

QUYỀN SỞ HỮU QUẢN LÝ VÀ GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP: VAI TRÒ ĐIỀU TIẾT CỦA THẬN TRỌNG KẾ TOÁN

TS. Ngô Nhật Phương Diễm*

Với mục đích đánh giá tác động của quyền sở hữu ban quản lý đến giá trị doanh nghiệp cũng như vai trò điều tiết của thận trọng kế toán đến quan hệ giữa sở hữu quản lý và giá trị doanh nghiệp, nghiên cứu đã sử dụng dữ liệu của 550 công ty phi tài chính niêm yết trên hai sàn chứng khoán HOSE và HNX trong giai đoạn 2015 - 2023. Mô hình ước lượng tổng quát hóa tối thiểu (GLS) được sử dụng đã thừa nhận chưa có đủ bằng chứng để chứng minh sở hữu quản lý có tác động đến giá trị doanh nghiệp ngay cả trong trường hợp có biến điều tiết thận trọng kế toán. Đồng thời nghiên cứu cũng thừa nhận các biến kiểm soát như quy mô hội đồng quản trị, chất lượng kiểm toán có tác động tích cực, làm gia tăng giá trị doanh nghiệp tại mức ý nghĩa 1%. Kết quả nghiên cứu cung cấp nền tảng phát triển hướng nghiên cứu mới trong tương lai theo khía cạnh xem xét quan hệ phi tuyến giữa sở hữu quản lý và giá trị doanh nghiệp.

• Từ khóa: giá trị doanh nghiệp, quyền sở hữu quản lý, kế toán thận trọng.

With the aim of assessing the impact of managerial ownership on firm value as well as the moderating role of accounting conservatism on the relationship between managerial ownership and firm value, the study used data from 550 non-financial companies listed on the two stock exchanges HOSE and HNX in the period 2015 - 2023. The Feasible Generalized Least Squares model (GLS) acknowledged that there was not enough evidence to prove that managerial ownership has an impact on enterprise value even in the case of accounting prudence moderating variables. At the same time, the study also acknowledged that control variables such as board size and audit quality have a positive impact, increasing enterprise value at the 1% significance level. The research results provide a foundation for developing a new research direction in the future in terms of considering the nonlinear relationship between managerial ownership and enterprise value.

• Key words: firm value, managerial ownership, accounting conservatism.

JEL codes: G32, M40

Ngày gửi bài: 14/11/2024

Ngày gửi phản biện: 20/11/2024

Ngày nhận và sửa sau phản biện: 28/11/2024

Ngày chấp nhận đăng: 02/01/2025

1. Giới thiệu

Giá trị công ty là yếu tố khá quan trọng, ảnh hưởng đến sự đánh giá của nhà đầu tư về mức độ thành công của một công ty thông qua việc so sánh giá cổ phiếu và giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu (Indy và cộng sự, 2023), là yếu tố thiết yếu đối với nhà đầu tư để

đưa ra quyết định đầu tư (Yuwono và Aurelia, 2021). Giá trị doanh nghiệp phản ánh khả năng tạo ra lợi nhuận trong tương lai của đơn vị tham gia kinh doanh (Uzliawati & Djati, 2015). Theo lý thuyết đại diện (Jensen và Meckling, 1976) thì việc tách biệt quyền kiểm soát và quyền sở hữu làm phát sinh xung đột lợi ích giữa các bên liên quan và xung đột lợi ích cũng làm giảm giá trị công ty (Ruan & cộng sự, 2009). Việc thay đổi cơ cấu sở hữu cũng như gia tăng quyền sở hữu quản lý được cho là sẽ giải quyết được xung đột giữa nhà quản lý và cổ đông (Jensen & Meckling, 1976; Belkhir, 2009; Moudud-Ul-Huq & cộng sự, 2020). Với tư cách là một cơ chế chức năng, hội đồng quản trị có quyền và trách nhiệm ra quyết định, cơ cấu sở hữu của các thành viên hội đồng quản trị thực hiện nghĩa vụ giám sát và giám sát quyết định của công ty nên quyền sở hữu của nhà quản lý có thể là một cơ chế quản trị công ty hiệu quả (Bhagat & Bolton, 2008). Các nghiên cứu đã cho rằng quyền sở hữu quản lý như một cơ chế quản trị công ty hiệu quả, ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của công ty xuất phát từ lý thuyết quyền sở hữu (Berle & Means, 1932).

Trong thời gian qua, nghiên cứu về tác động của quyền sở hữu quản lý đối với giá trị công ty được sự quan tâm của các nhà nghiên cứu. Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu chưa có sự đồng thuận cả về nghiên cứu thực nghiệm cũng như trong các tài liệu liên quan (Chen, 2013; Moudud-Ul-Huq & cộng sự, 2020). Cụ thể, Core và Larcker (2002); Hermallin và Weisbach (1991) đã nhấn mạnh tác động đáng kể của quyền sở hữu quản lý đến giá trị công ty; hay như quyền sở hữu quản lý có tác động tích cực đến giá trị công ty

* Trường Đại học Tài chính - Marketing; email: ngodiem @ufm.edu.vn

(Akyunia & Kurnia, 2021; Pratama và cộng sự, 2019; Putranto & Kurniawan, 2018). Nhưng Dermawan & Triyonowatri (2021) cho rằng quyền sở hữu quản lý có tác động tiêu cực đến giá trị công ty với quan điểm khi quyền sở hữu nội bộ cao có tác động đến xu hướng người quản lý hành động vì lợi ích của bản thân. Một số nghiên cứu khác thì không tìm thấy mối quan hệ có ý nghĩa giữa quyền sở hữu quản lý và giá trị công ty (Demser & Lehn, 1985; Himmelberg & cộng sự, 1999). Trong khi đó, Bhagat & Bolton (2013) cho rằng có thể có quan hệ hai chiều giữa giá trị công ty và quyền sở hữu quản lý. Ngoài ra, việc đánh giá giá trị doanh nghiệp nhằm xác định cơ hội đầu tư vào doanh nghiệp bị ảnh hưởng bởi kế toán thận trọng khi nguyên tắc này ngăn cản các công ty phóng đại lợi nhuận và tài sản trong báo cáo tài chính (Zulfara & Ismanto, 2019). Do đó, Chung & Pruitt (1996) cho rằng các nghiên cứu trước đây đã không giải quyết đầy đủ quan hệ giữa quản trị công ty và giá trị doanh nghiệp và đó cũng có thể là do các nghiên cứu trước đây chưa đưa đầy đủ các biến tác động vào trong mô hình nghiên cứu. Vì vậy, trong nghiên cứu này, tác giả nghiên cứu tác động của sở hữu quản lý cùng với vai trò điều tiết của thận trọng kế toán đến tác động của sở hữu quản lý đến giá trị doanh nghiệp nhằm đánh giá vai trò của thận trọng kế toán như thế nào trong mối quan hệ này.

Cấu trúc của bài viết ngoài phần giới thiệu là tổng quan nghiên cứu, giả thuyết đề xuất. Phần tiếp theo là dữ liệu, phương pháp nghiên cứu. Nội dung thứ tư của bài viết là kết quả nghiên cứu và cuối cùng là kết luận - hàm ý quản lý.

2. Tổng quan nghiên cứu và giả thuyết đề xuất

Nghiên cứu sử dụng hai lý thuyết chính là lý thuyết đại diện và lý thuyết quản lý. Dưới góc nhìn từ lý thuyết đại diện, xung đột lợi ích giữa chủ sở hữu và nhà quản lý là một vấn đề đại diện nên đã khiến cho ban quản lý thất bại trong việc tối đa hóa giá trị cho cổ đông (Jensen & Meckling, 1976; Shleifer & Vishny, 1997). Bằng cách sử dụng các cơ chế giám sát và kiểm soát thích hợp để bảo vệ cổ đông nên phát sinh chi phí đại diện (Fama & Jensen, 1983). Jensen & Meckling (1976) cho rằng tăng quyền sở hữu quản lý để buộc các nhà quản lý phải chịu hậu quả về tài sản do chính sách của họ gây ra. Do đó, quyền sở hữu quản lý đóng vai trò là cơ chế quản trị trong việc điều chỉnh lợi ích của nhà quản lý với lợi ích của cổ đông bên ngoài. Hơn nữa, Vo & Phan (2013) nhận thấy gia tăng sở hữu quản lý sẽ cải thiện hiệu suất hoạt động và làm tăng giá trị công ty. Khi nhà quản lý nắm giữ một phần đáng kể vốn chủ sở hữu của công ty thì nhà quản lý có xu

hướng sử dụng nhiều quyền lợi hơn, giảm các cơ hội đầu tư rủi ro để bảo vệ lợi ích của chính họ (Morck & cộng sự, 1988). Mặt khác, quyền sở hữu quản lý có thể giúp kiểm soát các vấn đề đại diện và xung đột đại diện có thể được khắc phục bằng cách áp dụng nguyên tắc thận trọng trong báo cáo tài chính (Safitri và cộng sự, 2023). Việc áp dụng nguyên tắc thận trọng trong kế toán có thể giảm thiểu sự lạc quan quá mức về lợi ích sẽ thu được giữa nhà quản lý và cổ đông vốn không phải lúc nào cũng giống nhau và đây cũng là cơ chế để khắc phục các vấn đề đại diện (Solichah, 2020). Đồng thời, xung đột lợi ích của các bên làm ảnh hưởng đến chất lượng lợi nhuận cũng như dẫn đến việc ra quyết định của nhà đầu tư và chủ nợ kém hiệu quả nên làm giảm giá trị công ty (Jonathan & Machar, 2018). Hơn nữa, lý thuyết quản lý cho rằng các nhà quản lý trong đơn vị thực hiện tốt vai trò và hoạt động vì lợi ích của bên đại diện (Shan, 2019).

Quyền sở hữu quản lý được đánh giá như một công cụ quản trị hiệu quả, thu hút sự quan tâm của các bên liên quan (Moudud-Ul-Huq & cộng sự, 2020; Dixon và cộng sự, 2017), tác động đến giá trị công ty (Noradiva & cộng sự, 2016). Một đe dọa lớn nhất đối với quản trị công ty là hiệu ứng cổ thủ về mặt quản lý có thể phát sinh từ việc sở hữu quản lý lớn hơn có thể tạo ra quyền lực không cân bằng đối với các bên liên quan khác. Vì vậy, cần phải bảo đảm sự cân bằng giữa cổ thủ quản lý và hiệu quả liên kết để sở hữu quản lý có hiệu quả (Mishra và Kapil, 2016). Để điều chỉnh vấn đề đại diện, quyền sở hữu quản lý đóng vai trò như một công cụ kiểm soát nội bộ (Jensen & Meckling, 1976). Theo Francis & Smith, (1995) quyền sở hữu quản lý có tác động tích cực với hiệu quả hoạt động của công ty nên sẽ làm gia tăng giá trị doanh nghiệp cùng đồng quan điểm với nghiên cứu của Falade và cộng sự (2021). Tuy nhiên, một số nghiên cứu thừa nhận tỷ lệ sở hữu quản lý cao làm giảm giá trị công ty do hiệu ứng cổ thủ quản lý (DeAngelo và DeAngelo, 1985; Stulz, 1988).

Những nghiên cứu trước đây liên quan về mối quan hệ giữa quyền sở hữu quản lý và giá trị doanh nghiệp chưa thống nhất. Một số nghiên cứu lập luận rằng tỷ lệ sở hữu quản lý cao làm giảm chi phí đại diện và làm giá trị công ty tốt hơn (Balatbat & cộng sự, 2004; Agrawal và Knoeber, 1996; Morck & cộng sự, 1988, Falade và cộng sự, 2021). Trong khi đó, các nghiên cứu khác lại báo cáo quan hệ tiêu cực giữa quyền sở hữu quản lý và giá trị công ty với lập luận rằng quyền sở hữu quản lý tăng lên dẫn đến cổ thủ quản lý và do đó giảm giá trị công ty (Fama & Jensen, 1983a; Morck & cộng sự, 1988; Jensen & Murphy,

1990; Slovin & Sushka, 1993; Boyle et al, 1998). Hơn nữa các nghiên cứu trước đây cũng cho thấy quan hệ nhân quả hai chiều giữa quyền sở hữu quản lý và giá trị công ty. Điển hình như Chung và Pruitt (1996) thừa nhận mối quan hệ hai chiều giữa quyền sở hữu quản lý với giá trị công ty là có thể xảy ra. Bhattacharya & Graham (2009) thừa nhận quan hệ nhân quả hai chiều giữa quyền sở hữu quản lý và giá trị công ty do khả năng quyền sở hữu quản lý bị nội sinh thông qua kỹ thuật 3SLS. Tương tự như vậy Farooque và cộng sự (2010), Shan (2019) cũng thừa nhận mối quan hệ hai chiều giữa sở hữu quản lý và giá trị công ty.

Do đó, trong nghiên cứu này, giả thuyết được xây dựng:

H_{1a} : Quyền sở hữu quản lý có tác động tích cực đến giá trị doanh nghiệp

H_{1b} : Giá trị doanh nghiệp có tác động tích cực đến quyền sở hữu quản lý.

Nguyên tắc thận trọng có thể làm giảm xung đột đại diện giữa cổ đông và ban quản lý vì nó có thể ngăn chặn những hành động cơ hội liên quan đến lợi ích bản thân (Octaviani và cộng sự, 2021). Nguyên tắc thận trọng kế toán cũng đóng vai trò như một chính sách giám sát đầu tư của doanh nghiệp (Safitri và cộng sự, 2023). Theo IASB (1989) thận trọng kế toán là một mức độ thận trọng trong việc đưa ra ước tính cần thiết trong điều kiện không chắc chắn như tài sản và thu nhập không được đánh giá quá cao và cá khoản nợ, chi phí không được đánh giá quá thấp. Tương đồng quan điểm trên chuẩn mực chung kiểm toán Việt Nam VAS 01 định nghĩa thận trọng kế toán là một nguyên tắc trong việc xem xét, cân nhắc, phán đoán cần thiết để lập các ước tính kế toán trong điều kiện không chắc chắn. Do đó, nguyên tắc thận trọng giúp công ty nhận ra các khoản lỗ nhanh hơn, giúp nhà quản lý xác định dự án đầu tư hiệu quả làm tăng giá trị công ty (Habibah & Aisyah Margie, 2021). Báo cáo tài chính thận trọng cũng nâng cao giá trị công ty bằng cách hạn chế các nhà quản lý thực hiện hành vi cơ hội (Watts, 2003; Lafond & Watts, 2008; LaFond & Roychowdhury, 2008). Bushman và cộng sự (2011) cho rằng khi ghi nhận kịp thời các khoản lỗ ảnh hưởng đến độ nhạy của đầu tư. Báo cáo tài chính thận trọng làm cho nhà quản lý ít có khả năng đầu tư vào các dự án có NPV âm vì việc thực thi việc ghi nhận tổn thất kịp thời sẽ giảm thù lao dựa trên thu nhập của họ (Ball & Shivakumar, 2005) và ảnh hưởng danh tiếng. Tương đồng với quan điểm này, Francis & Martin (2010) cho rằng chủ nghĩa thận trọng cải thiện hiệu quả đầu tư nên nâng cao giá trị công ty và vốn chủ sở hữu. Do đó, giả thuyết được đề xuất:

H_2 : Thận trọng kế toán làm gia tăng giá trị công ty

Thận trọng kế toán làm gia tăng tác động của sở hữu quản lý giá trị công ty

Dewi & Abundanti (2019) thừa nhận tăng tỷ lệ sở hữu quản lý kỳ vọng nhà quản lý có động lực để tối đa hóa giá trị công ty. Ban lãnh đạo sẽ cẩn thận hơn trong việc lựa chọn chính sách kế toán. Vì vậy các công ty áp dụng nguyên tắc thận trọng trong kế toán khi tỷ lệ sở hữu quản lý cao (Jaya & cộng sự, 2018). Những hành động mang tính cơ hội có thể làm giảm giá trị công ty vì các nhà quản lý chỉ quan tâm đến lợi nhuận của mình (Dermawan & Triyonowati, 2020). Pambudi (2017) thừa nhận sở hữu quản lý có tác động tích cực đến tính thận trọng trong kế toán. Điều này cho thấy nguyên tắc thận trọng được cho là có thể ngăn cản nhà quản lý thực hiện hành vi cơ hội cũng như gia tăng tuân thủ các quy tắc nhằm đạt mục tiêu nên gia tăng giá trị công ty. Do đó, giả thuyết được đề xuất:

H_3 : Thận trọng kế toán làm gia tăng tác động của sở hữu quản lý đến giá trị công ty

3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu

Trong nghiên cứu này, tác giả thu thập dữ liệu từ báo cáo tài chính đã được kiểm toán của các công ty phi tài chính niêm yết trên hai sàn HOSE và HNX từ năm 2015 đến 2022 thông qua website Vietstock.vn để đánh giá mức độ ảnh hưởng của quyền sở hữu quản lý đến giá trị công ty thông qua vai trò điều tiết của thận trọng kế toán. Sau khi loại trừ các công ty không đủ dữ liệu từ 2015 đến 2023, thì số công ty còn lại trong mẫu nghiên cứu là 550 công ty với 4.950 quan sát.

3.2. Mô hình nghiên cứu

Căn cứ vào giả thuyết nghiên cứu và lược khảo các nghiên cứu trước tác giả xây dựng mô hình sau:

$$\text{Tobin}'Q_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{MAOWN}_{it} + \alpha_2 \text{CONACC}_{it} + \alpha_3 \text{CONACC} * \text{MAOWN} + \beta_i \{\text{Controls}\}_{it} + \varepsilon_{it}$$

Trong đó:

Tobin'Q: biến phụ thuộc đại diện giá trị doanh nghiệp.

MAOWN: sở hữu quản lý đại diện cho biến độc lập.

CONACC: thận trọng kế toán đại diện biến điều tiết.

Controls: các biến kiểm soát gồm quy mô hội đồng quản trị, hệ số nợ dài hạn, quy mô công ty và chất lượng kiểm toán.

α_i, β_i : các hệ số hồi quy

ε_{it} : sai số trong phân dư

3.3. Đo lường các biến trong mô hình nghiên cứu

Bảng 1: Đo lường biến độc lập, biến phục thuộc và biến điều tiết

Biến	Ký hiệu	Định nghĩa và đo lường	Nguồn
Giá trị công ty	Tobin'Q	(Giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu + giá trị sổ sách của nợ phải trả)/tổng tài sản	Cui & Mark (2002), Dmsetz & Villalonga (2001), Moudud-UI-Huq và cộng sự (2020)
Sở hữu quản lý	MAOWN	Cổ phiếu phổ thông do Ban giám đốc và HĐQT nắm giữ	Đuc & Van (2014); Falade và cộng sự (2021)
Thận trọng kế toán	CONACC	CONACC = (INIt +DEPit - OCFit)/TAit NI: Lợi nhuận trước thuế và các khoản bất thường; DEP chỉ phí khấu hao; OCF: dòng tiền từ HĐKD	Ahmed & Duellman (2007)

Nguồn: Tác giả tổng hợp

Để tránh vấn đề nội sinh do thiếu biến nền trong nghiên cứu này, tác giả đã sử dụng các biến kiểm soát bao gồm: quy mô hội đồng quản trị (BDSIE), đòn bẩy tài chính (LEV), quy mô công ty (FSIZE), chất lượng kiểm toán (AUDIT). Các biến này được sử dụng rộng rãi trong các nghiên cứu về quản trị doanh nghiệp. BDSIZE đại diện cho số lượng thành viên hội đồng quản trị (Bhagat & Bolton, 2008, Bolton, 2014), LEV đại diện cho tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản (Bhagat & Bolton, 2008, Bolton, 2014); FSIZE được đo lường thông qua logarit tự nhiên của giá trị sổ sách của tổng tài sản (Demsetz & Villalonga, 2001; Shan, 2019); AUDIT được mã hóa bằng 1 nếu công ty được kiểm toán bằng big4 ngược lại nhận giá trị bằng 0 (Shan, 2019; Al Farroque & cộng sự, 2010).

4. Kết quả nghiên cứu

Bảng 2: Thống kê mô tả các biến

Biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
Tobin'Q	4,950	1.1379	0.6529	0.14512	10.739
MaOwn	4,950	21.254	16.432	3,43	93.52
CONACC	4,950	0.0406	0.1415	-3.05225	1.0428
MaOwn*CONACC	2,436	0.8678	3.750	-58,828	35,765
BDSIZE	4,950	5.3862	1.2346	3	12
LEV	4,950	0.3863	0.2355	4.74E-05	0.985466
FSIZE	4,950	11.925	0.6926	10.13727	14.82455
AUDIT	4,950	0.2505	0.4333	0	1

Nguồn: tác giả tự tổng hợp từ phần mềm Stata 18

Kết quả tại bảng 2 cho thấy giá trị công ty có giá trị trung bình 1.1379 lớn hơn 1 điều này có nghĩa cổ phiếu của công ty được định giá cao hơn giá trị sổ sách. Tương tự, sở hữu quản lý có giá trị trung bình khá cao chiếm khoảng 21% có sự chênh lệch giữa giá trị thấp nhất và cao nhất khá lớn. Đồng thời, với giá trị trung bình 0.0406 của biến CONACC thì các công ty

niêm yết trong giai đoạn 2015 đến 2023 chưa thật sự tuân thủ nguyên tắc thận trọng trong kế toán.

Bảng 3: Kiểm định lựa chọn mô hình hồi quy phù hợp

Tên kiểm định	Kết quả
Kiểm định F	F(7, 4.170)= 6.13; Prob>F = 0.000
Kiểm định LM	Chibar2(01) = 2686.94, Prob>chibar2=0.000
Kiểm định Hausman	Chibar2(7) = 82.90; Prob>chibar2 = 0.000
Kiểm định phương sai sai số thay đổi	Prob>chi2= 0.000
Kiểm định tự tương quan	Prob>F = 0.0000

Nguồn: tác giả tự tổng hợp từ phần mềm Stata 18

Vì nghiên cứu sử dụng bảng trong thời gian 2015 đến 2023 nên tác giả đã sử dụng các kiểm định F, kiểm định LM và kiểm định Hausman để lựa chọn mô hình phù hợp nhất cho ước lượng. Sau khi thực hiện kiểm định thì mô hình FEM (Fixed Effect Model) là mô hình phù hợp nhất. Tuy nhiên, khi kiểm định phương sai có sai số thay đổi và tự tương quan thì mô hình bị phương sai thay đổi và tự tương quan nên tác giả sử dụng mô hình GLS nhằm khắc phục khuyết điểm này.

Tiếp theo, tác giả kiểm tra đa cộng tuyến và mối tương quan giữa các biến với kết quả thể hiện tại bảng 4. Các hệ số tương quan giữa các biến trong mô hình đều nhỏ hơn 0.5 và hệ số vif < 4 nên kết luận không có mối tương quan chặt chẽ và không tồn tại hiện tượng đa cộng tuyến.

Bảng 4: Kiểm tra mối tương quan và đa cộng tuyến

	TOBIN'Q	MAOWN	CONACC	MAOWN*CONACC	BDSIZE	LEV	FSIZE	AUDIT	1/VIF
TOBIN'Q	1								
MAOWN	0.0024	1							1.09
CONACC	0.0939	0	1						2.98
MAOWN*CONACC	0.0826	0.1647	0.8032	1					3.05
BDSIZE	0.1362	-0.0102	0.0313	0.0303	1				1.14
LEV	-0.0023	-0.0585	-0.0834	-0.0751	0.1453	1			1.06
FSIZE	0.0658	-0.0267	0.0474	0.0375	0.3328	0.1684	1		1.38
AUDIT	0.1283	0.0067	0.0168	0.0176	0.1779	-0.008	0.4328	1	1.24
Mean VIF									1.71

Nguồn: tác giả tự tổng hợp từ phần mềm Stata 18

Kết quả hồi quy GLS tại bảng 5 và bảng 6 thừa nhận không có mối quan hệ giữa sở hữu quản lý và giá trị doanh nghiệp tại mức ý nghĩa 5%. Điều này có nghĩa là giả thuyết H1a và H1b bị bác bỏ hay chính là trong nghiên cứu này chưa có bằng chứng chứng minh sở hữu quản lý tác động đến giá trị doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu không ủng hộ lý thuyết đại diện khi cho rằng nhà quản lý sở hữu cổ phiếu càng nhiều thì giảm xung đột đại diện (Jensen & Meckling, 1976), giảm chi phí đại diện nên giá trị doanh nghiệp sẽ được gia tăng. Nhưng kết quả đồng thuận với quan điểm của Demsetz & Lehn (1985); Himmelberg & cộng sự (1999) khi chưa thừa nhận tác động của sở hữu quản

lý đến giá trị doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu này có sự khác biệt với các nghiên cứu (Balatbat & cộng sự, 2004; Agrawal và Knoeber, 1996; Morck & cộng sự, 1988, Falade và cộng sự, 2021) bởi vì theo nghiên cứu của Morck và cộng sự (1988) thì sở hữu quản lý có mối quan hệ hình chữ U ngược với giá trị doanh nghiệp tại điểm uốn với sở hữu quản lý nằm trong khoảng 40%-50%. Tuy nhiên, trong nghiên cứu này, tác giả không phân chia sở hữu quản lý thành các mức 0-5%, 5-25%, trên 25%. Đồng thời, nghiên cứu Shan (2019) cho rằng có tồn tại mối quan hệ nội sinh khi nghiên cứu sở hữu quản lý và giá trị doanh nghiệp.

Kết quả nghiên cứu cũng cung cấp bằng chứng thừa nhận công ty tuân thủ nguyên tắc thận trọng sẽ làm gia tăng hiệu quả hoạt động, gia tăng giá trị doanh nghiệp và đồng thuận với quan điểm thận trọng kế toán cải thiện hiệu quả đầu tư, gia tăng giá trị doanh nghiệp (Habibah & Aisyah Margie, 2021; Francis & Martin, 2010). Tuy nhiên khi có sự điều tiết của biến thận trọng kế toán thì sở hữu quản lý không còn tác động đến giá trị công ty. Hơn nữa, nghiên cứu cũng cung cấp bằng chứng tin cậy về tác động dương tại mức ý nghĩa 1% của quy mô hội đồng quản trị, chất lượng kiểm toán đến giá trị doanh nghiệp. Trong khi đó, quy mô công ty thì có tác động tiêu cực đến giá trị doanh nghiệp tại mức ý nghĩa 10%.

Bảng 5: Kết quả hồi quy GLS với biến phụ thuộc là giá trị doanh nghiệp

TOBIN'Q	Hệ số hồi quy	Độ lệch chuẩn	Giá trị t	P value	Dấu tác động
MAOWN	-0.00005	0.0006	-0.08	0.940	Không tác động
CONACC	0.3442	0.1109	3.10	0.002**	+
MAOWN*CONACC	0.0031	0.0042	0.72	0.469	Không tác động
BDSIZE	0.065	0.0078	8.28	0.000***	+
LEV	-0.0191	0.0398	-0.48	0.631	Không tác động
FSIZE	-0.0274	0.0154	-1.78	0.075*	-
AUDIT	0.1769	0.0234	7.55	0.000***	+
_cons	1.062	0.1737	6.11	0.000***	

Note: số quan sát 4.950, Prob > chi2 = 0.000; với ***, **, * mức ý nghĩa lần lượt là 1%, 5% và 10%.

Nguồn: tác giả tự tổng hợp từ phần mềm Stata 18

Bảng 6: Kết quả hồi quy GLS với biến phụ thuộc là sở hữu quản lý

MAOWN	Hệ số hồi quy	Độ lệch chuẩn	Giá trị t	P value	Dấu tác động
TOBIN'Q	-0.0663665	0.398252	-0.17	0.868	Không tác động
CONACC	-2.24337	3.103781	-0.72	0.47	Không tác động
TOBIN'Q*CONACC	1.441172	2.10632	0.68	0.494	Không tác động
BDSIZE	0.0444585	0.202852	0.22	0.827	Không tác động
LEV	-3.83288	1.018112	-3.76	0.000***	-
FSIZE	-0.6152281	0.395397	-1.56	0.12	Không tác động
AUDIT	0.6449241	0.603703	1.07	0.285	Không tác động
_cons	29.85895	4.451874	6.71	0.000***	

Số quan sát: 4.152 R² điều chỉnh: 0.224, Prob > chi2 = 0.000

Với ***, **, * mức ý nghĩa lần lượt là 1%, 5% và 10%.

Nguồn: Tác giả tổng hợp từ phần mềm Stata 18

5. Kết luận và hàm ý chính sách

Thông qua hồi quy GLS, nghiên cứu không tìm thấy bằng chứng cho thấy mối quan hệ giữa sở hữu quản lý và giá trị doanh nghiệp ngay cả khi có biến điều tiết thận trọng kế toán. Trong khi đó, nghiên cứu thừa nhận tác động tích cực của quy mô hội đồng quản trị, chất lượng kiểm toán đến giá trị doanh nghiệp cũng như tác động tiêu cực của quy mô công ty đến Tobin'Q. Mặc dù, nghiên cứu chưa đạt được mục tiêu đề ra ban đầu nhưng kết quả này cũng là căn cứ hỗ trợ các công ty niêm yết thấy được tầm quan trọng của nguyên tắc thận trọng kế toán đối với việc gia tăng giá trị cổ phiếu. Ngoài ra, nghiên cứu này đã mở ra vấn đề mới trong tương lai khi nghiên cứu về mối quan hệ giữa sở hữu quản lý và giá trị doanh nghiệp. Đó là nên xem xét tác động phi tuyến giữa sở hữu quản lý và giá trị doanh nghiệp cũng như nghiên cứu về vấn đề nội sinh phát sinh khi xem xét tác động của sở hữu quản lý đến giá trị doanh nghiệp.

Tài liệu tham khảo:

- Al Farooque, O., Van Zijl, T., Dunstan, K., & Waresul Karim, A. (2010). Co-deterministic relationship between ownership concentration and corporate performance: Evidence from an emerging economy. *Accounting Research Journal*, 23(2), 172-189. <https://doi.org/10.1108/10309611011073250>
- Bhagat, S., & Bolton, B. (2008). Corporate governance and firm performance. *Journal of corporate finance*, 14(3), 257-273. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2008.03.006>
- Bolton, B. (2014). Audit committee performance: ownership vs. independence-Did SOX get it wrong? *Accounting & Finance*, 54(1), 83-112. <https://doi.org/10.1111/j.1467-629X.2012.00504.x>
- Ball, R., & Shivakumar, L. (2005). Earnings quality in UK private firms: comparative loss recognition timeliness. *Journal of accounting and economics*, 39(1), 83-128. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.04.001>
- Belkhir, M. (2009). Board structure, ownership structure and firm performance: evidence from banking. *Applied financial economics*, 19(19), 1581-1593. <https://doi.org/10.1080/09603100902967561>
- Bushman, R. M., Piotroski, J. D., & Smith, A. J. (2011). Capital allocation and timely accounting recognition of economic losses. *Journal of Business Finance & Accounting*, 38(1-2), 1-33. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2010.02231.x>
- Chen, M. Y. (2013). Adjustments in managerial ownership and changes in firm value. *International Review of Economics & Finance*, 25, 1-12
- Chung, K. H., & Pruitt, S. W. (1996). Executive ownership, corporate value, and executive compensation: A unifying framework. *Journal of Banking & Finance*, 20(7), 1135-1159. [https://doi.org/10.1016/0378-4266\(95\)00039-9](https://doi.org/10.1016/0378-4266(95)00039-9)
- Demsetz, H., & Villalonga, B. (2001). Ownership structure and corporate performance. *Journal of corporate finance*, 7(3), 209-233. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(01\)00020-7](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(01)00020-7)
- Falade, A. O. O., Nejo, F. M., & Gbemigun, C. O. (2021). Managerial ownership and firm value of selected Nigeria listed manufacturing companies: Does dividend payment policy really mediate. *Noble International Journal of Economics and Financial Research*, 6(4), 78-90.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). The separation of ownership and control. *Journal of law and Economics*, 26(2), 327-325.
- Francis, J. R., & Martin, X. (2010). Acquisition profitability and timely loss recognition. *Journal of accounting and economics*, 49(1-2), 161-178. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2009.09.003>
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). The theory of the firm: managerial behavior, Agency costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360
- Indy, L. A., Uzliawati, L., & Yulianto, A. S. (2023). Managerial ownership profitability and firm value agency theory perspective. *Enrichment: Journal of Management*, 13(1), 619-626.
- Lafond, R., & Roychowdhury, S. (2008). Managerial ownership and accounting conservatism. *Journal of accounting research*, 46(1), 101-135. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2008.00268.x>
- LaFond, R., & Watts, R. L. (2008). The information role of conservatism. *The accounting review*, 83(2), 447-478. <https://doi.org/10.2308/accr-2008.83.2.447>
- Moudud-Ul-Huq, S., Biswas, T., & Proshad Dola, S. (2020). Effect of managerial ownership on bank value: insights of an emerging economy. *Asian Journal of Accounting Research*, 5(2), 241-256.
- Olusegun, F. A. O., Michael, N. F., & Omoleye, G. C. (2021). Managerial Ownership and Firm Value of Selected Nigeria Listed manufacturing companies: Does Dividend payment policy really mediate? *Noble International Journal of Economics and Financial research*, 6(4), 78-90. <https://doi.org/10.51550/nijejr.64.78.90>
- Ruan, W., Tian, G., & Ma, S. (2009). Managerial Ownership and Firm Value: Evidence from China's Civilian-Run-Firms. *Journal of Accounting and Finance*.
- Shan, Y. G. (2019). Managerial ownership, board independence and firm performance. *Accounting Research Journal*, 32(2), 203-220. <https://doi.org/10.1108/ARJ-09-2017-0149>
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The journal of finance*, 52(2), 737-783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- Watts, R. L. (2003). Conservatism in accounting part I: Explanations and implications. *Accounting horizons*, 17(3), 207-221. <https://doi.org/10.2308/accch.2003.17.3.207>
- Uzliawati, L., & Djati, K. (2015). Intellectual capital disclosure, corporate governance structure and firm value in Indonesian banking industry. *International Journal of Monetary Economics and Finance*, 8(2), 162-177. <http://doi.org/10.1504/IJMEF.2015.070780>