



Working Paper 2022.2.4.07
- Vol 2, No 4

ẢNH HƯỞNG CỦA CẤU TRÚC SỞ HỮU ĐẾN KHẢ NĂNG KIẾT QUỆ TÀI CHÍNH CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM

Nguyễn Hữu Duy Khánh¹, Lê Trần Văn Anh, Trương Tấn Đạt, Nguyễn Cảnh Kỳ,
Nguyễn Đỗ Phương Như

Sinh viên K59D - Kinh tế đối ngoại

Trường Đại học Ngoại thương, Cơ sở II tại TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam

Nguyễn Thị Mai Anh

Giảng viên Bộ môn Quản trị Kinh doanh và Tài chính - Kế toán

Trường Đại học Ngoại thương, Cơ sở II tại TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam

Tóm tắt

Đứng trước thời đại của chuyển đổi số, khi những biến động không còn chỉ được tính theo từng ngày mà được tính trong từng giờ, từng phút, yêu cầu các doanh nghiệp luôn phải giữ vững tâm thế và tập trung cao độ trong mọi thời điểm. Điều này bắt buộc mỗi doanh nghiệp phải tự mình củng cố năng lực bên trong để có được một kết quả hoạt động kinh doanh tốt nhất. Hiểu được điều đó, nhóm tác giả tập trung tìm hiểu mối quan hệ giữa những yếu tố phi tài chính, cụ thể là Cấu trúc Sở hữu đến khả năng xảy ra Kiệt quệ tài chính của 578 doanh nghiệp niêm yết trên hai Sàn giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh và Hà Nội. Kết quả nghiên cứu cho thấy, các biến Sở hữu Nhà nước, Sở hữu tổ chức và Sở hữu Nước ngoài có tác động ngược chiều và mang mức ý nghĩa cao. Biến Sở hữu Quản lý cũng mang tác động ngược chiều nhưng không đáng kể, còn đối với Sở hữu của Hội đồng Quản trị thì lại không có ý nghĩa thống kê. Từ kết quả thu được, nhóm tác giả kỳ vọng bài nghiên cứu sẽ là một bằng chứng thực nghiệm đáng tin cậy cho những nghiên cứu sau này.

Từ khóa: Kiệt quệ tài chính, Cấu trúc Sở hữu.

EFFECTS OF OWNERSHIP STRUCTURE ON FINANCIAL DISTRESS LIKELIHOOD OF VIETNAMESE LISTED COMPANIES

Abstract

Facing the era of digital transformation, when fluctuations are no longer counted only on a daily basis but hourly and minutely, which requires businesses to continuously maintain their composure and stay focused at all times. This forces each business to strengthen its own internal capacity to get the best business results. Understanding that, the authors focus on finding out

¹ Tác giả liên hệ, Email: nguyenuu duykhanh2011116414@ftu.edu.vn

the relationship between non-financial factors, namely Ownership Structure, to the probability of financial distress of 578 enterprises listed on two stock exchanges in Ho Chi Minh City and Hanoi. The results show that the variables State Ownership, Organizational Ownership and Foreign Ownership have a negative effect and carry a high significance level. The variable Management Ownership also has a negative but insignificant effect, and for Board Ownership, it is not statistically significant. From the obtained results, the authors hope that the study will be reliable experimental evidence for future research.

Keywords: Financial distress, Ownership structure.

1. Tính cấp thiết của đề tài

Theo Wruck (1990), có 2 giai đoạn mà mỗi công ty phải trải qua trước khi bị xem là phá sản gồm: kiệt quệ tài chính và vỡ nợ. Trong đó, kiệt quệ tài chính - cột mốc đầu tiên được xem là mối quan tâm lớn của nhà quản trị trong quá trình hình thành chiến lược kinh doanh. Trong đó, một trong những tác nhân có tác động tiêu cực đến sức khỏe tài chính của công ty là vấn đề bất cân xứng thông tin vẫn còn diễn ra rộng rãi. Chính vấn đề trên đã đặt ra yêu cầu cần phải có sự giám sát chặt chẽ, hỗ trợ doanh nghiệp nhằm hạn chế tối đa mâu thuẫn xảy ra giữa cổ đông nhỏ lẻ và cổ đông kiểm soát. Một số nghiên cứu cho thấy phần lớn Cấu trúc sở hữu có ảnh hưởng đến khả năng kiệt quệ tài chính của công ty như tỷ lệ sở hữu của ban quản trị có tác động trực tiếp lên động lực theo đuổi lợi ích của họ và gián tiếp lên sức khỏe tài chính của công ty (Jensen, 1993) hay tỷ lệ sở hữu của chủ thể thuộc doanh nghiệp có quan hệ đồng biến với khả năng kiệt quệ tài chính (Shahab Udin & cộng sự, 2017). Tuy nhiên, do sự khác biệt về văn hóa, chính trị nên kết quả các nghiên cứu trên thế giới có sự không tương đồng, thậm chí trái chiều nhau.

Đối với thị trường Việt Nam trong bối cảnh hiện tại, thị trường còn khá non trẻ, còn tồn tại khá nhiều nhược điểm. Theo Tổng cục thống kê (2021) ghi nhận trong 6 tháng đầu năm 2021 có 35,6 nghìn doanh nghiệp tạm ngừng kinh doanh có thời hạn, tăng 22,1% so với cùng kỳ năm trước; 9.900 doanh nghiệp hoàn tất thủ tục giải thể, tăng 33,8%. Trung bình mỗi tháng có 11,7 nghìn doanh nghiệp rút lui khỏi thị trường. Có thể nhận thức được sức khỏe tình trạng của doanh nghiệp đang gặp nhiều vấn đề đáng lo ngại. Nhận thức được tầm quan trọng của vấn đề trên, bài viết được thực hiện nhằm lượng hóa mối quan hệ giữa ảnh hưởng của Cấu trúc sở hữu đến khả năng Kiệt quệ Tài chính của các công ty niêm yết và từ đó cung cấp một số những dữ liệu củng cố thêm cho việc giải quyết bài toán quản trị, giúp giảm đến mức tối thiểu khả năng xảy ra Kiệt quệ Tài chính mà các doanh nghiệp tại thị trường Việt Nam có thể đối mặt.

2. Tổng quan tình hình nghiên cứu

Trên thế giới, các nghiên cứu liên quan đến sự ảnh hưởng của Cấu trúc Sở hữu đến khả năng dẫn đến Kiệt quệ Tài chính của doanh nghiệp được tiến hành tại nhiều khu vực, nhiều quốc gia với đa dạng những mô hình được áp dụng, cũng như phương pháp nghiên cứu. Tuy nhiên, đa số nghiên cứu chỉ xem các yếu tố liên quan đến Cấu trúc Sở hữu là một biến trong số các biến số phi tài chính được sử dụng để nghiên cứu. Điều này khiến việc nghiên cứu chuyên sâu về ảnh hưởng của Cấu trúc Sở hữu đến quá trình hoạt động của doanh nghiệp vẫn chưa được tiến hành một cách triệt để. Nói về các nghiên cứu có liên quan tại Việt Nam, sự ảnh hưởng của Cấu trúc Sở hữu vẫn chưa thực sự được chú ý đến khi đa số các bài viết chỉ nói về Quản trị doanh nghiệp nói chung. Chính vì vậy mà bài nghiên cứu được nhóm tác giả kỳ vọng sẽ đóng góp một phần lớn trong việc phát triển các nghiên cứu liên quan đến Cấu trúc Sở hữu của doanh nghiệp tại Việt Nam.

2.1. Các nghiên cứu thực nghiệm về tác động của Cấu trúc Sở hữu đến khả năng Kiệt quệ Tài chính của doanh nghiệp

2.1.1. *Mối quan hệ giữa Sở hữu Quản lý đến khả năng xảy ra Kiệt quệ Tài chính của doanh nghiệp*

Theo Morck & cộng sự (1988), ở một mức độ Sở hữu Quản lý cao thì có thể xảy ra hiện tượng cổ thủ của nhà quản lý khi họ nắm phần lớn quyền kiểm soát công ty. Gilson & Vetsuypens (1993) chỉ ra rằng những nhà quản lý chất lượng kém luôn phải gánh chịu những tổn thất cá nhân đáng kể khi doanh nghiệp của họ rơi vào tình trạng Kiệt quệ Tài chính. Hotchkiss & Mooradian (1997) cho rằng tỷ lệ Sở hữu Quản lý ảnh hưởng lớn đến các cuộc tái cơ cấu vốn. Nghiên cứu của Han Donker & cộng sự (2009) cũng chứng minh được rằng các công ty có tỷ lệ Sở hữu Quản lý cao thường ít gặp phải tình trạng Kiệt quệ Tài chính khi những nhà quản lý nắm phần lớn tỷ lệ sở hữu có xu hướng tránh bị khống chế tài chính.

2.1.2. *Mối quan hệ giữa Sở hữu Nhà nước đến khả năng xảy ra Kiệt quệ Tài chính của doanh nghiệp*

Sở hữu Nhà nước là một trong những thành phần quan trọng trong thành phần cổ đông tại nhiều doanh nghiệp. Một số nghiên cứu gián tiếp chứng minh được, tỷ lệ sở hữu Nhà nước trong Doanh nghiệp càng cao thì tình hình sức khỏe tài chính của doanh nghiệp. Sun & cộng sự (2002) nhận thấy mối quan hệ giữa quyền sở hữu của chính phủ và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp theo hình chữ N lõm. Mối quan hệ này cho thấy hiệu quả hoạt động kém ở cả các doanh nghiệp do nhà nước kiểm soát cao và các doanh nghiệp thuộc Sở hữu Nhà nước hoặc tư nhân hóa rất thấp.

2.1.3. *Mối quan hệ giữa Sở hữu Tổ chức đến khả năng xảy ra Kiệt quệ Tài chính của doanh nghiệp*

Jensen (1986) cho rằng các nhà cổ đông tổ chức có khả năng giám sát, kiểm soát các hoạt động của công ty tốt hơn các cổ đông cá nhân. Những nhà cổ đông tổ chức luôn biết cách tận dụng quyền hạn của bản thân để tạo áp lực cho nhà quản trị doanh nghiệp, khiến các nhà quản lý luôn chịu áp lực phải làm tăng giá trị doanh nghiệp để mang lại hiệu quả hoạt động tốt hơn (Shleifer & Vishny 1986). Gần đây, Elyasiani & Jia (2010) đưa ra giả thuyết kiểm soát tích cực (Active Monitoring Hypothesis) cho rằng quan hệ giữa Sở hữu Tổ chức và hiệu quả hoạt động và giá trị doanh nghiệp là cùng chiều.

2.1.4. *Mối quan hệ giữa Sở hữu Nước ngoài đến khả năng xảy ra Kiệt quệ Tài chính của doanh nghiệp*

Greenaway & cộng sự (2014) tìm thấy mối tác động giữa Sở hữu Nước ngoài với doanh nghiệp ở Trung Quốc được thể hiện bằng đồ thị hình chữ U ngược. Bên cạnh đó, vẫn có những nghiên cứu chưa thực sự tìm ra được kết luận cuối cùng cho mối quan hệ tích cực giữa tỷ lệ sở hữu cổ đông của nước ngoài đến khả năng Kiệt quệ Tài chính của doanh nghiệp. Phân tích tác động của Cấu trúc Sở hữu cổ phần đến giá trị doanh nghiệp ở Hàn Quốc cũng cho rằng ROA không có dấu hiệu tác động của Sở hữu Nước ngoài đối với các doanh nghiệp này (Lee, 2008).

2.1.5. *Mối quan hệ giữa Sở hữu của Hội đồng Quản trị đến khả năng xảy ra Kiệt quệ Tài chính của doanh nghiệp*

Argenti (1986) cho rằng những thất bại của công ty có liên quan trực tiếp đến CEO, Hội đồng Quản trị và các thành viên quản lý cao nhất. Tuy không đề cập trực tiếp đến kiệt quệ tài chính song nhiều nhà nghiên cứu đã gắn mối quan hệ giữa tỷ lệ cổ đông thuộc Hội đồng Quản trị đến khả năng tồn tại của doanh nghiệp nói chung và duy trì tài chính doanh nghiệp nói riêng.

Một quan điểm khác giải thích vai trò của quản trị công ty đối với tình trạng kiệt quệ tài chính là sự phụ thuộc vào nguồn lực (Selznick, 1949; Pfeffer & Salancik, 1978) coi các giám đốc bên ngoài là một liên kết quan trọng với môi trường bên ngoài.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Các giả thuyết nghiên cứu

Dựa trên các nghiên cứu thực nghiệm đã phân tích, nhóm tác giả đưa ra các giả thiết nghiên cứu sau:

H1: Sở hữu Quản lý càng lớn thì khả năng Kiệt quệ Tài chính của doanh nghiệp càng giảm.

H2: Sở hữu Nhà nước càng lớn thì khả năng Kiệt quệ Tài chính của doanh nghiệp càng giảm.

H3: Sở hữu tổ chức càng lớn thì khả năng Kiệt quệ Tài chính của doanh nghiệp càng giảm.

H4: Sở hữu Nước ngoài càng lớn thì khả năng Kiệt quệ Tài chính của doanh nghiệp càng giảm.

H5: Sở hữu Hội đồng Quản trị càng lớn thì khả năng Kiệt quệ Tài chính của doanh nghiệp càng giảm.

3.2. Mô hình nghiên cứu

Mô hình hồi quy logit được xây dựng gồm 5 biến độc lập, 3 biến kiểm soát và sử dụng hiệu ứng cố định năm và hiệu ứng cố định ngành.

$$FD_{it} = \beta_0 + \beta_1 OWN_MNG_{it} + \beta_2 OWN_STT_{it} + \beta_3 OWN_INS_{it} + \beta_4 OWN_FRG_{it} + \beta_5 OWN_BRD_{it} + \beta_6 CONTROL_{it} + \varepsilon_{it}$$

3.3. Dữ liệu nghiên cứu và phương pháp hồi quy

3.3.1 Dữ liệu nghiên cứu

Bộ dữ liệu được sử dụng trong bài nghiên cứu là dữ liệu bảng không cân (Unbalanced Panel Data) với tổng số quan sát là 2.589 từ 578 doanh nghiệp trên hai SGDCK Thành phố Hồ Chí Minh và Hà Nội.

3.3.2. Phương pháp hồi quy

Sử dụng phương pháp ước lượng hợp lý tối đa (Maximum Likelihood Estimation) cho các hệ số hồi quy trong mô hình. Ngoài ra, để thận trọng với hiện tượng phương sai thay đổi, bài nghiên cứu này còn sử dụng phương pháp sai số chuẩn mạnh (Robust) và Cluster.

3.4. Giải thích các biến trong mô hình

3.4.1. Biến phụ thuộc - Khả năng kiệt quệ tài chính

Dựa trên các nghiên cứu về tác động của Cấu trúc Sở hữu đến khả năng xảy ra kiệt quệ tài chính của Ching-Chun Wei & cộng sự (2016), Widhiadnyana & cộng sự (2019), Udin và cộng sự (2017) nhóm tác giả sử dụng biến phụ thuộc là khả năng Kiệt quệ Tài chính (FD) được tính bởi Z-score của Altman (1968). Biến phụ thuộc khả năng kiệt quệ tài chính (FD) nhận giá trị bằng 1 khi điểm số $Z < 1,81$ (Vùng xảy ra kiệt quệ tài chính) và nhận giá trị bằng 0 khi điểm số $Z > 2,99$ (Vùng an toàn). Trong bài nghiên cứu này, nhóm tác giả sẽ không xét đến các trường hợp $1,81 \leq Z \leq 2,99$ (vùng xám).

3.4.2. Biến độc lập - Nhóm biến Cấu trúc Sở hữu

Biên Sở hữu Quản lý (OWN_MNG) được đo bằng tỷ số cổ phần được nắm giữ bởi ban giám đốc trên tổng số cổ phần được phát hành:

$$\text{Sở hữu Quản lý (OWN_MNG)} = \text{Cổ phần được nắm giữ bởi ban giám đốc/Tổng số cổ phần được phát hành}$$

Biên Sở hữu Nhà nước (OWN_STT) được đo bằng tỷ số cổ phần được nắm giữ bởi nhà nước trên tổng số cổ phần được phát hành:

$$\text{Sở hữu tổ chức (OWN_STT)} = \text{Cổ phần được nắm giữ bởi nhà nước/Tổng số cổ phần được phát hành}$$

Biên Sở hữu tổ chức (OWN_INS) được đo bằng tỷ số cổ phần được nắm giữ bởi các tổ chức trừ các tổ chức nhà nước trên tổng số cổ phần được phát hành:

$$\text{Sở hữu tổ chức (OWN_INS)} = \text{Cổ phần được nắm giữ bởi tổ chức - Cổ phần được nắm giữ bởi tổ chức nhà nước/Tổng số cổ phần được phát hành}$$

Biên Sở hữu Nước ngoài (OWN_FRG) được đo bằng tỷ số cổ phần được nắm giữ bởi nước ngoài trên tổng số cổ phần được phát hành:

$$\text{Sở hữu Nước ngoài (OWN_FRG)} = \text{Cổ phần được nắm giữ bởi nước ngoài/Tổng số cổ phần được phát hành}$$

Biên Sở hữu Hội đồng Quản trị (OWN_BRD) được đo bằng tỷ số cổ phần được nắm giữ bởi HĐQT trên tổng số cổ phần được phát hành:

$$\text{Sở hữu Hội đồng Quản trị (OWN_BRD)} = \text{Cổ phần được nắm giữ bởi HĐQT/Tổng số cổ phần được phát hành}$$

3.4.3. Biên kiểm soát - Nhóm biến quản trị và đặc điểm doanh nghiệp

Biên Quy mô doanh nghiệp (SIZE) được tính bằng logarit tự nhiên của Tổng tài sản:

$$\text{Quy mô doanh nghiệp (SIZE)} = \ln(\text{Tổng tài sản})$$

Tổng tài sản của doanh nghiệp là một giá trị rất lớn và có thể gây ra sự mất ổn định nên việc sử dụng logarit tự nhiên sẽ làm nhỏ lại giá trị của Tổng tài sản và giúp nó ổn định hơn.

Biên Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh (OCF) được tính bằng tỷ số giữa dòng tiền từ hoạt động sản xuất kinh doanh trên doanh thu:

$$\text{Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh (OCF)} = \text{Dòng tiền từ hoạt động sản xuất kinh doanh/Doanh thu}$$

Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh là dòng tiền quan trọng nhất trong báo cáo lưu chuyển tiền tệ vì nó thể hiện khả năng tạo tiền từ nội tại hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp nhằm đáp ứng các nhu cầu trả nợ, chia lãi cho các chủ sở hữu và gia tăng đầu tư.

Biên Đòn bẩy tài chính (LEV) được tính bằng tỷ số giữa tổng nợ trên tổng tài sản. Biên này được dùng để đánh giá mức độ sử dụng vốn vay của doanh nghiệp:

$$\text{Đòn bẩy tài chính (LEV)} = \text{Tổng nợ/Tổng tài sản}$$

Dựa vào lý thuyết cấu trúc vốn thì khi doanh nghiệp sử dụng càng nhiều nợ vay thì sẽ càng bị áp lực về thanh toán lãi vay và nếu doanh nghiệp mất khả năng thanh toán trong khi nợ và lãi vay ngày càng cao thì sẽ đẩy doanh nghiệp đến sự phá sản.

Ngoài ra còn có các biến kiểm soát **Ngành** và **Năm**. Biến Ngành bao gồm tất cả các ngành tương ứng với từng công ty. Biến Năm bao gồm các năm từ 2010 đến 2020. Hai biến này được dùng để cố định hiệu ứng của mô hình.

4. Phân tích dữ liệu và kết quả nghiên cứu

4.1. Thống kê mô tả các biến trong mô hình

4.1.1. Thống kê mô tả biến phụ thuộc

Bảng 4.1. Thống kê mô tả biến khả năng kiệt quệ tài chính (FD)

Biến	Số quan sát	%
Kiệt quệ tài chính		
Vùng kiệt quệ ($Z < 1,81$)	488	18,85
Vùng an toàn ($Z > 2,99$)	2101	81,15
Tổng	2589	100

Nguồn: Nhóm tác giả tự tổng hợp từ phần mềm Stata 14

Bảng 4.1 trình bày thống kê mô tả của biến phụ thuộc khả năng Kiệt quệ Tài chính của doanh nghiệp (FD). Điểm số Z (Altman) được sử dụng trong bài nghiên cứu để phân loại doanh nghiệp bị KQTC (Kiệt quệ tài chính) và không bị KQTC. Theo đó, trong 2.589 mẫu quan sát, 18,85% các quan sát có nguy cơ KQTC cao, 81,15% quan sát còn lại có sức khỏe tài chính tốt.

Bảng 4.2. Thống kê mô tả biến phụ thuộc theo năm

Năm	Tỷ lệ doanh nghiệp KQTC trung bình (%)
2010	13,2911
2011	26
2012	28,8043
2013	21,8446
2014	18,8118
2015	15,3465
2016	15,4589
2017	14,4927
2018	17,4496
2019	20,765
2020	17,9411

Nguồn: Nhóm tác giả tự tổng hợp từ phần mềm Stata 14

Dựa vào Bảng 4.2, tỷ lệ các doanh nghiệp KQTC vào giai đoạn 2011-2012 là cao nhất, với giá trị từ 26% đến 28,8%. Giai đoạn này, lạm phát ở Việt Nam rất cao, làm giảm lợi

nhuận thu được trên thực tế và là nguyên nhân gây nên sự lao dốc của thị trường chứng khoán giai đoạn này, giá trị cổ phiếu ở mức rất thấp và hầu như không sinh lãi.

Bảng 4.3. Thống kê mô tả biến phụ thuộc theo ngành

Ngành	Tỷ lệ doanh nghiệp KQTC trung bình (%)
Công nghiệp	25,2778
Công nghệ thông tin	13,6986
Dược phẩm và Y tế	5,3191
Dầu Khí	25
Dịch vụ tiêu dùng	14,0449
Hàng tiêu dùng	6,0209
Nguyên vật liệu	12,3563
Tiện ích cộng đồng	14,8148
Tài chính	31,4394

Nguồn: Nhóm tác giả tự tổng hợp từ phần mềm Stata 14

Theo số liệu ở Bảng 4.3, có sự chênh lệch đáng kể giữa tỷ lệ doanh nghiệp KQTC của ngành Tài chính và ngành Dược phẩm và Y Tế. Cụ thể, tỷ lệ này ở ngành Tài chính đạt 31,4394%, còn ở ngành Dược phẩm và Y tế chỉ đạt 5,3191%.

4.1.2. Thống kê mô tả các biến độc lập

Với biến **Sở hữu Quản lý (OWN_MNG)**, thống kê mô tả cho thấy tỷ lệ sở hữu trung bình của các nhà quản lý trong toàn bộ mẫu quan sát đạt 6,11%. Trong đó, tỷ lệ này ở các công ty khỏe mạnh cao hơn ở các công ty có khả năng bị KQTC, nhưng khoảng cách không đáng kể.

Thống kê mô tả cho thấy biến **Sở hữu Nhà nước (OWN_STT)** ở toàn bộ mẫu đạt 17,19%. Cụ thể, ở các công ty khỏe mạnh, tỷ lệ cổ phần trung bình được nắm giữ bởi nhà nước đạt 17,55%, cao hơn so với các công ty có khả năng KQTC là 15,61%.

Ở toàn bộ mẫu quan sát, biến **Sở hữu tổ chức (OWN_INS)** đạt giá trị là 19,93%. Cụ thể, tỷ lệ nắm giữ cổ phần trung bình của các tổ chức trừ các tổ chức Nhà nước ở các doanh nghiệp có khả năng KQTC là 15,54%, thấp hơn khá đáng kể so với tỷ lệ này ở các doanh nghiệp khỏe mạnh là 21%.

Theo thống kê mô tả, biến **Sở hữu Nước ngoài (OWN_FRG)** ở toàn bộ mẫu đạt giá trị 3,02%. Tỷ lệ này ở các doanh nghiệp khỏe mạnh là 3,33% cao hơn ở các doanh nghiệp có khả năng KQTC là 1,7%.

Đối với biến **Sở hữu HĐQT (OWN_BRD)**, kết quả của thống kê mô tả cho thấy trong toàn bộ mẫu quan sát thì tỷ lệ sở hữu trung bình của các thành viên Hội đồng Quản trị đạt mức 9,3%. Giá trị trung bình của biến này ở hai nhóm quan sát không có sự khác biệt đáng kể.

Bảng 4.4. Thống kê mô tả các biến độc lập

Biến	OWN_MNG	OWN_STT	OWN_INS	OWN_FRG	OWN_BRD
Toàn bộ mẫu					

Obs	2589	2589	2589	2589	2589
Mean	0,0611	0,1719	0,1993	0,0302	0,093
Std. Dev.	0,1041	0,2383	0,2477	0,081	0,1374
Min	0	0	0	0	0
Max	0,5163	0,788	0,87	0,44	0,62
Các công ty bị kiệt quệ tài chính					
Obs	488	488	488	488	488
Mean	0,0608	0,1561	0,1554	0,017	0,105
Các công ty không bị kiệt quệ tài chính					
Obs	2101	2101	2101	2101	2101
Mean	0,061	0,1755	0,21	0,0333	0,0907
P-value	0,226	0,001	0,000	0,041	0,839

Nguồn: Nhóm tác giả tự tổng hợp từ phần mềm Stata 14

4.2. Kiểm định hiện tượng đa cộng tuyến

Trong kiểm định này, nhóm tác giả sử dụng kiểm định Pearson để xác định sự tương quan cặp của các biến trong mô hình. Kết quả kiểm định ở bảng 4.3 cho thấy hầu hết giá trị tuyệt đối của hệ số tương quan cặp đều nhỏ hơn 0,4, tuy nhiên có hệ số tương quan cặp của biến OWN_MNG và biến OWN_BRD nhận giá trị bằng 0,6553 > 0,6. Việc hệ số tương quan cặp cao có thể gây những tác động tiêu cực đến mô hình. Do đó, để đảm bảo sự chính xác của mô hình thì nhóm tác giả quyết định chia hai biến OWN_MNG và OWN_BRD ra hai mô hình để thực hiện hồi quy.

Bảng 4.5. Ma trận tương quan giữa các biến độc lập

BIẾN	OWN_MNG	OWN_STT	OWN_INS	OWN_FRG	OWN_BRD	SIZE	OCF	LEV
OWN_MNG	1,000							
OWN_STT	-0,2883	1,000						
OWN_INS	-0,2506	-0,3517	1,000					
OWN_FRG	0,0026	-0,0615	0,2306	1,000				
OWN_BRD	0,6587	-0,3287	-0,2523	-0,0191	1,000			
SIZE	-0,0923	0,0107	0,1368	0,1657	-0,1109	1,000		
OCF	0,0667	-0,0793	-0,0850	-0,0108	0,0675	-0,0601	1,000	
LEV	0,0231	0,0629	-0,0132	-0,1130	0,0417	0,2627	0,0794	1,000

Ghi chú: OWN_MNG: Sở hữu Quản lý, OWN_STT: Sở hữu Nhà nước, OWN_INS: Sở hữu tổ chức, OWN_FRG: Sở hữu Nước ngoài, OWN_BRD: Sở hữu HĐQT, SIZE: Quy mô doanh nghiệp, OCF: Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh, LEV: Đòn bẩy tài chính.

Nguồn: Nhóm tác giả tự tổng hợp từ phần mềm Stata 14

4.3. Kết quả ước lượng mô hình hồi quy

Bảng 4.6 là kết quả ước lượng mô hình hồi quy của 2 mô hình được tách ra từ mô hình gốc. Nhóm tác giả đã sử dụng phương pháp hồi quy logit kết hợp với hiệu ứng cố định năm và cố định ngành để ổn định mô hình ở cả 2 kỹ thuật là Robust và Cluster để nâng cao tính tin cậy của mô hình. Và để làm rõ những giả thuyết mà nhóm tác giả đã nhắc đến ở Chương 3 thì sau đây nhóm tác giả sẽ nhận xét tác động của 5 biến độc lập thuộc các biến Cấu trúc Sở hữu bao gồm OWN_MNG, OWN_STT, OWN_INS, OWN_FRG, OWN_BRD. Ngoài ra nhóm tác giả cũng sẽ nhận xét các tác động của 3 biến kiểm soát được nhắc đến trong mô hình.

Bảng 4.6. Kết quả ước lượng mô hình hồi quy

Biến	Khả năng kiệt quệ tài chính (FD)		Khả năng kiệt quệ tài chính (FD)	
	Robust	Cluster	Robust	Cluster
OWN_MNG	-0,176** (-2,04)	-0,176 (-1,54)		
OWN_STT	-0,201*** (-5,94)	-0,201*** (-3,30)	-0,197*** (-5,66)	-0,197*** (-3,21)
OWN_INS	-0,232*** (-6,73)	-0,232*** (-4,12)	-0,228*** (-6,57)	-0,228*** (-4,14)
OWN_FRG	-0,335*** (-3,13)	-0,335** (-2,09)	-0,330*** (-3,07)	-0,330** (-2,05)
OWN_BRD			-0,095 (-1,55)	-0,095 (-1,17)
SIZE	0,051*** (8,89)	0,051*** (5,04)	0,051*** (8,91)	0,051*** (5,04)
OCF	-0,040 (-1,47)	-0,040 (-1,11)	-0,040 (-1,43)	-0,040 (-1,08)
LEV	0,605*** (14,13)	0,605*** (9,04)	0,604*** (14,36)	0,604*** (9,13)
Cố định năm	Có	Có	Có	Có
Có định ngành	Có	Có	Có	Có

Biến	Khả năng kiệt quệ tài chính (FD)		Khả năng kiệt quệ tài chính (FD)	
Số quan sát (N)	2.589	2.589	2.589	2.589

*Ghi chú: *, **, *** lần lượt tương ứng với mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%. Chỉ số trong dấu ngoặc đơn là chỉ số thống kê z. OWN_MNG: Sở hữu Quản lý, OWN_STT: Sở hữu Nhà nước, OWN_INS: Sở hữu tổ chức, OWN_FRG: Sở hữu Nước ngoài, OWN_BRD: Sở hữu HĐQT, SIZE: Quy mô doanh nghiệp, OCF: Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh, LEV: Đòn bẩy tài chính.*

Nguồn: Nhóm tác giả tự tổng hợp từ phần mềm Stata 14

4.3.1. Kết quả hồi quy nhóm biến độc lập

Dựa vào kết quả thu được từ bảng 4.6 thì nhóm tác giả có những nhận xét về tác động của nhóm biến Cấu trúc Sở hữu như sau:

Biến **Sở hữu Quản lý (OWN_MNG)** có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 5% với kỹ thuật Robust nhưng không có ý nghĩa ở kỹ thuật Cluster. Hệ số hồi quy là -0,176 cho thấy biến có tác động ngược chiều với Khả năng kiệt quệ tài chính. Kết quả này tương đồng với kết quả từ những bài nghiên cứu của Pramudena (2017), Widhiadnyana & Ratnadi (2019).

Về biến **Sở hữu Nhà nước (OWN_STT)** thì ở cả 2 mô hình khi thực hiện Robust hay Cluster thì cũng đều cho biến Sở hữu Nhà nước (OWN_STT) có ý nghĩa thống kê ở mức mạnh 1%. Hệ số hồi quy ở mô hình 1 là -0,201 và mô hình 2 là -0,197 cho thấy biến cũng có tác động ngược chiều. Kết quả thu được tương đồng với kết quả của Deng & Wang (2006), Trần Thị Thúy (2018).

Biến **Sở hữu tổ chức (OWN_INS)** cũng có ý nghĩa thống kê mạnh ở mức 1% ở cả 2 mô hình với kỹ thuật Robust và Cluster. Hệ số hồi quy ở mô hình 1 là -0,232 và mô hình 2 là -0,228. Kết quả này cũng tương đồng với một số nghiên cứu của Widhiadnyana và cộng sự (2019), Udin & cộng sự (2017), Septiani & Dana (2019).

Tác động của biến **Sở hữu Nước ngoài (OWN_FRG)** ở cả mô hình 1 và mô hình 2 thì biến Sở hữu Nước ngoài đều có ý nghĩa thống kê mạnh ở mức 1% đối với kỹ thuật Robust, 5% đối với kỹ thuật Cluster. Hệ số hồi quy ở mô hình 1 là -0,335 và mô hình 2 là -0,330. Kết quả này cũng tương đồng với một số nghiên cứu của Udin & cộng sự (2017).

Còn với biến **Sở hữu Hội đồng Quản trị (OWN_BRD)** thì kết quả cho ra rằng biến không có ý nghĩa thống kê trong mô hình.

4.3.2. Kết quả hồi quy nhóm biến kiểm soát

Biến **Quy mô doanh nghiệp (SIZE)** mang giá trị dương và có ý nghĩa thống kê mạnh 1% ở cả 2 mô hình với cả kỹ thuật Robust & Cluster. Kết quả này tương đồng với nghiên cứu của García & Herrero (2021), Fich & Slezak (2008). Hệ số hồi quy ở cả 2 mô hình đều là 0,051.

Biến **Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh (OCF)** cũng cho kết quả khác hoàn toàn với kỳ vọng của nhóm tác giả. Cụ thể thì biến Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh không có ý nghĩa thống kê trong mô hình này.

Biến **Đòn bẩy tài chính (LEV)** cũng là một biến mạnh với ý nghĩa thống kê ở mức 1% ở cả 2 mô hình với cả 2 kỹ thuật Robust & Cluster. Hệ số hồi quy ở mô hình 1 là 0,605 và mô

hình 2 là 0,604. Kết quả cho ra tương đồng với các nghiên cứu của Wangsih & cộng sự (2021), García & Herrero (2021).

Kết luận và hạn chế của đề tài

Trong nghiên cứu này, nhóm tác giả chủ yếu tập trung vào việc kiểm định tác động của Cấu trúc Sở hữu đến khả năng Kiệt quệ Tài chính của doanh nghiệp niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Việt Nam. Mặc dù kết quả có ý nghĩa đóng góp nhưng vẫn còn tồn tại một vài hạn chế. Đầu tiên, nguồn dữ liệu đa dạng đồng nghĩa với hạn chế về sự tương đồng giữa các số liệu thu được. Ngoài ra, kết quả nghiên cứu còn chưa đi sâu làm rõ mỗi ngành nghề mà chỉ phân tích kết quả cho toàn bộ doanh nghiệp nói chung. Bài nghiên cứu lấy số liệu từ năm 2009 - 2020 nên chưa có góc nhìn sâu hơn về sự tác động của đại dịch Covid - 19 đến tình hình Kiệt quệ Tài chính của doanh nghiệp, đặc biệt là vào năm 2021. Chính vì vậy, nhóm tác giả kỳ vọng các bài nghiên cứu thực hiện trong thời gian tới sẽ được tiến hành với mẫu dữ liệu lớn hơn, thời gian dài hơn, nghiên cứu thêm ở các thời điểm khác nhau, đặc biệt là trong thời kỳ Covid - 19. Cuối cùng, các nghiên cứu tiếp theo sẽ có thể mở rộng nghiên cứu thêm các yếu tố bên ngoài cũng như các yếu tố khác liên quan có thể tác động đến khả năng Kiệt quệ tài chính của doanh nghiệp.

Tài liệu tham khảo

- Altman, E.I., (1968), “Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy”, *The journal of finance*, Vol. 23 No. 4, pp.589-609.
- Argenti, J., (1986), “Predicting corporate failure,”, *Accountancy*, pp. 157-8.
- Bodroastuti, T., (2009), “Pengaruh struktur corporate governance terhadap financial distress”, *Jurnal Ilmiah Aset*, Vol. 11 No. 2, pp.170-182.
- Daily, C. & Dalton, D.R. (1994), “Corporate governance and the bankrupt firm: an empirical assessment”, *Strategic Management Journal*, Vol. 15 No. 8, pp. 643-54.
- Donker, H., Santen, B. & Zahir, S. (2009), “Ownership structure and the likelihood of financial distress in the Netherlands”, *Applied Financial Economics*, Vol. 19 No. 21, pp.1687-1696.
- Elyasiani, E. & Jia, J. (2010), “Distribution of institutional ownership and corporate firm performance”, *Journal of banking & finance*, Vol. 34 No. 3, pp.606-620.
- Fich, E.M. & Slezak, S.L. (2008), “Can corporate governance save distressed firms from bankruptcy? An empirical analysis. Review of Quantitative Finance and Accounting”, *Springer*, Vol. 30 No. 2, pp. 225-251.
- Finishtya, F.C. (2019), “The Role of Cash Flow of Operational, Profitability, and Financial Leverage in Predicting Financial Distress on Manufacturing Company in Indonesia”, *Jurnal Aplikasi Manajemen*, Vol. 17 No. 1, pp. 110-117.
- García, C.J. & Herrero, B. (2021), “Female directors, capital structure, and financial distress”, *Journal of Business Research*, Vol. 136, pp. 592-601.
- Gilson, Stuart & Vetsuypens, Michael (1993), “CEO Compensation in Financially Distressed Firms: An Empirical Analysis”, *Journal of Finance*.
- Greenaway.D., Guariglia. A., & Zhihong. Y., (2014), “The more the better? Foreign ownership and corporate performance in China”, *The European Journal of Finance*, Vol. 20 No. 7-9, pp. 681-702.
- Hotchkiss, E.S. & Mooradian, R.M. (1997), “Vulture investors and the market for control of distressed firms”, *Journal of financial economics*, Vol. 43 No. 3, pp. 401-432.
- Jensen, M.C. (1986), “Agency costs of free cash low, corporate inance and takeovers”, *American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, pp. 323-9
- Jensen, M.C., 1993. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. the *Journal of Finance*, Vol. 48 No. 3, pp.831-880.
- Kordestani, G., Bakhtiari, M. & Biglari, V. (2011) “Ability of combinations of cash flow components to predict financial distress”, *Business: Theory and practice*, Vol. 12 No. 3, pp.277-285.
- Lee S. (2008), “Ownership Structure and Financial Performance: Evidence from Panel Data of South Korea”, *Forthcoming in Corporate Ownership & Control*, Vol. 6 No. 2.

Li, Bing & Pei, Pei & Tan, Fei (2021), "Financial distress and fiscal inflation," *Journal of Macroeconomics, Elsevier*, Vol. 70(C).

Morck, R., A. Shleifer, & R.W. Vishny. (1988) "Management, Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis. Journal of Financial Economics. Proxy Contests and the Efficiency of Shareholder Oversight", *Journal of Financial Economics*, pp. 237-265.

Pfeffer, J. and Salancik, G.R. (1978), *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*, Harper & Row, New York, NY.

Pramudena, S.M. (2017), "The impact of good corporate governance on financial distress in the consumer goods sector", *J. Fin. Bank. Review*, Vol. 2 No. 4, pp. 46-55.

Saleh, D.S. (2018), "Pengaruh Operating Capacity, Arus Kas Operasi dan Biaya Variabel terhadap Financial Distress pada Perusahaan Manufaktur Subsektor Textil dan Garment yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (Bei) Tahun 2009-2016", *Eqien: Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, Vol. 5 No. 1, pp. 34-49.

Selznick, P. (1948), "Foundations of the theory of organization. American sociological review", Vol. 13 No. 1, pp. 25-35.

Septiani, N.M.I. & Dana, I.M. (2019), "Pengaruh likuiditas, leverage, dan kepemilikan institusional terhadap financial distress pada perusahaan property dan real estate", *E-Jurnal Manajemen*, Vol. 8 No. 5, pp. 3110-3137.

Shleifer, A. & Vishny, R.W. (1986), "Large shareholders and corporate control", *Journal of political economy*, Vol. 94 No. 3, Part 1, pp. 461-488.

Sun, Q, Tong, HS & Tong, J. (2002), "How does government ownership affect firm performance? Evidence from China's privatization experience", *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 29, pp. 1-27.

Thúy, T.T. (2017), "Ảnh hưởng của tỷ lệ sở hữu nhà nước đến khả năng kiệt quệ tài chính của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam"

Udin, S., Khan, M. & Javid, A. (2017), "The effects of ownership structure on likelihood of financial distress: an empirical evidence", *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, Vol. 17 No. 4, pp. 589-612

Wang, Z.J. & Deng, X.L. (2006), "Corporate governance and financial distress: Evidence from Chinese listed companies", *Chinese Economy*, Vol. 39 No. 5, pp. 5-27.

Wangsih, I.C., Yanti, D.R., Yohana, Y., Kalbuana, N. and Cahyadi, C.I. (2021), "Influence Of Leverage, Firm Size, And Sales Growth On Financial Distress", *International Journal of Economics, Business and Accounting Research (IJEBAR)*, Vol. 5 No. 4.

Wei, C.C., Fang, W.X., Li, G.H., Kao, Y.W., Tsai, M.L. & Yang, C.Y. (2017), "The relationship between ownership structure and the probability of a financial distress warning happening: evidence of listed common stock companies in Taiwan", *Applied Economics and Finance*, Vol. 4 No. 1, pp. 34-42.

Widhiadnyana, I.K. and Ratnadi, N.M.D. (2019), "The impact of managerial ownership, institutional ownership, proportion of independent commissioner, and intellectual capital on

financial distress”, *Journal of Economics, Business, and Accountancy Ventura*, Vol. 21 No. 3, pp. 351-360.

Wruck, K. (1990), “Financial distress, reorganization, and organizational efficiency”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 27 No. 2, pp. 419-444.