

---

# ẢNH HƯỞNG CỦA SỞ HỮU GIA ĐÌNH ĐẾN KHẢ NĂNG TĂNG TRƯỞNG CỦA DOANH NGHIỆP: BẰNG CHỨNG THỰC NGHIỆM TẠI VIỆT NAM

**Phạm Quốc Việt**

*Trường Đại học Tài chính – Marketing*

*Email: vietpq@ufm.edu.vn*

**Phạm Đức Huy**

*Trường Đại học Tài chính – Marketing*

*Email: huypham@ufm.edu.vn*

Mã bài: JED - 970

Ngày nhận bài: 19/10/2022

Ngày nhận bài sửa: 11/12/2022

Ngày duyệt đăng: 13/12/2022

DOI: 10.33301/JED.VI.970

## **Tóm tắt**

*Nghiên cứu này làm rõ ảnh hưởng của sở hữu gia đình đến khả năng tăng trưởng của doanh nghiệp. Nhóm tác giả xem xét ảnh hưởng của tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của gia đình, tỷ lệ thành viên gia đình trong hội đồng quản trị, và tỷ lệ thành viên gia đình trong ban quản lý đến khả năng tăng trưởng của doanh nghiệp. Bằng phương pháp hồi quy dữ liệu bảng trên dữ liệu của 22 công ty gia đình niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2010-2021. Kết quả cho thấy tỷ lệ sở hữu cổ phần của gia đình và tỷ lệ các thành viên gia đình tham gia vào ban quản lý có ảnh hưởng tích cực đến khả năng tăng trưởng của công ty. Kết quả này khẳng định sở hữu gia đình có ảnh hưởng khả năng tăng trưởng của doanh nghiệp. Đây vừa là cơ sở cho các gợi ý chính sách nhằm gia tăng tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp, đồng thời bổ sung bằng chứng thực nghiệm về vai trò của quản trị công ty trong các công ty gia đình.*

**Từ khóa:** Cấu trúc sở hữu, công ty tăng trưởng, công ty tăng trưởng nhanh, sở hữu gia đình, quản trị công ty.

**Mã JEL:** D23

## **The effect of family ownership on firm growth: Evidence from Vietnamese listed firms**

### **Abstract**

*This study clarifies the role of family ownership in firm growth. The authors examine the effect of family ownership, the ratio of family members participating in the board of directors, and the ratio of family members participating in the management on the firm growth. The authors used the panel data regression method based on the data of listed family companies in the stock exchange period 2010-2021. The results show that family ownership and the number of family members participating in the management positively influence the firm growth. Therefore, this result confirms the effect of family ownership on firm growth, based on which implications are provided to support the growth of firms. Moreover, these results add new evidence of the role of corporate governance in family firms.*

**Keywords:** Ownership, high growth firms, growth firms, family ownership, corporate governance.

**JEL Codes:** D23

## **1. Giới thiệu**

Các nghiên cứu thực nghiệm đã chỉ ra rằng các công ty tăng trưởng cao tạo ra phần lớn việc làm mới (Henrekson & Johansson, 2010; Storey, 1994). Storey (1994) cho rằng có ba loại yếu tố thúc đẩy sự tăng trưởng của doanh nghiệp, đặc biệt là các doanh nghiệp nhỏ. Nhóm yếu tố đầu tiên là nguồn lực của chủ sở hữu, đây là những yếu tố có thể được xác định trước khi thành lập doanh nghiệp. Nhóm yếu tố thứ hai là các

---

đặc điểm cụ thể của doanh nghiệp như quy mô, độ tuổi, lĩnh vực kinh doanh nhóm thứ ba được hình thành bởi các lựa chọn về mặt chiến lược của chủ sở hữu hoặc hội đồng quản trị. Cấu trúc sở hữu là một trong những cơ chế nội bộ cốt lõi của quản trị công ty, có nhiều bằng chứng cho thấy cấu trúc sở hữu là một trong những yếu tố ảnh hưởng đến khả năng tăng trưởng của doanh nghiệp (Bjuggren & cộng sự, 2013; Delmar & cộng sự, 2003; Pham & cộng sự, 2020) và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp (Anderson & Reeb, 2003b; Claessens & cộng sự, 2000; Faccio & Lang, 2002).

Jensen & Meckling (1976) cho rằng cấu trúc sở hữu được phân loại theo hình thức sở hữu bao gồm sở hữu nội bộ (tỷ lệ cổ phần được nắm giữ bởi các nhà quản lý) và sở hữu bên ngoài (tỷ lệ cổ phần được nắm giữ bởi các nhà đầu tư không trực tiếp tham gia quản lý doanh nghiệp), cấu trúc sở hữu cũng có thể phân loại theo đặc điểm của chủ sở hữu như sở hữu cá nhân, sở hữu gia đình, sở hữu tổ chức hoặc có thể phân loại theo vị trí địa lý như sở hữu trong nước, sở hữu nước ngoài hoặc theo mức độ tập trung hoặc phân tán của sở hữu. Berle & Means (1932) cho thấy tập trung quyền sở hữu cao giúp cải thiện việc giám sát, giảm bớt xung đột lợi ích giữa các nhà quản lý và cổ đông và do đó cải thiện hiệu quả hoạt động của công ty. Tuy nhiên, Shleifer & Vishny (1997) chỉ ra vấn đề đại diện phát sinh từ xung đột lợi ích giữa cổ đông lớn và cổ đông thiểu số và cho rằng các cổ đông lớn có thể chiếm đoạt tài sản của các cổ đông thiểu số bằng cách trả cổ tức đặc biệt, chuyển lợi nhuận cho các công ty liên quan hoặc các công ty con nhằm chiếm đoạt lợi ích của các cổ đông (La Porta & cộng sự, 1999, 2000). Do đó, việc tập trung quyền sở hữu cao làm trầm trọng thêm rủi ro bị chiếm đoạt của các cổ đông và gây bất lợi cho giá trị doanh nghiệp.

Nghiên cứu của Anderson & Reeb (2003a) cho rằng khi cấu trúc sở hữu của công ty là một nhóm các nhà đầu tư đồng nhất về sở hữu và quản lý kinh doanh (công ty gia đình) thì xung đột lợi ích sẽ được giảm thiểu, điều đó có nghĩa là cấu trúc sở hữu tập trung cao sẽ làm gia tăng thành quả của công ty (Claessens & Djankov, 1999; Roodposhti & Chashmi, 2011). Thêm vào đó, Anderson & Reeb (2003b) thừa nhận rằng khi thành viên gia đình đóng vai trò là giám đốc điều hành thì hiệu quả kinh doanh tốt hơn là các giám đốc điều hành thuê ngoài. Điều này được giải thích là do gia đình hiểu việc kinh doanh công ty mình và các thành viên gia đình đó tham gia như là những người quản lý của công ty. Có thành viên gia đình trong nhóm quản lý hàng đầu sẽ ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh của công ty, tuy nhiên hiệu quả của quản lý từ gia đình là khác nhau. Các nghiên cứu tìm thấy rằng các nhà quản lý gia đình tác động tích cực đến hiệu quả kinh doanh với điều kiện là họ hành động như những người quản lý và tuân thủ tốt những thực tiễn về quản trị và quản lý (Andres, 2008; Le Breton-Miller & Miller, 2009). Nguyen, Van Tuan & Nguyen (2016) cho rằng Việt Nam là nền kinh tế mới nổi với đặc điểm quyền sở hữu tập trung cao, đây là mức sở hữu giúp các cổ đông lớn nắm quyền chi phối công ty trong đó cổ đông lớn thường là sở hữu nhà nước hoặc sở hữu từ các công ty gia đình, những người sáng lập do đó họ thường tham gia trực tiếp vào công tác quản lý, điều hành doanh nghiệp. Do đó, bằng cách sử dụng dữ liệu của các công ty gia đình trong giai đoạn 2010-2021, nhóm tác giả nghiên cứu ảnh hưởng của sở hữu gia đình đến khả năng tăng trưởng của các công ty gia đình niêm yết ở Việt Nam.

## **2. Tổng quan nghiên cứu**

### **2.1. Khả năng tăng trưởng của doanh nghiệp**

Delmar & cộng sự (2003) đã nghiên cứu sâu hơn về mối quan hệ giữa tăng trưởng và khởi nghiệp, cho rằng tinh thần kinh doanh được hiểu là tạo ra hoạt động kinh tế mới hoặc một số thay thế gần giống với hoạt động đó thì tăng trưởng doanh nghiệp là việc giới thiệu sản phẩm hoặc dịch vụ mới. Davidsson & Wiklund (2008) cho rằng để đo lường khả năng tăng trưởng của doanh nghiệp thì tăng trưởng doanh thu nên là lựa chọn ưu tiên vì tất cả các công ty cần phải có doanh số bán hàng để tồn tại và doanh số bán hàng thường đi trước các chỉ số khác; chính việc tăng doanh số bán hàng đòi hỏi sự gia tăng tài sản và nhân viên, dẫn đến lợi nhuận hoặc thị phần tăng lên. Ngoài ra, tăng trưởng việc làm cũng là chỉ số đánh giá khả năng tăng trưởng của doanh nghiệp. Tuy nhiên, Delmar & cộng sự (2003) cho rằng nếu doanh nghiệp thuê nhân viên bên ngoài nhiều thì tăng trưởng việc làm không phải lúc nào cũng tương quan cao với tăng trưởng doanh số. Cùng quan điểm đó, Pham & cộng sự (2020) cho rằng khi đề cập đến các doanh nghiệp mới, người ta thường bàn đến tiềm năng tạo ra việc làm bổ sung hoặc nỗ lực tạo ra các sản phẩm hàng hóa và dịch vụ tốt hơn. Các doanh nghiệp mới là động lực vượt qua các cấu trúc kinh tế hiện hữu (chuyển dịch từ nền kinh tế dựa vào công nghiệp sang dựa vào dịch vụ). Hơn nữa, những công ty kỹ thuật cao trong công nghiệp và dịch vụ liên quan cung cấp các kiến thức về công nghệ mới. Tuy nhiên, kỳ vọng về doanh nghiệp mới là giải pháp cho

---

vấn đề thất nghiệp đã bị thổi phồng quá mức. Thực vậy, nhiều nghiên cứu cho thấy khả năng tạo việc làm của các doanh nghiệp mới chỉ khoảng 1/3, so với 2/3 của các doanh nghiệp đã thành lập lâu đời. Hoxha & Capelleras (2010) đã tổng kết các thước đo đã được sử dụng trong các nghiên cứu thực nghiệm về khả năng tăng trưởng của doanh nghiệp. Các tác giả trước, mặc dù sử dụng các thuật ngữ khác nhau để chỉ khả năng này, nhưng thường dùng định nghĩa tỷ lệ tăng trưởng doanh thu ít nhất 20 đến 25% hàng năm trong khoảng thời gian từ 3 đến 5 năm (Siegel & cộng sự, 1993; Storey, 1994).

## **2.2. *Mối quan hệ giữa sở hữu gia đình và khả năng tăng trưởng của doanh nghiệp***

Davidsson & Wiklund (2000) cho rằng khả năng tăng trưởng nhanh của công ty được nghiên cứu từ nhiều khía cạnh lý thuyết như kinh tế học hiện đại, lý thuyết phụ thuộc nguồn lực (resource-based view) và quan điểm lựa chọn chiến lược phù hợp (strategic adaptation), trong đó một số nghiên cứu tập trung vào vai trò của chủ sở hữu. Cùng quan điểm đó, Penrose & Penrose (2009) cho rằng sự tăng trưởng bền vững của công ty đòi hỏi ngoài khả năng kinh doanh thì vốn là một nguồn lực khan hiếm được phân bổ không đồng đều giữa các chủ sở hữu để thực hiện các ý định tăng trưởng. Coad (2009) cho rằng các khái niệm về hiệu quả hoạt động và tăng trưởng có mối quan hệ với nhau, nghĩa là hiệu quả hoạt động xấu đi sớm hay muộn sẽ dẫn đến tăng trưởng âm và cấu trúc sở hữu dường như là một yếu tố có liên quan đến sự tăng trưởng của doanh nghiệp.

Khi nghiên cứu về sở hữu gia đình và tăng trưởng của doanh nghiệp, một số nghiên cứu cho rằng chủ sở hữu công ty gia đình sẽ hành động để duy trì quyền kiểm soát trong tay gia đình và chôn lại những rủi ro có thể gây nguy hiểm cho điều đó (Kotlar & cộng sự, 2018). Do đó, họ có thể bỏ qua các cơ hội kinh doanh mới và ít đổi mới hơn nếu điều này đe dọa đến sự kiểm soát của gia đình (Patel & Chrisman, 2014). Nghiên cứu của Ivanova Yordanova (2011) cho rằng nếu các công ty gia đình ngại rủi ro hơn và ít sẵn sàng thực hiện các hoạt động kinh doanh hơn, thì điều này cuối cùng có thể có tác động tiêu cực đến tăng trưởng. Hơn nữa, Murphy (2005) cho rằng các công ty gia đình ít thích rủi ro hơn và giữ đòn bẩy thấp hơn so với các công ty phi gia đình. Đồng thời, Hamelin (2010) nhận thấy rằng các công ty gia đình áp dụng một hành vi tăng trưởng thận trọng hơn và để duy trì quyền kiểm soát công ty các công ty gia đình thường từ chối vốn cổ phần bên ngoài. Do đó, nếu các thành viên trong gia đình muốn giữ quyền kiểm soát công ty của họ, họ sẽ ít phải gánh nợ hơn (Molly & cộng sự, 2019), hoặc phát hành cổ phiếu làm loãng quyền kiểm soát của họ (Belén Villalonga & Amit, 2009). Ngoài ra, Westhead & cộng sự (2001) cho rằng sự chông chéo về thể chế trong các công ty gia đình, tức là sự tồn tại đồng thời của thể chế gia đình và thể chế kinh doanh đang ảnh hưởng đến tăng trưởng vì gia đình có xu hướng đặt các mục tiêu xã hội (ý thức hệ, văn hóa và bản sắc) trước các mục tiêu kinh tế (doanh thu, lợi nhuận) do đó việc theo đuổi các mục tiêu xã hội thay vì kinh tế có liên quan trực tiếp đến tham vọng tăng trưởng của công ty. Từ những quan điểm nêu trên, chúng tôi xây dựng giả thuyết như sau:

*Giả thuyết H1: sở hữu gia đình ảnh hưởng tiêu cực đến tăng trưởng của doanh nghiệp.*

Một số quan điểm cho rằng công ty gia đình có thể thiếu quản lý hiệu quả vì các giám đốc điều hành cấp cao nhất của gia đình được thu hút từ một nhóm nhân tài nhỏ hơn so với các công ty không thuộc gia đình (Bandiera & cộng sự, 2015; Le Breton-Miller & Miller, 2015; Mehrotra & cộng sự, 2013). Những giám đốc điều hành như vậy có thể không có kỹ năng để điều phối các chiến lược tăng trưởng một cách thành công và các giám đốc trong các công ty gia đình thường lựa chọn các dự án có rủi ro thấp (Bennedsen & cộng sự, 2007). Đồng thời, Schulze & cộng sự (2003) cho rằng lòng vị tha trong chế độ quản lý của gia đình cũng có thể làm trầm trọng thêm chế độ gia đình trị. Ủng hộ quan điểm này, Bertrand & Schoar (2006) gợi ý rằng các thành viên trong gia đình có thể chiếm đoạt lợi ích tư nhân từ doanh nghiệp thông qua chuyên quyền, thiên vị và lôi kéo để những người điều hành kém năng lực vẫn ở vị trí của họ mặc dù kết quả kém. Cùng quan điểm đó, Pérez-González (2006) phát hiện ra rằng khi một Giám đốc điều hành mới có quan hệ họ hàng với Giám đốc điều hành cũ thì công ty cho thấy hiệu quả hoạt động thấp hơn. Thêm vào đó, Belén Villalonga & Amit (2006) cho thấy rằng việc quản lý gia đình sẽ làm tăng giá trị cho một công ty, nhưng chỉ khi người sáng lập vẫn còn tham gia vào hoạt động của công ty và nếu một hậu duệ quản lý công ty, thì giá trị công ty sẽ bị suy giảm. Nghiên cứu của Bennedsen & cộng sự (2007) cho thấy rằng việc kế thừa gia đình có tác động tiêu cực đến khả năng sinh lời của tài sản và tác động tiêu cực đặc biệt lớn trong các ngành đang phát triển nhanh. Từ những quan điểm nêu trên, nhóm tác giả xây dựng giả thuyết như sau:

*Giả thuyết H2. Tỷ lệ thành viên gia đình trong HĐQT ảnh hưởng tiêu cực đến tăng trưởng của công ty*

---

*Giả thuyết H3. Tỷ lệ thành viên gia đình trong Ban quản lý ảnh hưởng tiêu cực đến tăng trưởng của công ty*

### **3. Phương pháp nghiên cứu**

Dữ liệu nghiên cứu gồm 264 quan sát là các công ty cổ phần tại Việt Nam, niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (HSX) và sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX), trong giai đoạn 2010-2021. Dữ liệu nghiên cứu được lấy từ báo cáo tài chính, báo cáo thường niên của các công ty niêm yết trên HNX và HSX. Các doanh nghiệp thuộc lĩnh vực tài chính như ngân hàng, bảo hiểm và dịch vụ tài chính được loại ra khỏi mẫu vì cách hạch toán và các chỉ tiêu trên báo cáo tài chính của các loại hình công ty này có sự khác biệt tương đối so với nhóm công ty phi tài chính còn lại, do đó sẽ ảnh hưởng đến kết quả nghiên cứu.

Để phân loại công ty gia đình, các nhà nghiên cứu đã đưa ra nhiều định nghĩa khác nhau nhằm phục vụ cho mục tiêu nghiên cứu của mình. Nghiên cứu của Miller & Le Breton-Miller (2006) cho rằng công ty gia đình là những công ty mà các thành viên trong cùng một gia đình có liên quan với nhau đóng vai trò như là những cổ đông lớn hay những người quản lý điều hành hoạt động công ty cùng thời điểm hoặc qua thời gian (Martínez & cộng sự, 2007; Sciascia & Mazzola, 2008). Các nghiên cứu của Anderson & Reeb (2003a), Villalonga & Amit (2006) sử dụng định nghĩa cổ đông lớn nhất công ty là thành viên của gia đình sáng lập. Trong khi đó, Claessens & cộng sự (2000), Faccio & Lang (2002), La Porta & cộng sự (1999) lại sử dụng định nghĩa dựa trên số lượng quyền biểu quyết hoặc vốn cổ phần lớn nhất mà gia đình (hoặc cá nhân) nắm giữ. Như vậy, dựa vào những đặc điểm nêu trên nhóm tác giả phân loại và xác định các công ty gia đình để đưa vào mẫu nghiên cứu.

Mô hình được nhóm nghiên cứu sử dụng về cơ bản kế thừa nghiên cứu của Moreno & Casillas (2007) đối với biến phụ thuộc và các biến kiểm soát, có bổ sung thêm từ Anderson & Reeb (2003b); Le Breton-Miller & cộng sự (2011) cho các biến độc lập. Phương trình kiểm tra mối quan hệ giữa sở hữu gia đình với khả năng tăng trưởng của doanh nghiệp:

$$\text{GROWTH}_{it} = \alpha_{it} + \beta_1\text{FIO}_{it} + \beta_2\text{FIB}_{it} + \beta_3\text{FIM}_{it} + \beta_4\text{TURN}_{it} + \beta_5\text{AGE}_{it} + \beta_6\text{SIZE}_{it} + \beta_7\text{SOLV}_{it} + \beta_8\text{LIQ}_{it} + \epsilon_{it}$$

Biến phụ thuộc: Davidsson & Wiklund (2000) cho rằng việc làm và doanh số bán hàng là những chỉ số đánh giá tăng trưởng được sử dụng phổ biến nhất, nhưng việc làm hầu như chỉ được sử dụng trong các nghiên cứu về tăng trưởng cao. Đồng thời, Davidsson & cộng sự (2017) cho rằng tăng trưởng doanh số bán hàng là đại diện thích hợp hơn cho tăng trưởng doanh nghiệp. Do đó, nhóm nghiên cứu sử dụng tốc độ tăng trưởng kép của doanh thu để đại diện cho khả năng tăng trưởng của công ty (Moreno & Casillas, 2007; Phạm & cộng sự, 2020).

Biến độc lập: Sở hữu gia đình (FIO) là tỷ lệ sở hữu cổ phần của các thành viên trong gia đình (FIO) được tính bằng tổng tỷ lệ sở hữu cổ phần của tất cả thành viên gia đình trong công ty (Anderson & Reeb, 2003b; Andres, 2008; Barontini & Caprio, 2006). Thành viên gia đình trong hội đồng quản trị (FIB) là tỷ lệ số thành viên của gia đình tham gia trực tiếp vào nhóm điều hành cao cấp đó chính là hội đồng quản trị của công ty (Andres, 2008; Gul & Leung, 2004; Le Breton-Miller & cộng sự, 2011). Và thành viên gia đình trong nhóm quản lý hàng đầu (FIM) là tỷ lệ số thành viên của gia đình trong tham gia nhóm quản lý hàng đầu đó chính là Ban giám đốc của công ty (Anderson & Reeb, 2003b; Andres, 2008; Le Breton-Miller & Miller, 2009).

Biến kiểm soát: các biến kiểm soát bao gồm tuổi công ty (AGE) được tính bằng Logarit tự nhiên số năm niêm yết, quy mô công ty (SIZE) được tính bằng Logarit tự nhiên của tổng tài sản, khả năng trả nợ (SOLV) được tính bằng tổng tài sản so với nợ phải trả, thanh khoản (LIQ) được tính bằng tài sản ngắn hạn so với nợ ngắn hạn và hiệu suất sử dụng tài sản (TURN) được tính bằng Doanh thu so với tổng tài sản (Moreno & Casillas, 2007; Phạm Quốc Việt & cộng sự, 2019).

Phương pháp nghiên cứu: Nhóm nghiên cứu sử dụng phương pháp tiếp cận định lượng, thông qua ước lượng các hệ số hồi quy giữa biến phụ thuộc (tăng trưởng của doanh nghiệp) và các biến độc lập, đại diện cho sở hữu gia đình và một số biến kiểm soát được lựa chọn (quy mô, tuổi đời...). Các ước lượng được sử dụng dự kiến là Pooled OLS, FEM, REM. Bên cạnh đó, nhóm nghiên cứu thực hiện các kiểm định vi phạm giả thuyết mô hình và nếu có sẽ lựa chọn phương pháp xử lý phù hợp (GLS, GMM) tùy vào giả thuyết nào bị vi phạm thông qua các phương pháp kiểm định.

### **4. Kết quả và thảo luận**

#### 4.1. Thống kê mô tả

Mẫu tổng thể dữ liệu nghiên cứu sau khi sàng lọc bao gồm 22 công ty trong giai đoạn 2010 – 2021 nên tổng cộng có 264 quan sát. Số liệu thống kê mô tả cho thấy khả năng tăng trưởng công ty đo bằng GROWTH trong mẫu quan sát trung bình đạt 18,3% với công ty thấp nhất là -91,1%, công ty cao nhất đạt 678% và độ lệch chuẩn 0.627 cho thấy có sự dao động đáng kể về khả năng tăng trưởng giữa các công ty gia đình qua các năm. Thông qua giá trị median cho thấy, tỷ lệ 50% các công ty cổ phần có tốc độ tăng trưởng mức 8,2% và độ nghiêng của phân phối cho thấy GROWTH có phân phối lệch phải (giá trị Skewness = 5,316). Hệ số nhọn kurtosis cho thấy phân phối xác suất GROWTH tập trung ở mức độ cao (Bảng 1).

**Bảng 1: Thống kê mô tả các biến**

Biến	Trung bình	Trung vị	Độ lệch chuẩn	Giá trị lớn nhất	Giá trị nhỏ nhất	Độ lệch	Độ nhọn
GROWTH	0,183	0,082	0,627	6,780	-0,911	5,316	50,717
FIO	0,406	0,360	0,180	0,814	0,067	0,448	2,397
FIB	0,466	0,400	0,181	1,000	0,200	0,726	3,089
FIM	0,493	0,444	0,186	1,143	0,182	0,801	2,931
AGE	7,591	8,000	3,612	15,000	1,000	0,007	1,969
SIZE	27,909	27,670	1,948	33,691	24,647	0,920	3,783
SOLV	0,543	0,550	0,203	1,294	0,131	0,018	3,122
LIQ	0,756	0,746	0,331	2,377	0,194	1,297	6,762
TURN	0,923	0,820	0,687	4,191	0,053	1,730	7,285

Đánh giá về mức độ sở hữu gia đình cho thấy, tỷ lệ sở hữu gia đình trung bình là 40,6% trong đó công ty có tỷ lệ sở hữu gia đình cao nhất 81,4% công ty có tỷ lệ sở hữu thấp nhất là 6,7% và tỷ lệ trung bình 46,6% các thành viên trong gia đình tham gia vào Hội đồng quản trị, công ty có tỷ lệ cao nhất là 100% thành viên trong gia đình tham gia công ty có tỷ lệ thấp nhất là 20%. Tương tự tỷ lệ trung bình 46,6% thành viên tham gia quản lý thuộc ban giám đốc của công ty.

**Bảng 2: Ma trận tương quan và VIF**

	FIO	FIB	FIM	lnAGE	SIZE	SOLV	LIQ	TURN	VIF
FIO	1								1,52
FIB	0,2406	1							1,74
FIM	0,4404	0,5289	1						1,79
lnAGE	0,1035	0,0168	0,0192	1					1,07
SIZE	-0,0218	-0,3536	-0,1356	0,1856	1				1,64
SOLV	-0,2162	0,0666	-0,0462	0,0306	0,3441	1			2
LIQ	-0,1316	-0,0238	0,1098	0,1036	0,328	0,6312	1		1,9
TURN	0,2889	0,0918	0,0684	-0,0609	-0,328	-0,21	-0,0816	1	1,28

#### 4.2. Phân tích ma trận tương quan

Thông qua ma trận hệ số tương quan có thể thấy tương quan giữa các biến trong mô hình thấp (nhỏ hơn 0,8) và hệ số nhân tử phóng đại phương sai (VIF) nhỏ hơn 10 cho thấy rằng các biến đưa vào mô hình không xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình hồi quy.

#### 4.3. Phân tích hồi quy

Từ kết quả Bảng 3, kiểm định Hausman cho thấy mô hình hồi quy FEM được lựa chọn. Đồng thời, thông qua các kiểm định phương sai thay đổi, kiểm định tự tương quan cho thấy mô hình cho thấy mô hình GLS là phù hợp. Tuy nhiên, khi nghiên cứu về quản trị công ty Wintoki & cộng sự (2012), Phạm & cộng sự (2020) cho rằng có khả năng xảy ra hiện tượng nội sinh dẫn đến kết quả ước lượng sai lệch. Davidson và MacKinnon (1993) đề xuất kiểm định nội sinh (Wu-Hausman) nhằm xác định biến nội sinh. Các kết quả

kiểm định Hansen và AR2 cho thấy mô hình SGMM là phù hợp. Cụ thể như sau:

Kết quả nghiên cứu cho thấy sở hữu gia đình (FIO) tác động tiêu cực đến khả năng tăng trưởng của công ty. Tuy nhiên, khi xem xét tỷ lệ thành viên gia đình trong hội đồng quản trị (FIB) không có mối liên hệ với khả năng tăng trưởng của công ty trong khi đó tỷ lệ các thành viên gia đình tham gia vào ban giám đốc (FIM) lại có ảnh hưởng tích cực đến khả năng tăng trưởng của công ty, trong khi đó. Đồng thời, các biến kiểm soát cho thấy quy mô doanh nghiệp (SIZE) và hiệu suất sử dụng tài sản (TURN) có tác động tích cực đến khả năng tăng trưởng của doanh nghiệp. Trong khi đó, khả năng trả nợ (SOLV), thanh khoản (LIQ) có tác động tiêu cực đến khả năng tăng trưởng của doanh nghiệp và tuổi công ty (lnAGE) không cho thấy mối liên hệ với khả năng tăng trưởng của công ty.

**Bảng 3: Kết quả hồi quy và kiểm định giữa các mô hình**

	OLS	FEM	REM	GLS	SGMM
<b>Biến độc lập</b>					
FIO	-0,404 (0,263)	-0,057 (0,581)	-0,404 (0,263)	-0,326*** (0,120)	-1,161** (0,562)
FIB	0,225 (0,279)	0,144 (0,500)	0,225 (0,279)	0,029 (0,142)	0,462 (0,535)
FIM	0,089 (0,276)	0,600 (0,453)	0,089 (0,276)	0,131 (0,104)	1,406** (0,694)
<b>Biến kiểm soát</b>					
SIZE	0,067*** (0,025)	0,066 (0,122)	0,067*** (0,025)	0,060*** (0,012)	0,150** (0,065)
SOLV	0,274 (0,267)	0,753 (0,498)	0,274 (0,267)	0,330** (0,133)	-0,815* (0,463)
LIQ	-0,248 (0,160)	-0,401* (0,222)	-0,248 (0,160)	-0,242*** (0,082)	-1,182*** (0,433)
TURN	0,077 (0,063)	0,482*** (0,140)	0,077 (0,063)	0,097*** (0,032)	0,288* (0,158)
lnAGE	-0,004 (0,063)	-0,013 (0,086)	-0,004 (0,063)	-0,067*** (0,022)	0,007 (0,054)
Hằng số	-1,697** (0,711)	-2,520 (3,226)	-1,697** (0,711)	-1,450*** (0,324)	-3,417 (2,141)
Số quan sát	264	264	264	264	264
R2	0,043	0,067	0,034		
Kiểm định Hausman	chi2(8) = 14.87**				
Kiểm định Wald	chi2 (22) = 44008.71***				
Kiểm định Wooldridge	F(1,21) = 3.187*				
AR2	0,913				
Hansen	0,899				

*Ghi chú: \*\*\*, \*\*, \* đại diện cho các mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%.*

*Số trong ngoặc đơn là giá trị của sai số chuẩn.*

Kết quả nghiên cứu cho thấy về sở hữu gia đình có ảnh hưởng tiêu cực đến khả năng tăng trưởng của công ty. Kết quả nghiên cứu này phù hợp với nghiên cứu của Patel & Chrisman (2014), Kotlar & cộng sự (2018) bởi vì các công ty gia đình có khả năng ưu tiên và duy trì quyền kiểm soát của gia đình do đó họ có thể bỏ qua các cơ hội kinh doanh mới và ít đổi mới hơn. Đồng thời, với việc các công ty gia đình e ngại rủi ro do đó ít vay nợ và từ chối các nguồn vốn cổ phần từ các nhà đầu tư bên ngoài, do đó các công ty gia đình sẽ thiếu các nguồn lực để hỗ trợ cho mục tiêu tăng trưởng (Ivanova Yordanova, 2011; Molly & cộng sự, 2019; Belén Villalonga & Amit, 2009). Điều này càng được thể hiện rõ ở Việt Nam vì đây nền kinh tế mới nổi với đặc điểm quyền sở hữu tập trung cao (Nguyen, Van Tuan & Nguyen, 2016) với văn hóa của cha truyền con nối,

---

ý thức hệ về bản sắc dân tộc, các công ty gia đình ở Việt Nam có xu hướng đặt các mục tiêu xã hội trước các mục tiêu về kinh doanh ảnh hưởng trực tiếp đến khả năng tăng trưởng của doanh nghiệp (Westhead & cộng sự, 2001). Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu lại cho thấy tỷ lệ các thành viên gia đình tham gia vào ban giám đốc lại có ảnh hưởng tích cực đến khả năng tăng trưởng của công ty điều này có thể được giải thích rằng sự tham gia của các thành viên gia đình tạo ra các điều kiện để thúc đẩy hành vi quản lý và các nhà quản lý gia đình quan tâm đến sự tồn tại lâu dài, danh tiếng của một công ty và giúp nuôi dưỡng ý thức của cộng đồng quản lý giữa các nhân viên trong các công ty gia đình (Miller & Le Breton-Miller, 2006). Đồng thời, với vai trò là các nhà quản lý công ty, các thành viên có lợi thế trong việc phát triển các mối quan hệ lâu dài với các ngân hàng, nhân viên và nhà cung cấp, tạo niềm tin và do đó giảm chi phí giao dịch mang lại kết quả kinh tế tích cực trong dài hạn (Poza, 2013).

## 5. Kết luận

Kết quả nghiên cứu này khẳng định vai trò của sở hữu gia đình và việc các thành viên gia đình tham gia vào ban giám đốc của công ty có ảnh hưởng khả năng tăng trưởng của doanh nghiệp; vừa là cơ sở cho các gợi ý chính sách nhằm gia tăng tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp trong nước, mặt khác bổ sung các bằng chứng thực nghiệm về vai trò của quản trị công ty trong các công ty gia đình. Từ kết quả nghiên cứu cho thấy tỷ lệ sở hữu của gia đình trong công ty càng cao sẽ làm hạn chế khả năng tăng trưởng của doanh nghiệp bởi vì trong các công ty gia đình trị (tập trung sở hữu cao) thường có xu hướng ngại rủi ro do đó sẽ ít vay nợ và từ chối các khoản vốn cổ phần từ các nhà đầu tư bên ngoài. Trong khi đó, vốn là nguồn lực quan trọng cho mục tiêu tăng trưởng của doanh nghiệp, do đó theo nhóm tác giả các doanh nghiệp này nên duy trì tỷ lệ sở hữu gia đình ở mức hợp lý để có thể huy động thêm các nguồn lực quan trọng từ các nhà đầu tư bên ngoài nhằm hỗ trợ cho mục tiêu phát triển của doanh nghiệp. Đồng thời, với sự tham gia vào bộ máy quản lý của các thành viên gia đình ngoài việc sẽ giúp công ty cải thiện danh tiếng và xây dựng các giá trị văn hóa thì sẽ giúp công ty tận dụng các mối quan hệ, kiến thức của các thành viên gia đình về lĩnh vực kinh doanh, nhà cung cấp và các đối tác. Tuy nhiên, để làm được điều đó, các thành viên gia đình tham gia vào bộ máy quản lý phải là những người có kiến thức, kỹ năng trong công tác quản lý và điều hành.

## Tài liệu tham khảo:

- Anderson, R.C. & Reeb, D.M. (2003a), 'Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500', *Journal of Finance*, 58(3), 1301–1328.
- Anderson, R.C. & Reeb, D.M. (2003b), 'Founding-family ownership, corporate diversification, and firm leverage', *The Journal of Law and Economics*, 46(2), 653–684.
- Andres, C. (2008), 'Large shareholders and firm performance—An empirical examination of founding-family ownership', *Journal of Corporate Finance*, 14(4), 431–445.
- Bandiera, O., Guiso, L., Prat, A. & Sadun, R. (2015), 'Matching firms, managers, and incentives', *Journal of Labor Economics*, 33(3), 623–681.
- Barontini, R. & Caprio, L. (2006), 'The effect of family control on firm value and performance: Evidence from continental Europe', *European Financial Management*, 12(5), 689–723.
- Bennedsen, M., Nielsen, K. M., Pérez-González, F. & Wolfenzon, D. (2007), 'Inside the family firm: The role of families in succession decisions and performance', *The Quarterly Journal of Economics*, 122(2), 647–691.
- Berle, A. & Means, G. (1968), *The modern corporation and private property*, McMillan, New York, NY.
- Bertrand, M. & Schoar, A. (2006), 'The role of family in family firms', *Journal of economic perspectives*, 20(2), 73–96.
- Bjuggren, C.M., Daunfeldt, S.O. & Johansson, D. (2013), 'High-growth firms and family ownership'. *Journal of Small Business and Entrepreneurship*, 26(4), 365–385.
- Claessens, S. & Djankov, S. (1999), 'Ownership Concentration and Corporate Performance in the Czech Republic', *Journal of Comparative Economics*, 27(3), 498–513.

- 
- Claessens, S., Djankov, S. & Lang, L.H. (2000), 'The separation of ownership and control in East Asian corporations', *Journal of financial Economics*, 58(1-2), 81-112.
- Coad, A. (2009), *The growth of firms: A survey of theories and empirical evidence*, Edward Elgar Publishing, UK.
- Davidson, R. & MacKinnon, J.G. (1993), *Estimation and inference in econometrics*, Vol. 63, Oxford, New York.
- Davidsson, P. & Wiklund, J. (2017), 'Conceptual and empirical challenges in the study of firm growth', *The Blackwell handbook of entrepreneurship*, 26-44.
- Davidsson, P. & Wiklund, J. (2000), 'Conceptual and Empirical Challenges in the Study of Firm Growth', In Sexton, D. & Landström, H. (Eds.), *Handbook of Entrepreneurship. Blackwell Business*, Malden, MA, 26-44.
- Delmar, F., Davidsson, P. & Gartner, W.B. (2003), 'Arriving at the high-growth firm', *Journal of Business Venturing*, 18(2), 189-216.
- Faccio, M. & Lang, L.H.P. (2002), 'The ultimate ownership of Western European corporations', *Journal of Financial Economics*, 65(3), 365-395.
- Gul, F.A. & Leung, S. (2004), 'Board leadership, outside directors' expertise and voluntary corporate disclosures', *Journal of Accounting and public Policy*, 23(5), 351-379.
- Hamelin, A. (2010), *Does family control of small business lead to under exploitation of their financial growth potential? Evidence of the existence of conservative growth behavior in family controlled French SMEs* (No. 2010-01), Laboratoire de Recherche en Gestion et Economie (LaRGE), Université de Strasbourg.
- Henrekson, M. & Johansson, D. (2010), 'Gazelles as job creators: A survey and interpretation of the evidence', *Small Business Economics*, 35(2), 227-244.
- Hoxha, D. & Capelleras, J. (2010), 'Fast-growing firms in a transitional and extreme environment: are they different?', *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 17(3), 350-370.
- Ivanova Yordanova, D. (2011), 'Entrepreneurial orientation in family and non-family firms: evidence from Bulgaria', *International Journal of Economic Sciences and Applied Research*, 4(1), 185-203.
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1976), 'Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure', *Journal of Financial Economics*, 3(3), 82-137.
- Kotlar, J., Signori, A., De Massis, A. & Vismara, S. (2018), 'Financial wealth, socioemotional wealth, and IPO underpricing in family firms: A two-stage gamble model', *Academy of Management Journal*, 61(3), 1073-1099.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. & Shleifer, A. (1999), 'Corporate ownership around the world', *Journal of Finance*, 54(2), 471-517.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000), 'Investor protection and corporate governance', *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 3-27.
- Le Breton-Miller, I. & Miller, D. (2009), 'Agency vs. stewardship in public family firms: A social embeddedness reconciliation', *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 33(6), 1169-1191.
- Le Breton-Miller, I. & Miller, D. (2015), 'Learning stewardship in family firms: For family, by family, across the life cycle', *Academy of Management Learning & Education*, 14(3), 386-399.
- Le Breton-Miller, I., Miller, D. & Lester, R.H. (2011), 'Stewardship or agency? A social embeddedness reconciliation of conduct and performance in public family businesses', *Organization science*, 22(3), 704-721.
- Martínez, J.I., Stöhr, B.S. & Quiroga, B.F. (2007), 'Family ownership and firm performance: Evidence from public companies in Chile', *Family Business Review*, 20(2), 83-94.
- Mehrotra, V., Morck, R., Shim, J. & Wiwattanakantang, Y. (2013), 'Adoptive expectations: Rising sons in Japanese family firms', *Journal of Financial Economics*, 108(3), 840-854.
- Miller, D. & Le Breton-Miller, I. (2006), 'Family governance and firm performance: Agency, stewardship, and capabilities', *Family Business Review*, 19(1), 73-87.
- Molly, V., Uhlaner, L. M., De Massis, A. & Laveren, E. (2019), 'Family-centered goals, family board representation, and debt financing', *Small Business Economics*, 53(1), 269-286.

- 
- Moreno, A.M. & Casillas, J.C. (2007), 'High-growth SMEs versus non-high-growth SMEs: a discriminant analysis', *Entrepreneurship and Regional Development*, 19(1), 69-88.
- Murphy, A. (2005), 'Corporate ownership in France: the importance of history', In *A history of corporate governance around the world: Family business groups to professional managers*, University of Chicago Press, 185-222.
- Van Tuan, N. & Tuan, N.A. (2016), 'Corporate governance structures and performance of firms in Asian markets: A comparative analysis between Singapore and Vietnam', *Organizations and Markets in Emerging Economies*, 7(2), 112-140.
- Patel, P.C. & Chrisman, J.J. (2014), 'Risk abatement as a strategy for R&D investments in family firms', *Strategic Management Journal*, 35(4), 617-627.
- Penrose, E. & Penrose, E.T. (2009), *The Theory of the Growth of the Firm*, Oxford University press, UK.
- Pérez-González, F. (2006). 'Inherited control and firm performance', *American Economic Review*, 96(5), 1559-1588.
- Phạm Quốc Việt, Hồ Thu Hoài, Phạm Đức Huy, Nguyễn Văn Phong & Lê Thị Hồng Hạnh (2019), 'Vai trò của giám đốc điều hành trong doanh nghiệp tăng trưởng nhanh-Trường hợp Việt Nam', *Tạp chí Nghiên cứu Tài chính - Marketing*, 53, 34-43.
- Pham, Q., Ho, T., Pham, D. & Nguyen, H. (2020), 'Effects of corporate governance on high growth rate: evidence from Vietnamese listed companies', *Management Science Letters*, 10(7), 1553-1566.
- Poza, Ernesto J. & Daugherty, Mary S (2013), *Family Business*, S South-Western Cengage Learning Pub.
- Roodposhti, F.R. & Chashmi, S.N. (2011), 'The impact of corporate governance mechanisms on earnings management', *African Journal of Business Management*, 5(11), 4143.
- Schulze, W.S., Lubatkin, M.H. & Dino, R.N. (2003), 'Toward a theory of agency and altruism in family firms', *Journal of Business Venturing*, 18(4), 473-490.
- Sciascia, S. & Mazzola, P. (2008), 'Family involvement in ownership and management: Exploring nonlinear effects on performance', *Family Business Review*, 21(4), 331-345.
- Shleifer, A. & Vishny, R.W. (1997), 'A survey of corporate governance', *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Siegel, R., Siegel, E. & Macmillan, I.C. (1993), 'Characteristics distinguishing high-growth ventures', *Journal of Business Venturing*, 8(2), 169-180.
- Storey, D.J. (1994), *Understanding the Small Business Sector*, Routledge, London.
- Villalonga, Belen & Amit, R. (2006), 'How do family ownership, control and management affect firm value?', *Journal of Financial Economics*, 80(2), 385-417.
- Villalonga, Belén & Amit, R. (2009), 'How are US family firms controlled?', *The Review of Financial Studies*, 22(8), 3047-3091.
- Westhead, P., Cowling, M. & Howorth, C. (2001), 'The development of family companies: Management and ownership imperatives', *Family Business Review*, 14(4), 369-385.
- Wintoki, M.B., Linck, J.S. & Netter, J.M. (2012), 'Endogeneity and the dynamics of internal corporate governance. Journal of financial economics', 105(3), 581-606.