

**BỘ TÀI CHÍNH**  
**TRƯỜNG ĐẠI HỌC TÀI CHÍNH MARKETING**

.....

**NGUYỄN THỊ THU THỦY**

**QUẢN TRỊ CÔNG TY, CẤU TRÚC VỐN VÀ HIỆU QUẢ  
HOẠT ĐỘNG DOANH NGHIỆP: NGHIÊN CỨU THỰC  
NGHIỆM TỪ CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN THỊ  
TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

Ngành: Tài chính-Ngân hàng  
Mã số ngành: 9 34 02 01

**TÓM TẮT LUẬN ÁN TIẾN SĨ**

**THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH-2023**

Công trình được hoàn thành tại:

Trường Đại học Tài chính – Marketing

Người hướng dẫn khoa học 1: TS. Nguyễn Văn Thuận

Người hướng dẫn khoa học 2: TS. Đặng Thị Ngọc Lan

Phản biện độc lập 1 : .....

Phản biện độc lập 2 : .....

Phản biện 1 :.....

.....

Phản biện 2 :: .....

.....

Phản biện 3:.....

.....

Luận án sẽ được bảo vệ trước Hội đồng chấm luận án cấp trường họp tại.....

.....

Vào hồi.....giờ..... Ngày..... tháng..... năm .....

Có thể tìm hiểu luận án tại thư viện: .....

Có thể tìm hiểu luận án tại thư viện:

- Thư viện.....

- Thư viện.....

# MỤC LỤC

1. Lý do chọn đề tài nghiên cứu-----	1
2. Mục tiêu nghiên cứu-----	3
3. Khoảng trống nghiên cứu-----	3
4. Phương pháp nghiên cứu-----	4
5. Mô hình nghiên cứu-----	5
6. Kết quả nghiên cứu-----	6
6.1.Kết quả tác động của quản trị công ty đến cấu trúc vốn-----	6
6.2. Kết quả tác động của quản trị công ty và cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp-----	7
6.2.1. Tác động của quản trị công ty đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp-----	10
6.2.2. Tác động của cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp-----	10
6.2.3. Tác động của quản trị công ty và cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp-----	11
6.3. Cấu trúc vốn làm trung gian tác động của quản trị công ty đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp-----	11
6.4. Mối quan hệ phi tuyến giữa sở hữu tập trung và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp-----	15
6.5. Mối quan hệ phi tuyến giữa sở hữu tập trung và hiệu quả hoạt động của các công ty quy mô lớn và nhỏ-----	15
6.6. Thảo luận kết quả về tác động của quản trị công ty đến cấu trúc vốn và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp-----	16
7. Hàm ý quản trị-----	21

# **QUẢN TRỊ CÔNG TY, CẤU TRÚC VỐN VÀ HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG DOANH NGHIỆP: NGHIÊN CỨU THỰC NGHIỆM TỪ CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

## ***1. Lý do chọn đề tài nghiên cứu:***

Từ góc độ lý thuyết đại diện, Vai trò giám sát của hội đồng quản trị (HĐQT) có tầm quan trọng không thể chối cãi. Bởi vì quyết định cuối cùng phụ thuộc vào các lãnh đạo cấp cao nhất, HĐQT phải giám sát việc đưa ra quyết định và thực hiện hoạt động của công ty một cách chặt chẽ (Jensen và Meckling, 1976). Theo Wen và ctv (2002), cùng với Berger và Bonaccorsi di Patti (2006), quản trị công ty (QTCT) có ảnh hưởng đáng kể đến hiệu quả của các công ty thông qua các quyết định chiến lược. Đồng thời quyết định liên quan đến cấu trúc vốn là một phần quan trọng của việc thực hiện các chiến lược (David, 2008).

Việc quyết định về cấu trúc vốn là một trong những nhiệm vụ cốt lõi trong việc điều hành một doanh nghiệp, bởi vì mục tiêu của quản lý trong tổ chức là tăng hiệu quả. Đặc biệt, các công ty đang phát triển thường cần nguồn vốn và có thể được tài trợ thông qua sự kết hợp giữa nợ và vốn chủ sở hữu (Matari, Swidi, và Fadzil, 2014). Công việc của người quản lý tài chính sẽ là tìm ra sự kết hợp tối ưu của nguồn vốn làm tăng hiệu quả của các cổ đông (Mak và Li, 2001). Nhiều nghiên cứu gần đây chủ yếu tập trung vào (1) quản trị công ty (QTCT) tác động đến hiệu quả hoạt động (Sanjai Bhagat và Brian Bolton (2008); Sabur Mollah và ctv (2012); Jordi Paniagua và ctv (2018);...), (2) quản trị công ty tác động đến đòn bẩy tài chính (Pornsit Jiraporn và ctv (2012); Robert Kieschnick và Rabih Moussawi (2018); Ya-Kai Chang và ctv (2014); S.Buvanendra và ctv (2017);...) và (3) đòn bẩy tài

chính tác động đến hiệu quả hoạt động (Mahfuzah Salim và Dr.Raj Yadav (2012); Chaiporn Vithessonthia và Jittima Tonguraib (2015); Erik Devos và ctv (2017); Víctor M. González (2013)). Chỉ một số nghiên cứu cho thấy tác động gián tiếp của quản trị công ty đến hiệu quả như, nghiên cứu của Umawadee Detthamronga và ctv (2017) chỉ ra tác động gián tiếp của quy mô ban kiểm soát đến hiệu quả của các công ty lớn ở Thái Lan thông qua cấu trúc vốn hay Kassim và ctv (2013) cấu trúc vốn làm trung gian tác động của thành viên HĐQT độc lập đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Hơn nữa, có thể thấy mô hình quản trị không giống nhau ở các nước trên thế giới. Chẳng hạn như mô hình quản trị một cấp (one-tier board model) được áp dụng ở Mỹ, ngược lại mô hình quản trị hai cấp (two-tier board model) được sử dụng ở các nước như Đức. Ở Việt Nam, theo luật doanh nghiệp 2005, thì mô hình quản trị nội bộ của công ty cổ phần xét một cách toàn diện không phải là mô hình quản trị một cấp theo mô hình luật công ty Anh-Mỹ, cũng không phải là mô hình hai cấp của luật Đức. Nó có vẻ là cấu trúc mang tính pha trộn giữa hai mô hình nói trên. Luật và các quy định được cho là đóng vai trò hình thành các hành vi của công ty. Không giống như ở Mỹ nơi mà các doanh nghiệp phải tuân thủ các luật và các quy định khác nhau ở tiểu bang và liên bang. Hoạt động kinh doanh ở Việt Nam nói chung phải tuân theo luật pháp và quy định quốc gia. Do đó, các công ty Việt Nam sẽ ít phải đối mặt với các luật và quy định khác nhau so với ở Hoa Kỳ tại bất kỳ thời điểm nào.

Việt Nam hiện đang tiến gần hơn với các chuẩn mực quản trị công ty trên toàn cầu. Điều này được thể hiện qua việc ra đời văn bản đầu tiên về quy chế quản trị công ty năm 2007 áp dụng cho các công ty niêm yết tại Việt Nam. Năm 2019, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam cũng đã phát

hành Bộ Quy tắc quản trị công ty dựa trên các Thông lệ Tốt nhất. Bộ Nguyên tắc này bao gồm một số khuyến nghị về các tiêu chuẩn quản trị công ty tốt nhất của Tổ chức Hợp tác và Phát triển Kinh tế (OECD). Do đó, để đẩy mạnh sự phát triển bền vững của nền kinh tế, chúng ta cần tiếp cận gần hơn với các tiêu chuẩn quốc tế, đặc biệt là sau khi thiết lập một hệ thống quản trị tốt hơn sau cuộc khủng hoảng về tài chính toàn cầu năm 2007. Nó không chỉ nhằm mục đích làm cho nền kinh tế của đất nước bền vững hơn mà còn hỗ trợ nền kinh tế trong những thời điểm khó khăn nhất thông qua các chiến lược đúng đắn. Vì vậy, hiểu được tầm quan trọng về tác động của quản trị công ty đến hiệu quả hoạt động thông qua các quyết định chiến lược mà cụ thể là các quyết định về vấn đề cấu trúc vốn thì cần thiết để đem lại hiệu quả cho các công ty. Xuất phát từ thực tế khách quan, tác giả chọn đề tài nghiên cứu “Quản trị công ty, cấu trúc vốn và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp: Nghiên cứu thực nghiệm từ các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam” để làm đề tài nghiên cứu cho luận án tiến sỹ của mình.

## **2. Mục tiêu nghiên cứu**

Mục tiêu chung của nghiên cứu là: Nghiên cứu tác động của quản trị công ty đến cấu trúc vốn và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Trên cơ sở đó xác định cấu trúc vốn làm trung gian tác động của quản trị công ty đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

## **3. Khoảng trống nghiên cứu**

Quản trị công ty ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp đã được đề cập rất nhiều trong các nghiên cứu trước ( Sabur Mollah, và ctv (2012); Jordi Paniagua và ctv (2018); Jianyun Tang (2017); Isabelle ...). Tuy nhiên, quản trị công ty ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động thông qua trung gian cấu trúc vốn thì chưa được quan tâm nhiều trong các nghiên cứu

thực nghiệm. Đặc biệt trong các nghiên cứu về quản trị công ty và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp ở Việt Nam theo chủ quan cá nhân của tác giả thì chưa thấy một nghiên cứu nào nghiên cứu về cấu trúc vốn làm trung gian tác động của quản trị công ty đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp và đây là khoảng trống lớn đối với các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2009-2021. Bởi vì, các nghiên cứu trước chỉ tiếp cận cấu trúc vốn theo từng mảng riêng lẻ như: (1) quản trị công ty tác động đến cấu trúc vốn, (2) cấu trúc vốn tác động đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Vì vậy, cấu trúc vốn chưa được xem xét rõ ràng, và tính mới trong nghiên cứu này là cấu trúc vốn làm trung gian tác động của quản trị công ty đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp.

Bên cạnh đó, sở hữu tập trung tác động phi tuyến đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp chưa được nhiều nghiên cứu quan tâm, các nghiên cứu trước chủ yếu tập trung vào sở hữu quản lý tác động đến hiệu quả hoạt động. Các nghiên cứu trước đây trên thế giới và Việt Nam cũng chưa đề cập đến biến Dịch bệnh (Covid\_19).

#### ***4. Phương pháp nghiên cứu:***

Luận án áp dụng phương pháp nghiên cứu hỗn hợp gồm phương pháp định tính và định lượng, Phương pháp định tính dựa trên việc xem xét các nghiên cứu trước đây trên thế giới và Việt Nam về QTCT, cấu trúc vốn và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Việc này giúp làm sáng tỏ khoảng trống trong nghiên cứu, xây dựng giả thuyết và mô hình nghiên cứu, đồng thời áp dụng kỹ thuật ước lượng phù hợp để đưa ra kết luận về tình hình thực tế liên quan đến đối tượng cần nghiên cứu và phương pháp nghiên cứu định lượng sử dụng dữ liệu bảng động thông qua phương pháp hồi quy GMM, cụ thể là ước lượng Sys-GMM.

#### ***5. Mô hình nghiên cứu:***

##### ***1. Tác động của quản trị công ty đến cấu trúc vốn***

Mô hình được đưa ra để kiểm tra giả thuyết 1.1 đến 1.6 về dự đoán tác động của quản trị công ty đến cấu trúc vốn.

$$(1) LEV = \alpha + \beta_1 BD\_Size + \beta_2 Indep + \beta_3 AD\_Size + \beta_4 Women + \beta_5 Dual + \beta_6 Top + \beta_7 Age + \beta_8 F\_Size + \beta_9 Fix\_Ass + \beta_{10} Growth + \beta_{11} Covid\_19 + \mu_{it}$$

Trong đó, **LEV**: Đòn bẩy tài chính, **BD\_Size**: Quy mô hội đồng, **Indep**: Thành viên hội đồng quản trị độc lập, **AD\_Size**: Quy mô ban kiểm soát, **Women**: Nữ tổng giám đốc điều hành, **Dual**: Quyền kiêm nhiệm (Chủ tịch kiêm nhiệm tổng Giám đốc), **Top**: Sở hữu tập trung, **F\_Size**: Quy mô công ty, **Age**: Tuổi của công ty, **Fix\_Ass**: Tỷ lệ tài sản cố định, **Growth**: Tăng trưởng, **Covid\_19**: Dịch bệnh,  $\alpha$ : Là số hạng tung độ gốc,  $\mu_{it}$ : Là sai số có phân phối chuẩn biến thiên theo  $i$  và  $t$ .

## 2. Tác động của quản trị công ty đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp

Để kiểm tra giả thuyết 2.1 đến 2.7 về dự đoán tác động của quản trị công ty đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp, tác giả ước lượng hồi quy GMM của quản trị công ty đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp với biến phụ thuộc được sử dụng trong mô hình là **TobinQ** và **ROA**

$$(2) TobinQ / ROA = \alpha + \beta_1 BD\_Size + \beta_2 Indep + \beta_3 AD\_Size + \beta_4 Women + \beta_5 Dual + \beta_6 Top + \beta_7 Age + \beta_8 F\_Size + \beta_9 Fix\_Ass + \beta_{10} Growth + \beta_{11} Covid\_19 + \mu_{it}$$

Trong đó : **TobinQ**, **ROA**: Hiệu quả hoạt động doanh nghiệp

## 3. Tác động của cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp

Mô hình được đưa ra để kiểm tra giả thuyết 3 về dự đoán tác động của cấu trúc vốn đến hiệu quả doanh nghiệp

$$(3) TobinQ / ROA = \alpha + \beta_1 LEV + \beta_2 Age + \beta_3 F\_Size + \beta_4 Fix\_Ass + \beta_5 Growth + \beta_6 Covid\_19 + \mu_{it}$$

## 4. Tác động của quản trị công ty và cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp

Để kiểm tra giả thuyết 4.1 đến 4.7 về dự đoán tác động của quản trị công ty và cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp, tác giả ước lượng hồi quy GMM như sau:

$$(4) \text{ Tobin}Q / \text{ROA} = \alpha + \beta_1 \text{BD\_Size} + \beta_2 \text{Indep} + \beta_3 \text{AD\_Size} + \beta_4 \text{Women} + \beta_5 \text{Dual} + \beta_6 \text{Top} + \beta_7 \text{Age} + \beta_8 \text{F\_Size} + \beta_9 \text{Fix\_Ass} + \beta_{10} \text{Growth} + \beta_{11} \text{Covid\_19} + \beta_{12} \text{LEV} + \mu_{it}$$

## 5. *Mối quan hệ phi tuyến giữa sở hữu tập trung và hiệu quả doanh nghiệp*

Dựa theo các nghiên cứu sử dụng hàm bậc hai của Miguel và ctv (2004); Gedajlovic và Shapiro (1998); Liu và ctv (2012).

$$(5) \text{ Tobin}Q / \text{ROA} = \alpha + \beta_1 \text{BD\_Size} + \beta_2 \text{Indep} + \beta_3 \text{AD\_Size} + \beta_4 \text{Women} + \beta_5 \text{Dual} + \beta_6 \text{Top} + \beta_7 \text{Top2} + \beta_8 \text{Age} + \beta_9 \text{F\_Size} + \beta_{10} \text{Fix\_Ass} + \beta_{11} \text{Growth} + \beta_{12} \text{Covid\_19} + \mu_{it}$$

Trong đó: Top2 là bình phương của sở hữu tập trung

## 6. *Kết quả nghiên cứu:*

### 6.1. *Kết quả tác động của quản trị công ty đến cấu trúc vốn*

**bảng 4.3.1. Kết quả tác động của quản trị công ty đến cấu trúc vốn**

LEV	(1)	(2)
L.LEV	0.9142*** (0.000)	0.7692*** (0.000)
Top		0.1065* (0.098)
Dual		-0.0047 (0.493)
Women		-0.0033 (0.954)
Indep		-0.0401 (0.228)
AD_Size		0.0878* (0.080)
BD_Size		-0.2956** (0.006)
Covid_19	-0.0151** (0.021)	-0.0334** (0.049)
Age	0.0129** (0.005)	-0.0548 (0.144)
F_Size	0.0019 (0.362)	0.0366** (0.036)
Fix_Ass	-0.0317** (0.010)	-0.0379** (0.050)
Growth	0.0819*** (0.001)	0.0968** (0.043)

Số quan sát	:	4.850	4.850
Số nhóm	:	425	425
Số biến công cụ	:	76	74
F test - P.value	:	0.000	0.000
AR(1) test – P.value	:	0.000	0.000
AR(2) test – P.value	:	0.400	0.488
Hansen test	:	0.544	0.314

Ghi chú: Kết quả hồi quy theo phương pháp Sys-GMM với biến phụ thuộc LEV (Đòn bẩy tài chính) *Sở hữu tập trung(Top)*, *Quy mô hội đồng quản trị (BD\_Size)*, *Quyền kiểm nhiệm (Dual)*, *Quy mô của ban kiểm soát (AD\_Size)*, *Nữ tổng giám đốc điều hành (Women)*, *Thành viên hội đồng quản trị độc lập (Indep)* *Quy mô công ty (F\_Size)*, *Tăng trưởng (Growth)*, *Độ tuổi công ty (Age)*, *Tài sản cố định (Fix\_Ass)*, *Dịch bệnh (Covid\_19)*  
\*\*\*, \*\*, \* đại diện cho mức ý nghĩa thống kê 1%, 5% và 10%. Giá trị trong ngoặc đơn là P.value

**Nguồn: Trích từ phụ lục số 9**

Các đặc điểm quản trị công ty như sở hữu trung (Top) và quy mô ban kiểm soát (AD\_Size) ở cột (2) **bảng 4.3.1** có mối tương quan cùng chiều với cấu trúc vốn ( $\beta_{Top} = 0.1065$ , P.value < 10% và  $\beta_{AD\_Size} = 0.0878$ , P.value < 10%). Phát hiện này được chứng minh bởi Wiwattanakantang (1999) S.Buvanendra và ctv (2017); Paligorova và Xu (2012 Umawadee Detthamronga và ctv (2017), Anderson và ctv (2004), Harris và Raviv (2008). Trong khi biến quy mô HĐQT ở cột (2) **bảng 4.3.1** thì tương quan âm với cấu trúc vốn và có mức ý nghĩa thống kê ( $\beta_{BD\_Size} = -0.2956$ , P.value < 5%). Một số biến kiểm soát như quy mô công ty và tăng trưởng ở cột (2) **bảng 4.3.1** tương quan cùng chiều với cấu trúc vốn tại mức ý nghĩa thống kê 5% ( $\beta_{F\_Size} = 0.0366$ , P.value < 5% và  $\beta_{Growth} = 0.0968$ , P.value < 5%).

**6.2. Kết quả tác động của quản trị công ty và cấu trúc đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp**

**Bảng 4.3.2** trình bày hồi quy GMM có biến phụ thuộc là hiệu quả hoạt động doanh nghiệp (TobinQ và ROA). Trong cột thứ (1) và (2) là kết quả hồi quy tác động của quản trị công ty đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp với biến phụ thuộc TobinQ và ROA. Cột (3) và (4) là kết quả hồi quy về tác động của cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Cột (5) và (6) là kết quả hồi quy mô hình tác động của quản trị công ty và cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp.

**ảng 4.3.2: Hồi quy GMM tác động của quản trị công ty và cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp**

Variable	<i>TobinQ</i> (1)	<i>ROA</i> (2)	<i>TobinQ</i> (3)	<i>ROA</i> (4)	<i>TobinQ</i> (5)	<i>ROA</i> (6)
L.TobinQ	0.7369*** (0.000)		0.7577*** (0.000)		0.7686*** (0.000)	
L.ROA		0.5482*** (0.000)		0.6173*** (0.000)		0.5694*** (0.000)
Top	-0.7414*** (0.000)	0.0162 (0.101)			-0.5207** (0.017)	0.0190 (0.149)
Dual	0.0224 (0.258)	0.0088* (0.055)			0.0488** (0.013)	0.0091** (0.022)
Women	-0.1676 (0.154)	0.0049 (0.889)			-0.0475 (0.640)	-0.0136 (0.399)
Indep	-0.0754 (0.516)	0.3478** (0.030)			-0.0734 (0.472)	0.1102 (0.392)
AD_Size	1.3852* (0.063)	0.1316 (0.431)			0.9922* (0.069)	-0.1412 (0.170)
BD_Size	-0.0943 (0.648)	-0.0505 (0.253)			-0.1899 (0.359)	0.0258* (0.075)
Codid_19	0.3153*** (0.000)	-0.0070 (0.230)	0.2359*** (0.000)	-0.0079** (0.044)	0.2963*** (0.000)	-0.0049 (0.369)
Age	0.0267 (0.137)	0.0005 (0.985)	0.0119 (0.483)	-0.0153 (0.108)	0.0421* (0.064)	0.0014 (0.527)
F_Size	0.0054 (0.670)	0.0021 (0.308)	0.0123 (0.532)	0.0045 (0.410)	0.0438*** (0.009)	0.0021 (0.147)
Fix_Ass	0.0914 (0.778)	-0.0070 (0.861)	-0.1947 (0.736)	-0.0083 (0.899)	0.3248 (0.106)	0.0316 (0.260)
Growth	0.0159 (0.539)	0.0012 (0.897)	-0.0122 (0.591)	0.0102 (0.284)	0.0188 (0.435)	0.0011 (0.899)
LEV			0.1639 (0.756)	-0.0511* (0.055)	-0.7499** (0.014)	-0.0348* (0.087)
Số quan sát	: 4.850	4.850	4.850	4.850	4.850	4.850
Số nhóm	: 425	425	425	425	425	425
Số biến công cụ	: 118	83	22	65	176	171
F test - p-value	: 0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
AR(1) test - p-value	: 0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
AR(2) test - p-value	: 0.285	0.251	0.289	0.140	0.293	0.165
Hansen test	: 0.299	0.636	0.456	0.483	0.138	0.135

Trích từ phụ lục số 14, 19, 24

### 6.2.1 Tác động của quản trị công ty đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp

Sở hữu tập trung (Top) trong cột 1 **bảng 4.3.2** và hiệu quả hoạt động TobinQ có mối tương quan âm và có mức ý nghĩa thống kê ( $\beta_{Top} = -0.7414$ , P.value = 1%). Trong khi đó biến quy mô ban kiểm soát (AD\_Size) trong cột 1 **bảng 4.3.2** thì có tương quan dương với hiệu quả hoạt động TobinQ ( $\beta_{AD\_Size} = 1.3852$ , P.value < 10%). Hai biến quyền kiểm nhiệm (Dual) và thành viên HĐQT độc lập (Indep) trong cột (2) **bảng 4.3.2** có mức ý nghĩa thống kê và có tương quan dương đến hiệu quả hoạt động ROA ( $\beta_{Dual} = 0.0088$ , P.value < 10% và  $\beta_{Indep} = 0.3478$ , P.value < 5%).

### 6.2.2 Tác động của cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp

Để kiểm tra tác động trực tiếp của cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp, tác giả kiểm định mô hình hồi quy GMM với biến phụ thuộc là hiệu quả hoạt động (TobinQ và ROA). Biến độc lập là đòn bẩy tài chính (LEV) cùng với một số biến kiểm soát được thêm vào để chạy GMM cho mô hình. Cột (3) và (4) trong **bảng 4.3.2** là kết quả hồi quy của mô hình kiểm tra tác động của cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp.

Kết quả cột (4) **bảng 4.3.2** cho thấy đòn bẩy tài chính (LEV) ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả hoạt động ROA ( $\beta_{LEV} = -0.0511$ , P.value < 10%). Phát hiện này được chứng minh bởi Mahfuzah Salim và Dr.Raj Yadav (2012); Chaiporn Vithessonthia và Jittima Tonguraib (2015); Erik Devos và ctv (2017); Víctor M. González (2013); Tristan Nguyen và Huy-Cuong Nguyen (2015).

### 6.2.3 Tác động của quản trị công ty và cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp

Để kiểm tra tác động của quản trị công ty và cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp, tác giả kiểm định mô hình hồi quy GMM với biến phụ thuộc cũng là hiệu quả hoạt động (TobinQ và ROA) sau khi đã trải qua các kiểm định phù hợp của GMM. Biến độc lập bao gồm các đặc điểm quản trị công ty (Top, Dual, Indep, Women, AD\_Size, BD\_Size), tác giả còn thêm biến độc lập đòn bẩy tài chính (LEV) cùng với một số biến kiểm soát vào để chạy GMM cho mô hình. Cột (5) và (6) trong **bảng 4.3.2** là kết quả hồi quy của mô hình kiểm tra tác động của quản trị công ty và cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp.

Kết quả tại 2 cột (5) và (6) **bảng 4.3.2** cho thấy các đặc điểm QTCT như Sở hữu tập trung (cột 5) có mối tương quan âm với hiệu quả TobinQ và có mức ý nghĩa thống kê ( $\beta_{Top} = -0.5207$ , p-value < 5%). Trong khi đó biến quy mô ban kiểm soát (cột 5) thì có mối tương quan dương với hiệu quả TobinQ ( $\beta_{AD\_Size} = 0.9922$ , p-value < 10%). Riêng biến quyền kiểm nhiệm (cột 5 và 6) thì có tương quan dương với cả TobinQ và ROA ( $\beta_{Dual} = 0.0488$ , p-value < 5% (TobinQ),  $\beta_{Dual} = 0.0091$ , p-value < 5% (ROA)). Ngoài ra biến quy mô HĐQT tại (cột 6) thì tương quan dương với ROA và có mức ý nghĩa thống kê ( $\beta_{BD\_Size} = 0.0258$ , p-value < 10%). Và cuối cùng biến đòn bẩy tài chính (cột 5 và 6) thì tương quan âm với cả TobinQ và ROA và có ý nghĩa thống kê ( $\beta_{LEV} = -0.7499$ , p-value < 5% (TobinQ),  $\beta_{LEV} = -0.0348$ , p-value < 10% (ROA)).

### **6.3. Cấu trúc vốn làm trung gian tác động của quản trị công ty đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp**

Xác định cấu trúc vốn làm trung gian tác động của quản trị công ty đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp thông qua phương pháp của Baron và Kenny (1986), phân tích hồi quy trung gian cần đi qua 3 bước: (1) Biến độc lập (biến quản trị công ty) phải tác động đến biến trung gian (cấu trúc vốn) trong mô hình thứ nhất. (2) Biến độc lập (biến quản trị công ty) phải tác động

đến biến phụ thuộc (hiệu quả hoạt động doanh nghiệp Tobin'Q hoặc ROA) trong mô hình thứ hai. (3) Biến trung gian (cấu trúc vốn) được thêm vào mô hình thứ tư phải có tác động đến biến phụ thuộc (hiệu quả hoạt động doanh nghiệp Tobin'Q hoặc ROA) khi các biến độc lập được kiểm soát. Nếu cả 3 điều kiện trên đều xảy ra theo từng bước và hệ số bê ta trong mô hình tác động của quản trị công ty và cấu trúc đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp trong mô hình thứ 4 này bị giảm đi (Tức hệ số bê ta “coefficient” của biến quản trị công ty trong mô hình thứ 4 yếu hơn hệ số bê ta “coefficient” của biến quản trị công ty trong mô hình thứ 2) khi có mặt của biến cấu trúc vốn thì đây là bằng chứng về trung gian cấu trúc vốn (trung gian một phần (a partial mediator)).

Thông qua ba bước xác định trung gian cấu trúc vốn theo phương pháp của Baron và Kenny (1986) thì trong bước đầu tiên về xác định tác động của quản trị công ty đến cấu trúc vốn cho thấy sở hữu tập trung (Top) và quy mô ban kiểm soát (AD\_Size) ở cột (2) **bảng 4.3.1** có mức ý nghĩa và có tác động dương đến cấu trúc vốn ( $\beta_{Top} = 0.1065$ , P.value <10% và  $\beta_{AD\_Size} = 0.0878$ , P.value < 10%). Trong khi đó, biến quy mô HĐQT (BD\_Size) thì tác động âm đến cấu trúc vốn ( $\beta_{BD\_Size} = -0.2965$ , P.value <5%). Như vậy, quản trị công ty có tác động đáng kể đến việc giám sát các quyết định về cấu trúc vốn. Một HĐQT hiệu quả có thể ảnh hưởng đến cách quản lý và sử dụng các công cụ tài chính một cách hợp lý nhất để đảm bảo hiệu quả tối đa cho công ty. Với kết quả này, yêu cầu đầu tiên về xác định trung gian cấu trúc vốn đã được đáp ứng.

Trong bước thứ 2, Tác giả kiểm tra trực tiếp tác động của các đặc điểm QTCT như (Top, Dual, Women, Indep, BD\_Size, AD\_Size) với hiệu quả hoạt động (TobinQ, ROA). Kết quả kiểm định về tác động của quản trị công ty đến hiệu quả hoạt động trong cột (1) và (2) **bảng 4.3.2** cho thấy sở hữu

tập trung (Top) trong cột 1 có mức ý nghĩa và tác động âm đến hiệu quả TobinQ ( $\beta_{Top} = -0.7414$ , P.value = 1%). Trong khi đó biến quy mô ban kiểm soát trong cột 1 thì tác động dương đến hiệu quả TobinQ ( $\beta_{AD\_Size} = 1.3852$ , P.value < 10%). Biến quyền kiêm nhiệm (Dual) và thành viên HĐQT độc lập (Indep) trong cột (2) **bảng 4.3.2** có mức ý nghĩa và có tác động dương đến ROA ( $\beta_{Dual} = 0.0088$ , P.value < 10%,  $\beta_{Indep} = 0.3478$ , P.value < 5%). Với kết quả này thì yêu cầu thứ 2 về xác định trung gian cấu trúc vốn đã đáp ứng được yêu cầu.

Trong bước thứ 3, khi biến đòn bẩy tài chính được thêm vào chạy mô hình GMM cùng với các đặc điểm quản trị công ty (Top, Dual, AD\_Size, BD\_Size, Indep, Women) và một số biến kiểm soát tại cột (5) và (6) **bảng 4.3.2** (mô hình tác động của quản trị công ty và cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp tức mô hình thứ 4) cho thấy biến đòn bẩy tài chính (LEV) có mức ý nghĩa thống kê và tác động âm đến TobinQ và ROA ( $\beta_{LEV} = -0.7499$ , p-value < 5% (TobinQ),  $\beta_{LEV} = -0.0348$ , p-value < 10% (ROA)). Với kết quả này, yêu cầu thứ 3 về xác định trung gian cấu trúc vốn cũng đã đáp ứng được yêu cầu.

Cuối cùng, sau khi trải qua ba bước về xác định trung gian cấu trúc vốn theo Baron và Kenny (1986) đã đạt yêu cầu và sau đó kết quả cho thấy hệ số của sở hữu tập trung (Top) giảm 0.2207 từ hệ số bê ta 0.7414 trong cột (1) **bảng 4.3.2** của **mô hình thứ 2** (tác động của quản trị công ty đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp) xuống còn 0.5207 trong cột (5) **bảng 4.3.2** của **mô hình thứ 4** (Tác động của quản trị công ty và cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp) khi có mặt của biến cấu trúc vốn. Cụ thể giảm **29,77%** [ $(0.5207 - 0.7414) / 0.7414$ ]. Do tác động trung gian của cấu trúc vốn, hệ số về hiệu quả của sở hữu tập trung (Top) thay đổi khi cấu trúc vốn được kiểm soát. Kết quả cho biết có tác động trung gian một phần của đòn bẩy tài chính. Tập trung quyền sở hữu vẫn có ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp ngay cả khi đòn bẩy của công ty bị loại trừ. Nhà quản

lý phải luôn ưu tiên và tập trung vào nợ phải trả thay vì vốn chủ sở hữu khi ra quyết định về cấu trúc vốn (Myer, 2001), do đó các cổ đông phải dựa vào hội đồng quản trị để đánh giá và quản lý các quyết định mang tính thách thức. Nợ được coi là chi phí tài chính cố định khi công ty dùng đòn bẩy tài chính, dù doanh nghiệp có hoạt động ra sao, thu nhập nhiều hay thậm chí đang thua lỗ thì doanh nghiệp vẫn phải đảm bảo việc trả lãi vay đúng kỳ hạn và trả nợ gốc khi đáo hạn. Đây chính là mặt trái của việc tài trợ hoạt động doanh nghiệp bằng nợ. Theo lý thuyết trật tự phân hạng (Pecking Order Theory) của Myers và Majluf (1984) thì các nhà quản lý thích tài trợ cho các dự án bằng vốn tự có hơn vốn từ bên ngoài. Ngoài ra, các doanh nghiệp có lợi nhuận không thích huy động thêm vốn chủ sở hữu nhằm tránh việc dàn trải quyền sở hữu. Vì vậy các quyết định về giảm cấu trúc vốn của các cổ đông lớn phần nào ảnh hưởng đến hiệu quả của công ty.

Biến quy mô ban kiểm soát (**AD\_Size**) giảm 0.393 từ 1.3852 trong cột (1) **bảng 4.3.2** của **mô hình thứ 2** (Tác động của quản trị công ty đến cấu trúc vốn) xuống còn 0.9922 trong cột (5) **bảng 4.3.2** của **mô hình thứ 4** (Tác động của quản trị công ty và cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp) khi có mặt của biến cấu trúc vốn. Cụ thể giảm **28,37%** [**0.9922 – 1.3852**] / **1.3852**]. Điều này là do tác động trung gian một phần của cấu trúc vốn. Hệ số về hiệu quả của quy mô ban kiểm soát thay đổi khi biến cấu trúc vốn được kiểm soát. Kết quả nghiên cứu ủng hộ quan điểm của Umawadee Detthamronga và ctv (2017), chỉ ra rằng cấu trúc vốn làm trung gian tác động của quy mô ban kiểm soát đến hiệu quả của công ty. Ban kiểm soát (BKS) trong hội đồng quản trị sẽ chú trọng hơn đến những rủi ro có khả năng xảy ra khi cấu trúc vốn được đưa ra bởi các nhà quản lý (Murphy & Brown, 2009). Vì đòn bẩy quá cao gây ra nhiều rủi ro cho công ty, nên sử dụng nợ tối thiểu (Tam & Tan, 2007). Warren Buffet cũng lập luận rằng các công ty phải xem xét tránh nợ để thành công (Izma, 2009). Một mặt, các nhà quản lý có thể tránh nhận nợ vì các khoản thanh toán lãi áp đặt các ràng buộc đối với

sự kiểm soát của họ đối với dòng tiền tự do (Grossman và Hart, 1982). Hơn nữa, việc sử dụng tài chính nợ làm tăng khả năng phá sản và mất việc làm. Do đó, ban kiểm soát đã xem nợ một cách bất lợi, và do đó sẽ áp dụng đòn bẩy thấp hơn, tránh sử dụng nợ để mang lại hiệu quả cho công ty. Các biến QTCT như quyền kiểm nhiệm (**Dual**) và quy mô HĐQT (**BD\_Size**) có tác động đến hiệu quả hoạt động khi biến cấu trúc vốn được kiểm soát trong mô hình thứ 4. Tuy nhiên các biến QTCT này lại không đáp ứng được điều kiện xác định trung gian trong bước 1 và bước 2. Vì vậy không có trung gian cấu trúc vốn đối với các biến quản trị này.

Như vậy sau khi tác giả chạy từng mô hình để xác định trung gian cấu trúc vốn và kết quả cho thấy cấu trúc vốn làm trung gian tác động của sở hữu tập trung (Top) đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp (TobinQ) và cấu trúc vốn làm trung gian tác động của quy mô ban kiểm soát (AD\_Size) đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp (ROA). Kết quả cho biết rằng cấu trúc vốn làm trung gian bởi sau khi đáp ứng được 3 điều kiện (như đã trình bày trên) và hệ số của sở hữu tập trung (Top) trong mô hình thứ 4 giảm so với hệ số trong mô hình thứ 2 cụ thể giảm bằng  $29,77\% [(0.5207 - 0.7414) / 0.7414]$  và quy mô ban kiểm soát giảm bằng  $28,37\% [(0.9922 - 1.3852) / 1.3852]$ .

#### **6.4. Mối quan hệ phi tuyến giữa sở hữu tập trung và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp**

Ngưỡng chuyển từ mối quan hệ đồng biến sang nghịch biến là 48,28%. Có nghĩa là, với tỷ lệ sở hữu tập trung dưới ngưỡng này, một sự gia tăng trong sở hữu tập trung sẽ làm tăng hiệu quả và sẽ tiếp tục tăng cho đến khi đạt mức cực đại 48,28%, còn qua ngưỡng này, sự tăng lên trong sở hữu tập trung sẽ làm giảm hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Kết quả này ủng hộ các nghiên cứu của Miguel và ctv (2004); Gedajlovic và Shapiro (1998); Liu và ctv (2012); García-Olalla & García-Ramos (2010).

## **6.5. Mối quan hệ phi tuyến giữa sở hữu tập trung và hiệu quả hoạt động ở các công ty có quy mô lớn và nhỏ**

Ngưỡng chuyển từ mối quan hệ đồng biến sang nghịch biến là 51,28% đối với những công ty có quy mô lớn. Có nghĩa là, với tỷ lệ sở hữu tập trung dưới ngưỡng này, một sự gia tăng trong sở hữu tập trung sẽ làm tăng hiệu quả và sẽ tiếp tục tăng cho đến khi đạt mức cực đại 51,28%, còn qua ngưỡng này, sự tăng lên trong sở hữu tập trung sẽ làm giảm hiệu quả doanh nghiệp.

Ngưỡng chuyển từ mối quan hệ đồng biến sang nghịch biến là 41,43% đối với các công ty có quy mô nhỏ. Có nghĩa là, với tỷ lệ sở hữu tập trung dưới ngưỡng này, một sự gia tăng trong sở hữu tập trung sẽ làm tăng hiệu quả và sẽ tiếp tục tăng cho đến khi đạt mức cực đại 41,34%, còn qua ngưỡng này, sự tăng lên trong sở hữu tập trung sẽ làm giảm hiệu quả doanh nghiệp.

## **6.6. Thảo luận kết quả về tác động của quản trị công ty đến cấu trúc vốn và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp.**

(1) Hệ số sở hữu tập trung (Top) trong cột 2 của bảng 4.3.1 có mức ý nghĩa và có mối tương quan dương đến cấu trúc vốn. Khả năng tiếp cận nguồn vốn bên ngoài sẽ tăng lên khi doanh nghiệp có cấu trúc sở hữu tập trung cao. Đồng quan điểm với kết quả này có các nghiên cứu của Nadeem Ahmed Sheikh và Zongjun Wang (2011), Wiwattanakantang (1999), S. Buvanendra và ctv (2017), và Paligorova và Xu (2012). Trong cấu trúc sở hữu tập trung, những công ty do người trong nhóm chi phối và sở hữu, họ có khuynh hướng dùng vốn vay thay vì huy động vốn cổ phần. Kết quả cũng cho thấy rằng những công ty có sự tập trung vốn cao thì có cấu trúc vốn cao hơn những công ty có sự tập trung vốn thấp, và phát hiện này cho rằng sự tập trung quyền sở hữu có thể buộc các quản lý tăng cấu trúc vốn để giảm sự quản lý chủ nghĩa cơ hội (Paligorova và Xu, 2012). Các cổ đông lớn có động lực mạnh mẽ để theo dõi và chỉ đạo công ty nhằm bảo vệ các khoản đầu tư của họ (Shleifer và Vishny, 1986).

(2) Trong **bảng 4.3.1**, hệ số quy mô HĐQT ở cột 2 có ý nghĩa và có mối tương quan âm với cấu trúc vốn. Khi quy mô HĐQT càng lớn, cấu trúc vốn của doanh nghiệp càng giảm. Quan điểm này được chứng minh bởi Robert Kieschnick và Rabih Moussawi (2018) cũng như Berger và ctv (1997). Trong quá trình thực hiện nhiệm vụ của mình, HĐQT phải tuân thủ nghiêm ngặt quy định pháp luật, Điều lệ Công ty và nghị quyết của đại hội đồng cổ đông. Nếu quyết định của HĐQT vi phạm pháp luật hoặc các Điều khoản thành lập và gây thiệt hại cho công ty, thành viên được phê duyệt phải chịu trách nhiệm và bồi thường thiệt hại cho công ty (luật doanh nghiệp 2014). Do đó, khi đưa ra bất kỳ quyết định nào liên quan về cấu trúc vốn, HĐQT phải cân nhắc cẩn thận để đảm bảo an toàn cho công ty và nhân viên của công ty. Do đó, quy mô HĐQT có tương quan nghịch với cấu trúc vốn của công ty.

(3) Hệ số quy mô ban kiểm soát trong cột 2 ở **bảng 4.3.1** tác động cùng chiều đến cấu trúc vốn và có mức ý nghĩa. Đồng tình với quan điểm này có các nghiên cứu trước đó của Umawadee Detthamronga và ctv (2017), Anderson và ctv, 2004, Harris và Raviv, 2008. Ban kiểm soát đảm bảo bảo vệ quyền lợi cho cổ đông và đảm bảo sự tin cậy của thông tin tiết lộ. Kiểm toán BCTC (báo cáo tài chính) cung cấp cho người cho vay những thông tin cần thiết về những nguy cơ tín dụng của tổ chức, có thể ảnh hưởng đến khả năng được chấp thuận khoản vay nghiêm ngặt. Sự hiệu quả của ban kiểm soát giúp công ty cải thiện khả năng tiếp cận vốn bên ngoài khi cần thiết. Ngoài ra, Ban kiểm soát còn có thể tăng đòn bẩy của công ty bằng cách cung cấp thông tin tốt hơn và đáng tin cậy.

(4) Hệ số sở hữu tập trung (Top) trong cột **(1) và (5)** của **bảng 4.3.2** có mức ý nghĩa thống kê và ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả của doanh nghiệp (TobinQ). Kết quả phát hiện ra sở hữu tập trung ảnh hưởng đến hiệu quả doanh nghiệp thông qua cấu trúc vốn. Nghĩa là những cổ đông lớn quyết định để giảm đòn bẩy tài chính có tác động đến hiệu quả doanh nghiệp. Quan điểm này được chứng minh bởi Jordi Paniagua và ctv (2018) cũng như Umawadee

Detthamronga và ctv (2017). Khi vốn phần lớn nằm trong tay một số ít cổ đông lớn sẽ gây trở ngại cho những cổ đông khác tham gia vào quản lý. Nếu một nhóm nhà đầu tư sở hữu phần lớn cổ phần thì họ có thể liên kết với nhau để cùng kiểm soát. Tuy nhiên, nó sẽ gây ra mâu thuẫn và các vấn đề trong nhóm thống trị, đặc biệt là về lợi ích và chiến lược của công ty, cũng như tác động đến những quyết định của HĐQT. Các cổ đông lớn với quyền biểu quyết lớn sẽ tác động đến việc ra các quyết định và có thể cản trở hiệu quả của công ty. Do đó, việc tập trung quyền sở hữu có thể gây ra những hậu quả khác nhau và phải được quản lý cẩn thận để bảo vệ quyền lợi cho tất cả các cổ đông.

(5) Trong **bảng 4.3.2**, các hệ số Chủ tịch HĐQT kiêm nhiệm tổng giám đốc (Dual) tại cột **(2), (5) và (6)** có mức ý nghĩa thống kê và tác động cùng chiều đến hiệu quả doanh nghiệp (TobinQ và ROA). Nhiều nghiên cứu ủng hộ quan điểm này (U. Detthamrong và các ctv (2017); Jackling và Johl (2009); Muniandy và Hillier (2015); Jianyun Tang (2017); Daniela Di Berardino (2015); Sanjai Bhagat và Brian Bolton (2008); Colin. Green và Swarnodeep Homroy (2017); Haiyan Zhoua và các ctv (2018); Huỳnh Quang Linh (2016); Trần Thị Tú Anh (2017)). Ở các công ty cổ phần, Chủ tịch HĐQT có thể kiêm nhiệm chức danh CEO (quyền kiêm nhiệm) hoặc có thể đơn thuần là thành viên HĐQT hoặc không nắm giữ chức vụ nào. Theo Donaldson và Davis (1991), CEO là nhà quản lý và vai trò lãnh đạo của họ được tối đa hóa khi công ty thiết lập một cơ cấu quản trị trao cho CEO quyền hạn và sự tự chủ cao hơn. Nếu CEO đảm nhận quyền kiêm nhiệm, họ sẽ có động lực để cống hiến hết mình cho công ty. Họ sẽ được tối đa hóa giá trị khi đạt được mục tiêu cho tổ chức thay vì lợi ích cá nhân (Davis và Schoorman, 1997). Sự kiêm nhiệm quyền lực giữa chức vụ CEO và Chủ tịch HĐQT sẽ tạo ra một phong cách lãnh đạo mạnh mẽ và quyết đoán trong việc xác định và thực thi chiến lược của công ty. Điều này có thể tăng hiệu quả cho công ty.

(6) Trong cột (2) **bảng 4.3.2**, hệ số của thành viên HĐQT độc lập (Indep) có mức ý nghĩa thống kê và có mối tương quan cùng chiều với hiệu quả doanh nghiệp (ROA). Phát hiện này ủng hộ quan điểm của U. Detthamrong và ctv (2017), Agrawal và Knoeber (1996), Jordi Paniagua và ctv (2018). Ở Việt Nam, thành viên HĐQT độc lập thường được bầu bởi cổ đông lớn hoặc các ông chủ để đảm bảo lợi ích chung của họ và phải bảo ít nhất 1/3 tổng số thành viên HĐQT theo ND 71/2017/NĐ-CP. Những thành viên độc lập này thường là những chuyên gia trong lĩnh vực, có thể đóng góp ý kiến và phát huy thế mạnh chuyên môn giúp cho các cổ đông hoặc ông chủ trong việc đưa ra quyết định đúng đắn cho công ty (Fama và Jansen (1983).

(7) Hệ số của quy mô ban kiểm soát trong cột (1) và (5) **bảng 4.3.2** có mức ý nghĩa thống kê và tác động cùng chiều đến hiệu quả (TobinQ). Kết quả cũng cho thấy quy mô ban kiểm soát tác động đến hiệu quả doanh nghiệp thông qua trung gian cấu trúc vốn. Quan điểm này được chứng minh bởi U. Detthamrong và ctv (2017); Anderson và ctv (2004); Harris và Raviv (2008). Theo điều 102 của luật doanh nghiệp 2014, Căn cứ quy mô của công ty, cơ quan đại diện chủ sở hữu quyết định bổ nhiệm 01 Kiểm soát viên hoặc thành lập Ban kiểm soát gồm 03 đến 05 kiểm soát viên. Ban kiểm soát có chuyên môn và kinh nghiệm sâu rộng trong các lĩnh vực giám sát tài chính, quản lý rủi ro, kế toán và quản lý tuân thủ. Ban kiểm soát đáp ứng yêu cầu thẩm định và đánh giá báo cáo kiểm toán nhằm bảo vệ cho cổ đông về lợi ích cũng như đảm bảo thông tin được tiết lộ một cách trung thực. Với vai trò là đối tác kiểm toán, ban kiểm soát cung cấp cho các nhà đầu tư thông tin cần thiết về những rủi ro tín dụng của công ty. Thông tin này giúp đánh giá tín dụng nghiêm ngặt, giảm thiểu tín dụng không cần thiết hoặc rủi ro, đồng thời tăng hiệu quả cho doanh nghiệp.

(8) Thông tin trong cột (6) của **bảng 4.3.2** cho thấy hệ số quy mô của HĐQT có mức ý nghĩa thống kê và có mối tương quan cùng chiều đến hiệu quả (ROA). Phát hiện này tương đồng các nghiên cứu của Robert Kieschnick

và Rabih Moussawi (2018), Berger và ctv (1997), và ủng hộ lý thuyết phụ thuộc vào nguồn nhân lực, cho rằng hội đồng quản trị có quy mô lớn có khả năng tiếp cận nhiều nguồn lực dễ dàng hơn hội đồng nhỏ và đóng vai trò quan trọng trong việc giám sát và kiểm soát. Theo thông tư 121/2012/TT-BTC, HĐQT lớn sẽ mang lại lợi ích cho công ty như hỗ trợ tư vấn, giảm chuyên quyền của các nhà quản lý và tận dụng được nhiều mối quan hệ của các thành viên HĐQT để nâng cao hiệu quả doanh nghiệp.

(9) Kết quả trong **bảng 4.3.2** cho thấy rằng hệ số đòn bẩy tài chính (LEV) ở cột **(4), (5) và (6)** có ý nghĩa thống kê và có mối tương quan ngược với hiệu quả doanh nghiệp (TobinQ và ROA). Phát hiện này được xác nhận bởi các nghiên cứu của Mahfuzah Salim và Dr.Raj Yadav (2012), Chaiporn Vithessonthia và Jittima Tonguraib (2015), Erik Devos và ctv (2017), Víctor M. González (2013), và Tristan Nguyen và Huy-Cuong Nguyen (2015). Tăng cấu trúc vốn đồng nghĩa với áp lực trả nợ và lãi vay. Theo lý thuyết trật tự phân hạng, mối tương quan giữa cấu trúc vốn và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp là ngược chiều. Lý do cho mối quan hệ này là do thông tin bất đối xứng giữa các bên liên quan đến doanh nghiệp. Những doanh nghiệp có hiệu quả kém và lợi nhuận thấp sẽ phải vay vốn bên ngoài để đáp ứng cho các nhu cầu hoạt động của mình.

#### ***Các biến kiểm soát:***

(10) Hệ số của dịch bệnh (Covid\_19) trong cột **(1), (3) và cột (5) bảng 4.3.2** có mức ý nghĩa thống kê và tương quan cùng chiều đến hiệu quả (TobinQ). Nghĩa là dịch bệnh trong 2 năm 2020 và 2021 làm tăng hiệu quả (TobinQ), khi dịch bệnh xảy ra dòng tiền nhàn rỗi của các nhà đầu tư có khuynh hướng chảy vào thị trường chứng khoán nhiều hơn với mong muốn kiếm lời từ giá cổ phiếu tăng cao khi mà các kênh đầu tư khác có xu hướng giảm đi. Khi mà cầu tăng thì giá cổ phiếu của những công ty trên TTCK cũng tăng và điều này giúp cho các công ty đạt được hiệu quả cao. Tuy nhiên, hệ số Covid\_19 ở cột **(4) trong bảng 4.3.2** có ý nghĩa và tác động tiêu cực đến

ROA. Điều này trái ngược với hiệu quả TobinQ là vì khi dịch bệnh xảy ra không chỉ ảnh hưởng trên toàn cầu mà Việt Nam cũng bị tác động do việc đứt gãy chuỗi cung ứng, chi phí đẩy tăng cao, thiếu hụt vật tư cũng như lực lượng sản xuất bị ảnh hưởng do phải thực hiện các lệnh phong tỏa. Nhu cầu về tiêu thụ hàng hoá giảm làm ảnh hưởng đến hiệu quả của các công ty.

(11) Quy mô công ty (F\_Size) trong cột (5) bảng 4.3.2 có hệ số bằng 0.0438 với mức ý nghĩa thống kê 1% và tác động dương đến hiệu quả doanh nghiệp (TobinQ). Những công ty lớn với uy tín cao trên thị trường họ dễ dàng tiếp cận nhiều nguồn vốn từ bên ngoài hơn những công ty nhỏ. Họ có kinh nghiệm, cũng như tiếp cận tốt không chỉ thị trường trong nước mà còn ngoài nước để tiếp tục mở rộng sản xuất đem đến hiệu quả cho công ty.

(12) Hệ số tuổi trong cột (5) bảng 4.3.2 có mức ý nghĩa thống kê và tương quan cùng chiều với hiệu quả hoạt động (TobinQ). Các doanh nghiệp hoạt động lâu năm sẽ tạo được danh tiếng, cũng như uy tín trên thị trường thì việc tiếp cận nhiều nguồn vốn khác nhau càng dễ dàng hơn, đặc biệt là khi các nhà đầu tư thấy được tiềm năng của công ty lâu năm với những vị thế họ tạo lập được trên thị trường thì sẽ có khuynh hướng để đầu tư thêm vốn cũng như trang thiết bị hiện đại và có những định hướng tốt hơn cho công ty để đem lại hiệu quả cho công ty.

### **7. Hàm ý quản trị**

Thứ 1, sở hữu tập trung (Top) làm giảm hiệu quả của doanh nghiệp. Đặc biệt sở hữu tập trung ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp thông qua trung gian cấu trúc vốn. Sự sở hữu phần lớn cổ phần bởi một số ít cổ đông có thể tăng thêm quyền lực và kiểm soát của họ đối với ban quản lý, cho phép họ kiểm soát các quyết định liên quan đến cấu trúc vốn. Quá trình ra quyết định cấu trúc vốn, các nhà quản lý luôn phải thông qua sự ưu tiên của họ, tập trung vào nợ thay vì vốn chủ sở hữu (Myer, 2001). Ngoài ra, các

cổ đông lớn không thích huy động thêm vốn chủ sở hữu nhằm tránh việc dàn trải quyền sở hữu. Vì vậy các quyết định về giảm cấu trúc vốn của các cổ đông phân nào ảnh hưởng đến hiệu quả doanh nghiệp. Do đó, để nhìn thấy được khả năng thao túng ở những công ty mà mình rót vốn, nhà đầu tư cần phải biết được thông tin về tỉ lệ sở hữu cổ phần trong công ty. Luật pháp tại VN quy định rằng những công ty niêm yết trên thị trường cổ phiếu phải tiết lộ thông tin về các cổ đông lớn (nắm giữ trên 5% cổ phần). Tuy nhiên, các cổ đông lớn thường chia nhỏ số cổ phần cho người thân trong gia đình và bạn bè để tránh bị phải công bố thông tin. Ngoài việc tiết lộ các cổ đông lớn sở hữu trên 5%, thông tin về liên kết sở hữu hay sở hữu giữa các bên liên quan cũng cần được công bố để phản ánh mức độ tập trung vốn và kiểm soát của những người sở hữu cuối cùng.

*Thứ hai, Quy mô ban kiểm soát (AD\_Size) làm tăng hiệu quả doanh nghiệp đồng thời quy mô ban kiểm soát ảnh hưởng đến hiệu quả doanh nghiệp thông qua trung gian cấu trúc vốn, các quyết định về giảm đòn bẩy tài chính của ban kiểm soát đã đem lại hiệu quả cho công ty. Ban kiểm soát được thành lập để đảm bảo lợi ích cho các cổ đông và đảm bảo tính trung thực của thông tin tiết lộ. Tuy nhiên, trong nhiều công ty hiện nay, ban kiểm soát không hiệu quả. Các thành viên BKS được bầu ra bởi các cổ đông, nhưng do các cổ đông chỉ họp mỗi năm một lần, vì vậy thiếu sự tương tác và không có sự hỗ trợ thường xuyên, liên tục. Hơn nữa, theo luật của Việt Nam, BKS không chỉ mang tính giám sát mà còn phải tiến hành kiểm tra chi tiết và thực hiện các nhiệm vụ thẩm định, điều này gây khó khăn cho các thành viên trong BKS. Số lượng thành viên ban kiểm soát là hạn chế, bao gồm cả những người ở vị trí rất cao đến vị trí trực tiếp vận hành, làm cho các nhiệm vụ trở nên phức tạp và khó khăn. Qua mẫu khảo sát cho thấy các công ty có xu hướng*

giảm dần số lượng thành viên trong ban kiểm soát (từ 5 thành viên xuống còn 3 thành viên chiếm đa số) trong giai đoạn 2009-2021. Do đó, ban lãnh đạo các công ty nên chú ý đến việc gia tăng số lượng ban kiểm soát lên mức cao nhất có thể nhưng phải theo quy định của pháp luật (luật doanh nghiệp 2014) để đảm bảo cho ban kiểm soát hoạt động được hiệu quả hơn.

Ban kiểm soát trong công ty giữ vai trò chủ yếu để bảo vệ quyền lợi cho cổ đông và đảm bảo thông tin tiết lộ đáng tin cậy. Ban kiểm soát cần thông báo với đại hội cổ đông về các vấn đề không phù hợp, gian lận, sai phạm và điều làm chưa tốt để công ty đưa ra các chính sách/công cụ để khắc phục. Tuy nhiên, trong một số doanh nghiệp, ban kiểm soát vẫn gặp khó khăn về cơ chế hoạt động, quyền lực không rõ ràng, nguồn lực hạn chế, động cơ thiếu mạnh mẽ và hướng dẫn cụ thể để trao đổi thông tin và xử lý. Luật đã quy định về vai trò của BKS, nhưng cơ chế để BKS hoạt động hiệu quả vẫn chưa rõ ràng. Vì vậy, các cổ đông cần xác định rõ vai trò của ban kiểm soát để đầu tư một cách nghiêm túc.

**Thứ ba, Thành viên hội đồng quản trị độc lập (Indep)** làm tăng hiệu quả doanh nghiệp. Qua mẫu khảo sát cho thấy các công ty có số lượng thành viên HĐQT độc lập chiếm 1/3 tổng số thành viên trong HĐQT chiếm đa số. Do đó, để công ty đạt hiệu quả cao, ban lãnh đạo công ty nên xem xét tăng số lượng thành viên HĐQT độc lập lên mức tối đa có thể nhưng phải đảm bảo theo Nghị định 71/2017/NĐ-CP. Bên cạnh đó, để đảm bảo hiệu quả kinh doanh tốt nhất, công ty cần thiết lập ra những tiêu chuẩn chuyên nghiệp cao hơn. Thành viên độc lập của HĐQT cần phải có uy tín, có kỹ năng phù hợp cũng như tính chuyên nghiệp trong lĩnh vực quản lý.

Hiện tại không có chính sách về giám sát quá trình bổ nhiệm thành viên HĐQT độc lập. Vì vậy, để có tính khách quan trong hoạt động quản lý,

những thành viên này phải đảm bảo không có quan hệ sở hữu với công ty. Ngoài ra, cần có quy định cụ thể để đảm bảo tính độc lập trong công tác bầu cử thành viên HĐQT độc lập. Các cổ đông thiểu số cần được tham gia đưa ra ý kiến trong quá trình đề cử và bầu cử các thành viên HĐQT độc lập để đảm bảo tính chính đáng và khách quan.

Để đảm bảo vai trò đại diện trách nhiệm và quyền lợi cho những cổ đông thiểu số, cần thiết phải xây dựng khung tiêu chuẩn cho thành viên HĐQT độc lập. Thành viên này cần phải có chuyên môn cao trong lĩnh vực quản trị công ty. Tuy nhiên, pháp luật chỉ quy định các nguyên tắc chung, các điều kiện hay tiêu chuẩn cơ bản của thành viên độc lập HĐQT. Vì vậy, mỗi doanh nghiệp phải tự chủ động và cụ thể hóa chức năng, nhiệm vụ, quyền hạn của thành viên HĐQT độc lập trong Quy chế nội bộ của mình, phù hợp với đặc thù của công ty.

**Thứ tư, Quy mô hội đồng quản trị (BD\_Size)** làm tăng hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Do vậy, để HĐQT hoạt động hiệu quả, ban quản lý của công ty cần phải xem xét để tăng số lượng thành viên trong hội đồng quản trị một cách tối đa nhưng phải đảm bảo quy định 121/2012/TT-BTC để đảm bảo tính hiệu quả của hoạt động quản trị. Một hội đồng quản trị lớn có thể tiếp cận tốt nhiều nguồn lực và có khả năng giám sát và quản lý tốt hơn. Ngoài ra, một hội đồng quản trị lớn cũng có thể hỗ trợ tư vấn, giảm quyền lực của các nhà quản lý và tận dụng mối quan hệ của các thành viên HĐQT để cải thiện hoạt động của doanh nghiệp. Việc xây dựng cấu trúc HĐQT phù hợp là rất quan trọng để đạt được hiệu quả doanh nghiệp và đảm bảo cho công ty phát triển bền vững. Ngoài ra, một khuôn khổ QTCT hoàn chỉnh giúp định hướng hoạt động của công ty và đảm bảo tính minh bạch và trách nhiệm giải trình của các thành viên trong quá trình ra quyết định. Nó cũng tăng cường sự hiểu

biết của các bên có liên quan về hoạt động của công ty và nâng cao niềm tin của cổ đông và nhà đầu tư. Do đó, ban quản lý các công ty nên quan tâm đến việc hoàn thiện các quy tắc QTCT để hoạt động của họ được quản lý một cách hiệu quả và bền vững.

**Thứ 5**, việc mở rộng quy mô và vay vốn để đầu tư tài sản cố định là một quyết định quan trọng và cần được đánh giá kỹ lưỡng. Công ty cần tính toán kỹ lưỡng chi phí và rủi ro liên quan đến việc vay vốn và đầu tư, và đánh giá kỹ lưỡng tiềm năng sinh lời từ việc đầu tư để đảm bảo rằng quyết định đầu tư của công ty là đúng đắn và mang lại lợi nhuận.