055	0,082
2020	0,108	0,252	0,051	0,074
2021	0,110	0,250	0,051	0,072
2022	0,116	0,241	0,049	0,068

**Bảng 3. Ma trận tương quan**

	EO_CHAIR	EO_BOD	EO_CEO	EO_BOM	LIQ	GROW	ROA	SIZE	TANG
EO_CHAIR	1								
EO_BOD	0,768	1							
EO_CEO	0,423	0,536	1						
EO_BOM	0,376	0,543	0,909	1					
LIQ	0,002	0,047	-0,048	-0,066	1				
GROW	-0,003	-0,026	0,008	0,001	-0,014	1			
ROA	0,014	0,051	-0,065	-0,079	0,295	0,045	1		
SIZE	0,065	0,021	0,035	0,001	-0,236	0,082	-0,127	1	
TANG	0,017	0,076	-0,001	0,005	-0,144	-0,019	0,058	0,022	1

**Bảng 4. Kiểm định đa cộng tuyến (VIF)**

Biến nghiên cứu	VIF	1/VIF	Biến nghiên cứu	VIF	1/VIF
EO_CEO	1,23	0,815	EO_BOD	1,46	0,684
EO_CHAIR	1,23	0,815	EO_BOM	1,46	0,686
LIQ	1,18	0,847	LIQ	1,19	0,839
ROA	1,12	0,892	ROA	1,13	0,886
SIZE	1,08	0,929	SIZE	1,07	0,930
TANG	1,03	0,967	TANG	1,04	0,958
GROW	1,01	0,989	GROW	1,01	0,988
Mean VIF	1,12		Mean VIF	1,20	

tỷ lệ sở hữu của HĐQT (EO\_BOD) là 23,8% và của BGD (EO\_BOM) là 8,6%. Hệ số thanh toán (LIQ) có giá trị trung bình là 2,501, tỷ lệ tăng trưởng (GROW) trung bình là 13,3%. Tỷ suất sinh lời trên tài sản (ROA) là 9,8% với tỷ lệ tài sản cố định hữu hình tương ứng là 19,9% trong khi quy mô tài sản tương ứng khoảng 3.964,70 tỷ đồng, tương ứng với giá trị trung bình của SIZE là 13,558.

Bảng 2 thể hiện xu hướng biến động về tỷ lệ sở hữu của Ban lãnh đạo cấp cao qua từng năm. Lưu ý rằng mẫu nghiên cứu của chúng ta là mẫu dữ liệu cân bằng, nghĩa là số lượng các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu cố định trong 13 năm. Đối với Chủ tịch và HĐQT, dường như tỷ lệ sở hữu không có nhiều biến động, từ 10,2% năm 2011 đến 11,8% năm 2012 đối với Chủ tịch HĐQT và từ 19,9% đến 25% năm 2021. Trong khi đó, tỷ lệ sở hữu của CEO và BGD thì biến động nhiều hơn. Tỷ lệ sở hữu của CEO và BGD có xu hướng giảm trong những năm gần đây. Tỷ lệ sở hữu của CEO cao nhất vào năm 2012 với tỷ lệ 7,1% nhưng giảm xuống còn 4,9% năm 2022. Tương tự, tỷ lệ nắm giữ của BGD cao nhất là 10% năm 2014 nhưng giảm chỉ còn 6,8% vào năm 2022. Số liệu này có thể gợi ý về mức độ gắn kết của BGD và CEO đối với doanh nghiệp,

thông qua việc nắm giữ cổ phần, có xu hướng ngày càng giảm.

#### 4.1.2. Ma trận tự tương quan

Bảng 3 thể hiện mối tương quan giữa các biến độc lập. Hệ số tương quan giúp nhận diện và giải quyết các vấn đề liên quan đến đa cộng tuyến có thể xảy ra và làm kết quả ước lượng hồi quy kém hiệu quả. Nhìn chung là hệ số tương quan giữa các biến độc lập trong các mô hình ước lượng là không quá cao, giá trị dương cao nhất là giữa sở hữu của Chủ tịch HĐQT và TGD với hệ số tương quan là 0,423; và giữa HĐQT và BGD với giá trị tương ứng là 0,543. Hệ số tương quan dương cho thấy mối liên hệ cùng chiều giữa tỷ lệ sở hữu của HĐQT (Chủ tịch HĐQT) và BGD (Tổng giám đốc). Điều này có thể gợi ý rằng một số thành viên trong BGD cũng có thể tham gia HĐQT và ngược lại. Trong khi đó, giá trị tương quan âm lớn nhất là giữa LIQ và SIZE với giá trị tương ứng là -0,127. Dấu của hệ số tương quan âm cho thấy rằng hệ số thanh toán và quy mô có mối liên hệ nghịch chiều. Điều này hàm ý rằng quy mô doanh nghiệp càng lớn thì hệ số thanh toán càng giảm.

**Bảng 5. Kết quả kiểm định**

Tên kiểm định	Kết quả (P-value)	Kết luận
Kiểm định lựa chọn mô hình (Hausman test)	0,000	Mô hình tác động cố định (FEM)
Kiểm định phương sai sai số (Modified Wald test)	0,000	Có hiện tượng phương sai sai số
Kiểm định tự tương quan (Wooldridge test)	0,000	Có hiện tượng tự tương quan

**Bảng 6. Kết quả hồi quy**

Biến nghiên cứu	Sở hữu của Chủ tịch và TGD			Biến nghiên cứu	Sở hữu của HĐQT và BGD		
	FEM	GLS	SGMM		FEM	GLS	SGMM
EO_CHAIR	-0,016 (0,016)	-0,018 (0,013)	-0,003 (0,014)	EO_BOD	-0,011 (0,011)	-0,006 (0,008)	0,006 (0,010)
EO_CEO	0,072** (0,025)	0,050** (0,019)	0,075** (0,028)	EO_BOM	0,063** (0,021)	0,049** (0,015)	0,054* (0,024)
SIZE	0,046*** (0,003)	0,050*** (0,002)	0,006** (0,002)	SIZE	0,046*** (0,003)	0,050*** (0,002)	0,006** (0,002)
TANG	-0,044* (0,018)	-0,108*** (0,013)	-0,056*** (0,016)	TANG	-0,044* (0,018)	-0,109*** (0,013)	-0,056*** (0,015)
GROW	0,025*** (0,003)	0,018*** (0,002)	0,024** (0,009)	GROW	0,025*** (0,003)	0,018*** (0,002)	0,024** (0,009)
ROA	-0,513*** (0,033)	-0,620*** (0,025)	-0,354*** (0,064)	ROA	-0,514*** (0,033)	-0,623*** (0,025)	-0,351*** (0,064)
LIQ	-0,023*** (0,001)	-0,026*** (0,001)	-0,011*** (0,002)	LIQ	-0,023*** (0,001)	-0,027*** (0,001)	-0,010*** (0,002)
L.LEV			0,735*** (0,043)	L.LEV			0,740*** (0,042)
Hệ số góc	-0,056 (0,046)	-0,075** (0,029)	0,102*** (0,025)	Hệ số góc	-0,054 (0,046)	-0,070* (0,029)	0,097*** (0,025)
Số quan sát	2.928	2.928	2.684	Số quan sát	2.928	2.928	2.684
R-sq	0,325			R-sq	0,325		
AR(1)			0,000	AR(1)			0,000
AR(2)			0,239	AR(2)			0,223
Hansen			0,075	Hansen			0,052

#### 4.1.3. Kết quả kiểm định

Kết quả kiểm định đa cộng tuyến khi sử dụng Hệ số phóng đại phương sai (VIF) cho thấy các chỉ số VIF đều có giá trị dưới 2, gợi ý rằng trong hai mô hình hồi quy đánh giá tác động của sở hữu của vị trí lãnh đạo cao nhất và sở hữu của Ban lãnh đạo cấp cao đều không có vấn đề đa cộng tuyến đáng lo ngại, làm ảnh hưởng đến kết quả hồi quy.

Kết quả kiểm định Hausman nhằm lựa chọn mô hình hồi quy phù hợp thì đề xuất sử dụng mô hình hồi quy tác động cố định. Trong khi đó kết quả kiểm định khuyết tật mô hình cho thấy có tồn tại

hiện tượng phương sai sai số và tự tương quan. Do đó, mô hình GLS được đề xuất để kiểm định giả thuyết nghiên cứu.

#### 4.2. Kết quả hồi quy và Thảo luận

Bảng 6 trình bày kết quả hồi quy theo FEM, GLS và SGMM. Đối với hồi quy SGMM, hai kiểm định quan trọng cần lưu ý là kiểm định về việc sử dụng biến công cụ quá mức (Hansen test) và kiểm định tự tương quan bậc 2 (AR (2) test). Các kết quả kiểm định (thông qua trị số của P-value) đều cho thấy các biến công cụ được sử dụng là hợp lệ

(valid) và không tồn tại tình trạng tự tương quan bậc 2.

Kết quả hồi quy cho thấy rằng tỷ lệ sở hữu của TGD (EO\_CEO) và BGD (EO\_BOM) có tác động đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp trong khi đó tỷ lệ sở hữu của HĐQT (EO\_BOD), Chủ tịch HĐQT (EO\_CHAIR) lại không có tác động đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Cụ thể, khi tỷ lệ sở hữu của TGD hoặc BGD càng cao thì doanh nghiệp có xu hướng sử dụng nợ nhiều hơn. Kết quả tương tự được tìm thấy trong các nghiên cứu trước đây (Tayachi & cộng sự, 2021). Kết quả này có thể được giải thích bởi một số lý do như sau. Thứ nhất, việc tiếp cận vốn vay ở Việt Nam dường như là dễ dàng hơn so với tiếp cận vốn từ việc phát hành thêm cổ phiếu do đặc điểm của thị trường. Ví dụ, theo Dương Ngân Hà (2023), tổng giá trị phát hành trái phiếu là 266,10 nghìn tỷ đồng so với phát hành thêm cổ phiếu là 203,67 nghìn tỷ đồng. Số liệu này chưa bao gồm nợ vay mà các doanh nghiệp thực hiện thông qua các nguồn cung ứng vốn từ ngân hàng thương mại và tổ chức tài chính. Thứ hai, dưới áp lực về lợi nhuận từ HĐQT cũng như quyền lợi trực tiếp của mình mà CEO và BGD cũng có xu hướng tài trợ cho các dự án bằng nợ vay bởi vì dễ tiếp cận hơn và chi phí thấp hơn. Thực tế, các nghiên cứu cũng ghi nhận tác động tích cực của nợ vay đối với đầu tư của doanh nghiệp niêm yết. Trong khi đó, xét dưới góc độ của HĐQT thì có thể thấy rằng các quyết định trực tiếp đến hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, cụ thể là quyết định vay vốn sẽ chịu ảnh hưởng trực tiếp từ TGD và BGD hơn là ý chí và quyền lực của Chủ tịch và HĐQT.

Kết quả hồi quy cũng cho thấy vai trò của tỷ lệ nợ của kỳ trước đó (L.LEV) đối với việc sử dụng nợ của kỳ hiện tại. Thực tế cho thấy, nếu như năm trước doanh nghiệp duy trì tỷ lệ nợ nhiều trong cấu trúc vốn thì năm tiếp theo tỷ lệ nợ của doanh nghiệp vẫn tiếp tục cao.

Đối với các biến kiểm soát, kết quả cho thấy tác động cùng chiều của quy mô (SIZE) và tốc độ tăng trưởng (GROW) đối với nợ vay trong khi đó quy mô tài sản hữu hình (TANG), lợi nhuận (ROA) và thanh khoản (LIQ) lại có tác động ngược chiều đến lựa chọn nợ vay của doanh nghiệp. Các doanh nghiệp lớn thường có lịch sử vay vốn tốt và có mối quan hệ lâu dài với các tổ chức tài chính nên thuận lợi cho việc tiếp cận các khoản vay mới. Hơn nữa, các doanh nghiệp lớn thường được cho rằng có lịch sử hoạt động lâu hơn và có lịch sử tín dụng lâu dài

hơn cho nên dễ dàng tiếp cận nợ vay mới từ ngân hàng và các tổ chức tài chính. Các doanh nghiệp có doanh số tăng trưởng tốt cũng có nhu cầu nợ vay cao hơn để duy trì và mở rộng hoạt động kinh doanh. Ngược lại, việc sở hữu nhiều tài sản cố định hữu hình thường được kỳ vọng làm tăng khả năng vay nợ của doanh nghiệp. Tuy nhiên, tài sản cố định hữu hình như nhà xưởng, máy móc có thể không dễ dàng bán hoặc chuyển đổi thành tiền mặt thì không phải là tài sản cầm cố được ưu tiên trong cho vay. Đối với các doanh nghiệp có hiệu quả kinh doanh tốt (ROA) thì nợ vay có thể không phải là ưu tiên hàng đầu của họ. Khi đó, họ có lợi thế về huy động vốn thông qua phát hành cổ phiếu. Tương tự, các doanh nghiệp có thanh khoản tốt (LIQ) cũng không lựa chọn vay nợ để tài trợ cho các hoạt động kinh doanh của mình.

## 5. Kết luận

Bài nghiên cứu này xem xét tác động của tỷ lệ sở hữu của Ban lãnh đạo cấp cao, bao gồm TGD, Chủ tịch HĐQT, các thành viên của BGD và HĐQT đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp niêm yết. Sử dụng bộ dữ liệu bảng cân bằng trong 13 năm từ 2010 đến 2022, kết quả hồi quy FEM, GLS và SGMM cho thấy tỷ lệ sở hữu của TGD và BGD có ảnh hưởng đến lựa chọn cấu trúc vốn của doanh nghiệp trong khi đó tỷ lệ sở hữu của Chủ tịch HĐQT và HĐQT không có tác động đến lựa chọn cấu trúc vốn. Cụ thể, tỷ lệ sở hữu của TGD và BGD càng cao thì doanh nghiệp có xu hướng sử dụng nhiều nợ vay hơn. Kết quả này có thể được giải thích là do tiếp cận vốn vay ở Việt Nam dường như là dễ dàng hơn so với tiếp cận vốn từ việc phát hành thêm cổ phiếu do đặc điểm của thị trường. Thêm vào đó, dưới áp lực về lợi nhuận từ HĐQT cũng như quyền lợi trực tiếp của mình mà TGD và BGD cũng có xu hướng tài trợ cho các dự án bằng nợ vay bởi vì dễ tiếp cận hơn và chi phí thấp hơn.

Kết quả nghiên cứu này gợi ý một số hàm ý về mặt quản trị và chính sách cho các nhà quản lý và nhà hoạch định chính sách tại Việt Nam. Thứ nhất, mức độ sử dụng nợ của các doanh nghiệp có liên hệ mật thiết với tỷ lệ nắm giữ cổ phần của TGD và BGD gợi ý về việc tiếp tục duy trì và tăng cường các quy định yêu cầu các doanh nghiệp công bố thông tin về tỷ lệ nắm giữ cổ phần một cách minh bạch, giúp cho các bên cho vay có thông tin đánh giá khách quan và toàn diện trong quá trình thẩm

định cho vay vốn. Thứ hai, mối liên hệ thuận chiều giữa tỷ lệ nợ và tỷ lệ nắm giữ cổ phần của TGD và BGD cho thấy vai trò của BGD và TGD trong quá trình tiếp cận vốn vay của doanh nghiệp. Điều này gợi ý về vai trò của BGD và TGD trong việc tiếp cận và đánh giá tín dụng của bên cho vay cũng như mối liên hệ mật thiết giữa doanh nghiệp và bên cho vay (ngân hàng và tổ chức tài chính). Do đó, cần có chính sách chặt chẽ trong hoạt động thẩm định, đánh giá khoản vay đối với các doanh nghiệp đủ điều kiện mà không phải từ các mối quan hệ cá nhân giữa bên cho vay và bên vay vốn. Về phía doanh nghiệp, kết quả nghiên cứu cũng gợi ý về vai trò của BGD và TGD trong việc tiếp cận vốn vay. Các doanh nghiệp kỳ vọng tài trợ các dự án đầu tư từ vốn vay cũng có thể khuyến khích TGD và BGD nắm giữ nhiều hơn cổ phần của doanh nghiệp thông qua các hình thức khác nhau, ví dụ như chi trả tiền thưởng thông qua phát hành quyền mua cổ phiếu.

#### TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Antonioni, A., Guney, Y., & Paudyal, K. (2008). The Determinants of Capital Structure: Capital Market-Oriented versus Bank-Oriented Institutions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43(1), 59–92. DOI: <https://doi.org/10.1017/S0022109000002751>
- Bathala, C. T., Moon, K. P., & Rao, R. P. (1994). Managerial Ownership, Debt Policy, and the Impact of Institutional Holdings: An Agency Perspective. *Financial Management*, 23(3), 38–50. DOI: <https://doi.org/10.2307/3665620>
- Brailsford, T. J., Oliver, B. R., & Pua, S. L. H. (2002). On the relation between ownership structure and capital structure. *Accounting & Finance*, 42(1), 1–26. DOI: <https://doi.org/10.1111/1467-629X.00001>
- Do, T. K., Lai, T. N., & Tran, T. T. C. (2020). Foreign ownership and capital structure dynamics. *Finance Research Letters*, 36, 101337. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.frl.2019.101337>
- Dương Ngân Hà (2023) Thực trạng huy động vốn của doanh nghiệp niêm yết thông qua phát hành cổ phiếu và trái phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Kinh Tế Tài Chính Việt Nam*, 1(tháng 02 năm 2023), 34–43.
- Epure, M., & Guasch, M. (2020). Debt signaling and outside investors in early stage firms. *Journal of Business Venturing*, 35(2), 105929. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2019.02.002>
- Essel, R. E. (2024). The Effect of Capital Structure on Corporate Performance: Panel Empirical Evidence of an Emerging Capital Market. *Journal of African Business*, 25(2), 224–263. DOI: <https://doi.org/10.1080/15228916.2023.2170856>
- Feng, Y., Hassan, A., & Elamer, A. A. (2020). Corporate governance, ownership structure and capital structure: Evidence from Chinese real estate listed companies. *International Journal of Accounting & Information Management*, 28(4), 759–783. DOI: <https://doi.org/10.1108/IJAIM-04-2020-0042>
- Hordofa, D. F. (2023). The impact of board gender diversity on capital structure: Evidence from the Ethiopian banking sector. *Cogent Business & Management*, 10(3), 2253995. DOI: <https://doi.org/10.1080/23311975.2023.2253995>
- Huang, Z., & Gao, W. (2022). The effects of formal and informal CEO power on debt policy persistence. *The North American Journal of Economics and Finance*, 62, 101748. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.najef.2022.101748>
- Khasawneh, A. Y., & Staytich, K. S. (2017). Impact of foreign ownership on capital structure and firm value in emerging market: Case of Amman Stock Exchange listed firms. *Afro-Asian Journal of Finance and Accounting*, 7(1), 35–64. DOI: <https://doi.org/10.1504/AAJFA.2017.082928>
- Li, K., Yue, H., & Zhao, L. (2009). Ownership, institutions, and capital structure: Evidence from China. *Journal of Comparative Economics*, 37(3), 471–490. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jce.2009.07.001>
- Nguyễn Bá Phong, Nguyễn Văn Phong, Nguyễn Thị Mỹ Phương, Đặng Thị Thanh Trúc, & Trần Quốc Trung. (2023). Ảnh hưởng của giới tính nhân sự quản lý cấp cao đến tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn của doanh nghiệp. *Tạp Chí Nghiên Cứu Kinh Tế và Kinh Doanh Châu Á*, 33(12), 04–20.
- Short, H., Keasey, K., & Duxbury, D. (2002). Capital Structure, Management Ownership and Large External Shareholders: A UK Analysis. *International Journal of the Economics of Business*, 9(3), 375–399. DOI: <https://doi.org/10.1080/1357151021000010382>
- Tayachi, T., Hunjra, A. I., Jones, K., Mehmood, R., & Al-Faryan, M. A. S. (2021). How does ownership structure affect the financing and dividend decisions of firm? *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 21(3), 729–746. DOI: <https://doi.org/10.1108/JFRA-09-2021-0291>

# Managerial ownership and capital structure in Vietnamese listed firms

Phan Quỳnh Trang, Nguyễn Thị Dung  
Ho Chi Minh City Open University, Vietnam

## Abstract

This study investigates the impact of the managerial ownership (Board of Directors - BOD and Board of Management - BOM) on capital structure. Using a balanced panel dataset of Vietnamese listed firms from 2010 to 2022, the regression results show that the CEO and BOM's ownership CEO affect the capital structure, while the Chairperson and BOD's ownership has no significant effect on the choice of capital structure. Specifically, the higher the proportion of shares held by the CEO and BOM, the more likely the firm tends to use more debt. These results suggest some policy and managerial implications for managers and policymakers in Vietnam.

**Keywords:** Board of Directors, Board of Management, Capital structure, Managerial ownership.