

BỘ TÀI CHÍNH
TRƯỜNG ĐẠI HỌC TÀI CHÍNH – MARKETING

PHẠM ĐỨC HUY

**TÁC ĐỘNG CỦA QUẢN TRỊ CÔNG TY ĐẾN
THÀNH QUẢ CÔNG TY CỔ PHẦN VIỆT NAM QUA CÁC
GIAI ĐOẠN CỦA VÒNG ĐỜI DOANH NGHIỆP**

LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ

Thành phố Hồ Chí Minh - Năm 2022

BỘ TÀI CHÍNH
TRƯỜNG ĐẠI HỌC TÀI CHÍNH – MARKETING

PHẠM ĐỨC HUY

**TÁC ĐỘNG CỦA QUẢN TRỊ CÔNG TY ĐẾN
THÀNH QUẢ CÔNG TY CỔ PHẦN VIỆT NAM QUA CÁC
GIAI ĐOẠN CỦA VÒNG ĐỜI DOANH NGHIỆP**

CHUYÊN NGÀNH: TÀI CHÍNH – NGÂN HÀNG
MÃ SỐ: 9.34.02.01

NGƯỜI HƯỚNG DẪN KHOA HỌC

- 1. TS. PHẠM QUỐC VIỆT**
- 2. TS. NGUYỄN NGỌC ẢNH**

Thành phố Hồ Chí Minh – Năm 2022

LỜI CAM ĐOAN

Tôi xin cam đoan luận án tiến sĩ “**Tác động của quản trị công ty đến thành quả công ty cổ phần Việt Nam qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp**” là công trình nghiên cứu của riêng tôi dưới sự hướng dẫn của Tiến sĩ Phạm Quốc Việt và Tiến sĩ Nguyễn Ngọc Ảnh. Những số liệu, dữ liệu và kết quả đưa ra trong luận án là trung thực và nội dung luận án chưa từng được ai khác công bố trong bất kỳ công trình nghiên cứu nào khác.

TP. HCM, ngày tháng năm 2022

Tác giả

Phạm Đức Huy

LỜI CẢM ƠN

Trong quá trình thực hiện luận án “Tác động của quản trị công ty đến thành quả công ty cổ phần Việt Nam qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp”, tôi đã nhận được rất nhiều sự giúp đỡ và những lời động viên khích lệ từ phía thầy cô, gia đình, cơ quan, bạn bè và đồng nghiệp. Tôi xin bày tỏ lòng biết ơn, cảm ơn chân thành về sự giúp đỡ, động viên đó.

Tôi cũng xin bày tỏ lòng biết ơn sâu sắc đến hai giáo viên hướng dẫn của tôi là TS Phạm Quốc Việt và TS Nguyễn Ngọc Ảnh. Thầy đã tận tình hướng dẫn, động viên và giúp đỡ tôi hoàn thành luận án này.

Đồng thời, tôi xin gửi lời chân thành cảm ơn Ban Giám hiệu, các thầy cô khoa Tài chính – Ngân hàng, viện Đào tạo Sau đại học của trường Đại học Tài chính – Marketing đã luôn tận tình hỗ trợ và tạo điều kiện cho tôi trong suốt quá trình học tập, nghiên cứu và thực hiện luận án này.

TP.HCM, ngày.....tháng.....năm 2022

Tác giả luận án

Phạm Đức Huy

MỤC LỤC

LỜI CAM ĐOAN	i
LỜI CẢM ƠN	ii
MỤC LỤC.....	iii
DANH MỤC BẢNG.....	vi
DANH MỤC HÌNH, SƠ ĐỒ	viii
TÓM TẮT LUẬN ÁN	ix
SUMMARY	xi
CHƯƠNG 1. GIỚI THIỆU TỔNG QUAN VỀ VẤN ĐỀ NGHIÊN CỨU	1
1.1. Đặt vấn đề nghiên cứu	1
1.2. Mục tiêu nghiên cứu và câu hỏi nghiên cứu	4
1.2.1. Mục tiêu nghiên cứu	4
1.2.2. Câu hỏi nghiên cứu.....	4
1.3. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu	5
1.3.1. Đối tượng nghiên cứu:.....	5
1.3.2. Phạm vi nghiên cứu:.....	5
1.4. Phương pháp nghiên cứu	7
1.5. Ý nghĩa khoa học và tính mới của luận án	8
1.6. Kết cấu của luận án.....	13
Tóm tắt chương 1	15
CHƯƠNG 2. CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ CÁC NGHIÊN CỨU TRƯỚC	16
2.1. Tổng quan lý thuyết về quản trị công ty	16
2.1.1. Khái niệm về quản trị công ty	16
2.1.2. Các nguyên tắc quản trị công ty	17
2.2. Tổng quan về thành quả của công ty	19
2.2.1. Khái niệm về thành quả công ty	19
2.2.2. Các chỉ tiêu đo lường thành quả công ty.....	20
2.3. Các lý thuyết giải thích mối quan hệ giữa quản trị công ty và thành quả công ty.....	23
2.3.1. Lý thuyết bất cân xứng thông tin (Asymmetric Information Theory) ...	23
2.3.2. Lý thuyết đại diện (Agency theory)	25
2.3.3. Lý thuyết quản lý (Stewardship Theory).....	26

2.3.4. Lý thuyết phụ thuộc nguồn lực (Resource Dependency Theory)	28
2.4. Tổng quan về vòng đời doanh nghiệp	30
2.4.1. Lý thuyết vòng đời doanh nghiệp.....	30
2.4.2. Các nghiên cứu về vòng đời doanh nghiệp	34
2.5. Tổng quan các nghiên cứu trước về mối quan hệ giữa quản trị công ty và thành quả công ty	39
2.5.1. Nghiên cứu mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu và thành quả công ty	40
2.5.2. Cấu trúc HĐQT và thành quả công ty.....	45
2.6. Các nghiên cứu về quản trị công ty, thành quả của công ty và các giai đoạn vòng đời doanh nghiệp.....	50
2.6.1. Các nghiên cứu về quản trị công ty và vòng đời doanh nghiệp	50
2.6.2. Các nghiên cứu về quản trị công ty, thành quả của công ty và các giai đoạn vòng đời doanh nghiệp	55
2.7. Khe hở nghiên cứu.....	62
Tóm tắt chương 2	65
CHƯƠNG 3. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU	66
3.1. Giả thuyết nghiên cứu.....	66
3.1.1. Quản trị công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp	66
3.1.2. Quản trị công ty tác động đến thành quả công ty qua các giai đoạn vòng đời doanh nghiệp	70
3.2. Mô hình nghiên cứu.....	78
3.3. Nguồn dữ liệu	84
3.4. Phương pháp phân loại vòng đời doanh nghiệp	85
3.5. Phương pháp phân tích dữ liệu	88
Tóm tắt chương 3	92
CHƯƠNG 4. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ THẢO LUẬN.....	93
4.1. Thực trạng quản trị công ty ở Việt Nam.....	93
4.1.1. Khung pháp lý về quản trị công ty ở Việt Nam	93
4.1.2. Thực trạng về quản trị công ty của các công ty cổ phần ở Việt Nam	94
4.2. Kết quả phân loại vòng đời doanh nghiệp	99
4.3. Kết quả kiểm định sự khác biệt quản trị công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp.....	101
4.4. Tác động của quản trị công ty đến thành quả công ty trong giai đoạn trưởng thành và giai đoạn suy thoái của vòng đời doanh nghiệp.....	106

4.4.1. Thống kê mô tả.....	106
4.4.2. Kết quả nghiên cứu về tác động của quản trị công ty đến thành quả công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp	112
4.4.3. Thảo luận kết quả nghiên cứu	119
4.4.4. Kiểm định tính vững.....	127
Tóm tắt chương 4	129
CHƯƠNG 5. KẾT LUẬN VÀ HÀM Ý ĐỀ XUẤT	130
5.1. Kết luận.....	130
5.2. Một số gợi ý chính sách.....	137
5.3. Hạn chế của luận án.....	149
Tóm tắt chương 5	150
DANH MỤC CÁC CÔNG TRÌNH CỦA TÁC GIẢ ĐÃ CÔNG BỐ	151
TÀI LIỆU THAM KHẢO.....	152
PHỤ LỤC.....	165

DANH MỤC BẢNG

Bảng 2.1. Bảng tổng hợp các đặc điểm công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp	33
Bảng 2.2. Bảng tổng hợp các phương pháp phân loại vòng đời doanh nghiệp	38
Bảng 2.3. Bảng tổng hợp các nghiên cứu trước về mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu và thành quả công ty	42
Bảng 2.4. Bảng tổng hợp các nghiên cứu trước về mối quan hệ giữa cấu trúc HĐQT và thành quả công ty	47
Bảng 2.5. Bảng tổng hợp các nghiên cứu của các tác giả trước về quản trị công ty và vòng đời doanh nghiệp	53
Bảng 2.6. Bảng tổng hợp các nghiên cứu về quản trị công ty, thành quả công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp	60
Bảng 3.1. Tổng hợp các biến nhằm kiểm định tác động của vòng đời doanh nghiệp đến các biến đặc điểm của quản trị công ty	80
Bảng 3.2. Tổng hợp các biến nhằm kiểm định tác động của quản trị công ty đến thành quả công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp	83
Bảng 3.3. Bảng tổng hợp hình thức chi trả cổ tức của các công ty niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2012-2019	87
Bảng 3.4. Các chỉ số phân loại vòng đời doanh nghiệp theo phương pháp nghiên cứu của Anthony và Ramesh (1992)	88
Bảng 4.1. Thống kê số cổ đông lớn nhất theo tỷ lệ sở hữu của các công ty niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2012-2019	96
Bảng 4.2. So sánh số lượng cổ đông lớn nhất và cổ đông lớn theo tỷ lệ sở hữu của các công ty Việt Nam niêm yết giai đoạn 2012-2019	97
Bảng 4.3. So sánh số lượng công ty đáp ứng tiêu chuẩn về thành viên HĐQT độc lập và phân tách vai trò chủ tịch HĐQT – TGD của các công ty Việt Nam niêm yết giai đoạn 2012-2019	98
Bảng 4.4. Kết quả phân loại vòng đời doanh nghiệp	99
Bảng 4.5. Thống kê mô tả các biến đặc điểm phân loại vòng đời doanh nghiệp ...	100
Bảng 4.6. Kiểm định sự khác biệt trung bình của các biến quản trị công ty theo các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp	101

Bảng 4.7. Vòng đời doanh nghiệp tác động đến cấu trúc sở hữu	103
Bảng 4.8. Vòng đời doanh nghiệp tác động đến cấu trúc HĐQT	104
Bảng 4.9. Thống kê số lượng công ty theo ngành kinh doanh qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp	106
Bảng 4.10. Thống kê mô tả các biến của các công ty trong giai đoạn tăng trưởng của vòng đời doanh nghiệp	106
Bảng 4.11. Thống kê mô tả các biến của các công ty trong giai đoạn trưởng thành của vòng đời doanh nghiệp	107
Bảng 4.12. Thống kê mô tả các biến của các công ty trong giai đoạn suy thoái của vòng đời doanh nghiệp	107
Bảng 4.13. Ma trận hệ số tương quan của các công ty trong giai đoạn tăng trưởng của vòng đời doanh nghiệp	109
Bảng 4.14. Hệ số phóng đại phương sai VIF nhóm công ty trong giai đoạn tăng trưởng của vòng đời doanh nghiệp	110
Bảng 4.15. Ma trận hệ số tương quan các biến của các công ty trong giai đoạn trưởng thành của vòng đời doanh nghiệp	110
Bảng 4.16. Hệ số phóng đại phương sai VIF nhóm công ty trong giai đoạn trưởng thành của vòng đời doanh nghiệp	111
Bảng 4.17. Ma trận hệ số tương quan các biến của các công ty trong giai đoạn suy thoái của vòng đời doanh nghiệp	111
Bảng 4.18. Hệ số phóng đại phương sai VIF nhóm công ty trong giai đoạn suy thoái của vòng đời doanh nghiệp	111
Bảng 4.19. Kết quả hồi quy (SGMM) quản trị công ty tác động đến thành quả công ty trong giai đoạn tăng trưởng của vòng đời doanh nghiệp	112
Bảng 4.20. Kết quả hồi quy (SGMM) quản trị công ty tác động đến thành quả công ty trong giai đoạn trưởng thành của vòng đời doanh nghiệp	113
Bảng 4.21. Kết quả hồi quy (SGMM) quản trị công ty tác động đến thành quả công ty trong giai đoạn suy thoái của vòng đời doanh nghiệp	114
Bảng 4.22. Bảng tổng hợp kết quả nghiên cứu so với kỳ vọng đầu	119

DANH MỤC HÌNH, SƠ ĐỒ

Hình 4.1. Số lượng thành viên HĐQT các công ty Việt Nam niêm yết giai đoạn 2012-2019	97
--	----

TÓM TẮT LUẬN ÁN

Luận án kiểm tra tác động của quản trị công ty đến thành quả công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp. Dữ liệu được thu thập từ báo cáo tài chính, báo cáo quản trị, báo cáo thường niên của 415 công ty phi tài chính niêm yết trên HSX và HNX giai đoạn 2012-2019. Luận án kế thừa mô hình của Anthony và Ramesh (1992), Y. Li và Zhang (2018) nhằm phân loại dữ liệu thành 3 giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp bao gồm: giai đoạn tăng trưởng, trưởng thành và suy thoái. Thông qua các kiểm định sự khác biệt các yếu tố thuộc quản trị công ty giữa các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp, các phương pháp hồi quy dữ liệu bảng như OLS, FEM, REM, GLS, LOGISTIC, SGMM nhằm kiểm tra ảnh hưởng của vòng đời doanh nghiệp đến các đặc điểm của quản trị công ty và tác động của quản trị công ty đến thành quả công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp.

Kết quả nghiên cứu cho thấy rằng các đặc điểm quản trị công ty thay đổi khi một công ty phát triển, đó là sự khác biệt thực sự chứ không phải là một hiệu ứng ngẫu nhiên gây ra bởi sai lệch từ việc chọn mẫu (Y. Li và Zhang, 2018). Đồng thời, kết quả hồi quy cho thấy tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn nhất có xu hướng gia tăng qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp. Trong khi đó tỷ lệ sở hữu của HĐQT, tỷ lệ sở hữu của TGD, quy mô HĐQT, tính độc lập HĐQT và sự kiêm nhiệm chức vụ TGD của chủ tịch HĐQT có xu hướng giảm trong chu kỳ của vòng đời doanh nghiệp. Khi xem xét ảnh hưởng của quản trị công ty đến thành quả công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp, kết quả cho thấy: (1) Tỷ lệ sở hữu cổ phần của cổ đông lớn nhất (Block) tác động tích cực đến thành quả công ty ở cả giai đoạn tăng trưởng, trưởng thành và suy thoái của vòng đời doanh nghiệp; (2) Tỷ lệ sở hữu cổ phần của HĐQT (Own_Board) có tác động tích cực đến thành quả công ty trong giai đoạn tăng trưởng của vòng đời doanh nghiệp. Tuy nhiên, trong giai đoạn suy thoái của vòng đời doanh nghiệp, kết quả nghiên cứu cho thấy tỷ lệ sở hữu của HĐQT tác động tiêu cực đến thành quả công ty; (3) Tỷ lệ sở hữu cổ phần của TGD (CEO_Share) có mối quan hệ phi tuyến với thành quả công ty trong giai đoạn tăng trưởng và giai đoạn trưởng thành của vòng đời doanh nghiệp; (4) Quy mô của HĐQT (BSize) tác động tích cực đến thành quả công ty ở giai đoạn tăng trưởng và giai đoạn trưởng thành của vòng đời doanh nghiệp; (5) Tính độc lập của HĐQT (Indep) có tác động tiêu cực đến thành

quả công ty (ROA) trong giai đoạn trưởng thành của vòng đời doanh nghiệp và (6) sự kiêm nhiệm chức vụ TGD của chủ tịch HĐQT có tác động tích cực đến thành quả công ty trong giai đoạn tăng trưởng của vòng đời doanh nghiệp.

Kết quả nghiên cứu đã tìm thấy tác động của quản trị công ty đến thành quả công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp và khẳng định tầm ảnh hưởng khác nhau của quản trị công ty đến thành quả công ty tùy thuộc vào từng giai đoạn phát triển của doanh nghiệp. Trên cơ sở đó, luận án đề xuất một số giải pháp về quản trị công ty phù hợp với tình hình của công ty trong từng giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp nhằm mang lại thành quả tốt nhất cho doanh nghiệp và tối đa hóa lợi ích cho các cổ đông.

Từ khóa: cấu trúc sở hữu, cấu trúc HĐQT, quản trị công ty, thành quả công ty, vòng đời doanh nghiệp.

SUMMARY

The thesis examines the impact of corporate governance on the firm's performance across stages of the firm's life cycle. Data is collected from financial statements, management reports, and annual reports of 415 non-financial companies listed on the HSX and HNX for the period 2012-2019. The thesis inherits the model of Anthony and Ramesh (1992), Y. Li and Zhang (2018) to classify data into 3 stages of the firm's life cycle: growth, maturity, and decline. Through the tests of differences in corporate governance characteristics between stages of the firm's life cycle, panel data regression methods such as OLS, FEM, REM, GLS, LOGISTIC, SGMM to test the effect of firm's life cycle on corporate governance characteristics and the impact of corporate governance on firm's performance across stages of the firm's life cycle.

The results show that corporate governance characteristics change as a firm grows, which is a real difference rather than a random effect caused by sampling bias (Y. Li and Zhang, 2018). At the same time, the regression results show that the ownership of the blockholder tends to increase over the stages of the firm's life cycle. Meanwhile, the ownership ratio of the BOD, CEO, BOD's size, the independence of the BOD, and CEO's duality tend to decrease during the firm's life cycle. When considering the influence of corporate governance on the firm's performance across stages of the firm's life cycle, the results show that: (1) The ownership of the Blockholder (Block) impacts positively on the firm's performance in growth, maturity, and decline stages of the firm's life cycle; (2) The ownership of BOD (Own_Board) impact positively on the firm's performance in the growth stage of the firm's life cycle. However, in the decline stage of the firm's life cycle, the results show that the ownership of the BOD impact negative on the firm's performance; (3) The ownership of the CEO (CEO_Share) has a nonlinear relationship with the firm's performance in the growth and maturity stages of the firm's life cycle; (4) The BOD's size (BSize) impact positively on the firm's performance in growth and maturity stages of the firm's life cycle; (5) The BOD's independence (Indep) impact negatively on the firm's performance in the maturity stage of the firm's life cycle, and (6) the

CEO's duality impact negative on the firm's performance in the growth stage of the firm's life cycle.

The results have found the impact of corporate governance on the firm's performance across stages of the firm's life cycle and confirmed the different influences of corporate governance on the firm's performance depending on the stage of the firm's development. On that basis, the thesis proposes several solutions about corporate governance suitable to the situation of the firm in each stage of the firm's life cycle to bring the best of the firm's performance and maximize the benefits of shareholders.

Keywords: ownership structure, BOD structure, corporate governance, firm's performance, firm's life-cycle.

CHƯƠNG 1.

GIỚI THIỆU TỔNG QUAN VỀ VẤN ĐỀ NGHIÊN CỨU

1.1. Đặt vấn đề nghiên cứu

Penrose (1952) cho rằng vòng đời doanh nghiệp cũng giống như chu kỳ sinh học của con người và sinh vật khác phát triển từ giai đoạn hình thành đến khi ngừng hoạt động. Có rất nhiều nghiên cứu về vòng đời doanh nghiệp và các nghiên cứu này đều cho rằng các công ty thường trải qua các giai đoạn khởi sự, tăng trưởng, trưởng thành và suy thoái của vòng đời doanh nghiệp. Đặc biệt, các công ty không nhất thiết trải qua một cách tuần tự qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp (Miller và Friesen, 1984). Các nghiên cứu của Anthony và Ramesh (1992), Dickinson (2011), Miller và Friesen (1984), Quinn và Cameron (1983) cho rằng mỗi công ty trong từng giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp đều có những biểu hiện về các đặc điểm riêng có thể nhận diện được. Cùng quan điểm trên, Jawahar và McLaughlin (2001) cho rằng điểm khác biệt giữa các giai đoạn vòng đời doanh nghiệp là hệ thống quản trị, khả năng quản lý và nhu cầu nguồn lực của các doanh nghiệp. Khi các công ty hình thành, phát triển và trưởng thành việc quản lý của các doanh nghiệp cũng phải phát triển qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp bởi vì những gì thành công trong giai đoạn đầu có thể sẽ không thành công cho các giai đoạn tiếp theo, do đó quản trị công ty cũng cần phải thay đổi cho phù hợp với sự phát triển của công ty nhằm đảm bảo sự thành công lâu dài của công ty (Trần Ngọc Thơ, 2003).

Quản trị công ty được xem là một yếu tố quan trọng nhằm nâng cao thành quả công ty từ đó giúp gia tăng lòng tin của nhà đầu tư, đối tác kinh doanh đối với công ty. Các nghiên cứu trước đây về quản trị công ty thường tập trung vào một số khía cạnh như: cấu trúc sở hữu (Demsetz và Villalonga, 2001; Liang và cộng sự, 2011), cấu trúc hội đồng quản trị (Duru và cộng sự, 2016; Wintoki và cộng sự, 2012), ban giám đốc (Bhagat và Bolton, 2013; F. Li và Srinivasan, 2011) và ban kiểm soát (Klein, 2002). Hầu hết các nghiên cứu trước đều cho thấy các kết quả nghiên cứu không thống nhất, nguyên nhân được giải thích là do sự khác nhau về hệ thống thể chế, khung khổ pháp lý, đặc điểm nền kinh tế và đặc điểm từng nhóm nghiên cứu. Tại Việt Nam, quản trị công ty là một trong những chủ đề được quan tâm rất nhiều, đặc biệt trong các cuộc thảo luận của các quan chức chính phủ Việt Nam khi Chính

phủ cam kết thúc đẩy mạnh cải cách doanh nghiệp nhà nước, tái cấu trúc và đổi mới doanh nghiệp nhà nước đáp ứng các chuẩn mực quốc tế về quản trị công ty và năng lực cạnh tranh của doanh nghiệp nhà nước. Một trong những yếu tố quan trọng của cải cách doanh nghiệp nhà nước là minh bạch hóa tài chính và tính trách nhiệm của nguyên lý quản trị hiệu quả để nâng cao thành quả công ty và thu hút đầu tư nước ngoài. Có khá nhiều nghiên cứu riêng biệt về ảnh hưởng của quản trị công ty đến thành quả công ty ở Việt Nam như: cấu trúc sở hữu (Võ Xuân Vinh, 2014; Dao và Hoang, 2014; Ngô Mỹ Trân và Lê Thị Trang, 2018), hội đồng quản trị (Phạm Quốc Việt, 2010; Võ Hồng Đức và Phan Bùi Gia Thủy, 2013; Phạm Thị Kiều Trang, 2017), ban kiểm soát (Phạm Quốc Việt, 2010), ban giám đốc (Phạm Quốc Việt, 2010; Vo và Nguyen, 2014; Phan Bùi Gia Thủy và cộng sự, 2017). Tuy nhiên, hầu hết các nghiên cứu này chỉ đề cập đến các khía cạnh riêng biệt và chưa thấy đề cập đến các vấn đề của quản trị công ty được đặt trong từng giai đoạn phát triển của doanh nghiệp, nghĩa là chưa xem xét các vấn đề quản trị công ty trong một lộ trình dài hạn với một chiến lược quản trị thích hợp cho các công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp.

Các nhà nghiên cứu trên thế giới đã tiếp cận xu hướng quản trị công ty thay đổi theo thời gian, sự thay đổi linh hoạt này là do sự thay đổi về loại hình kinh doanh, quy mô doanh nghiệp, sự biến động về doanh thu, lợi nhuận của doanh nghiệp. Quinn và Cameron (1983) cho rằng có thể dự đoán được sự thay đổi của thành quả công ty thông qua các giai đoạn vòng đời doanh nghiệp. Để bổ sung thêm, Miller và Friesen (1984) cho rằng mỗi giai đoạn thể hiện sự khác biệt đáng kể về tình hình kinh doanh, chiến lược tổ chức, cấu trúc quản lý và nhu cầu nguồn lực, do đó chiến lược quản trị công ty cần phải được lựa chọn một cách cẩn trọng (Pashley và Philippatos, 1990). Cùng quan điểm này, Lynall và cộng sự (2003) cho thấy hành vi thực tế của HĐQT thay đổi theo các giai đoạn vòng đời, cụ thể trong giai đoạn khởi sự với sự tham gia của các thành viên HĐQT cùng các nhiệm vụ của nhà quản lý là phù hợp, khi đến giai đoạn tăng trưởng sự tham gia của các thành viên HĐQT với vai trò chủ yếu là tư vấn, trong giai đoạn trưởng thành vai trò chủ yếu của HĐQT là giám sát và trong giai đoạn suy thoái sự tham gia của các thành viên HĐQT với vai trò kiểm soát và cung cấp nguồn lực giúp công ty vận hành có hiệu quả và mang lại thành quả cao (Pye và Pettigrew, 2005). Nghiên cứu của Y. Li và Zhang (2018) càng khẳng định thêm về

sự thay đổi của cấu trúc HĐQT qua các giai đoạn vòng đời doanh nghiệp, đây là một trong những hướng đi đang được các nhà nghiên cứu trên thế giới quan tâm (Bonn và Pettigrew, 2009; Huse và Zattoni, 2008; O'Connor và Byrne, 2015a). Thêm vào đó, dựa trên quan điểm của các nghiên cứu này, các nhà nghiên cứu hiện nay đang tập trung vào ảnh hưởng của quản trị công ty đến thành quả công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp. Nghiên cứu của Liang và cộng sự (2011) cho rằng độ nhạy của mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu và thành quả công ty có thể thay đổi qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp (Liao và cộng sự, 2014; Shyu và Chen, 2009; Sridharan và Joshi, 2018). Cùng với đó Harjoto và Jo (2009), O'Connor và Byrne (2015b), Wahba và Elsayed (2014), Alqahtani và cộng sự (2021), Amin và cộng sự (2021), Habib và cộng sự (2018) đều cho rằng cấu trúc HĐQT sẽ tác động đến thành quả công ty và mức độ tác động sẽ thay đổi qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp bởi vì vai trò của HĐQT trong mỗi giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp là khác nhau. Mặc dù vậy, kết quả nghiên cứu về mối quan hệ giữa quản trị công ty và thành quả công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp vẫn còn nhiều tranh cãi, chưa đồng thuận.

Hiện nay, ở Việt Nam các quy định, nghị định, thông tư về quản trị công ty ở Việt Nam đang ngày được hoàn thiện và từng bước tiệm cận với các thông lệ về quản trị công ty ở trên thế giới. Việc ban hành “Bộ Nguyên tắc Quản trị Công ty theo Thông lệ Tốt nhất” đầu tiên của Việt Nam vào năm 2021 do Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam với sự hỗ trợ kỹ thuật của Tổ chức Tài chính Quốc tế IFC và sự hỗ trợ của Cục Kinh tế Liên bang Thụy Sĩ (SECO) cho thấy tầm quan trọng của quản trị công ty đối với các công ty cổ phần ở Việt Nam hiện nay. Bộ Nguyên tắc đưa ra một loạt khuyến nghị về thông lệ quản trị công ty tốt nhất theo OECD, trọng tâm dành cho các công ty đại chúng tại Việt Nam. Để thúc đẩy thị trường vốn và sự phát triển bền vững của nền kinh tế, việc các công ty cổ phần Việt Nam cần tiếp cận các chuẩn mực quốc tế là điều hết sức cần thiết do đó việc nghiên cứu về mối quan hệ quản trị công ty và thành quả công ty của các công ty cổ phần Việt Nam là điều hết sức cần thiết, đặc biệt mối quan hệ này được xem xét qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp góp phần rất lớn cho các doanh nghiệp đang trong quá trình chuyển đổi từ giai đoạn này sang giai đoạn khác. Để bổ sung thêm bằng chứng thực nghiệm về quản trị

công ty, nghiên cứu này đặc biệt xem xét tác động của quản trị công ty đến thành quả công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp nhằm đề xuất những biện pháp quản trị công ty thích hợp với từng giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp, đó là một trong những biện pháp nhằm nâng cao thành quả của công ty. Chính vì vậy, cần thiết phải có một nghiên cứu thực nghiệm về tác động của quản trị công ty đến thành quả của công ty qua các giai đoạn vòng đời doanh nghiệp cho các công ty ở Việt Nam.

1.2. Mục tiêu nghiên cứu và câu hỏi nghiên cứu

1.2.1. Mục tiêu nghiên cứu

Mục tiêu chính của luận án này là nghiên cứu tác động của quản trị công ty đến thành quả công ty cổ phần Việt Nam qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp. Để thực hiện mục tiêu chính của nghiên cứu, luận án làm rõ các mục tiêu cụ thể sau:

Nghiên cứu sự khác biệt các đặc điểm của quản trị công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp. Đồng thời, nghiên cứu sự tác động của vòng đời doanh nghiệp đến quản trị công ty.

Nghiên cứu tác động của quản trị công ty đến thành quả công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp.

Từ kết quả nghiên cứu, tác giả đề xuất những khuyến nghị, chính sách về quản trị công ty phù hợp nhằm gia tăng thành quả của công ty cổ phần Việt Nam.

1.2.2. Câu hỏi nghiên cứu

Trên cơ sở các mục tiêu nghiên cứu đã nêu, luận án đặt ra các câu hỏi nghiên cứu cụ thể nhằm giải quyết vấn đề nghiên cứu như sau:

(1) Có sự khác biệt về các biến đặc điểm của quản trị công ty như tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn nhất, tỷ lệ sở hữu của HĐQT, tỷ lệ sở hữu của TGD, quy mô HĐQT, tính độc lập của HĐQT và sự kiêm nhiệm chức vụ TGD của chủ tịch HĐQT qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp hay không?

(2) Vòng đời doanh nghiệp có ảnh hưởng đến sự thay đổi các biến đặc điểm của quản trị công ty như tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn nhất, tỷ lệ sở hữu của HĐQT, tỷ lệ sở hữu của TGD, quy mô HĐQT, tính độc lập của HĐQT và sự kiêm nhiệm chức vụ TGD của chủ tịch HĐQT hay không?

(3) Các biến đặc điểm của quản trị công ty như tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn nhất, tỷ lệ sở hữu của HĐQT, tỷ lệ sở hữu của TGD, quy mô HĐQT, tính độc lập của

HDQT và sự kiêm nhiệm chức vụ TGD của chủ tịch HDQT có ảnh hưởng đến thành quả công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp hay không và mức độ ảnh hưởng của các biến đặc điểm quản trị công ty đến thành quả công ty trong từng giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp như thế nào?

1.3. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu

1.3.1. Đối tượng nghiên cứu:

Đối tượng nghiên cứu của luận án là tác động của quản trị công ty đến thành quả công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp. Các yếu tố thuộc quản trị công ty được nghiên cứu bao gồm tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn nhất, tỷ lệ sở hữu của HDQT, tỷ lệ sở hữu của TGD, quy mô HDQT, tính độc lập của HDQT và sự kiêm nhiệm TGD của chủ tịch HDQT.

1.3.2. Phạm vi nghiên cứu:

Về mặt thời gian: phạm vi nghiên cứu về mặt thời gian của nghiên cứu là 8 năm, từ năm 2012 đến năm 2019 vì các lý do sau đây:

Thứ nhất, khủng hoảng kinh tế tài chính năm 2008 đã làm sụt giảm tốc độ tăng trưởng kinh tế và khiến lạm phát tăng cao ở nhiều nước, trong đó có Việt Nam, trong năm này tỷ lệ lạm phát ở Việt Nam lên đến 22,3% đạt mức cao nhất kể từ năm 2000 trở lại đây đã gây ảnh hưởng lớn cho nền kinh tế quốc dân. Để giải quyết vấn đề này chính phủ đã thực hiện chính sách tiền tệ thắt chặt nhằm tạo ổn định kinh tế vĩ mô. Năm 2011 mức lạm phát ở Việt Nam giảm xuống còn 18,13%, đây vẫn là mức khá cao gây nhiều khó khăn cho doanh nghiệp. Như vậy, giai đoạn 2008 - 2011 dưới sự tác động của nền kinh tế vĩ mô tỷ lệ lạm phát có những biến động lớn, điều này có ảnh hưởng hết sức nặng nề đến thành quả công ty, vấn đề này có thể ảnh hưởng đến doanh thu, chi tiêu vốn và chi trả cổ tức của các công ty ở Việt Nam, đây là những chỉ số mà luận án sử dụng trong phương pháp phân loại vòng đời doanh nghiệp. Tuy nhiên, kể từ năm 2012 với chính sách lạm phát mục tiêu mà theo đó duy trì mức lạm phát hợp lý ổn định trở thành mục tiêu hàng đầu của chính sách tiền tệ. Nền kinh tế Việt Nam đã được cải thiện và tương đối ổn định, lạm phát đã được duy trì ở mức 1 con số (6,81% năm 2012; 6,04% năm 2013; 4,09% năm 2014; 0,631% năm 2015; 2,668% năm 2016, 3,52% năm 2017; 3,54% năm 2018 và 2,796% năm 2019), ổn định kinh tế vĩ mô được duy trì vững chắc, tăng trưởng kinh tế phục hồi rõ nét và

đồng đều, thị trường tài chính có những chuyển biến tích cực, cân đối ngân sách được cải thiện, khó khăn của các công ty cũng được giảm bớt. Do đó, năm 2012 được chọn là năm khởi đầu cho dữ liệu nghiên cứu của luận án nhằm đảm bảo cho tính ổn định của dữ liệu.

Thứ hai, theo Báo cáo thể điểm quản trị của IFC (2012), không doanh nghiệp Việt Nam nào đạt kết quả tốt vì toàn bộ điểm số QTCT đều ở dưới mức 60% với điểm bình quân của tất cả các doanh nghiệp năm 2011 là 42,5%. Trong khi đó, các báo cáo thể điểm QTCT khác ở châu Á có nội dung tương tự cho kết quả cao hơn nhiều, chẳng hạn Thái Lan đạt 77% năm 2011, Hồng Kông đạt 74% năm 2009, Philippines đạt 72% năm 2008. Do đó việc tuân thủ các quy tắc quản trị công ty trước thời gian này đối với các công ty ở Việt Nam còn yếu và thiếu. Kể từ khi được ban hành, các quy định tại Thông tư 52/2012/TT-BTC¹ hướng dẫn công bố thông tin trên thị trường chứng khoán và Thông tư 121/2012/TT-BTC² quy định về quản trị công ty áp dụng cho các công ty đại chúng đã khắc phục những hạn chế của những thông tư trước, tạo ra hành lang pháp lý chặt chẽ hơn cho thị trường chứng khoán và giúp cải thiện tình hình tuân thủ quản trị công ty của các công ty cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Đồng thời, luật xử lý vi phạm hành chính năm 2012 và Nghị định 108/2013/NĐ-CP³ quy định xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực chứng khoán và thị trường chứng khoán ra đời đã tăng cường việc giám sát thực thi và góp phần làm thị trường minh bạch và công khai hơn. Nghị định này quy định những hình thức xử phạt trong lĩnh vực chứng khoán và thị trường chứng khoán với một số biện pháp giám sát thực thi cụ thể đối với các vi phạm về quản trị công ty, báo cáo và công bố thông tin, giao dịch cổ phiếu của cổ đông nội bộ và cổ đông... do đó tác giả chọn năm 2012 là năm khởi đầu cho dữ liệu nghiên cứu về quản trị công ty.

Về mặt không gian: Lựa chọn nguồn dữ liệu nghiên cứu đảm bảo quy mô và tính đại diện của mẫu đối với đối tượng khảo sát là công việc rất khó khăn, do đến nay chưa có bộ số liệu thống kê đầy đủ về quản trị công ty của các công ty cổ phần ở

¹ Thông tư số 52/2012/TT-BTC của Bộ Tài chính: hướng dẫn về việc công bố thông tin trên thị trường chứng khoán ngày 5 tháng 4 năm 2012

² Thông tư số 121/2012/TT-BTC của Bộ Tài chính: Quy định về quản trị công ty áp dụng cho các công ty đại chúng, ngày 26 tháng 7 năm 2012

³ Nghị định số 108/2013/NĐ-CP của Thủ tướng Chính phủ: quy định xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực chứng khoán và thị trường chứng khoán ngày 23 tháng 09 năm 2013

Việt Nam. Giải pháp được tác giả đề xuất là sử dụng các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán TP.HCM (HSX) và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) để đại diện cho đối tượng khảo sát, vì những lý do sau đây:

Thứ nhất, những công ty niêm yết trên HNX và HSX đều là công ty cổ phần, có quy mô vốn lớn (vốn điều lệ tối thiểu là 30 tỷ đồng trên sàn HNX và 120 tỷ đồng trên sàn HSX), bao gồm cả công ty được cổ phần hóa từ DNNN, các công ty cổ phần tư nhân và các công ty cổ phần có vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài.

Thứ hai, những công ty niêm yết trên HNX và HSX có nghĩa vụ tuân thủ Quy chế quản trị công ty và xây dựng điều lệ theo điều lệ mẫu áp dụng riêng cho các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán, mà nội dung Quy chế và Điều lệ mẫu này tuân theo những nguyên tắc cơ bản về điều hành công ty do OECD đề xuất, do đó có thể nói đây là nhóm công ty phù hợp để kiểm định tác động của quản trị công ty đến thành quả công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp.

Thứ ba, do tính sẵn có và dễ thu thập của dữ liệu, vì nhóm công ty này có nghĩa vụ phải công khai thông tin định kỳ, thông tin bất thường và thông tin theo yêu cầu của cơ quan quản lý nhà nước (Ủy ban chứng khoán nhà nước) và cơ quan quản lý thị trường (HSX và HNX) theo quy định.

Thứ tư, các công ty cổ phần chưa niêm yết có rất ít thông tin, đặc biệt là các thông tin theo quy chế quản trị công ty chưa được thể hiện rõ nét vì vậy luận án loại các công ty này ra khỏi mẫu nghiên cứu.

Thứ năm, nhóm các công ty tài chính (các tổ chức tín dụng, các công ty tài chính, các công ty bảo hiểm, ngân hàng...) có đặc thù riêng trong hoạt động kinh doanh và hệ thống kế toán (hệ thống tài khoản, chế độ chứng từ, sổ kế toán, hệ thống báo cáo tài chính) cho nên việc so sánh, đánh giá các chỉ tiêu tài chính của nhóm công ty tài chính này cũng khác so với nhóm công ty phi tài chính. Vì vậy, những công ty thuộc lĩnh vực tài chính, ngân hàng, bảo hiểm, công ty chứng khoán, quỹ đầu tư được loại ra khỏi mẫu nghiên cứu của luận án.

1.4. Phương pháp nghiên cứu

Luận án sử dụng phương pháp phân tích, thống kê mô tả, diễn giải, suy luận và tổng hợp nhằm làm rõ, làm nổi bật vấn đề nghiên cứu về quản trị công ty, thành quả công ty và vòng đời doanh nghiệp. Kế thừa phương pháp phân loại vòng đời doanh

ng nghiệp của Anthony và Ramesh (1992) luận án chia dữ liệu thành các giai đoạn: tăng trưởng, trưởng thành và suy thoái của vòng đời doanh nghiệp. Để kiểm định sự thay đổi của quản trị công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp luận án sử dụng kiểm định sự khác biệt của các đặc điểm quản trị công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp. Song song đó, để kiểm định tác động của vòng đời doanh nghiệp đến quản trị công ty, tác động của quản trị công ty đến thành quả công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp, luận án sử dụng các phương pháp hồi quy dữ liệu bảng OLS, FEM, REM, LOGISTIC, SGMM với các kiểm định đa cộng tuyến, phương sai thay đổi, tự tương quan, kiểm định biến nội sinh nhằm xác định độ phù hợp của mô hình nghiên cứu.

1.5. Ý nghĩa khoa học và tính mới của luận án

Luận án được thực hiện dựa trên cơ sở lý luận, kết quả của các công trình nghiên cứu trước có liên quan và tình hình thực tiễn về vấn đề nghiên cứu nên đảm bảo tính khoa học. Những đóng góp về mặt học thuật, lý luận, thực tiễn và những luận điểm mới được rút ra từ kết quả nghiên cứu của luận án như sau:

Thứ nhất, đóng góp của luận án về mặt khoa học. Khi nghiên cứu về quản trị công ty, thành quả công ty và vòng đời doanh nghiệp hầu hết các nghiên cứu trước chỉ xem xét dưới các góc độ riêng lẻ, như là (1) mối quan hệ giữa quản trị công ty và thành quả công ty (Anderson và Reeb, 2003; Chen và cộng sự, 2015; Phạm Quốc Việt, 2010); (2) mối quan hệ giữa quản trị công ty và vòng đời doanh nghiệp (Jawahar và McLaughlin, 2001; Bonn và Pettigrew, 2009; Y.Li và Zhang, 2018); (3) mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu và thành quả công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp (Liang và cộng sự, 2011; Liao và cộng sự, 2014; Shyu và Chen, 2009); (4) mối quan hệ giữa cấu trúc HĐQT và thành quả công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp (Habib và cộng sự, 2018; O'Connor và Byrne, 2015b; Alqahtani và cộng sự, 2021; Wahba và cộng sự, 2014; Sridharan và Joshi, 2018). Do đó, đề tài luận án được thực hiện dựa trên cơ sở lý luận, kế thừa kết quả của các công trình nghiên cứu trước có liên quan và tình hình thực tiễn về vấn đề nghiên cứu nên đảm bảo tính khoa học. Với đề tài luận án này, tác giả kỳ vọng sẽ đóng góp về mặt khoa học thông qua việc hoàn thiện khung lý thuyết về tác động của quản trị công ty đến thành quả công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp. Ngoài ra, dựa vào những mục

tiêu nghiên cứu đã nêu ở trên, tác giả kỳ vọng đề tài luận án sẽ đóng góp nhiều vấn đề mới có ý nghĩa khoa học như:

Tác giả sẽ lược khảo một cách hệ thống, đầy đủ và chi tiết về các nghiên cứu trước có liên quan đến chủ đề nghiên cứu của đề tài luận án. Dựa trên cơ sở này, tác giả sẽ tiến hành xác định khoảng trống trong các nghiên cứu trước và tiến hành thực hiện kiểm định tác động của quản trị công ty đến thành quả công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp đối với các doanh nghiệp ở Việt Nam nhằm lấp đầy khoảng trống này. Do vậy, đề tài luận án này có thể trở thành một tài liệu tham khảo có giá trị cho các nghiên cứu sau này.

Mục tiêu của luận án là xem xét tác động của quản trị công ty đến thành quả công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp. Trong đó, quan điểm của lý thuyết đại diện cho rằng con người có tính tư lợi và khuynh hướng cá nhân vì vậy người quản lý không phải lúc nào cũng hành động vì lợi ích cao nhất của chủ sở hữu. Jensen và Meckling (1976) cho rằng thiết lập cấu trúc HĐQT cần phải đảm bảo thực thi giám sát và kiểm soát người quản lý một cách có hiệu quả và phải được thiết lập để tối thiểu hóa các chi phí đại diện (Adams và cộng sự, 2005; Bhagat và Bolton, 2019; Coles và cộng sự, 2008; Davis và cộng sự, 1997; Duru và cộng sự, 2016; M. Singh và Davidson III, 2003; S. Singh và cộng sự, 2018; Phạm Quốc Việt, 2010; Võ Hồng Đức và Phan Bùi Gia Thủy, 2013; Vo và Nguyen, 2014). Tuy nhiên, lý thuyết đại diện chưa thể giải quyết được những tình huống khi nhà quản lý không có xung đột lợi ích với chủ sở hữu hoặc nhà quản lý xem lợi ích của mình đi cùng lợi ích của chủ sở hữu. Lúc này, nhà quản lý sẽ đạt được mục tiêu của mình thông qua việc giúp công ty đạt được mục tiêu chung. Lý thuyết quản lý đưa ra giả thuyết rằng người quản lý không bị tác động bởi các mục đích cá nhân mà họ có động lực đồng hành với mục tiêu của chủ sở hữu (Donaldson và Davis, 1991; Muth và Donaldson, 1998). Đồng thuận với quan điểm này, các nghiên cứu Bhagat và Bolton (2008), Cornett và cộng sự (2008), Faccio và cộng sự (2001), Phạm Quốc Việt (2010) đều thống nhất rằng tập trung quyền quản lý sẽ giúp tối đa hóa những hữu dụng của người quản lý khi họ đạt được mục tiêu tổ chức hơn là mục đích tư lợi cá nhân, đặc biệt trong hoàn cảnh cấp bách sẽ giúp HĐQT nắm bắt thông tin một cách nhanh nhất. Nếu như các nghiên cứu trước đây về quản trị công ty đều cho kết quả nghiên cứu ở một khía cạnh cụ thể hoặc ủng

hộ quan điểm của lý thuyết đại diện hoặc ủng hộ quan điểm của lý thuyết quản lý và đến nay kết quả nghiên cứu vẫn còn nhiều mâu thuẫn, chưa đồng thuận. Tuy nhiên có một sự kết hợp giữa các quan điểm của hai lý thuyết này qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp. Như vậy, có thể nói có nhiều yếu tố ảnh hưởng đến cơ chế giám sát và kiểm soát nhà quản lý nhằm mục tiêu tối thiểu hóa chi phí đại diện và mang lại lợi ích cao nhất cho cổ đông tùy từng điều kiện khác nhau hay tùy vào tình hình phát triển của công ty ở từng giai đoạn khác nhau mà thiết lập một cơ chế quản trị công ty nhằm mang lại thành quả cao nhất cho công ty và cổ đông. Việc nhận biết, đánh giá mức độ tương quan và liệu tương quan có tuân theo lý thuyết đại diện hay chịu sự ảnh hưởng từ lý thuyết quản lý. Việc đánh giá đúng để điều chỉnh và cải thiện các cơ chế hoạt động của quản trị công ty cho phù hợp trong từng hoàn cảnh, điều kiện của công ty là vô cùng cần thiết nhằm mang lại thành quả công ty cao nhất. Đây là hướng nghiên cứu khá mới được khai thác trong luận án và có thể tạo hướng đi riêng biệt đóng góp thêm cho các nghiên cứu về quản trị công ty về sau. Để tìm hiểu kỹ càng hơn, luận án khai thác sự tác động của quản trị công ty đến thành quả công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp để có cái nhìn bao quát hơn, sâu rộng hơn về các quan điểm của hai lý thuyết này.

Theo quan điểm của lý thuyết phụ thuộc nguồn lực (Wernerfelt, 1984) cho rằng việc cung cấp nguồn lực của các thành viên HĐQT liên quan trực tiếp đến thành quả công ty. Các nguồn lực này có thể là lời khuyên, tư vấn, sự uy tín, công ty tiếp cận các ưu đãi hoặc hỗ trợ từ các tổ chức bên ngoài công ty (Pfeffer và Salancik, 1978). Các nguồn lực này sẽ giúp công ty giảm sự phụ thuộc với các rủi ro bên ngoài và giảm chi phí giao dịch (Hillman và Dalziel, 2003). Nhìn chung, các nghiên cứu này chưa đề cập đến các vấn đề liên quan lý thuyết phụ thuộc nguồn lực được đặt trong từng giai đoạn phát triển của doanh nghiệp. Nghiên cứu của Jawahar và McLaughlin (2001) cho rằng nhu cầu nguồn lực của doanh nghiệp thay đổi qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp, cụ thể trong giai đoạn tăng trưởng công ty cần mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh vì vậy nhu cầu của công ty sẽ tìm cách tiếp cận các nguồn lực quan trọng để phát triển (Pfeffer và Salancik, 1978; Hillman và Dalziel, 2003). Tuy nhiên, trong giai đoạn trưởng thành khi công ty đã có thị phần và doanh thu ổn định thì nhu cầu nguồn lực để phục vụ cho mục tiêu mở rộng thị phần không còn cao

như giai đoạn trước, do đó nhu cầu nguồn lực chủ yếu của công ty là giám sát có hiệu quả nhằm đảm bảo cho sự ổn định của doanh nghiệp (Pfeffer, 1972; Boone và cộng sự, 2007; Goodstein và cộng sự, 1994). Đối với các công ty trong giai đoạn suy thoái, sự hiện diện của các thành viên HĐQT là đại diện cho các chủ nợ, ngân hàng và cổ đông lớn sẽ giúp công ty tiếp cận với các nguồn lực, cơ cấu lại các khoản nợ và tăng cường khả năng giám sát của HĐQT nhằm bảo vệ lợi ích tối đa cho các bên liên quan (Gilson, 1990). Theo sự hiểu biết của tác giả, đây là một chủ đề nghiên cứu còn khá hạn chế ở Việt Nam khi dựa trên cơ sở của lý thuyết phụ thuộc nguồn lực nhằm xem xét ảnh hưởng của quản trị công ty đến thành quả công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp. Do đó, luận án khai thác sự tác động của quản trị công ty đến thành quả công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp nhằm bổ sung thêm bằng chứng thực nghiệm về nhu cầu nguồn lực của các doanh nghiệp Việt Nam.

Thứ hai, đóng góp của luận án về mặt thực tiễn. Các doanh nghiệp Việt Nam hiện nay phần lớn đi lên từ các doanh nghiệp tư nhân phát triển thành công ty đại chúng, phần còn lại là cổ phần hóa từ các doanh nghiệp Nhà nước và các công ty thu hút đầu tư nước ngoài do điều kiện kinh tế mở cửa. Đây là một điểm có phần khác biệt của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam so với các doanh nghiệp ở các nước phát triển. Với 2 loại hình doanh nghiệp này, việc sở hữu tập trung sẽ là một yếu tố ảnh hưởng đến thành quả công ty, đặc biệt mối liên hệ này được xem xét trong mỗi giai đoạn phát triển của doanh nghiệp. Đồng thời, khi nghiên cứu về tỷ lệ sở hữu của HĐQT, tỷ lệ sở hữu của TGD ảnh hưởng thế nào đến thành quả công ty. Có rất nhiều quan điểm trái chiều, chưa đồng thuận về các vấn đề này và được cụ thể hóa bằng việc ủng hộ quan điểm của lý thuyết đại diện (Demsetz, 1983; Demsetz và Lehn, 1985; Fama và Jensen, 1983b) hoặc ủng hộ lý thuyết quản lý (Cornett và cộng sự, 2008; Bhagat và Bolton, 2008; Phạm Quốc Việt, 2010). Ngoài ra, Coles và cộng sự (2012) còn phát hiện ra rằng tỷ lệ sở hữu của TGD ảnh hưởng đến giá trị công ty theo hình chữ U ngược do có sự đánh đổi giữa gắn kết lợi ích và ảnh hưởng của không cùng lợi ích (McConnell và Servaes, 1990; Morck và cộng sự, 1998; Phạm Quốc Việt, 2010; Vo và Nguyen, 2014). Điều này, giải thích vì sao mối quan hệ tỷ lệ sở hữu của cấp quản lý với thành quả công ty sẽ thay đổi thông qua giả thuyết hội tụ lợi ích và giả thuyết cổ vị. Tóm lại, kết quả nghiên cứu về cấu trúc sở hữu và quản trị

công ty vẫn còn nhiều tranh cãi nguyên nhân được cho là do sự khác nhau về thể chế, khung khổ pháp lý, đối tượng nghiên cứu và thời gian nghiên cứu. Tuy nhiên, một điểm khác biệt mà luận án nhận thấy chưa được khai thác triệt để đối với các vấn đề nêu trên đó là nghiên cứu mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu và thành quả công ty theo sự phát triển của doanh nghiệp, nghĩa là xem xét sự tác động của cấu trúc sở hữu đến thành quả công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp. Đây là một chủ đề khá thú vị đáng khai thác hiện nay và cần được quan tâm cho thị trường riêng biệt tại Việt Nam.

Hiện nay có nhiều nghiên cứu về mối quan hệ giữa cấu trúc HĐQT và thành quả công ty, tuy nhiên các kết quả nghiên cứu không thống nhất. Nghiên cứu của Singh và cộng sự (2018) cho rằng quy mô HĐQT sẽ tác động tích cực đến thành quả công ty. Trái lại, Lipton và Lorsch (1992) cho rằng quy mô HĐQT tác động tiêu cực đến thành quả công ty (Cornett và cộng sự, 2008; Singh và Davidson III, 2003; Võ Hồng Đức và Phan Bùi Gia Thủy, 2013). Mặt khác, Coles và cộng sự (2008) đặt vấn đề khá thú vị cho nghiên cứu của mình “*Boards: Does one size fit all?*”. Kết quả nghiên cứu cho thấy rằng các công ty phức tạp, có yêu cầu tư vấn cao hơn các công ty đơn giản, có hội đồng quản trị lớn hơn với nhiều giám đốc bên ngoài hơn. Phát hiện này phù hợp với lập luận của Jawahar và McLaughlin (2001), họ cho rằng HĐQT được kỳ vọng sẽ thực hiện các vai trò khác nhau tại các thời điểm khác nhau trong các giai đoạn phát triển của vòng đời doanh nghiệp, có nghĩa là quy mô HĐQT sẽ thay đổi theo giai đoạn vòng đời doanh nghiệp do đó muốn tối đa hóa giá trị của công ty cần phải mở rộng tầm nhìn để hiểu rằng các đặc điểm của HĐQT là đa chiều, luôn biến đổi về bản chất và khác nhau không chỉ giữa các công ty và ngành mà còn trong các giai đoạn của vòng đời công ty. Do vậy, nghiên cứu ảnh hưởng của cấu trúc HĐQT đến thành quả công ty gắn với các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp là thực sự cần thiết và theo sự hiểu biết của tác giả chủ đề này là một khoảng trống cần nghiên cứu đối với thị trường Việt Nam.

Li và Zhang (2018) kế thừa và phát triển mô hình của Anthony và Ramesh (1992) khi sử dụng 4 biến số để phân loại vòng đời doanh nghiệp (lợi nhuận giữ lại, tăng trưởng doanh thu, chi tiêu vốn, tuổi niên yết của công ty). Khác với nghiên cứu của Anthony và Ramesh (1992) tác giả đã sử dụng lợi nhuận giữ lại thay vì cổ tức

làm biến phân loại vòng đời doanh nghiệp bởi vì các công ty ở Trung Quốc thường ít hoặc không chi trả cổ tức. Ở Việt Nam một số công ty ưa thích không chi trả cổ tức (hoặc chi trả bằng cổ phiếu) do đó không làm thay đổi vốn chủ sở hữu cũng như tỷ lệ nắm giữ của cổ đông và về cơ bản dòng tiền vẫn ở trong doanh nghiệp. Do đó, thay vì sử dụng cổ tức hay lợi nhuận giữ lại, luận án sử dụng dòng chi trả cổ tức làm thước đo phân loại vòng đời của doanh nghiệp. Kết quả phân loại dữ liệu nghiên cứu thành ba giai đoạn tăng trưởng, trưởng thành và suy thoái của vòng đời doanh nghiệp. Theo hiểu biết của tác giả, việc phân loại các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp đối với các công ty ở thị trường Việt Nam là một chủ đề còn khá mới, cần được nghiên cứu nhằm bổ sung thêm các bằng chứng thực nghiệm về ảnh hưởng của quản trị công ty đến thành quả công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp.

1.6. Kết cấu của luận án

Kết cấu trong bài viết của luận án gồm 5 phần chính tương ứng với 5 chương:

Chương 1. Giới thiệu tổng quan về vấn đề nghiên cứu

Chương 1 luận án trình bày tổng quan nội dung nghiên cứu, bao gồm: tính cấp thiết của đề tài, mục tiêu và câu hỏi nghiên cứu, phương pháp nghiên cứu, đối tượng và phạm vi nghiên cứu, ý nghĩa khoa học, tính mới của luận án và kết cấu của luận án.

Chương 2. Cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu trước

Trong chương này luận án trình bày các lý thuyết và các công trình nghiên cứu trước liên quan đến quản trị công ty, thành quả công ty và vòng đời doanh nghiệp. Từ đó, luận án rút ra khoảng trống trong nghiên cứu.

Chương 3. Phương pháp nghiên cứu

Trên cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu ở chương 2, trong chương 3 luận án trình bày giả thuyết nghiên cứu, dữ liệu nghiên cứu, phương pháp phân loại vòng đời doanh nghiệp, mô hình nghiên cứu, cách đo lường biến trong mô hình và phương pháp ước lượng phù hợp với từng mô hình của nghiên cứu.

Chương 4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

Trong chương này, luận án phân tích đặc điểm của quản trị công ty ở Việt Nam trong giai đoạn 2012-2019. Ngoài ra, luận án tiến hành phân tích và thảo luận kết quả nghiên cứu đạt được từ việc kiểm định các mô hình hồi quy.

Chương 5. Kết luận và hàm ý đề xuất

Trong chương này, luận án tóm tắt các kết quả nghiên cứu chính của nghiên cứu. Trên cơ sở đó, luận án đưa ra các hàm ý đề xuất từ kết quả nghiên cứu đạt được và các hạn chế của luận án cũng được trình bày trong chương này.

Tóm tắt chương 1

Trong chương 1 của luận án, tác giả đã trình bày về lý do lựa chọn đề tài, xác định mục tiêu nghiên cứu bao gồm mục tiêu tổng quát và mục tiêu cụ thể, phạm vi nghiên cứu và đối tượng nghiên cứu. Trên cơ sở đó, luận án tiếp tục trình bày các cơ sở lý thuyết và lược khảo các nghiên cứu trước về các vấn đề quản trị công ty, thành quả công ty và vòng đời doanh nghiệp ở chương tiếp theo.

CHƯƠNG 2.

CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ CÁC NGHIÊN CỨU TRƯỚC

2.1. Tổng quan lý thuyết về quản trị công ty

2.1.1. Khái niệm về quản trị công ty

Có nhiều định nghĩa khác nhau về Quản trị công ty, tuy nhiên tùy thuộc vào mục tiêu của nghiên cứu, thể chế hay hệ thống pháp lý của một quốc gia. Ntim (2018) cho rằng thông thường có 2 nhóm định nghĩa chính về quản trị công ty, nhóm định nghĩa thứ nhất liên quan đến các hành vi của các công ty, đó là các giải pháp về hiệu quả quản lý, tăng trưởng, cấu trúc tài chính, cấu trúc quản trị và các hành vi đối với cổ đông và các bên liên quan khác. Nhóm định nghĩa thứ hai liên quan đến quy phạm pháp luật, đó là các quy tắc quản trị công ty được thực thi theo hệ thống pháp luật, hệ thống tư pháp, thị trường tài chính và thị trường lao động.

Đối với các nghiên cứu về các công ty trong một quốc gia thì nhóm định nghĩa thứ nhất phù hợp hơn. Lúc này, hành vi của các công ty dưới góc độ quản trị công ty là xem xét các vấn đề về cấu trúc sở hữu, cấu trúc của HĐQT trong việc xác định thành quả công ty, mối quan hệ giữa chính sách lao động, quản lý, vai trò của các cổ đông và thành quả công ty. Đối với các nghiên cứu so sánh, loại định nghĩa thứ hai là hợp lý hơn bởi vì nó điều tra sự khác biệt trong khung khổ pháp lý ảnh hưởng đến hành vi của công ty và những nhà đầu tư ở các quốc gia khác nhau.

Cadbury (1992) cho rằng quản trị công ty như một tập hợp các cơ chế mà qua đó các công ty hoạt động khi quyền sở hữu được tách ra khỏi quyền quản lý. Như vậy, theo định nghĩa này, quản trị công ty sẽ bao gồm mối quan hệ giữa các cổ đông, chủ nợ và công ty; giữa thị trường tài chính, các tổ chức và công ty; và giữa nhân viên và công ty. Ngoài ra, quản trị công ty cũng sẽ bao gồm vấn đề trách nhiệm xã hội của công ty liên quan đến văn hóa và môi trường.

Nghiên cứu của Shleifer và Vishny (1997) cho rằng “Quản trị công ty như một công cụ đảm bảo cho các nhà cung cấp tài chính cho công ty sẽ nhận được phần lợi nhuận từ khoản đầu tư của họ”. Theo định nghĩa này, trọng tâm sẽ là làm thế nào các nhà đầu tư bên ngoài tự bảo vệ mình trước sự chiếm đoạt của các cổ đông nội bộ. Điều này bao gồm các biện pháp bảo vệ lợi ích các cổ đông thiểu số và quyền của các chủ nợ (như được áp dụng trong các luật về tài sản thế chấp và phá sản). Nó cũng có

thể bao gồm các vấn đề cấu trúc sở hữu, cấu trúc HĐQT, quyền của ban quản lý và khả năng hội tụ lợi ích của chủ sở hữu, nhà quản lý và các bên liên quan. Như vậy, các định nghĩa đều hướng quản trị công ty đến việc giám sát, kiểm soát tình hình hoạt động của công ty và đảm bảo lợi ích cho các cổ đông của công ty.

Theo “Các nguyên tắc quản trị công ty” của OECD (2004) đã đưa ra một định nghĩa chi tiết: “Quản trị công ty là những biện pháp nội bộ để điều hành và kiểm soát công ty, liên quan tới các mối quan hệ giữa ban giám đốc, hội đồng quản trị và các cổ đông của một công ty với các bên có quyền lợi liên quan. Quản trị công ty cũng tạo ra một cơ cấu để đề ra các mục tiêu của công ty và xác định các phương tiện để đạt được những mục tiêu đó, cũng như để giám sát kết quả hoạt động của công ty. Quản trị công ty chỉ được cho là có hiệu quả khi khích lệ được ban giám đốc và hội đồng quản trị theo đuổi các mục tiêu vì lợi ích của công ty và của các cổ đông, cũng như phải tạo điều kiện thuận lợi cho việc giám sát hoạt động của công ty một cách hiệu quả, từ đó khuyến khích công ty sử dụng các nguồn lực một cách tốt hơn”.

Ngoài ra, theo Tổ chức Tài chính Quốc tế (IFC) định nghĩa “Quản trị công ty là những cơ cấu và những quá trình để định hướng và kiểm soát công ty”. Nhìn chung, các tổ chức quốc tế đều cho rằng quản trị công ty là những cơ cấu, biện pháp được xây dựng với mục đích định hướng việc điều hành và kiểm soát công ty một cách hiệu quả nhằm đảm bảo lợi ích cho các bên có liên quan đến công ty (IFC, 2010).

Tóm lại, trong phạm vi nghiên cứu của luận án quản trị công ty chủ yếu tập trung vào cách các cơ chế quản trị nội bộ quan trọng tương tác để tối đa hóa giá trị của công ty. Cơ chế quản trị nội bộ là các biện pháp được dùng để giám sát, kiểm soát tình hình của công ty, thông qua đó các công ty được vận hành hiệu quả nhằm mang lại thành quả cao cho công ty, đáp ứng quyền lợi của cổ đông và những người có liên quan đến công ty (Cadbury, 1992). Quan điểm này cho thấy rằng trong để mang lại thành quả tốt cho công ty và tối đa hóa lợi ích của chủ sở hữu, cơ chế quan trọng của quản trị công ty cần xem xét bao gồm cấu trúc sở hữu và cấu trúc HĐQT.

2.1.2. Các nguyên tắc quản trị công ty

Từ năm 1999, OECD đã đưa ra các nguyên tắc quản trị công ty được dùng để làm chuẩn đánh giá mức độ tuân thủ các tiêu chí nguyên tắc quản trị công ty của các quốc gia trong tổ chức. Những nguyên tắc này sau đó được sửa đổi, bổ sung trong

phiên bản năm 2004 có tựa đề “Các nguyên tắc quản trị công ty của OECD”. Sau đó OECD sửa đổi năm 2015, Bộ Nguyên tắc Quản trị Công ty của G20/OECD được coi là tài liệu tham chiếu chuẩn quốc tế về quản trị công ty, đặc biệt đối với những doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán.

Tháng 8/2019 Ủy ban Chứng khoán Nhà nước và Tổ chức Tài chính Quốc tế, với sự hỗ trợ của Ngân hàng Thế giới và Cục Kinh tế Liên bang Thụy Sĩ (SECO) cho ra đời Bộ Nguyên tắc Quản trị Công ty theo Thông lệ Tốt nhất đầu tiên của Việt Nam. Đây là nỗ lực mới nhất của các bên để hỗ trợ các doanh nghiệp niêm yết và đại chúng áp dụng các tiêu chuẩn quản trị công ty quốc tế. Điều này giúp nâng cao chất lượng doanh nghiệp niêm yết nói riêng, đóng góp vào việc nâng hạng thị trường chứng khoán nói chung và hướng tới mục tiêu cao nhất là thúc đẩy niềm tin của nhà đầu tư, tăng trưởng thị trường chứng khoán Việt Nam để dẫn tới sự phát triển bền vững của nền kinh tế quốc gia. Dựa trên nền tảng của Bộ Nguyên tắc Quản trị Công ty của G20/OECD và Thẻ điểm Quản trị Công ty của ASEAN, Bộ Nguyên tắc QTCT này bao gồm 10 Nguyên tắc sau đây, được sắp xếp trên cơ sở có cân nhắc sự phù hợp và mức độ ưu tiên của các vấn đề hiện đang tồn tại về chất lượng QTCT của các doanh nghiệp Việt Nam⁴.

1. Trách nhiệm của HĐQT: Nguyên tắc 1: Thiết lập rõ vai trò, trách nhiệm và cam kết của HĐQT; Nguyên tắc 2: Thiết lập một HĐQT có năng lực và chuyên nghiệp; Nguyên tắc 3: Bảo đảm vai trò lãnh đạo hiệu quả và tính độc lập của HĐQT; Nguyên tắc 4: Thiết lập các ủy ban trực thuộc HĐQT; Nguyên tắc 5: Bảo đảm hoạt động hiệu quả của HĐQT; Nguyên tắc 6: Thiết lập và duy trì văn hoá đạo đức công ty.

2. Môi trường kiểm soát: Nguyên tắc 7: Thiết lập khung quản lý rủi ro và môi trường kiểm soát vững mạnh.

3. Công bố thông tin và minh bạch: Nguyên tắc 8: Tăng cường hoạt động công bố thông tin của công ty.

4. Quyền của cổ đông: Nguyên tắc 9: Thiết lập khuôn khổ để thực hiện hiệu quả quyền của cổ đông.

⁴ https://viod.vn/wp-content/uploads/2019/08/Vietnam-CG-Code-of-Best-practices_v1.0_EV.pdf

5. Quan hệ với các bên có quyền lợi liên quan: Nguyên tắc 10: Tăng cường sự tham gia hiệu quả của các bên có quyền lợi liên quan.

Trong bộ nguyên tắc này có một số nguyên tắc và thông lệ khuyến nghị đã được quy định trong luật pháp hiện hành mà công ty đại chúng và công ty niêm yết Việt Nam buộc phải tuân thủ nhằm đảm bảo một cơ cấu quản trị hiệu quả; Đảm bảo quyền lợi của cổ đông; Đối xử công bằng giữa các cổ đông; Đảm bảo vai trò của những người có liên quan đến công ty; Minh bạch trong hoạt động của công ty; HĐQT và BKS lãnh đạo và kiểm soát công ty có hiệu quả.

2.2. Tổng quan về thành quả của công ty

2.2.1. *Khái niệm về thành quả công ty*

Thành quả công ty (firm performance) đã trở thành một khái niệm có liên quan trong nghiên cứu quản lý kinh tế, tài chính và thường được sử dụng như một biến phụ thuộc. Mặc dù thành quả công ty là một khái niệm rất phổ biến trong các tài liệu học thuật tuy nhiên hầu như không có sự đồng thuận về định nghĩa và phương pháp đo lường. Do đó, sẽ có nhiều cách giải thích khác nhau tùy thuộc vào mục tiêu, đối tượng và phương pháp nghiên cứu. Các định nghĩa của khái niệm này có thể là chung chung hoặc ít được xác định rõ ràng.

Buzzell và Gale (1987) cho rằng thành quả công ty là mức độ đạt được mục tiêu kinh doanh của doanh nghiệp liên quan đến tăng trưởng doanh thu, doanh số bán hàng, lợi nhuận, tăng trưởng thị phần cũng như mức độ hoàn thành mục tiêu chiến lược. Đồng quan điểm của Buzzell và cộng sự (1987), Keegan và cộng sự (1989) đã đưa ra ma trận đo lường thành quả công ty bằng cách phân loại kết quả đo lường dựa vào chi phí và phi chi phí, tương tự Dixon và cộng sự (1990) nhận ra rằng cần thiết phải có hệ thống các tiêu chí để xác định các lĩnh vực cần cải tiến và phát triển, do đó tác giả đã đưa ra các bảng câu hỏi để đo lường thành quả công ty.

Lupton và cộng sự (1977) cho rằng một tổ chức đạt được thành quả cao khi tỷ lệ năng suất cao và động lực, sự hài lòng của các thành viên là cao trong khi chi phí, tình trạng bất ổn lao động thấp hoặc không có. Đồng thời, Adam (1994) xem thành quả công ty phụ thuộc sâu sắc vào chất lượng năng suất của nhân viên. Ông tin rằng để đảm bảo thành quả công ty cao, điều cần thiết là phải tiếp xúc thường xuyên với

công nhân của công ty, cập nhập kiến thức và kỹ năng mới từ đó sẽ giúp họ theo kịp những thay đổi mới xảy ra trên thị trường và cuối cùng làm tăng thành quả công ty.

Venkatraman và Ramanujam (1986) cho rằng mục tiêu cuối cùng của công ty là tối đa hóa giá trị của công ty, mang lại thành quả tốt nhất. Để đạt được mục tiêu này công ty cần phải sử dụng và phát huy tối đa các nguồn lực của mình (trong đó có nguồn vốn chủ sở hữu) nhằm đạt được kết quả cao nhất. Thành quả là thước đo khả năng sinh lời của nguồn vốn chủ sở hữu, là công cụ để xác định được lợi nhuận của công ty và xác định được sự gia tăng giá trị tài sản cho chủ sở hữu, hay nói cách khác thành quả là thước đo sự tối đa hóa giá trị của công ty. Thành quả là chỉ tiêu rất quan trọng đối với cổ đông, nhà quản lý, chủ nợ, nhà cung cấp...trong việc ra quyết định kinh doanh hoặc đầu tư.

Như vậy, thành quả công ty phản ánh trình độ sử dụng các nguồn lực để đạt được các mục tiêu của doanh nghiệp, thể hiện mối quan hệ giữa kết quả đạt được và các chi phí ban đầu bỏ ra để có thể đạt được kết quả đó. Độ chênh lệch giữa kết quả đạt được và các chi phí ban đầu bỏ ra càng lớn thì mang lại thành quả công ty càng cao. Trên góc độ này, thành quả công ty đồng nhất với lợi nhuận của doanh nghiệp và khả năng đáp ứng về mặt chất lượng của sản phẩm đối với nhu cầu của thị trường.

2.2.2. Các chỉ tiêu đo lường thành quả công ty

Venkatraman và Ramanujam (1986) cho rằng thành quả thể hiện kết quả hoạt động của công ty dựa trên các chỉ số phản ánh mục tiêu kinh tế bao gồm nhóm các chỉ tiêu phản ánh khả năng sinh lời và nhóm các chỉ số phản ánh giá trị thị trường. Kế thừa và phát triển nghiên cứu của Venkatraman và Ramanujam (1986), Hult và cộng sự (2008) cho rằng để đo lường thành quả của công ty có ba tiêu chí thường được sử dụng nhất, bao gồm: hiệu quả tài chính (financial performance), hiệu quả kinh doanh (operation performance) và hiệu quả tổng hợp (overall performance).

Hult và cộng sự (2008) cho rằng có 44% nghiên cứu đo lường thành quả của công ty thực hiện thông qua chỉ tiêu hiệu quả tài chính. Hiệu quả tài chính trong các nghiên cứu khoa học thường được đo lường thông qua các tiếp cận sau: tiếp cận thị trường, tiếp cận từ báo cáo tài chính và tiếp cận kết hợp. Erhardt và cộng sự (2003), Shrader và cộng sự (1997) sử dụng cách tiếp cận thị trường xem hiệu quả tài chính là tỷ suất lợi nhuận trên vốn đầu tư (ROI) vào cổ phiếu của công ty đang xem xét. Chỉ

tiêu này được tính bằng tỷ số giữa tổng cổ tức và chênh lệch giá nhận được trong một khoảng thời gian so với vốn đầu tư ban đầu. Cách tiếp cận này có ưu điểm là dựa trên thu nhập thực tế bằng tiền của nhà đầu tư nên có tính thuyết phục cao. Tuy nhiên khi công ty thực hiện các nghiệp vụ tách, gộp cổ phiếu, phát hành quyền mua cổ phần, cổ phiếu thưởng, trả cổ tức bằng cổ phiếu... sẽ làm thị giá cổ phiếu điều chỉnh tương ứng và làm công thức tính toán ROI trở nên rất phức tạp.

Cách tiếp cận thứ hai là dựa vào thông tin do công ty cung cấp, mà chủ yếu từ báo cáo tài chính. Theo cách tiếp cận này, những chỉ tiêu đo lường hiệu quả tài chính chủ yếu là tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA), tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE), tỷ suất lợi nhuận thuần (ROS)... Có thể thấy chỉ tiêu ROE và ROA là hai chỉ tiêu thường được sử dụng nhất trong các nghiên cứu trước đây, vai trò của ROE còn được cụ thể hóa trong các nghị định 58/2012/NĐ-CP⁵ quy định điều kiện các doanh nghiệp niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh là doanh nghiệp cần có tỷ lệ lợi nhuận sau thuế trên vốn chủ sở hữu năm gần nhất tối thiểu là 5% và hoạt động kinh doanh của hai năm trước năm đăng ký niêm yết phải có lãi, không có khoản nợ phải trả quá hạn trên 01 năm, không có lỗ lũy kế tính đến năm đăng ký niêm yết. Hai chỉ tiêu này có quan hệ với nhau vì ROE khuếch đại ROA thông qua đòn bẩy tài chính. Tuy nhiên, để đo lường thành quả của công ty trong nghiên cứu thì chỉ tiêu ROA toàn diện hơn do tính đến khả năng khai thác toàn bộ tài sản của công ty. Hult và các cộng sự (2008) đã cho thấy hiệu quả tài chính được đo lường bởi tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản chiếm 40%, ưu điểm của cách tiếp cận này là dễ tính toán chỉ tiêu, nhưng nhược điểm lại nằm ở tính sẵn có và tính chính xác, trung thực của thông tin từ báo cáo tài chính.

Cách tiếp cận thứ ba kết hợp cả hai khía cạnh thị trường và công ty, các nhà nghiên cứu thường sử dụng chỉ tiêu Tobin's Q hoặc tỷ số thị giá/giá sổ sách (PBV – price to book value ratio) để đo lường giá trị thị trường công ty. Singh và cộng sự (2018) đã chọn sử dụng Tobin's Q nhằm đo lường giá trị thị trường của công ty, Tobin's Q được tính bằng tỷ số giữa giá thị trường của tài sản với giá trị thay thế của tài sản. Singh và cộng sự (2018) đã đề xuất cách tính Tobin's Q bằng cách cộng giá

⁵ Nghị định số 58/2012/NĐ-CP của Chính phủ: Quy định chi tiết và hướng dẫn thi hành một số điều của Luật chứng khoán và Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật chứng khoán, ngày 20 tháng 7 năm 2012

sổ sách của tài sản với giá thị trường của cổ phiếu đang lưu hành, sau đó trừ đi giá sổ sách của cổ phiếu lưu hành, còn giá trị thay thế của tài sản được tính bằng giá sổ sách của tài sản. Chỉ tiêu PBV tương tự như Tobin's Q, nhưng không tính trên tổng tài sản, mà chỉ so sánh giá thị trường và giá sổ sách của vốn chủ sở hữu, do đó PBV chưa được toàn diện bằng Tobin's Q. Chỉ số Tobin's Q có thể dự đoán được thành quả trong tương lai của công ty bởi chúng phản ánh được đánh giá của thị trường cả về tiềm năng lợi nhuận của doanh nghiệp trong tương lai (phản ánh vào giá thị trường của cổ phiếu) và phương pháp hạch toán giá trị sổ sách của tài sản. Ưu điểm của chỉ tiêu này là dễ tính toán, giúp nhận dạng và ước lượng giá trị vô hình không được ghi nhận trong báo cáo tài chính, nhưng nhược điểm của nó nằm ở tâm lý nhà đầu tư và khả năng tuân thủ chuẩn mực kế toán.

Khi nghiên cứu về mối quan hệ giữa quản trị công ty và thành quả công ty các tác giả thường sử dụng chỉ số ROA và chỉ số Tobin's Q nhằm đại diện cho thành quả công ty (Andres, 2008; Bhagat và Black, 2002; Bhagat và Bolton, 2008; Duru và cộng sự, 2016; S. Singh và cộng sự, 2018; Thomsen và cộng sự, 2006; Wintoki và cộng sự, 2012; Yermack, 1996). Đồng thời khi nghiên cứu mối quan hệ giữa quản trị công ty và thành quả công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp các tác giả Harjoto và Jo (2009), Liang và cộng sự (2011), O'Connor và Byrne (2015), Shyu và Chen (2009) đều sử dụng ROA, Tobin's Q làm thước đo thành quả công ty. Ở Việt Nam, khi nghiên cứu về sự tác động của quản trị công ty đến thành quả công ty đều tập trung chủ yếu vào các chỉ tiêu tài chính như ROA, ROE (đại diện cho nhóm các chỉ tiêu phản ánh khả năng sinh lời) và Tobin's Q (đại diện cho nhóm các chỉ số phản ánh giá trị thị trường). Trong đó, có một số nghiên cứu chỉ sử dụng một chỉ tiêu để đo lường thành quả công ty (Phạm Quốc Việt, 2010; Võ Hồng Đức và Phan Bùi Gia Thủy, 2013; Dao và Hoang, 2014), nhưng cũng có nghiên cứu sử dụng kết hợp từ hai, ba chỉ tiêu trở lên để đo lường thành quả công ty (Trần Minh Trí và Dương Như Hùng, 2011; Vo và Nguyen, 2014; Đoàn Ngọc Phúc và Lê Văn Thông, 2014).

Từ các quan điểm trên cho thấy thành quả của công ty được đo lường bằng nhiều phương pháp khác nhau tùy vào mục tiêu, đặc điểm của đối tượng nghiên cứu. Do đó luận án sử dụng kết hợp cả hai nhóm các chỉ tiêu phản ánh khả năng sinh lời và nhóm các chỉ số phản ánh giá trị thị trường để đo lường thành quả công ty. Theo Tran Thi

Hai Ly và Nguyen Kim Duc (2018), Võ Xuân Vinh (2014) trong nhóm các chỉ số phản ánh giá trị thị trường thì Tobin's Q được xem là thông dụng nhất để đánh giá tốt về giá trị thị trường của tài sản doanh nghiệp, còn đối với nhóm các chỉ tiêu phản ánh khả năng sinh lời thì ROA và ROE là hai chỉ tiêu được sử dụng phổ biến nhất. Tuy nhiên, khi so sánh hai chỉ tiêu ROA và ROE thì Phạm Quốc Việt (2010) cho rằng ROA toàn diện hơn do tính đến khả năng khai thác toàn bộ tài sản của công ty. Vì vậy, luận án sử dụng chỉ tiêu ROA đại diện cho nhóm các chỉ tiêu phản ánh khả năng sinh lời, còn đối với nhóm các chỉ số phản ánh giá trị thị trường, luận án sử dụng chỉ số Tobin's Q để đo lường thành quả công ty.

2.3. Các lý thuyết giải thích mối quan hệ giữa quản trị công ty và thành quả công ty

2.3.1. Lý thuyết bất cân xứng thông tin (*Asymmetric Information Theory*)

Lý thuyết thông tin bất cân xứng (*Asymmetric Information Theory*) lần đầu tiên xuất hiện vào những năm 1970, các nhà khoa học đã nghiên cứu và phát triển lý thuyết này là G.A.Akerlof (1970), ông cho rằng trong giao dịch thì người bán luôn có đầy đủ thông tin về sản phẩm của mình, vì thế họ có thể bán các sản phẩm kém với giá cả tương tự một sản phẩm tốt cho các khách hàng không có nhiều thông tin. Cho đến khi người mua biết được vấn đề này thì họ sẽ đề phòng bằng việc mua các hàng hóa cũ với giá thấp vì họ nghĩ rằng sẽ hạn chế thiệt hại mua nhầm sản phẩm kém. Đóng góp quan trọng của bài nghiên cứu này chính là rủi ro lựa chọn đối nghịch (*adverse selection*), vì khi người tiêu dùng có thị hiếu mua sắm theo chiều hướng như thế thì các sản phẩm tốt sẽ không bán được với giá hợp lý, từ đó thì lượng hàng hóa kém chất lượng sẽ tồn tại nhiều hơn dẫn đến rủi ro bị mua phải sản phẩm kém cũng tăng lên hẳn. Khi mà thị trường trở nên bất ổn thì người mua sẽ rút khỏi và khiến cho thị trường trở nên ảm đạm hơn. Để bổ sung cho học thuyết của Akerlof (1970), Joseph Stiglitz (1974) cho rằng bất cứ hàng hóa nào cũng có những đặc tính khác nhau, chất lượng, mẫu mã khác nhau, nên cần phải phân loại, có cơ chế sàng lọc đối với chúng. Với cơ chế sàng lọc thì các nhà đầu tư có thể hạn chế thiệt hại bằng cách nên đưa ra nhiều điều kiện trong các hợp đồng giao dịch thương mại. Do đó việc nghiên cứu mối quan hệ giữa bất cân xứng thông tin và các quyết định đầu tư đã nhận được sự quan tâm của các nhà đầu tư. Thực tế, chi phí đại diện phát sinh từ xung đột lợi ích giữa

các cổ đông và các nhà quản lý (Jensen và Meckling, 1976). Các nguyên tắc quản trị không thể giải quyết hết các vấn đề đại diện vì thông tin bất cân xứng liên quan đến nỗ lực và hành động của các đại diện. Bởi vì các nguyên tắc không thể giám sát hoặc đo lường một cách hoàn hảo hành vi của các nhà quản lý. Chi phí đại diện được biểu hiện khi các nhà quản lý áp đặt thêm các chi phí khác cho công ty như chi phí cá nhân, chi phí cơ hội và đầu tư quá mức. Trong quản trị công ty, việc minh bạch thông tin của một công ty rất quan trọng nhằm có được sự đánh giá cao và định giá cao về giá cổ phiếu từ các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán. Gompers và cộng sự (2003) đã chứng minh mối quan hệ tích cực giữa quản trị công ty và thành quả công ty thông qua cuộc điều tra về quyền cổ đông và mức bù giá cổ phiếu. Đồng thời, Cuñat và cộng sự (2012) đã kiểm tra ảnh hưởng của các quy định về quản trị công ty đối với giá trị của cổ đông và nhận thấy rằng lợi nhuận bất thường từ thị trường chứng khoán liên quan đến các đề xuất về quản trị công ty. Thêm vào đó, Core và cộng sự (2006) cho rằng một công ty có mức quy định quản trị công ty thấp hơn có thể giá cổ phiếu bị giảm giá do các nhà đầu tư bên ngoài cho rằng giá cổ phiếu sẽ giảm một khi công ty có quy định quản trị công ty ở mức thấp bởi các chi phí đại diện sẽ tăng như quản lý yếu kém, đầu tư quá mức và chi tiêu không hợp lý....

Elbadry và cộng sự (2015) cho rằng cơ chế quản trị công ty là một công cụ gián tiếp và có lẽ không hoàn hảo mà các cổ đông, với tư cách là người đứng đầu, cố gắng kiểm soát các vấn đề đại diện bằng cách thay đổi hành vi của các nhà quản lý. Các hành động của nhà quản lý có thể được thay đổi bằng cách giảm thiểu tác động của thông tin không chuẩn theo nhiều cách. Trong đó các cơ chế quản trị công ty có thể ngăn cản các vấn đề đại diện bằng cách tăng hiệu quả của hệ thống giám sát, chẳng hạn như tăng số lượng các thành viên độc lập trong hội đồng quản trị. Các biện pháp này ngăn chặn sự thông đồng và khiến các nhà quản lý khó che giấu hành vi gian lận và trốn tránh trách nhiệm của mình. Quan trọng là, các yếu tố này của cơ chế quản trị công ty nâng cao niềm tin của các cổ đông rằng các vấn đề đại diện đang được kiểm soát, do đó làm giảm tác động của thông tin bất cân xứng và dẫn đến sự cải thiện đối với giá cổ phiếu của công ty trên thị trường chứng khoán.

2.3.2. Lý thuyết đại diện (Agency theory)

Vào đầu những năm 1970 các nhà kinh tế đã nghiên cứu về việc phân chia rủi ro giữa người ủy quyền và người được ủy quyền. Người ủy quyền là các cổ đông hay chủ sở hữu của công ty, trong khi đó người được ủy quyền là người được thuê bởi người ủy quyền và đại diện cho người ủy quyền quản lý, điều hành hoạt động của công ty. Mặc dù đáng lẽ ra người ủy quyền và người đại diện đều phải hướng đến mục tiêu chung của toàn công ty, tuy nhiên xuất phát từ hành vi và thái độ đối với rủi ro khác nhau nên họ có mục tiêu và sự phân công lao động cũng khác nhau.

Lý thuyết đại diện ban đầu được phát triển bởi Alchian và Demsetz (1972), sau đó được Jensen và Meckling phát triển thêm vào năm 1976. Lý thuyết đại diện định nghĩa quản trị công ty là mối quan hệ giữa chủ sở hữu (cổ đông) và các đại diện (người quản lý) do đó lý thuyết này tập trung vào mối quan hệ giữa người chủ và người đại diện này là dựa trên bản hợp đồng giữa một bên là người chủ thuê một bên là người đại diện thay mặt cho người chủ thực hiện một số công việc và người chủ sẽ chuyển giao một số quyền quyết định cho người đại diện để người đại diện có đủ quyền lực để hoàn thành được các công việc được giao trong bản hợp đồng. Nói một cách khác, cổ đông là người chủ sở hữu của công ty, thuê và ủy quyền ra quyết định các hoạt động hàng ngày của công ty cho người quản lý - người đại diện của chủ sở hữu, với kỳ vọng những người đại diện này sẽ ra các quyết định và hành động vì lợi ích của người chủ sở hữu. Trên thực tế người chủ không thể chắc chắn rằng người đại diện sẽ thực hiện những việc đem lại lợi ích tốt nhất cho người chủ. Người đại diện có thể dùng quyền quyết định và nguồn lực của người chủ để thực hiện các công việc để đạt được mục tiêu, lợi ích của riêng mình do đó chính sự tách biệt giữa người chủ sở hữu và người quản lý hay tách biệt quyền sở hữu và quyền quản lý này lại là điểm bắt đầu của các vấn đề xung đột lợi ích giữa người chủ sở hữu và người quản lý (Jensen và Meckling, 1976).

Người chủ sở hữu luôn hành động vì mục tiêu dài hạn như tối đa hóa giá trị công ty, nghĩa là tối đa hóa giá trị thị trường vốn cổ phần của công ty, trong khi đó các nhà quản lý lại hành động vì mục tiêu ngắn hạn như tăng doanh số, tăng thị phần... nhằm mục đích tối đa hóa lợi ích của họ như tăng mức lương, thưởng, sự uy tín, quyền lực của họ đối với công ty. Vì thế nếu cả người chủ và người đại diện đều muốn tối

đa hóa lợi ích cho riêng mình thì không thể tin rằng người đại diện sẽ luôn luôn làm những việc để tối đa hóa lợi ích cho người chủ. Để khắc phục vấn đề này, Jensen và Meckling (1976) cho rằng người chủ có thể giảm bớt lợi ích của mình bằng cách khuyến khích, động viên người đại diện những phần thưởng thích hợp và một khoản chi phí để giám sát, kiểm soát những hành vi sai lệch của người đại diện. Tuy nhiên trên thực tế thì không có gì để đảm bảo rằng người đại diện sẽ đưa ra các quyết định tối ưu theo quan điểm của người chủ, vì thế mối quan hệ đại diện này sẽ làm phát sinh một loại chi phí gọi là chi phí đại diện (Agency cost) nhằm kiểm soát những hành vi làm tổn hại tới lợi ích của chủ sở hữu. Cũng theo các tác giả Jensen và Meckling (1976) cho rằng chi phí đại diện là tổng của các loại chi phí như: chi phí giám sát (monitoring cost) để giám sát hoạt động của người đại diện như là chi phí kiểm toán; chi phí ràng buộc (bonding cost) để thiết lập một bộ máy có thể tối thiểu hóa những hành vi quản trị không mong muốn như là bổ nhiệm những thành viên bên ngoài vào ban điều hành hay tái thiết lập hệ thống tổ chức của công ty và mất mát phụ trội (residual loss) hay chi phí cơ hội khi các cổ đông thuê người đại diện và buộc phải đưa ra các hạn chế, ví dụ những thiệt hại do người đại diện lạm dụng quyền được giao để tư lợi, những thiệt hại do việc đặt ra quy định đối với quyền bỏ phiếu của cổ đông về những vấn đề cụ thể, thiệt hại từ những biện pháp kiểm soát hoạt động của người đại diện. Như vậy, một trong những vấn đề mà lý thuyết đại diện đặt ra đó là việc thiết lập một cơ chế quản trị công ty nhằm đảm bảo lợi ích của cả người chủ sở hữu và người quản lý của công ty, từ đó giảm thiểu chi phí đại diện.

Tóm lại, lý thuyết đại diện giả định con người có tính tư lợi và khuynh hướng cá nhân, vì vậy người quản lý không phải lúc nào cũng hành động vì lợi ích cao nhất của người chủ sở hữu. Do đó, theo quan điểm của lý thuyết này thiết lập cấu trúc HĐQT cần phải đảm bảo thực thi giám sát và kiểm soát người quản lý một cách có hiệu quả và phải được thiết lập để tối thiểu hoá các chi phí đại diện.

2.3.3. Lý thuyết quản lý (Stewardship Theory)

Lý thuyết đại diện vừa được trình bày ở trên không thể giải quyết được những tình huống mà lợi ích của nhà quản lý không có xung đột với lợi ích của chủ sở hữu, hoặc nhà quản lý xem lợi ích của mình đi cùng lợi ích của chủ sở hữu. Lúc này, nhà quản lý sẽ đạt được mục tiêu của mình thông qua việc giúp công ty đạt được mục tiêu

chung. Để đưa ra những hướng dẫn về quản trị công ty trong các trường hợp đó, các học giả đã đưa ra lý thuyết quản lý.

Lý thuyết quản lý đưa ra giả thuyết rằng người quản lý không bị tác động bởi những mục đích cá nhân, mà họ có những động lực đồng hành với mục tiêu của chủ sở hữu. Lý thuyết này lập luận rằng giám đốc điều hành có thể vận hành một cách hiệu quả không chỉ là vì họ có năng lực mà còn là họ có chung mục tiêu với người hưởng lợi (Donaldson và Davis, 1991; Muth và Donaldson, 1998). Lý thuyết quản lý được hình thành dựa trên cơ sở tâm lý học xã hội, tập trung vào hành vi của người quản lý - hành vi được cho là theo chủ nghĩa tập thể, không lệch khỏi lợi ích của tổ chức (Davis và cộng sự, 1997). Họ luôn có động cơ và nhu cầu làm việc một cách rõ ràng, thực thi công việc của mình thật tốt để ngày càng gia tăng sự công nhận thành công của họ từ phía đồng nghiệp và người chủ sở hữu (Donaldson và Davis, 1991). Ngoài ra, quan điểm về lý thuyết quản lý còn đưa ra khái niệm “đồng nhất mục tiêu” của nhà quản lý và công ty. Có nghĩa là khi các nhà quản lý quan niệm thành công của công ty là thành công của chính họ và điều này sẽ góp phần xây dựng hình ảnh cá nhân mình. Một người quản lý đồng nhất với công ty sẽ làm việc vì mục tiêu của công ty, giải quyết các vấn đề của công ty và vượt qua những rào cản ngăn trở sự hoàn tất nhiệm vụ được giao. Khi cá nhân đồng nhất với công ty, họ thường xuyên thể hiện các hành vi hợp tác, vị tha và tự giác (O'Reilly và Chatman, 1986). Do đó, những nhà quản lý đồng nhất với công ty có động lực hỗ trợ công ty đi đến thành công và nên được giao quyền để thực hiện công việc của mình vì điều này sẽ cho phép họ sử dụng năng lực của mình để thúc đẩy sự thành công của công ty.

Đồng thời, lý thuyết nhà quản lý cũng cho rằng, hiệu quả của nhà quản lý bị ảnh hưởng bởi các ràng buộc về quyền hạn. Nếu động lực của nhà quản lý phù hợp với các giả định của lý thuyết nhà quản lý thì nhà quản lý cần được trao thêm quyền lực để tạo điều kiện cho nhà quản lý hoàn thành tốt nhiệm vụ. Đồng thời các chi phí như giám sát và động viên, chi phí ràng buộc cũng được giảm bớt (Donaldson và Davis, 1991). Lý thuyết quản lý đề cập đến vấn đề động lực của người quản lý và cho rằng kết quả hoạt động của công ty hay thành công của các công ty khác nhau là do tình trạng hệ thống quản trị, trong đó người quản lý có được tạo điều kiện để làm việc hiệu quả hay không. Cơ chế quản trị hướng đến việc giao quyền và trách nhiệm không

chỉ giúp việc quản lý hiệu quả ở cấp cao mà còn hướng đến các cấp thấp, từng khâu trong quá trình ra quyết định. Đặc biệt, cách giải quyết các sự cố gặp phải của cơ chế này đem đến một kết quả dễ chấp nhận hơn là cơ chế quản lý hướng đến kiểm soát trong thị trường có nhiều rủi ro. Khi sự quản lý hướng đến kiểm soát gặp phải rủi ro, cơ chế này sẽ quản lý rủi ro thông qua việc áp dụng nhiều biện pháp kiểm soát hơn.

Tóm lại, lý thuyết quản lý cho rằng trao quyền cho nhà quản lý làm cho họ có động lực để điều hành công ty hiệu quả nhất. Vì vậy khi TGD cũng là chủ tịch HĐQT người đó sẽ sẵn lòng làm việc nhiều hơn cho công ty. Bên cạnh đó việc kết hợp hai vị trí sẽ hỗ trợ tốt cho việc ra quyết định, đặc biệt là trong hoàn cảnh cấp bách và giúp HĐQT nắm bắt thông tin của công ty một cách nhanh nhất. Ngược lại ở góc độ tách vị trí chủ tịch HĐQT và TGD là điều cần thiết để kiểm soát quyền lực của BGD, tuy nhiên việc tách này sẽ dẫn đến nguy cơ làm cho BGD chỉ tập trung vào những mục tiêu ngắn hạn, nhất là khi việc đánh giá kết quả hoạt động và chế độ lương, thưởng được căn cứ vào kết quả đạt được những mục tiêu mà HĐQT đề ra. Do đó lý thuyết quản lý khẳng định sự kết hợp hai vị trí sẽ giúp tối đa hoá những hữu dụng của người quản lý khi họ đạt được mục tiêu cho tổ chức hơn là mục đích tư lợi cá nhân. Điều này có nghĩa là người quản lý giữ quyền kiêm nhiệm và trực tiếp điều hành sẽ có tác động tích cực đến kết quả hoạt động của công ty.

2.3.4. Lý thuyết phụ thuộc nguồn lực (Resource Dependency Theory)

Wernerfelt (1984) là người đầu tiên xây dựng nền tảng cho lý thuyết phụ thuộc nguồn lực của các doanh nghiệp. Lý thuyết phụ thuộc nguồn lực kết hợp những quan điểm truyền thống về chiến lược liên quan đến những năng lực đặc biệt của doanh nghiệp và sự không đồng nhất của năng lực các doanh nghiệp. Bên cạnh đó, doanh nghiệp sử dụng lý thuyết này trong hoạt động của mình còn mang đến giá trị gia tăng cho doanh nghiệp thông qua sự đa dạng hóa trong nguồn lực.

Lý thuyết này đề cập trực tiếp đến khả năng của hội đồng quản trị trong việc mang lại nguồn lực cho công ty, nguồn lực là bất cứ điều gì có thể được coi là điểm mạnh hoặc điểm yếu của một công ty nhất định (Wernerfelt, 1984). Nghiên cứu của Hillman và Dalziel (2003) cho rằng khi một tổ chức bổ nhiệm một cá nhân vào hội đồng quản trị, họ hy vọng rằng cá nhân đó sẽ đến để hỗ trợ tổ chức và bốn lợi ích chính có thể được cung cấp bởi các thành viên hội đồng quản trị: (1) lời khuyên và tư

vấn, (2) uy tín, (3) mối liên hệ với các tổ chức bên ngoài và công ty, và (4) tiếp cận ưu đãi đối hoặc hỗ trợ từ các tổ chức bên ngoài công ty (Pfeffer và Salancik, 1978).

Thứ nhất, nguồn lực của hội đồng quản trị có liên quan đến việc cung cấp lời khuyên và tư vấn. Theo Baysinger và Butler (1985) hội đồng quản trị thường bao gồm luật sư, đại diện tài chính, quản lý cấp cao của các công ty khác, các chuyên gia kinh tế, cựu quan chức chính phủ, và các giám đốc điều hành của các doanh nghiệp khác mang đến cho công ty chuyên môn, kinh nghiệm và kỹ năng quan trọng.

Thứ hai, nguồn lực của hội đồng quản trị có liên quan đến việc cung cấp uy tín của công ty. Nghiên cứu của Certo và cộng sự (2001) phát hiện ra rằng các công ty có hội đồng quản trị uy tín cao có thành quả cao hơn sẽ được định giá cao hơn tại đợt chào bán công khai ban đầu của công ty. Điều này cho thấy uy tín của các thành viên hội đồng quản trị có thể nâng cao uy tín và thành quả công ty cũng như mang lại nhiều lợi ích cho thành quả của công ty.

Thứ ba, nguồn lực của hội đồng quản trị có liên quan đến việc cung cấp các kênh liên lạc và kênh thông tin giữa công ty và các tổ chức bên ngoài. Nguồn lực của hội đồng quản trị cung cấp cho công ty thông tin kịp thời và có giá trị để giảm chi phí giao dịch khi xử lý các vấn đề rủi ro bên ngoài công ty, từ đó nâng cao thành quả công ty. Eisenhardt và Schoonhoven (1996), Geletkanycz và Hambrick (1997) cho rằng các mối quan hệ bên ngoài của các giám đốc điều hành đóng một vai trò quan trọng trong việc xây dựng chiến lược trong tương lai và thành quả của công ty. Nghiên cứu của Rosenstein và Wyatt (1997) cho rằng giá trị của một công ty sẽ cải thiện khi giám đốc điều hành của công ty này được yêu cầu tham gia hội đồng quản trị của một công ty khác.

Thứ tư, nguồn lực của hội đồng quản trị có thể hữu ích trong việc tiếp cận các nguồn tài nguyên quan trọng từ các tổ chức bên ngoài công ty, các mối quan hệ trực tiếp cho phép các công ty bảo đảm các nguồn tài nguyên quan trọng, thường dựa trên các điều khoản có lợi hơn. Nghiên cứu của Baysinger và Butler (1985) cho rằng các công ty thường mời các khách hàng, các nhà cung cấp quan trọng đại diện trong hội đồng quản trị của họ để tạo thêm cam kết và sự tham gia từ các bên liên quan này. Tương tự, các công ty khởi nghiệp hoặc liên doanh mới thường đưa các nhà đầu tư mạo hiểm vào hội đồng quản trị của họ bởi vì rủi ro cao nên khó tìm các nhà tài trợ

khác, có lẽ không chỉ để tiếp cận vốn mà còn được thừa hưởng kinh nghiệm quản trị, tư vấn chiến lược và uy tín từ các nhà đầu tư này (Fried và cộng sự, 1998).

Tóm lại, lý thuyết phụ thuộc nguồn lực đề cập đến chức năng có liên quan đến việc việc cung cấp các nguồn lực của các thành viên hội đồng quản trị đối với các hoạt động của công ty. Sự ràng buộc về mặt lý thuyết giữa các hoạt động khác nhau này là tất cả đều tập trung vào HĐQT với tư cách là nhà cung cấp nguồn lực, thay vì chức năng giám sát hoạt động điều hành của BGD. Lý thuyết phụ thuộc nguồn lực cho thấy rằng việc cung cấp nguồn lực của các thành viên hội đồng liên quan trực tiếp đến thành quả công ty. Các nguồn lực giúp giảm sự phụ thuộc giữa công ty và các rủi ro bên ngoài, giảm chi phí giao dịch (Hillman và Dalziel, 2003).

2.4. Tổng quan về vòng đời doanh nghiệp

2.4.1. Lý thuyết vòng đời doanh nghiệp

Khởi đầu của lý thuyết vòng đời doanh nghiệp, Penrose (1952) cho rằng vòng đời của doanh nghiệp cũng giống như chu kỳ sinh học của con người và sinh vật khác, phát triển từ giai đoạn hình thành đến khi ngừng hoạt động, vòng đời doanh nghiệp gồm 03 giai đoạn: ra đời, tăng trưởng và ngưng hoạt động. Từ các nghiên cứu trước, các tác giả đều cho rằng các công ty đều trải qua một chu kỳ của vòng đời doanh nghiệp, do đó những thay đổi và phát triển trong các tổ chức theo một mô hình có thể dự đoán được (Quinn và Cameron, 1983). Kế thừa và phát triển về lý thuyết vòng đời doanh nghiệp, Miller và Friesen (1983) cho rằng sự khác biệt giữa các doanh nghiệp thành công và không thành công dựa trên quá trình xử lý thông tin và ra quyết định, một doanh nghiệp thành công có xu hướng đòi hỏi các yêu cầu phức tạp cho những hành động mang tính chiến lược. Đặc biệt, Miller và Friesen (1984) phát hiện ra rằng các công ty trải qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp nhưng không nhất thiết phải trải qua một cách tuần tự theo chu kỳ của vòng đời doanh nghiệp. Các nghiên cứu tiếp theo trong nhiều lĩnh vực khác nhau như: kế toán (Anthony và Ramesh, 1992; Black, 1998; Dickinson, 2011); tài chính (DeAngelo và cộng sự, 2006, 2010; Faff và cộng sự, 2016); quản trị công ty (Hermalin và Weisbach, 1991; Y. Li và Zhang, 2018; Liang và cộng sự, 2011; Shyu và Chen, 2009) đều có sự thống nhất với nhau rằng các công ty đều trải qua theo một chu kỳ của vòng đời doanh nghiệp, thông thường có

bốn giai đoạn gồm: khởi sự (birth stage), tăng trưởng (growth stage), trưởng thành (mature stage) và suy thoái (decline stage).

Trong giai đoạn khởi sự, thông thường là các công ty mới thành lập hoặc còn khá non trẻ, công ty thường có quy mô nhỏ được sở hữu bởi một nhóm nhỏ các cổ đông, cơ cấu tổ chức hoạt động đơn giản, quyền lực tập trung cao trong khi mức độ rủi ro kinh doanh ở giai đoạn này rất cao bởi vì công ty chỉ mới chính thức đưa sản phẩm ra thị trường và khả năng sản xuất sản phẩm mới chưa chắc có hiệu quả hoặc nếu có hiệu quả cũng chưa chắc sản phẩm có được khách hàng tương lai chấp nhận, hoặc nếu được khách hàng chấp nhận cũng chưa chắc lợi nhuận đủ bù đắp cho các chi phí triển khai và đưa sản phẩm ra thị trường. Nếu tất cả điều này đạt được, cũng chưa chắc công ty có thể chiếm lĩnh thị phần. Trong khi đó giai đoạn này đòi hỏi chi phí nghiên cứu thị trường cao để công ty có thể xâm nhập vào thị trường mới, cũng như cần nhiều chi phí cho đầu tư nghiên cứu phát triển sản phẩm. Thêm vào đó, dòng tiền thu vào từ tiêu thụ sản phẩm không chỉ thấp mà còn chậm, nên dòng tiền thuần của giai đoạn khởi sự thường bị âm và âm rất cao cho thấy công ty luôn rơi vào tình trạng lỗ trong kinh doanh (Miller và Friesen, 1984). Chính vì đặc trưng rủi ro kinh doanh của các công ty khởi sự rất cao, dòng tiền của các công ty trong giai đoạn khởi sự luôn âm nên cấu trúc vốn của công ty mới khởi sự là cấu trúc vốn không sử dụng nợ và công ty khởi sự sẽ thực hiện một chính sách chi trả cổ tức gần như bằng không (Trần Ngọc Thor, 2003).

Trong giai đoạn tăng trưởng, các công ty thường có quy mô trung bình, được sở hữu bởi nhiều cổ đông, các giám đốc công ty chịu trách nhiệm cao hơn với các quyết định của mình và có sự phân chia giữa quyền kiểm soát và quyền sở hữu (Miller và Friesen, 1984; Mueller, 1972). Giai đoạn tăng trưởng là giai đoạn tiếp theo của giai đoạn khởi sự trong chu kỳ hoạt động của công ty nên mức độ rủi ro kinh doanh ở giai đoạn này mặc dù có giảm bớt so với giai đoạn khởi sự nhưng vẫn còn cao. Các công ty trong giai đoạn tăng trưởng thường có doanh số tăng trưởng cao và chi tiêu vốn cao khi đầu tư vào các cơ hội tăng trưởng trong tương lai. Giai đoạn này doanh số, lợi nhuận, khả năng thanh toán bắt đầu tăng nhanh chóng, tuy dòng tiền thuần ở giai đoạn này đã dương nhưng không ổn định nên cấu trúc vốn của công ty tăng trưởng vẫn là cấu trúc vốn gần như không sử dụng nợ và để thực hiện các quyết định đầu tư

tăng thêm cho các hoạt động phát triển thị trường, mở rộng thị phần và đa dạng hóa sản phẩm, các công ty tăng trưởng sẽ thực hiện một chính sách chi trả cổ tức danh nghĩa cho các cổ đông nhằm duy trì vị thế công ty.

Trong giai đoạn trưởng thành, các công ty có mức độ rủi ro kinh doanh thấp hơn so với giai đoạn tăng trưởng bởi vì công ty đã vượt qua các giai đoạn khác thành công. Công ty đã có vị trí nhất định trên thị trường, doanh số ổn định và biên độ dao động thấp. Dòng tiền thuần của công ty ở giai đoạn này đã chuyển sang dương một cách đáng kể, các nhu cầu trước đây nhằm chiếm lĩnh thị phần sẽ nhường chỗ cho mục tiêu mới đó là duy trì thị phần và cải thiện thành quả công ty (Miller và Friesen, 1984) do đó nhu cầu chi tiêu vốn, mở rộng đầu tư không phải là ưu tiên hàng đầu. Tuy nhiên, lợi nhuận của công ty trưởng thành đã có phần sụt giảm do có sự cạnh tranh về giá cả với nhiều đối thủ do đó sử dụng các nguồn lực bên ngoài là chiến lược được doanh nghiệp trưởng thành sử dụng nhằm mục tiêu khuếch đại thu nhập cho các chủ sở hữu của công ty vì vậy cổ tức sẽ được chi trả ở mức cao so với giai đoạn trước.

Trong giai đoạn suy thoái, các công ty chịu nhiều áp lực với tình trạng khả năng sinh lợi của công ty bị suy giảm do sự đổi mới từ các đối thủ cạnh tranh trong khi công ty lại thiếu các chiến lược cải tiến, từ đó làm cho các hoạt động kinh doanh của công ty suy thoái rơi vào tình trạng trì trệ, doanh số suy giảm. Một khi doanh số bắt đầu sụt giảm không thể tránh được, việc tiếp tục chi tiêu cùng số tiền cho việc duy trì loại hoạt động tiếp thị này không còn hợp lý nữa. Quyết định quan trọng của công ty bây giờ là cho phép doanh nghiệp tồn tại bao lâu nữa bằng các chiến lược tái cấu trúc hay là tuyên bố phá sản. Rủi ro kinh doanh này sẽ được bổ sung bởi một kết hợp chính sách chi trả cổ tức cao với việc sử dụng tài trợ nợ. Thietart và Vivas (1984) cho thấy các công ty ở giai đoạn cuối chu kỳ hoạt động ngoài việc thực hiện chiến lược tái cấu trúc nhằm “trì hoãn cái chết cho doanh nghiệp” thì còn có thể thực hiện chiến lược “một cái chết không đau cho doanh nghiệp” nhằm giúp cho chủ sở hữu công ty thu hồi được vốn từ công ty càng nhiều càng tốt. Như vậy, một chu kỳ của đời doanh nghiệp có thể giúp các nhà quản lý, công ty có khả năng chuẩn bị và hành động hiệu quả hơn đối với các rủi ro mà công ty sẽ phải đối mặt trong quá trình chuyển đổi qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp.

Tóm lại, thông thường trong một chu kỳ của vòng đời doanh nghiệp bao gồm các giai đoạn khởi sự, tăng trưởng, trưởng thành và suy thoái (Quinn và Cameron, 1983). Mỗi giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp các công ty đều có sự khác biệt đáng kể về rủi ro kinh doanh, rủi ro tài chính, triển vọng phát triển, các chiến lược tài chính, chiến lược tổ chức, nhu cầu nguồn lực, quản trị công ty (Jawahar và McLaughlin, 2001; Lynall và cộng sự, 2003). Theo quan điểm của Guth và Ginsberg (1990) cho rằng sự phát triển của các doanh nghiệp mới trong các công ty đã thành lập phản ánh quá trình khởi nghiệp trong doanh nghiệp, trong đó các doanh nghiệp theo đuổi chiến lược tăng trưởng tích cực thông qua đổi mới nhận biết khả năng tiềm năng lợi nhuận mới thông qua việc thành lập và hình thành một doanh nghiệp mới hoặc thông qua sự cải tiến đáng kể của một doanh nghiệp hiện tại. Cùng quan điểm, Filatotchev và cộng sự (2006) cho rằng khi công ty đã hết cơ hội tăng trưởng trong ngành (đạt trạng thái bão hòa), chiến lược lúc này là đa dạng hóa sang các ngành liên quan và không liên quan để từ đó tìm kiếm cơ hội tăng trưởng mới. Arikan và Stulz (2016) cho rằng các công ty ở giai đoạn trưởng thành có đủ điều kiện và động lực để theo đuổi mục tiêu tăng trưởng thông qua các hoạt động thông tóm, sáp nhập nhằm mở rộng lĩnh vực kinh doanh. Do đó, các doanh nghiệp tuy có chu kỳ vòng đời giống nhau nhưng không nhất thiết phải trải qua một cách tuần tự theo chu kỳ của vòng đời doanh nghiệp (Miller và Friesen, 1984).

Bảng 2.1. Bảng tổng hợp các đặc điểm công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp

Chỉ tiêu	Giai đoạn khởi sự	Giai đoạn tăng trưởng	Giai đoạn trưởng thành	Giai đoạn suy thoái	Tác giả
Rủi ro kinh doanh	Rất cao	Cao	Trung bình	Thấp	Lipit và Schmidt (1967); Anthony và Ramesh (1992); DeAngelo và cộng sự (2006); Yan và Zhao
Rủi ro tài chính	Rất thấp	Thấp	Trung bình	Cao	
Nguồn tài trợ	Vốn mạo hiểm	Các nhà đầu tư vốn cổ phần tăng trưởng	Lợi nhuận giữ lại cộng nợ vay	Nợ	
Chính sách cổ tức	Tỷ lệ trả cổ tức: 0	Tỷ lệ chi trả danh nghĩa	Tỷ lệ chi trả cao	Tỷ lệ chi trả toàn	

Triển vọng tăng trưởng tương	Rất cao	Cao	Từ trung bình đến	Âm	(2010); Wahba và Elsayed (2014); Li và Zhang (2018); Trần Ngọc Thơ (2003)
Chi đầu tư	Rất cao	Cao	Trung bình	Thấp	
Tỷ số giá thu nhập (P/E)	Rất cao	Cao	Trung bình	Thấp	
Thu nhập trên mỗi cổ phần (EPS)	Danh nghĩa hoặc âm	Thấp	Cao	Thấp và giảm dần	
Giá cổ phần	Tăng nhanh hoặc biến động cao	Tăng nhưng dễ biến động	Ổn định trên thực tế với biến động thấp	Giảm và tăng trong biến động	

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

2.4.2. Các nghiên cứu về vòng đời doanh nghiệp

Vòng đời doanh nghiệp đã nhận được sự quan tâm đáng kể trong nghiên cứu liên quan đến kế toán, tài chính và quản trị công ty. Habib và cộng sự (2018) cho rằng hiệu quả quản lý, tính linh hoạt và nguồn lực của công ty thúc đẩy quá trình chuyển đổi qua vòng đời doanh nghiệp. Các nghiên cứu trước đây cho thấy rằng sự tồn tại và ứng dụng của một tập hợp các nguồn lực có giá trị, thừa thớt và không thể bắt chước mang lại lợi thế cạnh tranh bền vững (Barney, 1991), từ đó quyết định sự tăng trưởng và chuyển đổi của các công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp (Miller và Friesen, 1984; Quinn và Cameron, 1983; Wernerfelt, 1984).

Lippitt và Schmidt (1967) thảo luận sâu về các quan điểm liên quan đến thay đổi chiến lược, chuyển dịch cơ cấu, phát triển quản trị trong bối cảnh tăng trưởng của doanh nghiệp. Nghiên cứu này cho rằng giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp chính là các giai đoạn phát triển theo thời gian của chính các doanh nghiệp này. Căn cứ vào chính sách chi trả cổ tức của doanh nghiệp để nhận diện các giai đoạn trong chu kỳ vòng đời doanh nghiệp, ông cho rằng các doanh nghiệp có mô hình tăng trưởng hình chữ S, doanh nghiệp tăng trưởng chậm trong giai đoạn khởi sự, sau đó tăng trưởng nhanh chóng và rơi vào giai đoạn trì trệ khi tăng trưởng chậm (Mueller, 1972).

Lyden (1975) đã tổng hợp và chứng minh rằng doanh nghiệp có 04 giai đoạn phát triển, giai đoạn đầu tiên là giai đoạn khởi nghiệp (Startup) của một doanh nghiệp hoàn toàn mới với nhiều thích ứng và cố gắng phát triển để thích nghi thông qua học

hỏi và sáng tạo. Nếu vượt qua được giai đoạn đầu tiên là giai đoạn khởi nghiệp, doanh nghiệp có động lực để bước tiếp giai đoạn thứ hai là quản lý các nguồn lực, quy trình công việc và cấu trúc doanh nghiệp để thích nghi với quá trình hoạt động phức tạp ngày càng cao. Đến giai đoạn thứ ba, thành quả của công ty chính là điều cốt lõi. Giai đoạn này doanh nghiệp phải xác định rõ các mục tiêu trong ngắn hạn và dài hạn. Giai đoạn thứ tư (khi doanh nghiệp đã trưởng thành), doanh nghiệp có xu hướng duy trì ổn định hoạt động.

Churchill và Lewis (1983) đánh dấu một đóng góp to lớn trong việc tìm hiểu sự tăng trưởng của các doanh nghiệp vừa và nhỏ. Dựa trên công trình lý thuyết của Greiner (1972), họ đã sử dụng kết hợp kinh nghiệm, nghiên cứu tài liệu và thực nghiệm. Kết quả của nghiên cứu mô tả năm giai đoạn phát triển bao gồm: tồn tại, sống còn, thành công, cất cánh và trưởng thành nguồn lực. Mỗi giai đoạn được đặc trưng bởi một chỉ số về quy mô, tính đa dạng và độ phức tạp được mô tả bởi năm yếu tố quản lý: phong cách quản lý, cấu trúc tổ chức, mức độ của các hệ thống chính thức, các mục tiêu chiến lược chính và sự tham gia của chủ sở hữu vào doanh nghiệp.

Quinn và Cameron (1983) đã tập hợp từ 9 mô hình vòng đời của các tác giả trước và nhận thấy rằng trong các nghiên cứu về vòng đời tại thời điểm hiện tại có thể rút ra bốn giai đoạn chung. Với chín mô hình khác nhau (Adizes, 1979; Downs, 1967; Greiner, 1972; Katz và Kahn, 1978; Kimberly, 1979; Lippitt và Schmidt, 1967; Lyden, 1975; Scott, 1971; Torbert, 1974) các tác giả đã phân tích mỗi mô hình này khác với phần còn lại bằng cách nhấn mạnh vào các khía cạnh và khái niệm khác nhau trong việc giải thích các đặc điểm phát triển của các tổ chức theo thời gian. Kết quả cho rằng những thay đổi xảy ra trong các tổ chức theo một chu kỳ có thể dự đoán được và chu kỳ này có thể được chia thành các giai đoạn khác nhau, tuần tự và bao gồm bốn giai đoạn: (1) khởi sự, (2) tăng trưởng, (3) trưởng thành và (4) suy thoái.

Miller và Friesen (1984) dựa trên lý thuyết của Chandler (1962), Quinn và Cameron (1983) nhằm kết hợp giữa chiến lược và cấu trúc tổ chức trong việc phân loại các công ty thành chu kỳ vòng đời. Miller và Friesen (1984) xem xét ba bộ biến, bao gồm: (1) các biến tình huống đầu tiên liên quan đến môi trường công ty; (2) các biến tổ chức được liên kết với cấu trúc tổ chức và các biến chiến lược; (3) các biến mô tả mô hình kinh doanh của công ty. Với bộ dữ liệu gồm 161 giai đoạn lịch sử của

36 công ty và phân tích phương sai được thực hiện trên 54 biến số về chiến lược, cấu trúc tổ chức, môi trường và phong cách ra quyết định. Tác giả phân loại các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp là: (1) tăng trưởng, (2) tăng trưởng/trưởng thành, (3) trưởng thành, (4) trưởng thành/suy thoái và (5) suy thoái. Kết quả nghiên cứu cho rằng các tổ chức không nhất thiết trải qua các giai đoạn theo cùng một trình tự, nhưng sự phát triển của các công ty hầu hết có cấu trúc và điểm khác biệt giữa các giai đoạn vòng đời doanh nghiệp là sự phức tạp của hệ thống, cấu trúc tổ chức, khả năng quản lý và sự thay đổi nhu cầu nguồn lực qua các giai đoạn phát triển của công ty.

Helfat và Peteraf (2003) dựa vào quan điểm lý thuyết nguồn lực lập luận rằng nền tảng nguồn lực thúc đẩy lợi thế cạnh tranh của công ty và giúp công ty phát triển trong một khoảng thời gian dẫn đến việc chuyển đổi qua các giai đoạn khác nhau của vòng đời doanh nghiệp. Cùng quan điểm, Jawahar và McLaughlin (2001), Bonn và Pettigrew (2009) cho rằng nhu cầu nguồn lực là khác nhau trong các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp. Chẳng hạn như, trong giai đoạn đầu nguồn vốn và chiến lược đóng vai trò quan trọng cho sự sống còn của doanh nghiệp, tuy nhiên trong giai đoạn trưởng thành vấn đề đại diện, nhu cầu giám sát là vấn đề được ưu tiên và trong giai đoạn suy thoái việc tái cấu trúc, xây dựng chiến lược tái cấu trúc, nhu cầu nguồn lực về vốn, giám sát... là cần thiết cho doanh nghiệp và quá trình chuyển đổi qua các giai đoạn của vòng đời là phi tuyến, các công ty có thể di chuyển qua lại từ giai đoạn này sang giai đoạn khác trong vòng đời doanh nghiệp (Miller và Friesen, 1984). Tuy nhiên, các nghiên cứu này chủ yếu dựa vào đặc điểm riêng của mỗi công ty như chiến lược kinh doanh, phong cách quản lý, cấu trúc tổ chức, mức độ của các hệ thống chính thức và sự tham gia của chủ sở hữu vào doanh nghiệp. Tuy nhiên, các nghiên cứu gần đây cho thấy rằng các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp có liên quan chặt chẽ đến các quyết định và kết quả thực tế của công ty, chẳng hạn như nắm giữ tiền mặt của công ty, đầu tư ròng vào nhà máy, tài sản và thiết bị, phát hành nợ và vốn cổ phần, các quyết định mua lại và đa dạng hóa, công bố tài chính doanh nghiệp...

Anthony và Ramesh (1992) là một trong những tác giả đầu tiên sử dụng các tỷ số tài chính nhằm phân loại vòng đời doanh nghiệp. Tác giả đã phát hiện ra rằng giá trị thị trường của công ty có liên quan đến tăng trưởng doanh thu và đầu tư trong vòng đời doanh nghiệp. Do đó, để tiến hành nghiên cứu họ sử dụng bốn biến bao gồm chi

trả cổ tức, tăng trưởng doanh thu, chi tiêu vốn và tuổi công ty. Các công ty sau đó được xếp hạng trong mỗi biến thành ba nhóm khác nhau từ các giá trị thấp, trung bình đến cao. Xếp hạng mang lại giá trị 1 nếu thấp, 2 nếu trung bình và 3 nếu cao. Sau đó, một phép đo điểm tổng hợp được xây dựng bằng cách tổng hợp các điểm xếp hạng với nhau. Sau khi hiệu chỉnh điểm tổng hợp của mỗi công ty theo từng năm và từng ngành, tác giả phân loại mẫu đầy đủ thành ba mẫu phụ gồm các công ty có điểm tổng hợp cao nhất (từ 10 đến 12) được xác định đang ở giai đoạn tăng trưởng; các công ty có điểm tổng hợp thấp nhất (từ 4 đến 6) được xác định ở giai đoạn suy thoái và các công ty có điểm tổng hợp từ 7 đến 9 được xác định ở giai đoạn trưởng thành.

DeAngelo và cộng sự (2006) dựa trên bộ số liệu của Compustat với các công ty thuộc NYSE, Nasdaq và Amex từ năm 1973–2002 nhằm kiểm tra lý thuyết vòng đời doanh nghiệp bằng cách đánh giá xem xác suất một công ty trả cổ tức có liên quan tích cực đến sự kết hợp giữa vốn kiếm được và vốn góp của nó hay không, tức là liệu các công ty có thu nhập giữ lại tương đối cao theo tỷ lệ của tổng vốn chủ sở hữu (RE / TE) và của tổng tài sản (RE / TA) có nhiều khả năng trả cổ tức. Kết quả nghiên cứu cho thấy rằng các công ty đang trong giai đoạn đầu của vòng đời doanh nghiệp với nhiều cơ hội đầu tư sinh lời và vốn chủ sở hữu hạn chế sẽ giữ lại tất cả các khoản tiền khi nguồn tài chính nội bộ rẻ hơn nguồn vốn bên ngoài. Trong khi đó, các công ty ở giai đoạn trưởng thành, công ty sẽ trả cổ tức vì họ muốn tối đa hóa tài sản của cổ đông và họ nhận ra rằng cổ phiếu chỉ có giá trị trong phạm vi mà người sở hữu cổ phiếu cuối cùng nhận được phân phối từ công ty.

Yan và Zhao (2010) kế thừa phương pháp phân loại vòng đời của Miller và Friesen (1984). Nhóm tác giả dựa vào mức tăng trưởng doanh thu theo ngành hàng quý và mức tăng trưởng trung bình theo ngành nhằm phân loại dữ liệu. Lý do tác giả sử dụng tăng trưởng doanh số được điều chỉnh theo ngành thay vì tăng trưởng doanh số bán hàng trực tiếp là để giảm bớt các tác động kinh tế vĩ mô đối với một ngành. Kết quả phân loại dữ liệu vào 3 giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp gồm tăng trưởng, trưởng thành, tái cấu trúc (hoặc suy thoái).

Dickinson (2011) đã kế thừa từ mô hình của Gort và Klepper (1982) nhằm phân loại vòng đời doanh nghiệp dựa trên dòng tiền (dòng tiền trong hoạt động kinh doanh, dòng tiền trong hoạt động đầu tư, dòng tiền trong hoạt động tài chính). Dòng tiền có

thể là dương hoặc âm, dẫn đến có tám (2^3) trường hợp có thể xảy ra. Tám trường hợp này được thể hiện thành năm giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp, bao gồm: khởi sự, tăng trưởng, trưởng thành, tái cấu trúc và suy thoái. Dickinson (2011) cho rằng việc sử dụng dòng tiền để phân loại vòng đời doanh nghiệp rõ ràng là một lợi thế khi sử dụng bộ thông tin đầy đủ có trong dòng tiền của hoạt động kinh doanh, hoạt động đầu tư và hoạt động tài chính thay vì sử dụng các số liệu đơn lẻ (hoặc tổng hợp) để xác định vòng đời.

Li và Zhang (2018) kế thừa phương pháp phân loại vòng đời của Anthony và Ramesh (1992) nhằm xây dựng phương thức phân loại vòng đời cho các công ty tư nhân ở Trung Quốc. Trong khi duy trì ba chỉ số về tăng trưởng doanh số, tỷ lệ chi tiêu vốn và tuổi của công ty, các tác giả không sử dụng việc chi trả cổ tức bởi vì hầu hết các công ty tư nhân niêm yết của Trung Quốc đều chia rất ít hoặc không chia cổ tức. Thay vì sử dụng cổ tức tác giả sử dụng lợi nhuận giữ lại vào thước đo của nghiên cứu bởi vì thu nhập giữ lại thường giảm do các khoản đầu tư lớn ở giai đoạn tăng trưởng, trong khi chúng tăng lên khi doanh nghiệp phát triển (Owen và Yawson, 2010). Đối với mỗi ngành trong mỗi năm, tác giả sắp xếp tăng trưởng doanh thu và chi tiêu vốn theo thứ tự tăng dần, sắp xếp lợi nhuận giữ lại và tuổi của doanh nghiệp theo thứ tự giảm dần; sau đó phân loại từng chỉ số thành ba bộ bằng nhau với số điểm từ 1 đến 3. Sau đó, tổng hợp điểm riêng lẻ từ bốn chỉ số để có được điểm tổng hợp tổng hợp trong từng ngành. Sau khi hiệu chỉnh điểm tổng hợp trong mỗi ngành, các tác giả phân loại mẫu đầy đủ thành ba giai đoạn như sau: các công ty có điểm tổng hợp cao nhất (từ 10 đến 12) được xác định là đang ở giai đoạn tăng trưởng; doanh nghiệp có điểm thấp nhất (từ 4 đến 6) được xác định là đang ở giai đoạn suy thoái và những doanh nghiệp có điểm từ 7 đến 9 được xác định là ở giai đoạn trưởng thành.

Bảng 2.2. Bảng tổng hợp các phương pháp phân loại vòng đời doanh nghiệp

Tác giả	Các giai đoạn vòng đời	Dữ liệu sử dụng
Lippitt và Schmidt (1967)	Doanh nghiệp có mô hình tăng trưởng hình chữ S, doanh nghiệp tăng trưởng chậm trong giai đoạn khởi sự, sau đó tăng trưởng nhanh	Nghiên cứu và tổng hợp các đặc điểm về thay đổi chiến lược, chuyển dịch cơ cấu, phát triển quản trị và chính sách chi trả cổ tức

	chóng và rơi vào giai đoạn trì trệ khi tăng trưởng chậm	
Lyden (1975)	Bốn giai đoạn: khởi sự, quản lý nguồn lực, đạt thành quả và duy trì ổn định	Tác giả đã nghiên cứu các đặc điểm và tổng hợp từ các nghiên cứu trước
Churchill và Lewis (1983)	Năm giai đoạn phát triển bao gồm: tồn tại, sống còn, thành công, cất cánh, trưởng thành nguồn lực	Tác giả đã sử dụng kết hợp kinh nghiệm, tìm kiếm tài liệu và nghiên cứu thực nghiệm.
Quinn và Cameron (1983)	Bốn giai đoạn: khởi sự, tăng trưởng, trưởng thành, suy thoái	Tác giả phân tích, tổng hợp dựa vào các đặc điểm chung từ chín mô hình khác nhau.
Miller và Friesen (1984)	Năm giai đoạn: khởi sự, tăng trưởng, trưởng thành, tái cấu trúc và suy thoái	54 biến liên quan đến tình hình, tổ chức và cấu trúc công ty
Anthony và Ramesh (1992)	Ba giai đoạn: tăng trưởng, trưởng thành, suy thoái	4 biến bao gồm: thu nhập từ cổ tức, tăng trưởng doanh thu, tỷ lệ chi tiêu vốn và tuổi công ty
DeAngelo và cộng sự (2006)	Chỉ nói sớm/ trễ trong giai đoạn vòng đời doanh nghiệp	Lợi nhuận giữ lại trên vốn chủ sở hữu (Tổng tài sản)
Yan và Zhao (2010)	Bốn giai đoạn: tăng trưởng, trưởng thành, suy thoái và tái cấu trúc	Tăng trưởng doanh thu điều chỉnh theo ngành, cổ tức và tuổi công ty
Dickinson (2011)	Năm giai đoạn (Gort và Klepper, 1982): khởi sự, tăng trưởng, trưởng thành, tái cấu trúc và suy thoái	Ba biến dòng tiền (hoạt động, đầu tư và tài chính)
Li và Zhang (2018)	Ba giai đoạn (Anthony và Ramesh, 1992): tăng trưởng, trưởng thành, suy thoái)	4 biến bao gồm: lợi nhuận giữ lại, tăng trưởng doanh thu, tỷ lệ chi tiêu vốn và tuổi công ty tham gia trên thị trường chứng khoán

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

2.5. Tổng quan các nghiên cứu trước về mối quan hệ giữa quản trị công ty và thành quả công ty

Trong phạm vi nghiên cứu của luận án quản trị công ty chủ yếu tập trung vào cách các cơ chế quản trị nội bộ quan trọng tương tác để tối đa hóa giá trị của công ty. Cơ chế quản trị nội bộ là các biện pháp được dùng để giám sát, kiểm soát tình hình của công ty, thông qua đó các công ty được vận hành hiệu quả nhằm mang lại thành

quả cao cho công ty, đáp ứng quyền lợi của cổ đông và những người có liên quan đến công ty (Cadbury, 1992). Quan điểm này cho thấy rằng trong để nâng cao thành quả công ty và tối đa hóa lợi ích của chủ sở hữu, cơ chế quan trọng của quản trị công ty cần xem xét bao gồm cấu trúc sở hữu và cấu trúc hội đồng quản trị.

2.5.1. Nghiên cứu mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu và thành quả công ty

Theo lý thuyết đại diện người chủ sở hữu luôn hành động vì mục tiêu dài hạn như tối đa hóa giá trị công ty, nghĩa là tối đa hóa giá trị thị trường vốn cổ phần của công ty mà cấu trúc sở hữu có thể được hiểu là sự phân bổ phần vốn chủ sở hữu theo tỷ lệ nắm giữ cổ phần của các bên liên quan. Có nhiều cách phân loại cấu trúc sở hữu, Jensen và Meckling (1976) cho rằng có thể phân loại cấu trúc sở hữu theo sở hữu nội bộ (tỷ lệ cổ phần được nắm giữ bởi các nhà quản lý) và sở hữu bên ngoài (tỷ lệ cổ phần được nắm giữ bởi các nhà đầu tư không trực tiếp tham gia quản lý doanh nghiệp). Cấu trúc sở hữu cũng có thể được phân theo mức độ tập trung (một cá nhân hoặc một nhóm cá nhân liên quan hoặc tổ chức sở hữu phần lớn vốn chủ sở hữu của một doanh nghiệp) hay cấu trúc sở hữu phân tán (không có cá nhân hoặc nhóm các cá nhân, tổ chức nào sở hữu đa số phần vốn của doanh nghiệp). Cũng có thể phân loại theo đặc điểm của chủ sở hữu như sở hữu cá nhân, sở hữu gia đình, sở hữu tổ chức hoặc có thể phân loại theo vị trí địa lý như sở hữu trong nước, sở hữu nước ngoài.

Sở hữu cổ phần của nhà đầu tư lớn cũng là một yếu tố thuộc quản trị công ty có tác động tới thành quả của công ty bởi vì họ là những cổ đông lớn, có cơ hội, nguồn lực và khả năng tác động đến việc quản lý và ra quyết định của công ty (Roodposhti và Chashmi, 2011). Khác với các cổ đông thiểu số, các cổ đông lớn có đủ nguồn lực để giám sát các nhà quản lý và có các giải pháp cho vấn đề “free rider” (Shleifer và Vishny, 1986). Ngoài việc khuyến khích cao hơn để chủ động giảm chi phí đại diện, các cổ đông lớn sẽ dễ dàng gây áp lực cho các nhà quản lý vì quyền biểu quyết được tập trung. Nếu các nhà quản lý liên tục hành động trái với mong muốn của nhà đầu tư lớn, họ có khả năng sẽ bị thay thế sớm. Do đó, các chủ sở hữu lớn khác với các cổ đông thiểu số ở chỗ họ không chỉ có động cơ để giảm chi phí đại diện, mà còn có quyền làm như vậy (Shleifer và Vishny, 1997). Đặc biệt, khi các cổ đông lớn nắm giữ quyền biểu quyết vượt quá quyền dòng tiền thì họ có động cơ sử dụng dòng tiền của công ty nhằm chi trả một tỷ lệ lớn hơn cho chính họ thay vì phân phối tiền đều

giữa các cổ đông bằng cách chuyển hướng dòng tiền sang các công ty khác mà họ kiểm soát (Faccio và cộng sự, 2001; Thomsen và cộng sự, 2006). Trong khi đó, các nghiên cứu của Demsetz và Lehn (1985), Demsetz và Villalonga (2001) cho thấy không có mối quan hệ nào giữa sự tập trung quyền sở hữu và thành quả công ty. Ngược lại, Claessens và Djankov (1999) đã cho rằng các công ty có sở hữu tập trung sẽ làm gia tăng thành quả của doanh nghiệp do đó sự có mặt của các nhà đầu tư lớn này trong công ty sẽ có tác động tích cực đến thành quả của công ty (Claessens và cộng sự, 2000; Andres, 2008; McConnell và Servaes, 1990). Sự khác nhau giữa các kết quả nghiên cứu này có thể được giải thích là do quyền sở hữu của các nhóm nhà đầu tư khác nhau thì có tác động khác nhau đến thành quả của công ty. Tại Việt Nam, các nghiên cứu thường tập trung vào sở hữu của nhà nước, nước ngoài, cổ đông lớn và cổ đông là tổ chức. Các kết quả nghiên cứu về sự tác động của cấu trúc sở hữu hầu hết đều cho thấy các công ty có sở hữu của cổ đông lớn, sở hữu của tổ chức càng cao thì thành quả và giá trị công ty càng cao (Dao và Hoang, 2014). Tuy nhiên, nghiên cứu của tác giả Trần Minh Trí và Dương Như Hùng (2011) lại cho kết quả là tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư tổ chức không có tác động đến thành quả của công ty.

Jensen và Meckling (1976) cho rằng tỷ lệ sở hữu của người quản lý có tác động tích cực đến thành quả công ty, do đó tỷ lệ này càng lớn thì người quản lý càng có xu hướng tối đa hóa lợi ích của chủ sở hữu vì điều này cũng đồng nghĩa với việc tối đa hóa lợi ích của họ. Từ quan điểm lý thuyết đại diện, tỷ lệ sở hữu của thành viên HĐQT càng cao sẽ có nhiều gắn bó lợi ích của mình với thành quả của công ty do vậy tỷ lệ sở hữu của HĐQT sẽ có tác động tích cực đến thành quả của công ty (Cornett và cộng sự, 2008; Jensen và Meckling, 1976). Đồng thời, theo lý thuyết quản lý giám đốc điều hành có thể vận hành một cách hiệu quả không chỉ là vì họ có năng lực mà còn là họ có chung mục tiêu với công ty và chủ sở hữu (Donaldson và Davis, 1991; Muth và Donaldson, 1998; Bhagat và Bolton, 2008). Tuy nhiên, Demsetz (1983) cho rằng khi số lượng cổ phiếu nắm giữ nhiều đến mức độ nào đó, người quản lý có đủ quyền lực để theo đuổi những mục tiêu riêng nhằm tối đa hóa lợi ích của mình tại chi phí của các cổ đông thiểu số mà không sợ bị kiểm soát bởi HĐQT (Demsetz và Lehn, 1985; Fama và Jensen, 1983b). Nghiên cứu của Morck và cộng sự (1988) cho rằng tỷ lệ sở hữu vốn cấp quản lý từ 0% đến 5%, giá trị công ty sẽ gia tăng, sau đó giá trị công ty

sẽ giảm khi tỷ lệ sở hữu vốn tăng từ 5% đến 25%, và cuối cùng giá trị công ty sẽ tăng trở lại khi tỷ lệ sở hữu này vượt qua mức 25%. Như vậy, nghiên cứu này xác nhận mối quan hệ giữa tỷ lệ sở hữu của cấp quản lý với thành quả công ty sẽ thay đổi thông qua giả thuyết hội tụ lợi ích (convergence of interest hypothesis) và giả thuyết cố vị (entrenchment hypothesis). Cùng với quan điểm này, Coles và cộng sự (2012) cho rằng tỷ lệ sở hữu của CEO ảnh hưởng đến giá trị công ty theo hình chữ U ngược do có sự đánh đổi giữa gắn kết lợi ích và ảnh hưởng của không cùng lợi ích, do đó sử dụng tỷ lệ sở hữu vốn của cấp quản lý nhằm gia tăng thành quả công ty là “con dao hai lưỡi” (McConnell và Servaes, 1990).

Các nghiên cứu ở Việt Nam, Phạm Quốc Việt (2010) cho rằng tỷ lệ sở hữu cổ phần của thành viên HĐQT tác động tích cực đến thành quả công ty. Tuy nhiên Võ Xuân Vinh (2014) cho rằng sở hữu của ban quản lý càng cao thì hiệu quả càng thấp. Phạm Quốc Việt (2010) cho rằng tỷ lệ sở hữu của BGD ở mức thấp hơn 12,26% thì sẽ có tác động ngược chiều với hiệu quả hoạt động, ngược lại khi tỷ lệ sở hữu cao hơn 12,26% thì sẽ có tác động cùng chiều với thành quả công ty. Trong khi đó, Vo và Nguyen (2014) tỷ lệ sở hữu của TGD tăng từ 0% - 30% thì dẫn đến thành quả công ty được gia tăng, ngược lại tỷ lệ sở hữu cao hơn 30% thì hiệu thành quả công ty sẽ giảm.

Bảng 2.3. Bảng tổng hợp các nghiên cứu trước về mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu và thành quả công ty

Tác giả	Mẫu nghiên cứu	Giai đoạn	Thành quả công ty	Phương pháp	Kết quả nghiên cứu
Andres (2008)	275	1998-2004	ROA; Tobin's Q	GLS	Kết quả cho thấy rằng các thành viên gia đình là cổ đông lớn và tham gia vào ban quản lý (HĐQT và BKS) sẽ tác động tích cực đến thành quả công ty.
Barnhart và Rosenstein (1998)	321	1990	Tobin's Q	OLS; 2SLS; 3SLS	Kết quả nghiên cứu cho thấy tỷ lệ sở hữu của các nhà quản lý có tác động tích cực đến thành quả công ty

Bhagat và Black (2002)	934	1988-1991	Tobin's Q	OLS; 3SLS	Kết quả nghiên cứu cho thấy tính độc lập của HĐQT không có mối tương quan với thành quả công ty
Bhagat và Bolton (2008)	5,101	1990-2004	ROA; Tobin's Q	OLS; 2SLS; 3SLS	Kết quả nghiên cứu cho thấy quyền sở hữu cổ phiếu của thành viên hội đồng quản trị và sự tách biệt giữa CEO và chủ tịch HĐQT có mối tương quan tích cực với thành quả công ty
Bhagat và Bolton (2013)	3,358; 5,650	1998-2001; 2003-2007	ROA	OLS; 2SLS	Kết quả nghiên cứu cho thấy tính độc lập của HĐQT có tác động tiêu cực đến thành quả công ty trong giai đoạn trước năm 2002 và tác động tích cực ở giai đoạn sau năm 2002. Đồng thời tỷ lệ sở hữu của HĐQT tác động tích cực đến thành quả công ty trong cả 2 giai đoạn này.
Claessens và Djankov (1999)	706	1992-1997	GOP; Labor productivity	OLS; REM	Kết quả nghiên cứu cho thấy tỷ lệ sở hữu của 5 cổ đông lớn nhất tác động tích cực đến lợi nhuận và năng suất lao động càng cao.
Coles và cộng sự (2008)	8,165	1992-2001	Tobin's Q	OLS; 3SLS	Kết quả nghiên cứu cho thấy các công ty đơn giản, quy mô HĐQT tác động tích cực đến thành quả công ty và tính độc lập HĐQT tác động tiêu cực đến thành quả công ty. Tuy nhiên ở các công ty phức tạp (công ty đa ngành, quy mô lớn, đòn bẩy tài chính cao) quy mô HĐQT và tính độc lập HĐQT tác động tích cực đến thành quả công ty
Coles và cộng sự (2012)	8,570	1993-2000	Tobin's Q	FEM	Kết quả nghiên cứu cho thấy tỷ lệ sở hữu của TGD có mối tương quan phi tuyến (chữ U ngược) với thành quả công ty

Demsetz và Lehn (1985)	511	1976-1980	Equity; Return	OLS	Kết quả nghiên cứu cho thấy mức độ tập trung sở hữu của 5 cổ đông lớn nhất và mức độ tập trung sở hữu của 20 cổ đông lớn nhất không có mối liên hệ với thành quả công ty
Demsetz và Villalonga (2001)	511	1976–1980	Tobin's Q	OLS; 2SLS	Kết quả nghiên cứu cho thấy tỷ lệ sở hữu của 5 cổ đông lớn nhất, tỷ lệ sở hữu của các nhà quản lý cấp cao đại diện cho tập trung sở hữu không có mối liên hệ với thành quả công ty.
Hermalin và Weisbach (1991)	322	1971-1983	Tobin's Q	OLS; FEM	Kết quả nghiên cứu cho rằng tỷ lệ sở hữu của TGD sẽ làm tăng thành quả công ty nếu như tỷ lệ sở hữu thấp (dưới 1%) và tỷ lệ sở hữu của TGD (trên 1%) sẽ có tác động tiêu cực đến thành quả công ty.
McConnell và Servaes (1990)	1,173; 1,093	1976; 1986	Tobin's Q	OLS	Kết quả nghiên cứu cho thấy tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn nhất, tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn và tỷ lệ sở hữu của tổ chức không có mối tương quan với thành quả công ty. Tuy nhiên tỷ lệ sở hữu nội bộ có mối quan hệ phi tuyến (chữ U ngược) với thành quả công ty.
Morck và cộng sự (1988)	371	1980	Tobin's Q	OLS	Kết quả nghiên cứu cho thấy tỷ lệ sở hữu của HĐQT dưới 5% sẽ tác động tích cực đến thành quả công ty, tỷ lệ sở hữu HĐQT từ 5% đến 25% sẽ tác động tiêu cực đến thành quả công ty và trên 25% thì tỷ lệ sở hữu HĐQT sẽ tác động tích cực đến thành quả công ty
Singh và cộng sự (2018)	324	2009-2015	Tobin's Q	SGMM (+)	Kết quả nghiên cứu cho thấy tập trung sở hữu (TOP 5) có tác động tiêu cực đến thành quả công ty.

Thomsen và cộng sự (2006)	863	1990–1998	Tobin's Q; ROA	OLS; FEM; REM	Kết quả nghiên cứu cho thấy tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn tác động tiêu cực đến giá trị công ty
Võ Xuân Vinh (2014)	259	2007-2012	EPS; ROA; Value	FEM; REM; GMM	Kết quả cho thấy sở hữu quản lý doanh nghiệp càng cao thì hiệu quả hoạt động không cao và giá trị doanh nghiệp thấp.
Phạm Quốc Việt (2010)	133	2006-2008	ROA	Hồi quy tuyến tính	Sở hữu cổ phần của HĐQT tác động tích cực đến ROA. Sở hữu cổ phần của cổ đông lớn trong nhóm công ty có quy mô nhỏ tác động tiêu cực đến ROA. Sở hữu của BGĐ có quan hệ phi tuyến với ROA.
Dao và Hoang (2014)	30	2011	ROE	OLS	Số lượng thành viên Hội đồng quản trị, Tổng giám đốc độc lập và số lượng Cổ đông lớn có ảnh hưởng tích cực đến hoạt động của các doanh nghiệp phi sản xuất Việt Nam.
Trần Minh Trí và Dương Như Hùng (2011)	126	2006-2009	Tobin's Q	OLS	HQHD của công ty thay đổi theo tỷ lệ thuận với tỷ lệ SHQT khi tỷ lệ SHQT nhỏ hơn 59.1%. Tuy nhiên, khi tỷ lệ SHQT cao hơn 59.1%, HQHD lại thay đổi theo tỷ lệ nghịch với SHQT.
Võ Hồng Đức và Phan Bùi Gia Thủy (2013)	77	2006-2011	ROA	FGLS	Tỷ lệ sở hữu HĐQT có quan hệ phi tuyến với HĐHĐ.

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

2.5.2. Cấu trúc HĐQT và thành quả công ty

Theo lý thuyết đại diện vấn đề xung đột lợi ích xuất phát từ việc tách quyền sở hữu và kiểm soát công ty. Xung đột lợi ích cũng có thể tồn tại ngay trong mỗi bộ phận quản trị, chẳng hạn giữa các cổ đông (đa số và thiểu số, kiểm soát và không kiểm soát, cá nhân và tổ chức) và các thành viên HĐQT (điều hành và không điều hành, bên trong và bên ngoài, độc lập và phụ thuộc). Như vậy, một trong những vấn đề mà lý thuyết đại diện đặt ra đó là thiết lập cấu trúc HĐQT nhằm đảm bảo lợi ích

của các chủ sở hữu của công ty. Cấu trúc HĐQT có thể được thiết lập theo nhiều cách thức khác nhau nhằm đạt được mục tiêu chung của tổ chức và sự khác nhau trong cấu trúc HĐQT xuất phát từ hai quan điểm đối lập. Quan điểm thứ nhất cho rằng, HĐQT nên được thiết lập dựa trên sự hiểu biết tường tận tình hình công ty của ban giám đốc điều hành hơn là của các thành viên HĐQT độc lập bên ngoài. Quan điểm thứ hai cho rằng, HĐQT được thiết lập để tối thiểu hóa các “chi phí đại diện” thông qua các cấu trúc cho phép thành viên HĐQT bên ngoài kiểm duyệt và giám sát các hành vi của đội ngũ quản lý, vì vậy cũng giảm thiểu được sự khác nhau về mặt lợi ích giữa cổ đông và nhà quản lý (Fama, 1980; Fama và Jensen, 1983b). Theo lý thuyết đại diện một HĐQT hiệu quả nên bao gồm đa số thành viên HĐQT độc lập sẽ tạo ra kết quả hoạt động vượt trội bởi tính độc lập của các thành viên HĐQT đối với hoạt động quản lý của công ty (Dalton và cộng sự, 1998). Các thành viên HĐQT điều hành có trách nhiệm thực hiện các hoạt động hàng ngày của công ty như tài chính, marketing... Với vai trò hỗ trợ cho TGD, họ sẽ không thể thực hiện một cách trọn vẹn vai trò giám sát hay kỷ luật TGD (Daily và Dalton, 1994). Do vậy, các nguyên tắc quản trị công ty cũng như qui định các công ty đại chúng và công ty niêm yết tại các quốc gia thường yêu cầu có sự tham gia của các thành viên HĐQT độc lập trong cơ cấu HĐQT. Fama (1980), Fama và Jensen (1983) đã chỉ ra rằng thành viên HĐQT độc lập có nhiều động lực hơn trong việc bảo vệ lợi ích của các cổ đông bởi vì tầm quan trọng của việc bảo vệ danh tiếng của họ trên thị trường. Theo lý thuyết phụ thuộc nguồn lực một sự gia tăng thành viên HĐQT sẽ giúp tăng mối liên kết của doanh nghiệp với các nguồn lực bên ngoài, cũng như nhờ tận dụng được năng lực, kiến thức, kinh nghiệm của các thành viên do đó hỗ trợ tư vấn, giám sát nhà quản lý tốt hơn (Coles và cộng sự, 2008). Tuy nhiên, Lipton và Lorsch (1992) cho rằng HĐQT với quy mô nhỏ sẽ hoạt động hiệu quả hơn so với quy mô lớn do lợi thế về giao tiếp, giám sát, giảm thời gian ra quyết định (Jensen, 1993). Cùng quan điểm, Cornett và cộng sự (2008) cũng cho rằng quy mô HĐQT có quy mô lớn hơn mức cần thiết thì sẽ gặp phải vấn đề trong việc phối hợp và thông tin, khiến tính hiệu quả của HĐQT sụt giảm (M. Singh và Davidson III, 2003; Yermack, 1996). Theo lý thuyết quản lý khi chủ tịch HĐQT cũng là TGD thì người đó sẽ sẵn lòng làm việc nhiều hơn cho công ty và việc kết hợp hai vị trí này sẽ hỗ trợ tốt cho việc ra quyết định, đặc biệt là trong hoàn cảnh cấp bách và giúp

HĐQT nắm bắt thông tin của công ty một cách nhanh nhất. Tuy nhiên, việc hợp nhất hai vai trò này sẽ tạo ra một TGD có quyền lực tuyệt đối và có thể dẫn tới sự giám sát kém hiệu quả đội ngũ quản lý của HĐQT (Adams và cộng sự, 2005; Bhagat và Bolton, 2019; Cadbury và Cadbury, 2002; Gul và Leung, 2004; Rechner và Dalton, 1990). Lý thuyết đại diện cho rằng nên tách biệt vai trò của TGD và chủ tịch HĐQT bởi vì vai trò của HĐQT chính là giám sát đội ngũ quản lý để bảo vệ lợi ích của các cổ đông (Fama và Jensen, 1983b; Dalton và cộng sự, 1998).

Các nghiên cứu ở Việt Nam, Phạm Quốc Việt (2010), Võ Hồng Đức và Phan Bùi Gia Thuỷ (2013) cho thấy công ty có Chủ tịch HĐQT kiêm nhiệm TGD sẽ tác động tích cực đến thành quả của công ty. Trong khi đó, Võ Hồng Đức và Phan Bùi Gia Thuỷ (2013) cho thấy quy mô HĐQT tác động tiêu cực đến thành quả công ty và nguyên nhân do hiệu quả giám sát của các thành viên HĐQT bị hạn chế, tiềm ẩn chi phí “ăn theo” trong HĐQT và vấn đề đồng thuận cũng như khả năng điều phối công việc giảm. Võ Hồng Đức và Phan Bùi Gia Thuỷ (2013) cho thấy không có mối quan hệ giữa thành viên HĐQT không điều hành với thành quả công ty. Tuy nhiên, Vo và Nguyen (2014) cho thấy mối quan hệ tích cực giữa sự độc lập của HĐQT và thành quả công ty.

Bảng 2.4. Bảng tổng hợp các nghiên cứu trước về mối quan hệ giữa cấu trúc HĐQT và thành quả công ty

Tác giả	Mẫu nghiên cứu	Giai đoạn nghiên cứu	Thành quả công ty	Phương pháp	Kết quả nghiên cứu
Bhagat và Black (2002)	934	1988-1991	Tobin's Q	OLS; 3SLS	Tính độc lập, quy mô HĐQT tác động tiêu cực đến thành quả công ty
Bhagat và Bolton (2008)	3,814	1990-2004	ROA	OLS; FEM; 2SLS	Sự kiêm nhiệm chức vụ TGD của chủ tịch HĐQT, tính độc lập của HĐQT tác động tiêu cực đến thành quả công ty
Bhagat và Bolton (2013)	5156; 6515	1998-2001; 2003-2007	ROA	OLS; 2SLS	Quy mô HĐQT tác động tiêu cực đến thành quả công ty

Coles và cộng sự (2008)	8165	1992-2001	Tobin's Q	OLS; FE; SGMM	Tính độc lập của HĐQT, quy mô HĐQT tác động tiêu cực đến thành quả công ty
Cornett và cộng sự (2008)	834	1994-2003	EBIT/Assets, EBIT/Assets - %DA	FEM; Fama-MacBeth	Sự kiêm nhiệm chức vụ TGD của chủ tịch HĐQT tác động tích cực đến thành quả công ty. Trong khi đó quy mô HĐQT tác động tiêu cực đến thành quả công ty
Duru và cộng sự (2016)	910; 947	1997– 2011	ROA; ROS; ROE	SGMM	Sự kiêm nhiệm chức vụ TGD của chủ tịch HĐQT tác động tiêu cực đến thành quả công ty. Trong khi đó, quy mô HĐQT, tính độc lập của HĐQT không có mối liên hệ với thành quả công ty
Rechner và Dalton (1991)	141	1978-1983	ROE; ROI; Profit Margin	OLS; FE; SGMM	Sự kiêm nhiệm chức vụ TGD của chủ tịch HĐQT tác động tiêu cực đến thành quả công ty.
Singh và Davidson III (2003)	1528	1992;1994	Asset Turnover	FEM; REM	Quy mô HĐQT tác động tiêu cực đến thành quả công ty.
Singh và cộng sự (2018)	324	2009-2015	Tobin's Q	SGMM	Sự kiêm nhiệm chức vụ TGD của chủ tịch HĐQT tác động tiêu cực đến thành quả công ty. Trong khi đó, quy mô HĐQT, tính độc lập của HĐQT tác động tích cực đến thành quả công ty

Wintoki và cộng sự (2012)	6,034	1991-2003	ROA	OLS; FE; SGMM	Tính độc lập của HĐQT tác động tích cực đến thành quả công ty, trong khi đó quy mô HĐQT tác động đến thành quả công ty và sự kiêm nhiệm TGD của chủ tịch HĐQT không có mối liên hệ với thành quả công ty.
Yermack (1996)	452	1984-1991	Tobin's Q; ROA	OLS; FE	Tính độc lập của HĐQT tác động tích cực đến thành quả công ty, trong khi đó quy mô HĐQT tác động đến thành quả công ty
Phạm Quốc Việt (2010)	133	2006-2008	ROA	Hồi quy tuyến tính	Chủ tịch kiêm nhiệm TGD tác động tích cực đến ROA.
Võ Hồng Đức và Phan Bùi Gia Thủy (2013)	77	2006-2011	ROA	FGLS	Thành viên nữ trong HĐQT, quyền kiêm nhiệm, kinh nghiệm HĐQT và thù lao HĐQT tác động tích cực đến HQHĐ công ty. Quy mô HĐQT tác động tiêu cực đến HQHĐ.
Vo và Nguyen (2014)	177	2008-2012	ROA; ROE, Zscore; Tobin's Q	OLS	Vai trò kiêm nhiệm của CEO có tương quan thuận với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Quyền sở hữu của người quản lý và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp có mối quan hệ phi tuyến. Tính độc lập của HĐQT có những tác động ngược lại đến hiệu quả hoạt động của công ty.

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

2.6. Các nghiên cứu về quản trị công ty, thành quả của công ty và các giai đoạn vòng đời doanh nghiệp

2.6.1. Các nghiên cứu về quản trị công ty và vòng đời doanh nghiệp

Greiner (1972) chỉ ra rằng vòng đời doanh nghiệp ảnh hưởng đến hành vi và cấu trúc doanh nghiệp. Dựa trên lý thuyết vòng đời doanh nghiệp, mỗi công ty sẽ có các đặc điểm cụ thể ở các giai đoạn vòng đời khác nhau như cấu trúc sở hữu, hành vi tổ chức và chiến lược của công ty (Adizes, 1979; Miller và Friesen, 1984).

Jawahar và McLaughlin (2001) cho rằng trong giai đoạn khởi sự một công ty với tỷ lệ sở hữu tập trung cao và phần lớn cổ phần thuộc về cổ đông sáng lập hoặc thành viên gia đình những người tham gia vào quản lý công ty sẽ giúp nâng cao hiệu quả ra quyết định và tính linh hoạt của doanh nghiệp để đối phó với nhu cầu tăng trưởng cao và áp lực do những thay đổi mang lại. Trong giai đoạn tăng trưởng, công ty có nhu cầu về nguồn lực và chuyên môn bên ngoài nhằm thúc đẩy và hỗ trợ sự tăng trưởng do đó chủ sở hữu cần đánh đổi quyền sở hữu với các nguồn lực bên ngoài (các nhà đầu tư mạo hiểm, các quỹ đầu tư thiên thần). Trong giai đoạn trưởng thành, các công ty này có cơ cấu sở hữu phân tán hơn so với các giai đoạn trước đó do đó các công ty này sẽ chủ yếu gặp vấn đề đại diện hơn là bổ sung nguồn lực vì vậy các công ty chủ yếu tăng cường kiểm soát các hoạt động của ban quản lý. Trong giai đoạn suy thoái, yêu cầu về giám sát tăng lên và cả nhu cầu về chiến lược, nguồn lực đều tăng khi công ty cố gắng đổi mới hoặc tiếp tục theo cùng một hướng như trước.

Bonn và Pettigrew (2009) sử dụng phương pháp tiếp cận theo ngữ cảnh và phân tích theo quy trình của HĐQT bằng cách phỏng vấn các thành viên HĐQT, quan sát các hoạt động của các thành viên chủ chốt trong và xung quanh phòng họp, cách những vấn đề này diễn ra và thay đổi theo thời gian. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng giai đoạn khởi sự vai trò chính của HĐQT là (1) đảm bảo rằng tổ chức có quyền truy cập vào các nguồn lực quan trọng bằng cách hình thành mối liên kết với các cộng sự bên ngoài; và (2) để hỗ trợ định hình nội dung và bối cảnh cho chiến lược hoạt động của công ty. Giai đoạn tăng trưởng vai trò chính của HĐQT là (1) giúp nâng cao hình ảnh, uy tín của công ty đối với các nhà đầu tư tiềm năng; (2) cung cấp kiến thức chuyên môn, tham gia xây dựng tập trung vào các kết quả dài hạn của tổ chức; và (3) thực hiện các hoạt động liên quan đến kiểm soát nhằm hạn chế hành vi của ban lãnh

đạo. Giai đoạn trưởng thành, vai trò chính của HĐQT là (1) duy trì đối thoại thường xuyên với cổ đông và các bên liên quan; (2) hỗ trợ Giám đốc điều hành trong việc định hình nội dung và bối cảnh cho chiến lược; và (3) thực hiện các hoạt động liên quan đến kiểm soát. Giai đoạn suy thoái, vai trò chính của HĐQT là (1) thuyết phục các thành viên ở lại HĐQT và (hoặc) bổ nhiệm các thành viên mới; (2) khởi xướng các chiến lược với mục đích mang đến sự thay đổi của quá trình suy thoái; và (3) đảm bảo có các cơ chế kiểm soát và giám sát hiệu quả.

Huse và Zattoni (2008) đã chọn các công ty trong ba giai đoạn khác nhau của vòng đời: khởi sự, tăng trưởng và suy thoái dựa trên lý thuyết lấy mẫu (Miles và Huberman, 1994). Các ngành đại diện là xây dựng (khởi nghiệp), chế biến cá (tăng trưởng) và bán lẻ ô tô (khủng hoảng). Nhóm tác giả sử dụng phương pháp thu thập và phân tích dữ liệu một cách lặp đi lặp lại, dữ liệu của công ty được thu thập từ các nguồn khác nhau như ghi chép thực địa, biên bản và báo cáo của hội đồng quản trị và các cuộc phỏng vấn được cấu trúc lại với tất cả các thành viên HĐQT và các bên liên quan khác nhau. Nghiên cứu cho thấy rằng hành vi của HĐQT thay đổi theo các giai đoạn của vòng đời: trong giai đoạn khởi sự, sự tham gia của HĐQT là cung cấp các nguồn lực cho công ty thông qua uy tín, mối quan hệ xã hội, kinh nghiệm của các thành viên HĐQT; trong giai đoạn tăng trưởng, sự tham gia của HĐQT là nhiệm vụ tư vấn, xây dựng chiến lược; và trong giai đoạn khủng hoảng của công ty, sự tham gia của HĐQT là các nhiệm vụ kiểm soát nhằm bảo đảm lợi ích tốt nhất cho các cổ đông và các bên liên quan.

Ramaswamy và Carl (2008) đã kiểm định giả thuyết về khả năng của quản trị công ty trong việc duy trì tăng trưởng của doanh nghiệp ở 4 khía cạnh: công bằng, trách nhiệm, minh bạch và giải trình. Các tác giả sử dụng chỉ số quản trị công ty được cấu thành từ 10 yếu tố với trọng số bằng nhau: cấu trúc và thành phần HĐQT, hoạt động và hiệu quả HĐQT, đóng góp của Ủy ban kiểm toán, chiến lược, hoạch định và giám sát, quản trị rủi ro và tuân thủ, đạo đức doanh nghiệp, tạo giá trị cho cổ đông, công bằng và minh bạch trong công bố thông tin, trách nhiệm giải trình đối với các bên liên quan. Thông qua mẫu 500 công ty thuộc S&P500, kết quả nghiên cứu cho thấy các công ty mới tăng trưởng có điểm số quản trị công ty thấp hơn, những công ty tồn tại sau quá trình tăng trưởng có điểm số quản trị công ty cao hơn, giúp tăng

cộng hưởng cho tăng trưởng. Kết quả hồi quy cũng cho thấy, trong khi sự phát triển của Hội đồng quản trị và vai trò của Ủy ban kiểm toán đều có ảnh hưởng đến cả hai nhóm công ty (mới tăng trưởng và tăng trưởng sau tái cấu trúc), các yếu tố khác như đạo đức công ty, tạo giá trị cho cổ đông, minh bạch trong công bố thông tin và trách nhiệm giải trình giải thích tốt hơn cho các công ty tăng trưởng sau tái cấu trúc.

O'Connor và Byrne (2015a) sử dụng bộ dữ liệu 205 công ty niêm yết của 21 quốc gia nhằm tìm hiểu mối quan hệ giữa quản trị công ty và vòng đời của công ty. Với mục tiêu là xác định sự khác biệt về chất lượng quản trị công ty giữa các công ty đang ở các giai đoạn khác nhau trong vòng đời công ty. Nhóm tác giả, sử dụng phương pháp phân loại vòng đời của DeAngelo và cộng sự (2006) và bằng phương pháp hồi quy dữ liệu bảng, kết quả cho rằng với một mô hình quản trị linh hoạt, cho phép mỗi công ty lựa chọn những gì họ tin tưởng cho mức độ quản trị “tối ưu”.

Habib và cộng sự (2018) sử dụng bộ dữ liệu 1500 công ty niêm yết ở Úc trong giai đoạn từ 2001-2004 để phân loại bộ dữ liệu thành các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp. Bằng phương pháp hồi quy tuyến tính kết quả cho thấy rằng các công ty trong giai đoạn khởi sự, tái cấu trúc và suy thoái của vòng đời công ty sử dụng nhiều thành viên hội đồng quản trị độc lập hơn khi so sánh với giai đoạn trưởng thành. Các nhà quản lý chuyên nghiệp đã thay thế chủ sở hữu ban đầu và công ty được đặc trưng bởi sự gia tăng tính công khai, minh bạch và cơ cấu tổ chức chuyên nghiệp. Các thủ tục, quy trình ra quyết định trở nên ít chủ động hơn và có nhiều rủi ro hơn so với giai đoạn trước, do vậy ở giai đoạn trưởng thành việc kiêm nhiệm chức danh chủ tịch hội đồng quản trị và TGD là một vấn đề nghiêm trọng.

Y. Li và Zhang (2018) đã sử dụng dữ liệu từ các doanh nghiệp tư nhân (POE) được niêm yết của Trung Quốc với 5.865 quan sát trong giai đoạn từ năm 2002 đến năm 2014 nhằm khám phá tác động của vòng đời doanh nghiệp đối với cấu trúc HĐQT. Kế thừa nghiên cứu Anthony và Ramesh (1992), tác giả chia dữ liệu thành giai đoạn tăng trưởng, trưởng thành và suy thoái. Nghiên cứu này sử dụng kiểm định t và kiểm định z phi tham số để kiểm tra sự khác biệt về cấu trúc HĐQT qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp. Sau đó, tác giả sử dụng OLS để điều tra tác động của vòng đời doanh nghiệp lên cấu trúc HĐQT và tác động của các yếu tố lên các biến đặc điểm của HĐQT qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp. Kết quả

cho thấy rằng quy mô HĐQT giảm dần theo vòng đời doanh nghiệp, sự kiêm nhiệm cũng có xu hướng giảm, trong khi tính độc lập của HĐQT hầu như không thay đổi. Ngoài ra, kết quả nghiên cứu còn cho thấy quy mô và tính độc lập của HĐQT được xác định bởi lợi ích của vai trò cố vấn thông qua tất cả các giai đoạn trong vòng đời doanh nghiệp là khác nhau. Đồng thời, kết quả cho thấy cấu trúc HĐQT được điều chỉnh ở các giai đoạn khác nhau trong vòng đời doanh nghiệp và các điều chỉnh chủ yếu dựa trên các nguồn lực do HĐQT mới mang lại.

Bảng 2.5. Bảng tổng hợp các nghiên cứu của các tác giả trước về quản trị công ty và vòng đời doanh nghiệp

Tác giả	Phương pháp nghiên cứu	Kết quả nghiên cứu
Jawahar và McLaughlin (2001)	Dựa trên quan điểm của lý thuyết phụ thuộc nguồn lực, lý thuyết triển vọng, lý thuyết vòng đời doanh nghiệp, quản lý các bên liên quan từ đó phát triển thành lý thuyết các bên liên quan. Tác giả xem xét các lý thuyết này trong từng giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp (khởi sự, tăng trưởng, trưởng thành và suy thoái).	- Giai đoạn đầu (tăng trưởng), nguồn lực và các bên liên quan quan trọng cho sự sống còn của doanh nghiệp - Giai đoạn trưởng thành, vấn đề đại diện liên quan đến thành quả doanh nghiệp, trong khi vấn đề nguồn lực đã được giải quyết - Trong giai đoạn suy thoái, vấn đề đại diện, vấn đề nguồn lực và các bên liên quan có ảnh hưởng đến sự sống còn của doanh nghiệp
Bonn và Pettigrew (2009)	Bằng phương pháp phỏng vấn các thành viên HĐQT và quan sát hành vi của HĐQT và dựa theo lý thuyết của vòng đời doanh nghiệp, lý thuyết đại diện, lý thuyết ra quyết định và lý thuyết phụ thuộc nguồn lực. Các tác giả phân tích đặc điểm HĐQT theo từng giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp, bao gồm: khởi sự, tăng trưởng, trưởng thành và suy thoái.	- Giai đoạn đầu, vai trò của HĐQT là cung cấp nguồn lực và xây dựng chiến lược cho doanh nghiệp - Giai đoạn tăng trưởng, vai trò của HĐQT là thu hút các nhà đầu tư và các hoạt động liên quan đến việc giám sát (thuê CEO) - Giai đoạn trưởng thành, vai trò HĐQT là đại diện cổ đông và các bên liên quan; giám sát hành vi của Ban Giám đốc; hỗ trợ CEO về chiến lược - Giai đoạn suy thoái, vai trò HĐQT là cung cấp nguồn lực cho việc tái cấu trúc; xây dựng chiến lược tái cấu

		trúc; đảm bảo cơ chế giám sát hiệu quả;
Huse và Zattoni (2008)	Nhóm tác giả sử dụng phương pháp lấy mẫu của Miles và Huberman (1994), để chọn ra các doanh nghiệp trong 3 giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp gồm khởi sự, tăng trưởng và khủng hoảng. Bằng phương pháp thu thập và xử lý dữ liệu một cách lặp đi lặp lại.	Nghiên cứu cho thấy rằng hành vi của HĐQT thay đổi theo các giai đoạn của vòng đời: trong giai đoạn khởi sự, sự tham gia của hội đồng là trong các nhiệm vụ hợp pháp; trong giai đoạn tăng trưởng, sự tham gia của HĐQT là nhiệm vụ tư vấn; và trong giai đoạn khủng hoảng của công ty, sự tham gia của HĐQT là các nhiệm vụ kiểm soát.
Ramaswamy và Carl (2008)	Dựa trên bộ dữ liệu của 500 công ty nhóm tác giả xây dựng bộ chỉ số cho quản trị công ty. Đồng thời, nhóm tác giả phân loại bộ dữ liệu thành 2 nhóm các công ty tăng trưởng lần đầu và nhóm các công ty tái cấu trúc.	Kết quả cho thấy nhóm các công ty tái cấu trúc có điểm số quản trị công ty cao hơn. Sự phát triển của HĐQT và vai trò của Ủy ban kiểm toán đều có ảnh hưởng đến cả hai nhóm công ty (mới tăng trưởng và tái cấu trúc).
O'Connor và Byrne (2015a)	Tác giả dùng phương pháp phân loại vòng đời của DeAngelo và cộng sự (2006) nhằm phân loại 205 công ty của 18 quốc gia thành 2 nhóm gồm: giai đoạn đầu và giai đoạn sau của vòng đời doanh nghiệp.	Các công ty ở các giai đoạn khác nhau trong vòng đời doanh nghiệp có thể có các nhu cầu quản trị rất khác nhau, vì các chức năng tạo ra của cải và bảo vệ của quản trị công ty thay đổi khi công ty trưởng thành
Habib và cộng sự (2018)	Sử dụng bộ dữ liệu 1500 công ty niêm yết ở Úc trong giai đoạn từ 2001-2004. Tác giả sử dụng mô hình hồi quy tuyến tính nhằm kiểm tra mối quan hệ HĐQT và vòng đời doanh nghiệp.	Các công ty trong giai đoạn khởi sự, suy thoái của vòng đời công ty sử dụng nhiều thành viên hội đồng quản trị độc lập hơn khi so sánh với giai đoạn trưởng thành. Ở giai đoạn trưởng thành việc kiêm nhiệm chức danh chủ tịch hội đồng quản trị và TGD là một vấn đề nghiêm trọng.

Y. Li và Zhang (2018)	Sử dụng bộ dữ liệu với 5.865 quan sát từ năm 2002-2014. Tác giả kế thừa phương pháp phân loại vòng đời của Anthony và Ramesh (1992) nhằm phân loại dữ liệu thành các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp.	Quy mô HĐQT có xu hướng giảm dần qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp và chủ tịch HĐQT kiêm TGD có xu hướng tách theo chu kỳ của vòng đời doanh nghiệp. Trong khi đó, tính độc lập của HĐQT không thay đổi qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp.
-----------------------	---	--

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

2.6.2. Các nghiên cứu về quản trị công ty, thành quả của công ty và các giai đoạn vòng đời doanh nghiệp

Cấu trúc sở hữu là một trong những cơ chế nội bộ cốt lõi của quản trị công ty, các nghiên cứu về cấu trúc sở hữu và thành quả công ty đã có nhiều kết quả khác nhau (Demsetz và Villalonga, 2001; Shleifer và Vishny, 1997). Các nghiên cứu này cho thấy rằng tập trung sở hữu sẽ cải thiện thành quả công ty và có sự khác biệt đáng kể về thành quả giữa các công ty có các loại hình sở hữu tập trung khác nhau (Tian và Estrin, 2008). Có nghĩa là một công ty gia đình với tỷ lệ sở hữu tập trung cao vẫn hoạt động tốt, miễn là công ty đang ở trong giai đoạn đầu bởi vì sự thống nhất về quyền sở hữu và quản lý làm giảm chi phí đại diện gia tăng thành quả công ty (Demsetz và Villalonga, 2001; Anderson và Reeb, 2003) nhưng khi công ty tăng trưởng (hoặc trưởng thành) việc tiếp cận công nghệ vượt trội (mới), nguồn lực giá rẻ, và lợi thế cạnh tranh để tăng thị phần là điều quan trọng bởi vậy cần đa dạng chủ sở hữu và có thể dẫn đến một sự thay đổi trong cấu trúc sở hữu trong chu kỳ của vòng đời doanh nghiệp (Maug, 2001). Nghiên cứu của McConnell và Servaes (1990) cũng nhận thấy rằng quyền sở hữu nội bộ tối đa hóa giá trị công ty, tuy nhiên theo thời gian quyền sở hữu trở nên phân tán hơn để duy trì hiệu suất tối ưu vì các công ty nhỏ có thể có sở hữu tập trung cao (Barnhart và Rosenstein, 1998).

Liang và cộng sự (2011) cho rằng độ nhạy của cấu trúc sở hữu đối với thành quả công ty có thể thay đổi giữa các công ty mà còn có khả năng thay đổi qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp. Tác giả dùng phương pháp phân loại vòng đời doanh nghiệp của Anthony và Ramesh (1992), Black (1998) để phân loại các công ty niêm yết ở Đài Loan thành 3 giai đoạn: tăng trưởng (907), trưởng thành (2.654) và suy thoái (882). Kết quả nghiên cứu cho thấy quyền sở hữu tổ chức có tác

động tiêu cực và đáng kể đến thành quả công ty niêm yết của Đài Loan trong giai đoạn trưởng thành của vòng đời doanh nghiệp. Theo đó, những phát hiện cũng cung cấp bằng chứng vững chắc rằng các giai đoạn trong vòng đời của các công ty đóng vai trò quan trọng trong mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu và thành quả công ty.

Shyu và Chen (2009) nghiên cứu về mối quan hệ giữa đa dạng hóa, thành quả công ty và vòng đời doanh nghiệp đã phát hiện ra rằng tỷ lệ sở hữu của HĐQT thể hiện mối quan hệ tích cực với thành quả công ty trong giai đoạn tăng trưởng đến giai đoạn trưởng thành. Kết quả phù hợp với nghiên cứu của Jensen và Meckling (1976) cho rằng khi mức độ sở hữu quản lý tăng lên, lợi ích của các nhà quản lý và cổ đông hội tụ, dẫn đến một tác động tích cực đến thành quả công ty, phù hợp với giả thuyết lợi ích hội tụ được đặt ra cho thấy sự gia tăng trong quyền sở hữu quản lý giúp tạo ra giá trị công ty.

Liao và cộng sự (2014) dựa trên mẫu dữ liệu của 448 công ty niêm yết ở Đài Loan trong giai đoạn 1994-2004. Tác giả kế thừa nghiên cứu của Anthony và Ramesh (1992) nhằm phân loại dữ liệu thành ba giai đoạn gồm: tăng trưởng, trưởng thành và suy thoái của vòng đời doanh nghiệp. Bằng phương pháp hồi quy dữ liệu bảng và khắc phục hiện tượng nội sinh, tác giả sử dụng mô hình hồi quy 2 bước (2SLS) nhằm xác định mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu và thành quả công ty ở Đài Loan. Kết quả nghiên cứu cho thấy mối quan hệ phi tuyến giữa quyền sở hữu của HĐQT, quyền sở hữu của nhà quản lý với thành quả công ty trong giai đoạn tăng trưởng và trưởng thành.

Gilson (1990) điều tra những thay đổi về quyền sở hữu và kiểm soát doanh nghiệp trong các công ty gặp khó khăn về tài chính, với mẫu nghiên cứu gồm 111 công ty giao dịch niêm yết bị phá sản hoặc cơ cấu lại nợ trong giai đoạn 1979-1985. Kết quả cho thấy trong giai đoạn các công ty gặp khó khăn về tài chính, các cổ đông lớn là những người nắm quyền kiểm soát phân bổ lại các nguồn lực hỗ trợ công ty vượt qua giai đoạn khó khăn. Ngoài ra, quy mô trung bình của HĐQT giảm, nhiều thành viên mới của HĐQT được bổ nhiệm, họ là những người sở hữu một số kỹ năng đặc biệt là những chuyên gia hoặc là đại diện cho chủ nợ, ngân hàng. Daily và Dalton (1994) cho rằng các CEO với tư cách là chủ tịch HĐQT sử dụng ảnh hưởng của họ không phải để thay đổi mà để duy trì, làm chậm quá trình suy thoái của doanh nghiệp.

Thêm vào đó, Filatotchev và Toms (2003) cho thấy rằng việc tái cấu trúc và sự tồn tại của công ty có thể liên quan đến sự hiện diện của chủ sở hữu tổ chức và sự đa dạng của hội đồng quản trị. Các cổ đông tổ chức sở hữu từ năm phần trăm trở lên cổ phần của công ty được coi là đặc biệt quan trọng bởi vì họ có động lực lớn hơn nhiều khi tham gia tái cấu trúc công ty so với các cổ đông nhỏ hơn (Bethel và cộng sự, 1998).

Sridharan và Joshi (2018) sử dụng dữ liệu của các công ty thuộc danh mục S&P BSE 500 ở Ấn Độ trong giai đoạn 2007 đến 2015 nhằm mục đích kiểm tra mối quan hệ giữa các hình thức sở hữu và thành quả công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp. Để xác định các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp tác giả sử dụng phương pháp phân loại dựa trên các mô hình dòng tiền và phân loại chúng thành năm giai đoạn khởi sự, tăng trưởng, trưởng thành, tái cấu trúc (rũ bỏ) và suy thoái. Tác giả sử dụng phân tích đa biến với phương sai (MANCOVA) để xác định hình thức sở hữu nào mang lại hiệu quả tài sản, hiệu quả sử dụng vốn và thành quả tốt nhất qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu cho thấy rằng các công ty thuộc sở hữu gia đình vượt trội hơn các loại hình sở hữu khác trong các giai đoạn tăng trưởng và trưởng thành, các công ty cổ phần nước ngoài hoạt động tốt hơn trong các giai đoạn trưởng thành và tái cấu trúc, điều này cho thấy hiệu quả sử dụng tài sản và sử dụng vốn tốt là kết quả của việc nắm giữ của nước ngoài trong các công ty bởi vì các nhà đầu tư nước ngoài mang lại công nghệ vượt trội khi họ tham gia với tư cách là người quảng bá và việc sử dụng vốn tốt hơn có thể là do khả năng tiếp cận thị trường toàn cầu của đối tác nước ngoài để tạo ra nguồn vốn rẻ hơn. Nghiên cứu cũng chỉ ra rằng trong tất cả các giai đoạn của vòng đời, việc một công ty có cấu trúc tập trung sẽ mang lại thành quả cao hơn. Đồng thời, các công ty do chính phủ nắm giữ xuất sắc trong giai đoạn trưởng thành bởi vì thể là do sự hiện diện độc quyền của họ trong các lĩnh vực cụ thể, do đó cho phép họ đạt được tỷ suất lợi nhuận cao. Tuy nhiên, điều đáng lưu ý là mặc dù có tỷ suất lợi nhuận hoạt động cao trong giai đoạn tăng trưởng và trưởng thành, nhưng hiệu suất sử dụng vốn và tài sản của các công ty này lại rất thấp. Điều này cho thấy công nghệ kém và khả năng tiếp cận vốn kém của các công ty do chính phủ nắm giữ. Một điểm thú vị đối với các công ty gia đình từ nghiên cứu này là liên quan đến thời điểm trong vòng đời của công ty khi công ty gia đình nên thực hiện thay đổi mô hình sở hữu thành cổ phần hỗn hợp gia đình nắm giữ

hoặc cổ phần nước ngoài. Khi công ty đạt đến giai đoạn tăng trưởng, việc liên doanh với một bộ phận công nghệ nước ngoài có thể giúp gia tăng thành quả của các doanh nghiệp gia đình ở Ấn Độ.

HĐQT là cơ chế kiểm soát nội bộ quan trọng để điều chỉnh các mối quan tâm khác nhau của các cổ đông và các nhà quản lý (Walsh và Seward, 1990), ngoài chức năng giám sát, Adams và Ferreira (2007) còn cho rằng vai trò của HĐQT còn là cung cấp nguồn lực như: tài chính, kiến thức, chi phí rẻ khi tiếp cận các nguồn lực bên ngoài công ty và tư vấn chiến lược cho các nhà quản lý. Daily và Dalton (1992) đã tiến hành nghiên cứu mối quan hệ giữa quản trị công ty và thành quả công ty của các doanh nghiệp khởi nghiệp. Mẫu nghiên cứu bao gồm 100 công ty niêm yết được xếp hạng tăng trưởng nhanh nhất Hoa Kỳ vào tháng 5/1990. Những công ty này có tỷ lệ tăng trưởng doanh thu cao nhất trong vòng 5 năm và thỏa các điều kiện: (1) niêm yết trước 1989, (2) có lịch sử hoạt động ít nhất 5 năm, (3) có doanh thu năm 1989 và vượt qua doanh thu năm 1988, (4) cổ phiếu có thị giá ít nhất 1 USD vào 1/3/1990 và (5) doanh thu năm 1985 ít nhất 100.000 USD nhưng không quá 25 triệu USD. Kết quả nghiên cứu cho thấy kiêm nhiệm TGD của chủ tịch HĐQT sẽ giúp tăng thành quả công ty. Ngoài ra, sự có mặt của các thành viên bên ngoài của HĐQT giúp làm tăng thành quả công ty trong giai đoạn tăng trưởng.

Harjoto và Jo (2009) thông qua các giai đoạn vòng đời nhằm kiểm tra cấu trúc HĐQT ảnh hưởng đến thành quả công ty. Kết quả nghiên cứu cho thấy sự kiêm nhiệm TGD của chủ tịch HĐQT tác động tích cực đến thành quả và giá trị của công ty trong giai đoạn đầu, tuy nhiên khi chuyển sang các giai đoạn tiếp theo thì sự kiêm nhiệm này có tác động tiêu cực do đó từ góc độ giám sát chủ tịch HĐQT không kiêm nhiệm TGD sẽ phù hợp hơn để giám sát các hành động của nhà quản lý mang lại thành quả công ty.

O'Connor và Byrne (2015b) sử dụng bộ dữ liệu của 225 công ty được lấy từ 18 quốc gia trong giai đoạn 2001-2002 với mục đích là khám phá mối quan hệ giữa quản trị công ty và giá trị doanh nghiệp qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp. Kế thừa nghiên cứu của DeAngelo và cộng sự (2006), tác giả phân dữ liệu thành 2 nhóm bao gồm: nhóm công ty chưa trưởng thành và nhóm công ty trưởng thành. Tác giả sử dụng phương pháp hồi quy dữ liệu bảng nhằm kiểm tra mối quan hệ giữa quản trị

công ty và thành quả công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu cho thấy ở các công ty chưa trưởng thành có sự khác biệt về nguồn lực và quản trị chiến lược mang lại giá trị cao cho công ty. Đồng thời, kết quả nghiên cứu không cho thấy sự hiệu quả về mặt giám sát đối với các công ty trưởng thành.

Wahba và Elsayed (2014) sử dụng bộ dữ liệu của 84 doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Ai Cập từ năm 2005 đến 2010 nhằm kiểm tra tác động của quản trị công ty đến thành quả công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp. Tác giả kế thừa phương pháp phân loại vòng đời của Quinn và Cameron (1983), Miller và Friesen (1984), Hanks và cộng sự (1993), Anthony và Ramesh (1992), Kazanjian và Drazin (1989), Grabowski và Mueller (1975), Anandarajan và cộng sự (2010) và sử dụng các biến gồm tuổi của công ty, tỷ lệ tăng trưởng doanh số, tỷ lệ chi trả cổ tức và chi tiêu vốn nhằm phân loại dữ liệu thành 4 giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp, bao gồm: khởi sự, tăng trưởng, trưởng thành và tái cấu trúc. Đồng thời, tác giả sử dụng phân tích phương sai đa biến (MANOVA) để xác nhận mức độ khác nhau của các nhóm đã được phân loại (Hanks và cộng sự, 1993) và thực hiện các kiểm định phương sai (ANOVA) một chiều và Kruskal – Wallis trên mỗi nhóm. Cuối cùng tác giả sử dụng hồi quy dữ liệu bảng nhằm xác định tác động của quản trị công ty đến thành quả công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp. Kết quả chỉ ra rằng quy mô HĐQT ảnh hưởng tiêu cực đến thành quả công ty trong giai đoạn khởi sự, nhưng nó đã có ý nghĩa tích cực trong giai đoạn tăng trưởng, trưởng thành và tái cấu trúc của vòng đời doanh nghiệp.

Alqahtani và cộng sự (2021) sử dụng dữ liệu của các công ty được niêm yết trên thị trường vốn GCC, bao gồm các công ty ở Ả Rập Saudi, Bahrain, Các Tiểu vương quốc Ả Rập Thống nhất, Kuwait, Oman và Qatar trong giai đoạn 2006-2016 với 1626 quan sát nhằm mục đích kiểm tra mối quan hệ giữa số lượng thành viên HĐQT giữ chức vụ bên ngoài với chiến lược tài chính, thành quả công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp. Tác giả sử dụng các mô hình hồi quy dữ liệu bảng nhằm kiểm tra tác động của các thành viên HĐQT nắm giữ nhiều chức vụ bên ngoài (sự bận rộn của HĐQT) đối với cả các quyết định tài chính của các công ty, cụ thể là nắm giữ tiền mặt, chi tiêu vốn, chi phí bán hàng, quản lý và thành quả của công ty. Kết quả nghiên cứu cho thấy rằng sự bận rộn của HĐQT có thể gây bất lợi cho các quyết định tài

chính. Hơn nữa, kết quả nghiên cứu còn chứng minh rằng có khả năng các công ty có HĐQT bận rộn tăng lượng tiền mặt nắm giữ trong giai đoạn khởi sự, trưởng thành và tái cấu trúc, nhưng giảm trong giai đoạn suy thoái của vòng đời doanh nghiệp.

Amin và cộng sự (2021) sử dụng dữ liệu của 21 quốc gia và 9 ngành công nghiệp trong khoảng thời gian 9 năm kéo dài từ năm 2005 đến năm 2013 với 3.888 quan sát nhằm mục đích khám phá các thông lệ quản trị công ty (QTCT) có thể dẫn thành quả tốt hơn qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp. Bằng phương pháp phân tích so sánh định tính sử dụng tập mờ (Fuzzy set qualitative comparative analysis - fsQCA). Tác giả phân loại dữ liệu thành các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp, bao gồm giai đoạn khởi sự, giai đoạn tăng trưởng, trưởng thành, tái cấu trúc và suy thoái. Kết quả nghiên cứu này cung cấp bằng chứng thực nghiệm về vai trò của quản trị công ty khác nhau như thế nào trong các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp. Các phát hiện phù hợp với O'Connor và Byrne (2015); Filatotchev và cộng sự (2006) người đưa ra bằng chứng cho thấy có sự khác biệt trong các chức năng quản trị nguồn lực, chiến lược ở các doanh nghiệp non trẻ so với các doanh nghiệp ở các giai đoạn khác. Kết quả cho thấy cấu trúc quản trị công ty được thiết lập cho các công ty ở giai đoạn tăng trưởng trong vòng đời doanh nghiệp dường như khác với cách thiết lập của các giai đoạn trưởng thành và suy thoái và có nhiều thông lệ quản trị công ty kết hợp theo nhiều cách khác nhau có thể đạt được thành quả công ty cao phụ thuộc vào các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp.

Bảng 2.6. Bảng tổng hợp các nghiên cứu về quản trị công ty, thành quả công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp

Tác giả	Mẫu nghiên cứu		Phân loại vòng đời doanh nghiệp	Kết quả nghiên cứu
Liang và cộng sự (2011)	641	1999 - 2008	3 giai đoạn: tăng trưởng, trưởng thành và suy thoái (Anthony và Ramesh, 1992)	Tỷ lệ sở hữu nội bộ không có mối quan hệ với thành quả công ty trong cả 3 giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp. Tuy nhiên, tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư tổ chức có tác động tiêu cực đến thành quả công ty trong giai đoạn trưởng thành.

Shyu và Chen (2009)	214	1996-2004	3 giai đoạn: tăng trưởng, trưởng thành và suy thoái	Sở hữu của HĐQT và sở hữu của TGD tác động tích cực đến thành quả công ty ở giai đoạn trưởng thành.
Liao và cộng sự (2014)	448	1994-2004	3 giai đoạn: tăng trưởng, trưởng thành và suy thoái (Anthony và Ramesh, 1992)	Có mối quan hệ phi tuyến giữa quyền sở hữu của HĐQT, quyền sở hữu của nhà quản lý với thành quả công ty trong giai đoạn tăng trưởng và trưởng thành.
Gilson (1990)	111	1979-1985	Nhóm các doanh nghiệp bị phá sản hoặc cơ cấu lại nợ	Sự hiện diện cổ đông lớn là những cổ đông chi phối giúp cho công ty vượt qua khó khăn. Ngoài ra, quy mô trung bình của HĐQT giảm, nhiều thành viên mới của HĐQT được bổ nhiệm là đại diện cho chủ nợ và ngân hàng giúp công ty vượt qua khó khăn.
Sridharan, S., & Joshi, M (2018)	500	2007-2015	5 giai đoạn: khởi sự, tăng trưởng, trưởng thành, tái cấu trúc (rũ bỏ) và suy thoái	Các công ty thuộc sở hữu hỗn hợp gia đình vượt trội hơn các loại hình sở hữu khác trong các giai đoạn tăng trưởng và trưởng thành. Trong tất cả các giai đoạn của vòng đời, việc một công ty có cấu trúc tập trung sẽ mang lại thành quả cao hơn so với việc phân tán.
Daily và Dalton (1992)	100	5/199	Các công ty được xếp hạng tăng trưởng nhanh nhất Hoa kỳ	Sự kiêm nhiệm CEO của người sáng lập giúp tăng thành quả công ty. Sự có mặt của các thành viên bên ngoài của HĐQT giúp làm tăng thành quả của các công ty trong giai đoạn tăng trưởng.
Harjoto và Jo (2009)	2,681	1995-2005	Nhóm công ty chưa trưởng thành và trưởng thành (DeAngelo và cộng sự, 2006)	chủ tịch HĐQT kiêm TGD tác động tích cực đến thành quả công ty ở giai đoạn đầu, không có mối quan hệ trong giai đoạn trưởng thành và tác động tiêu cực trong giai đoạn sau của vòng đời doanh nghiệp.
O'Connor và Byrne (2015b)	225	2001-2002	Nhóm công ty chưa trưởng thành và trưởng thành (DeAngelo và cộng sự, 2006)	Các công ty chưa trưởng thành, sự khác biệt về nguồn lực và quản trị chiến lược mang lại giá trị cao cho công ty. Đồng thời, kết quả nghiên cứu không cho thấy sự hiệu quả về mặt giám sát đối với các công ty trưởng thành.

Wahba và Elsayed (2014)	84	2005-2010	4 giai đoạn: khởi sự, tăng trưởng, trưởng thành và tái cấu trúc (Anthony và Ramesh, 1992)	Quy mô HĐQT ảnh hưởng tiêu cực đến thành quả công ty trong giai đoạn khởi sự, nhưng nó đã có ý nghĩa tích cực trong giai đoạn tăng trưởng, trưởng thành và tái cấu trúc của vòng đời doanh nghiệp.
Alqahtani và cộng sự (2021)	1626	2006-2016	5 giai đoạn: khởi sự, tăng trưởng, trưởng thành, tái cấu trúc và suy thoái	Sự bận rộn của các thành viên HĐQT làm giảm thành quả công ty trong giai đoạn khởi sự, tăng trưởng và trưởng thành của vòng đời doanh nghiệp.
Amin và cộng sự (2021)	3888	2005-2013	5 giai đoạn: khởi sự, tăng trưởng, trưởng thành, tái cấu trúc và suy thoái	Việc kết hợp các thông lệ quản trị có thể đạt được thành quả cao phụ thuộc vào các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp.

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

2.7. Khe hở nghiên cứu

Qua lược khảo có thể thấy các nghiên cứu về mối quan hệ giữa quản trị công ty và thành quả công ty được đặt trong từng giai đoạn cụ thể của vòng đời doanh nghiệp đã được công bố còn rất hạn chế hoặc không đầy đủ. Do đó, luận án xác định khe hở nghiên cứu sau:

Thứ nhất, các nghiên cứu của Bhagat và Bolton (2019), Duru và cộng sự (2016), S. Singh và cộng sự (2018), Vo và Nguyen (2014) đều ủng hộ lý thuyết đại diện với quan điểm cần thiết lập cấu trúc HĐQT cần phải đảm bảo thực thi giám sát và kiểm soát người quản lý một cách có hiệu quả và phải được thiết lập để tối thiểu hóa các chi phí đại diện. Trái ngược với các nghiên cứu này, có các nghiên cứu của Bhagat và Bolton (2008), Cornett và cộng sự (2008), Faccio và cộng sự (2001) đều ủng hộ lý thuyết quản lý khi cho rằng khi người quản lý không bị tác động bởi các mục đích cá nhân, mà họ có động lực đồng hành với mục tiêu của chủ sở hữu. Tuy nhiên có một sự kết hợp giữa các quan điểm của hai lý thuyết này được đặt trong từng giai đoạn cụ thể của vòng đời doanh nghiệp, có nghĩa là tùy vào tình hình phát triển của công ty ở từng giai đoạn khác nhau mà thiết lập một cơ chế quản trị công ty khác nhau nhằm mang lại thành quả cao nhất cho công ty và cổ đông. Do đó, đây là một khoảng trống trong các nghiên cứu trước mà theo sự hiểu biết của tác giả cần được nghiên cứu kỹ lưỡng, đặc biệt ở thị trường Việt Nam.

Thứ hai, theo quan điểm của lý thuyết phụ thuộc nguồn lực cho rằng các thành viên HĐQT sẽ là cung cấp các nguồn lực cần thiết cho nhu cầu hoạt động của công ty. Kết quả nghiên cứu Boone và Field (2007), Adams và Ferriira (2007), Reheja (2005), Hillman và Dalziel (2003), M. Singh và Davidson III (2003), Yermack (1996), Võ Hồng Đức và Phan Bùi Gia Thủy (2013), Vo và Nguyen (2014) còn chưa đồng thuận nguyên nhân có thể do thể chế quốc gia, không gian nghiên cứu và thời gian nghiên cứu. Tuy nhiên, các nghiên cứu này chưa đề cập đến các vấn đề liên quan lý thuyết phụ thuộc nguồn lực trong từng giai đoạn phát triển của doanh nghiệp. Đây là một khoảng trống mà các nghiên cứu trước còn chưa khai thác đầy đủ, đặc biệt ở thị trường Việt Nam.

Thứ ba, khi nghiên cứu về quản trị công ty, thành quả công ty và vòng đời doanh nghiệp hầu hết các nghiên cứu trước chỉ xem xét dưới các góc độ riêng lẻ, như là: (1) mối quan hệ giữa quản trị công ty và thành quả công ty (Anderson và Reeb, 2003; Chen và cộng sự, 2015; Phạm Quốc Việt, 2010); (2) mối quan hệ giữa quản trị công ty và vòng đời doanh nghiệp (Jawahar và McLaughlin, 2001; Bonn và Pettigrew, 2009; Y. Li và Zhang, 2018); (3) mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu và thành quả công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp (Liang và cộng sự, 2011; Liao và cộng sự, 2014; Shyu và Chen, 2009); (4) mối quan hệ giữa cấu trúc HĐQT và thành quả công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp (Habib và cộng sự, 2018; O'Connor và Byrne, 2015b; Sridharan và Joshi, 2018). Do đó, việc nghiên cứu tổng hợp bao gồm cấu trúc sở hữu, cấu trúc hội đồng quản trị và thành quả công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp là một hướng đi khá mới còn nhiều khoảng trống cần được lấp đầy, đặc biệt đối với thị trường Việt Nam thì hướng đi này chưa được khai thác một cách đầy đủ và bao quát.

Thứ tư, các doanh nghiệp Việt Nam hiện nay phần lớn đi lên từ các doanh nghiệp tư nhân phát triển thành công ty đại chúng, phần còn lại là cổ phần hóa từ các doanh nghiệp Nhà nước, và các công ty thu hút đầu tư nước ngoài do điều kiện kinh tế mở cửa. Đây là một điểm có phần khác biệt của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam so với các doanh nghiệp ở các nước phát triển. Với 2 loại hình doanh nghiệp này, việc sở hữu tập trung sẽ là một yếu tố ảnh hưởng đến thành quả công ty, đặc biệt mối liên hệ này được xem xét trong mỗi giai đoạn phát triển của doanh nghiệp. Đây

là một chủ đề khá thú vị, đáng khai thác hiện nay, tuy nhiên vấn đề này cũng chưa được quan tâm cho thị trường riêng biệt tại Việt Nam

Thứ năm, nghiên cứu của Jawahar và McLaughlin (2001) cho rằng HDQT được kỳ vọng sẽ thực hiện các vai trò khác nhau qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp. Điều này có nghĩa các đặc điểm của HDQT là đa chiều, luôn biến đổi về bản chất và khác nhau không chỉ giữa các công ty và ngành mà còn trong các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp. Do vậy, theo sự hiểu biết của tác giả nghiên cứu về mối quan hệ giữa các đặc điểm HDQT và thành quả công ty gắn với các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp là thực sự cần thiết và là một khoảng trống cần nghiên cứu đối với thị trường Việt Nam.

Tóm tắt chương 2

Trong chương 2 của luận án, tác giả đã trình bày lý luận chung về quản trị công ty, thành quả công ty và vòng đời doanh nghiệp. Các khái niệm về quản trị công ty, nguyên tắc quản trị công ty, các thước đo về quản trị công ty và thành quả công ty đã được làm rõ. Đồng thời, luận án cũng đã nêu ra các lý thuyết nền tảng về quản trị công ty, vòng đời doanh nghiệp từ đó làm căn cứ để giải thích cho mối quan hệ giữa quản trị công ty, thành quả công ty và vòng đời doanh nghiệp. Các lý thuyết này bao gồm: lý thuyết đại diện (Agency theory); lý thuyết quản lý (Stewardship Theory), lý thuyết phụ thuộc nguồn lực (Resource Dependency Theory) và lý thuyết vòng đời doanh nghiệp (life cycle theory of the firm).

Bên cạnh đó, thông qua lược khảo các nghiên cứu trước luận án làm rõ mối quan hệ giữa quản trị công ty, thành quả công ty và vòng đời doanh nghiệp, bao gồm: (1) mối quan hệ quản trị công ty và thành quả công ty: mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu và thành quả công ty, mối quan hệ giữa cấu trúc HĐQT và thành quả công ty; (2) mối quan hệ giữa quản trị công ty, thành quả công ty và vòng đời doanh nghiệp, bao gồm: mối quan hệ về quản trị công ty và vòng đời doanh nghiệp và mối quan hệ quản trị công ty và thành quả công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp. Trên cơ sở lý thuyết về quản trị công ty, thành quả công ty và vòng đời doanh nghiệp. Tác giả đã tổng hợp các nghiên cứu trước có liên quan đến các chủ đề trong luận án này từ đó phân tích nhằm xác định khe hở nghiên cứu để xây dựng giả thuyết nghiên cứu, phương pháp nghiên cứu ở chương tiếp theo.

CHƯƠNG 3.

PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

3.1. Giả thuyết nghiên cứu

Từ mục tiêu nghiên cứu, cơ sở lý thuyết, lược khảo các nghiên cứu trước luận án đã xác định khe hở nghiên cứu để từ đó tổng hợp và xây dựng các giả thuyết nghiên cứu gồm 2 nhóm chính, bao gồm: (1) các giả thuyết nghiên cứu về sự thay đổi của quản trị công ty trong từng giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp; (2) các giả thuyết nghiên cứu về tác động quản trị công ty đến thành quả công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp.

3.1.1. Quản trị công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp

Shleifer và Vishny (1997) cho rằng cấu trúc sở hữu là một trong những cơ chế nội bộ cốt lõi của quản trị công ty (Demsetz và Villalonga, 2001). Barnhart và Rosenstein (1998) cho rằng cấu trúc sở hữu tập trung cao mang lại hiệu quả, nhưng theo thời gian quyền sở hữu trở nên phân tán hơn để duy trì hiệu suất tối ưu vì các công ty nhỏ hoặc trẻ hơn có thể có cổ phần quản lý lớn hơn. Như vậy, cấu trúc sở hữu thay đổi theo thời gian để tối đa hóa giá trị doanh nghiệp (Demsetz và Lehn, 1985). Ở giai đoạn đầu, cấu trúc sở hữu tập trung cao và khá cô đặc, phần lớn cổ phần thuộc về những người sáng lập và cũng là những người quản lý công ty (Tian và Estrin, 2008), có nghĩa là một công ty với tỷ lệ sở hữu tập trung cao vẫn hoạt động tốt miễn là công ty đang ở trong giai đoạn đầu bởi vì sự tập trung của quyền sở hữu làm thống nhất về quyền sở hữu và quyền quản lý giúp giảm chi phí đại diện và gia tăng thành quả công ty. Tuy nhiên, khi công ty tăng trưởng việc quan trọng là cần tiếp cận công nghệ vượt trội (mới), nguồn lực giá rẻ, lợi thế cạnh tranh để tăng thị phần. Do đó, chủ sở hữu có thể cần phải từ bỏ một phần cổ phần sở hữu cho các đối tác mới, điều này có thể dẫn đến một sự thay đổi trong cấu trúc sở hữu trong chu kỳ của vòng đời doanh nghiệp (Maug, 2001). Giai đoạn trưởng thành, đa dạng hóa cơ cấu sở hữu không chỉ đảm bảo hiệu quả nguồn vốn của doanh nghiệp mà còn đảm bảo quyền lợi của các cổ đông thiểu số. Giai đoạn suy thoái, cho sự hiện diện của các cổ đông tổ chức sở hữu từ năm phần trăm trở lên cổ phần của công ty được coi là đặc biệt quan trọng bởi vì họ có động lực lớn hơn nhiều khi tham gia tái cấu trúc công ty so với các cổ đông nhỏ

hơn (Filatotchev và Toms, 2003; Bethel và cộng sự, 1998). Từ những quan điểm nêu trên, tác giả xây dựng giả thuyết như sau:

Giả thuyết H1a: tỷ lệ sở hữu cổ đông lớn nhất có xu hướng giảm qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp.

Ngoài ra, McConnell và Servaes (1990) cũng nhận thấy rằng quyền sở hữu nội bộ tối đa hóa giá trị công ty thay đổi theo từng thời điểm, cụ thể tại năm quan sát 1976 McConnell và Servaes (1990) cho rằng quyền sở hữu nội bộ tối đa hóa giá trị công ty ở mức sở hữu 49,4% và năm 1986 thì quyền sở hữu nội bộ ở mức 37,6% tối đa hóa giá trị công ty. Jawahar và McLaughlin (2001) cho rằng trong giai đoạn khởi sự một công ty với một cấu trúc sở hữu tập trung cao, trong đó phần lớn cổ phần thuộc về cổ đông sáng lập hoặc thành viên gia đình, thông thường các thành viên này sẽ giữ các chức vụ quan trọng trong HĐQT và ban quản lý. Trong giai đoạn tăng trưởng, nhu cầu mở rộng hoạt động kinh doanh vì vậy công ty cần thêm các nguồn lực bên ngoài như lời khuyên, tư vấn, tiếp cận vốn vay với chi phí rẻ, công nghệ sản xuất... từ các chuyên gia, các quỹ đầu tư do đó công ty cần có sự đánh đổi chẳng hạn như thêm các thành viên HĐQT độc lập, tách quyền sở hữu và quyền quản lý trong công ty, bán cổ phần do đó sở hữu của HĐQT, TGD sẽ có xu giảm. Trong giai đoạn trưởng thành, các công ty này có cấu trúc sở hữu phân tán hơn so với các giai đoạn trước với nhiệm vụ chủ yếu là duy trì thị phần và cải thiện thành quả công ty (Miller và Friesen, 1984), kiểm soát các hoạt động của ban quản lý do đó tỷ lệ sở hữu của HĐQT sẽ có xu hướng giảm so với các giai đoạn trước. Đồng thời, ở giai đoạn này vấn đề đại diện trở nên nghiêm trọng hơn do đó việc tách quyền sở hữu và quyền quản lý là một nhu cầu cần thiết nhằm thiết lập một cơ chế quản trị giúp HĐQT đảm bảo thực thi giám sát và kiểm soát có hiệu quả hành vi của TGD và tối thiểu hóa được các chi phí đại diện. Trong giai đoạn suy thoái, Gilson (1990) cho rằng các cổ đông lớn là những người kiểm soát và phân bổ lại nguồn lực hỗ trợ cho công ty vượt qua giai đoạn khó khăn, các thành viên HĐQT, TGD mới sẽ được bổ nhiệm, họ là những người sở hữu một số kỹ năng, kiến thức và kinh nghiệm đại diện cho các chủ nợ, cổ đông lớn tham gia vào quá trình tái cấu trúc doanh nghiệp. Nguyen và Nguyen (2016) cho rằng Việt Nam là nền kinh tế mới nổi với đặc điểm quyền sở hữu tập trung cao (IFC, 2010) với sự tham gia của các cổ đông lớn vào HĐQT và ban quản lý, đặc biệt

sự tham gia của chính phủ với tư cách là cổ đông kiểm soát. Do đó, với chính sách cổ phần hóa nhằm giảm bớt tỷ lệ sở hữu của nhà nước nhằm thúc đẩy nền kinh tế tư nhân phát triển sẽ làm cấu trúc sở hữu tập trung có xu hướng giảm dần. Tác giả xây dựng giả thuyết về cấu trúc sở hữu như sau:

Giả thuyết H1b: tỷ lệ sở hữu của HĐQT có xu hướng giảm qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp.

Giả thuyết H1c: tỷ lệ sở hữu của TGD có xu hướng giảm qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp.

Filatotchev và cộng sự (2006) cho rằng cấu trúc HĐQT cần phải được điều chỉnh qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp để đảm bảo sự tồn tại và phát triển của công ty. HĐQT đóng vai trò quan trọng trong việc giám sát và tư vấn cho các công ty. Chức năng giám sát là để ngăn chặn các hành vi của nhà quản lý ảnh hưởng đến giá trị của công ty, trong khi đó chức năng tư vấn nhằm cung cấp các nguồn lực bên ngoài cho công ty (Adams và Ferreira, 2007; Raheja, 2005). Theo lý thuyết phụ thuộc nguồn lực các công ty sẽ tìm cách tiếp cận các nguồn lực quan trọng để phát triển (Pfeffer và Salancik, 1978) và HĐQT đóng vai trò quan trọng trong việc tư vấn, giới thiệu các nguồn lực quan trọng cho sự tăng trưởng của công ty (Hillman và Dalziel, 2003). Do đó, trong giai đoạn tăng trưởng quy mô HĐQT sẽ được mở rộng nhằm cung cấp các nguồn lực bên ngoài (Coles và cộng sự, 2008), trong giai đoạn trưởng thành nhu cầu nguồn lực không còn cao như giai đoạn trước do đó quy mô HĐQT sẽ giảm. Nghiên cứu của Pfeffer (1972) cho rằng quy mô HĐQT có xu hướng giảm qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp, tuy nhiên Boone và cộng sự (2007) cho rằng cần có thêm thành viên mới trong HĐQT để tăng cường kiểm soát ở giai đoạn tăng trưởng và trưởng thành (Goodstein và cộng sự, 1994). Nghiên cứu của Low và MacMillan (1988) cho thấy các thành viên HĐQT không điều hành trong các công ty khởi nghiệp có liên quan đến việc giám sát hiệu quả tài chính và thành quả công ty. Tuy nhiên, các nhiệm vụ này ít được chú trọng so với nhiệm vụ là ban quản lý và cung cấp nguồn lực bên ngoài. Cùng với quan điểm đó, Bonn và Pettigrew (2009) cho rằng trong giai đoạn đầu mức độ trách nhiệm quản lý đối với các cổ đông bên ngoài trong công ty khởi nghiệp còn thấp và các chức năng kiểm soát, đánh giá nhà quản lý thường là khuyến khích và dường như không đóng vai trò chính trong

quản trị công ty. Trong giai đoạn tăng trưởng các công ty ở Việt Nam chủ yếu gặp vấn đề về nguồn lực, do đó các công ty này có xu hướng thêm các thành viên HĐQT nhằm tăng cường chức năng tư vấn, cung cấp các nguồn lực nhằm phục vụ mục tiêu tăng trưởng. Sau đó, ở giai đoạn trưởng thành và suy thoái, khả năng tiếp cận các nguồn lực của công ty được cải thiện và nhu cầu nguồn lực không còn quá cao do đó việc bổ sung các thành viên mới trong HĐQT giảm dần. Từ các quan điểm nêu trên, tác giả xây dựng giả thuyết như sau:

Giả thuyết H2a: Quy mô HĐQT của các công ty Việt Nam có xu hướng giảm dần qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp.

Jensen và Meckling (1976) cho rằng giám sát là một phương tiện để đánh giá liệu người quản lý có cam kết với mục đích của chủ sở hữu hay không và vai trò của HĐQT là giám sát hoạt động của người quản lý theo lợi ích của các cổ đông. Boone và Field (2007) cho rằng sự gia tăng tính độc lập của HĐQT qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp sẽ giúp tăng cường vai trò giám sát của HĐQT. Tuy nhiên, Các công ty Việt Nam được đặc trưng bởi sự kiểm soát của người sáng lập và có cấu trúc sở hữu tập trung cao do đó mâu thuẫn giữa ban quản lý và các cổ đông có thể không quá nghiêm trọng, ngay cả ở giai đoạn trưởng thành và suy thoái. Do đó, vai trò giám sát của HĐQT ở các công ty ở Việt Nam chưa được thể hiện rõ nét, thay vào đó là chức năng cung cấp các nguồn lực từ các liên kết bên ngoài nhằm hỗ trợ công ty phát triển và để giải quyết các hạn chế về nguồn lực các công ty Việt Nam có khả năng sử dụng nhiều thành viên HĐQT độc lập để tiếp cận các nguồn lực bên ngoài trong giai đoạn tăng trưởng, trong khi đó tỷ lệ thành viên HĐQT độc lập sẽ giảm khi nhu cầu nguồn lực bên ngoài giảm và vai trò thành viên HĐQT độc lập trong giai đoạn trưởng thành và suy thoái là tăng cường kiểm soát hành vi của nhà quản lý. Từ các quan điểm nêu trên, tác giả đề xuất giả thuyết sau:

Giả thuyết H2b: Tính độc lập của HĐQT có xu hướng giảm qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp.

Theo lý thuyết đại diện chủ tịch HĐQT không kiêm TGD giúp giám sát đội ngũ quản lý hiệu quả nhằm bảo vệ lợi ích của các cổ đông (Fama và Jensen, 1983b). Các công ty ở Việt Nam được đặc trưng bởi cấu trúc sở hữu tập trung cao và đặc biệt ở giai đoạn tăng trưởng mâu thuẫn giữa nhà quản lý và cổ đông yếu do vậy sự tách biệt

vị trí chủ tịch HĐQT và TGD chủ yếu là do lợi ích từ việc đánh đổi quyền kiểm soát với các nguồn lực bên ngoài, khi công ty chuyển sang giai đoạn trưởng thành hoặc suy thoái với cơ cấu cổ đông đa dạng, sự tách biệt giữa hai vị trí này có thể giúp công ty đảm bảo việc giám sát hoạt động của ban quản lý và thuê các nhà quản lý chuyên nghiệp. Kết quả là, sự tách biệt vai trò của TGD và chủ tịch HĐQT tăng lên khi các công ty trưởng thành (Filatotchev và Wright, 2005; Lasfer, 2006). Cả lý thuyết phụ thuộc nguồn lực và lý thuyết đại diện đều cho rằng xu hướng tách vai trò của chủ tịch HĐQT và TGD sẽ mang lại hiệu quả cho vấn đề kiểm soát và cung cấp nguồn lực cho công ty. Do đó, tác giả đề xuất giả thuyết sau:

Giả thuyết H2c: Sự kiêm nhiệm chức danh TGD của chủ tịch HĐQT có xu hướng giảm qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp.

3.1.2. Quản trị công ty tác động đến thành quả công ty qua các giai đoạn vòng đời doanh nghiệp

Các nghiên cứu thực nghiệm về tác động của quản trị công ty đến thành quả công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp cho thấy các yếu tố đặc điểm quản trị công ty ảnh hưởng đến thành quả công ty có mức độ ảnh hưởng khác nhau tùy thuộc vào từng giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp (Liang và cộng sự, 2015; Shyu và Chen, 2009; Liao và cộng sự, 2014; Sridharan và Joshi, 2018; Harjoto và Jo, 2009; O'Connor và Byrne, 2015b; Wahba và Elsayed, 2014; Alqahtani và cộng sự, 2021; Amin và cộng sự, 2021). Do đó, luận án tiến hành kiểm tra tác động của quản trị công ty đến thành quả công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp.

Trong giai đoạn tăng trưởng, công ty cần tiếp cận công nghệ vượt trội (mới), nguồn lực giá rẻ và lợi thế cạnh tranh để gia tăng thị phần. Do đó, chủ sở hữu có thể cần phải từ bỏ một phần cổ phần sở hữu cho các đối tác mới nhằm thu hút các nguồn lực phục vụ cho nhu cầu tăng trưởng của công ty. Tuy nhiên, công ty vẫn có cấu trúc sở hữu tập trung cao sẽ giúp nâng cao hiệu quả ra quyết định, tính linh hoạt của doanh nghiệp và để đối phó với nhu cầu tăng trưởng cao với những áp lực do những thay đổi mang lại. Lúc này, lợi ích của các nhà quản lý và lợi ích của các cổ đông có xu hướng nhất quán, do đó làm giảm chi phí đại diện gia tăng thành quả công ty. Nghiên cứu của Anderson và Reeb (2003) cho rằng khi cấu trúc sở hữu của công ty là một nhóm các nhà đầu tư đồng nhất về sở hữu và quản lý kinh doanh (công ty gia

đình) thì xung đột lợi ích sẽ được giảm thiểu, điều đó có nghĩa là cấu trúc sở hữu tập trung cao sẽ làm gia tăng thành quả của công ty (Roodposhti và Chashmi, 2011; Claessens và Djankov, 1999). Tuy nhiên, các cổ đông trong nhóm có thể sẽ nảy sinh những mâu thuẫn về quyền lợi và chiến lược của công ty từ đó dẫn đến hiện tượng mà dân gian gọi là “lắm thầy, nhiều ma” (Ngô Mỹ Trân và Lê Thị Trang, 2018). Việt Nam là nơi mà đa số các công ty được sở hữu và kiểm soát bởi những người sáng lập và cổ đông lớn với cấu trúc sở hữu tập trung cao, tỷ lệ cổ phần của cổ đông lớn nhất vượt trội so với các cổ đông còn lại do đó có khả năng tồn tại một nhà đầu tư có quyền biểu quyết lớn hơn hẳn, cổ đông lớn này sẽ giúp cho hoạt động của công ty được điều hành hiệu quả hơn do giảm thiểu chi phí phát sinh từ mâu thuẫn nội bộ (Claessens và cộng sự, 2000; Andres, 2008; McConnell và Servaes, 1990). Từ những quan điểm nêu trên, tác giả xây dựng giả thuyết như sau:

Giả thuyết H3a. Tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn nhất tác động tích cực đến thành quả công ty trong giai đoạn tăng trưởng của vòng đời doanh nghiệp.

Khi công ty bước vào giai đoạn trưởng thành, tất cả các khía cạnh về nhu cầu nguồn lực tương đối đầy đủ do đó để bảo vệ được thành quả của giai đoạn trước chính là duy trì sự ổn định hoạt động của công ty, điều đó có nghĩa là cần phải cải thiện hệ thống quản trị công ty thông qua việc giám sát hành vi của nhà quản lý và kiểm soát có hiệu quả các nguồn lực nội bộ. Như vậy, đa dạng hóa cơ cấu sở hữu không chỉ đảm bảo hiệu quả nguồn vốn của doanh nghiệp, mà còn đảm bảo lợi ích cho các cổ đông thông qua cơ chế giám sát. Thomsen và cộng sự (2006) tìm thấy tác động tiêu cực của quyền sở hữu của cổ đông lớn đối với thành quả công ty, nguyên nhân là do có sự xung đột lợi ích giữa các cổ đông lớn và cổ đông thiểu số khi mà các cổ đông lớn có thể lạm dụng quyền hành để tư lợi và đồng thời các nhà quản lý thay vì hướng tới tối đa hóa lợi ích cho tất cả các cổ đông thì chỉ tập trung quản trị để tối đa hóa lợi ích cho cổ đông lớn (Claessens và Djankov, 1999; Demsetz và Lehn, 1985). Ở Việt Nam, hành lang pháp lý nhằm bảo vệ cổ đông thiểu số còn yếu, chưa được hoàn thiện do đó sự tập trung sở hữu sẽ có tác động xấu đến thành quả công ty. Từ những quan điểm nêu trên, tác giả xây dựng giả thuyết như sau:

Giả thuyết H3b. Tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn nhất tác động tiêu cực đến thành quả công ty trong giai đoạn trưởng thành của vòng đời doanh nghiệp.

Trong giai đoạn suy thoái, chiến lược đúng đắn là chuyển hướng đầu tư sang một điểm mới nhưng để thích ứng với chiến lược mới này doanh nghiệp phải loại bỏ hoạt động kinh doanh thua lỗ và phát triển các điểm tăng trưởng mới theo một cách có kế hoạch. Qua đó, công ty phải tăng cường giám sát, tư vấn và khuyến khích các nhà quản lý tìm kiếm cơ hội đầu tư mới một cách tích cực. Ngoài ra, sự hiện diện của các cổ đông lớn được coi là đặc biệt quan trọng bởi họ có động lực lớn hơn nhiều khi tham gia tái cấu trúc công ty so với các cổ đông khác (Filatotchev và Toms, 2003; Bethel và cộng sự, 1998). Từ những quan điểm nêu trên, tác giả xây dựng giả thuyết như sau:

Giả thuyết H3c: Tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn nhất tác động tích cực đến thành quả công ty trong giai đoạn suy thoái của vòng đời doanh nghiệp.

Peng và cộng sự (2010) cho rằng trong giai đoạn tăng trưởng các công ty với một cấu trúc sở hữu tập trung cao và hầu hết được quản lý hoặc kiểm soát bởi những người sáng lập, thành viên gia đình. Do đó, phần lớn cổ phần của các công ty này thuộc về HĐQT những người là cổ đông sáng lập hoặc thành viên gia đình. Tỷ lệ sở hữu cổ phần của HĐQT nhiều có thể làm tăng sự khích lệ và nâng cao sự giám sát của họ đến ban giám đốc, từ đó làm gia tăng thành quả công ty. Shyu và Chen (2009) nghiên cứu về mối quan hệ giữa đa dạng hóa, thành quả công ty và vòng đời doanh nghiệp đã phát hiện ra rằng tỷ lệ sở hữu của HĐQT thể hiện mối quan hệ tích cực với thành quả công ty trong giai đoạn tăng trưởng. Đặc biệt, trong bối cảnh phần lớn các công ty Việt Nam đều đi lên từ các doanh nghiệp tư nhân phát triển thành công ty đại chúng và phần còn lại là cổ phần hóa từ các doanh nghiệp nhà nước do đó trong giai đoạn tăng trưởng, HĐQT trị đóng vai trò là nơi cung cấp các nguồn lực từ bên ngoài với chi phí thấp nhằm hỗ trợ cho sự tăng trưởng của doanh nghiệp và mang lại thành quả cao. Từ những quan điểm trên, tác giả xây dựng giả thuyết như sau:

Giả thuyết H4a: Tỷ lệ sở hữu của HĐQT tác động tích cực đến thành quả công ty trong giai đoạn tăng trưởng của vòng đời doanh nghiệp.

Trong giai đoạn trưởng thành, các nhu cầu trước đây nhằm phục vụ cho mục tiêu tăng trưởng sẽ nhường chỗ cho mục tiêu mới, đó là duy trì thị phần và cải thiện thành quả công ty (Miller và Friesen, 1984). Do đó, điều cần thiết đối với doanh nghiệp lúc này chủ yếu là giám sát hành vi của nhà quản lý và để làm được điều đó

việc tăng cường vai trò giám sát của HĐQT là điều hết sức quan trọng. Dalton và cộng sự (1998) cho rằng một HĐQT hiệu quả nên bao gồm đa số thành viên HĐQT độc lập sẽ tạo ra kết quả vượt trội bởi tính độc lập của các thành viên HĐQT đối với hoạt động quản lý công ty. Đồng thời, Thomsen và cộng sự (2006) cho rằng nếu HĐQT nắm giữ cổ phần ở mức độ nào đó và khi có đủ quyền lực để theo đuổi những mục tiêu riêng nhằm tối đa hóa lợi ích của mình tại chi phí của các cổ đông thiểu số thì HĐQT thay vì tối đa hóa lợi ích cho tất cả các cổ đông thì chỉ tập trung quản trị để tối đa hóa lợi ích cho cổ đông lớn và điều này có thể làm ảnh hưởng xấu đến thành quả của công ty. Từ những quan điểm trên, tác giả xây dựng giả thuyết như sau:

Giả thuyết H4b: Tỷ lệ sở hữu của HĐQT tác động tiêu cực đến thành quả công ty trong giai đoạn trưởng thành của vòng đời doanh nghiệp.

Trong giai đoạn suy thoái yêu cầu về giám sát và cả nhu cầu về nguồn lực tăng khi công ty cố gắng đổi mới hoặc tiếp tục theo cùng một hướng như trước và theo quán tính các nhà quản lý và chủ sở hữu có thể có xu hướng bảo vệ lợi ích của chính họ (Jawahar và McLaughlin, 2001). Thietart và Vivas (1984) cho thấy các công ty ở giai đoạn cuối của chu kỳ hoạt động ngoài việc thực hiện chiến lược tái cấu trúc nhằm “trì hoãn cái chết cho doanh nghiệp” thì còn có thể thực hiện chiến lược “một cái chết không đau cho doanh nghiệp” với mục đích giúp cho các chủ sở hữu công ty thu hồi vốn từ công ty các nhiều càng tốt. Các công ty ở Việt Nam với đặc điểm đều đi lên từ các doanh nghiệp tư nhân phát triển thành công ty đại chúng và phần còn lại là cổ phần hóa từ các doanh nghiệp nhà nước do đó các cổ đông sáng lập thường có vai trò quan trọng trong HĐQT và khi công ty gặp khó khăn các thành viên HĐQT này sẽ có xu hướng bảo vệ các khoản đầu tư của chính họ thay vì bảo vệ lợi ích của công ty và các bên liên quan do đó làm ảnh hưởng tiêu cực đến thành quả công ty. Từ những quan điểm trên, tác giả xây dựng giả thuyết như sau:

Giả thuyết H4c: Tỷ lệ sở hữu của HĐQT tác động tiêu cực đến thành quả công ty trong giai đoạn suy thoái của vòng đời doanh nghiệp.

Berle và Means (1932) cho rằng vấn đề sở hữu vốn trong các công ty ngày càng bị phân tán và cổ phần sẽ được sở hữu bởi nhiều chủ thể đa dạng hơn. Hai ông cũng cho rằng, mô hình công ty hiện đại ngày nay là đại diện của một hình thức mới về tài sản, mà tài sản đó lại được kiểm soát, quản lý bởi những người quản lý công ty (những

người làm thuê) hơn là các cổ đông (những chủ sở hữu thực sự của tài sản). Người đại diện là người có thể chỉ sở hữu một phần nhỏ vốn cổ phần của một công ty cổ phần, ngược lại với các cổ đông lại là người sở hữu phần lớn vốn cổ phần. Do có sự tách biệt giữa quyền sở hữu và quyền quản lý, phát sinh vấn đề là TGD có thể hành động theo lợi ích riêng của họ nhiều hơn so với lợi ích của người sở hữu. Lý thuyết về đại diện cho rằng, nếu cả hai bên trong mối quan hệ này (cổ đông và đại diện) đều muốn tối đa hóa lợi ích của mình thì có cơ sở để tin rằng TGD sẽ không luôn luôn hành động vì lợi ích tốt nhất cho người chủ, tức các cổ đông và công ty. Với vị trí của mình, TGD có thể tìm kiếm các lợi ích cá nhân cho mình hay người thứ ba có liên quan với mình, chứ không phải cho công ty. Có nghĩa là TGD có số lượng cổ phiếu nắm giữ nhiều ở mức độ nào đó khi đó có đủ quyền lực để theo đuổi những mục tiêu riêng nhằm tối đa hóa lợi ích của mình tại chi phí của các cổ đông thiểu số mà không sợ bị kiểm soát bởi HĐQT (Demsetz, 1983; Demsetz và Lehn, 1985; Fama và Jensen, 1983b). Tuy nhiên, lý thuyết quản lý cho rằng sở hữu cổ phần của người quản lý có tác động tích cực đến thành quả công ty do đó tỷ lệ này càng lớn thì người quản lý càng có quyết định có xu hướng tối đa hóa lợi ích của chủ sở hữu, vì điều này cũng đồng nghĩa với việc tối đa hóa lợi ích của họ (Bhagat và Bolton, 2008). Điều này phù hợp với giả thuyết lợi ích hội tụ (convergence of interest hypothesis) được đặt ra cho thấy sự gia tăng trong quyền sở hữu của các nhà quản lý giúp tạo ra giá trị công ty. Morck và cộng sự (1988) đã quan sát mối quan hệ giữa giá trị công ty và quyền sở hữu là tích cực khi cổ phần của giám đốc giảm từ 0% - 5%, tiêu cực khi nó nằm trong khoảng 5% - 25% và giá trị dương tăng liên tục khi nó lớn hơn 25%, đây là hiện tượng thường thấy ở các cấp quản lý được trao nhiều quyền lực và quyền lợi hơn mức cần thiết để thực hiện công việc. Cùng với quan điểm này, Coles và cộng sự (2012) cho rằng tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của TGD ảnh hưởng đến giá trị công ty theo hình chữ U ngược do có sự đánh đổi giữa gắn kết lợi ích và ảnh hưởng của không cùng lợi ích do đó sử dụng tỷ lệ sở hữu TGD nhằm gia tăng thành quả của công ty là “con dao hai lưỡi” (Phạm Quốc Việt, 2010). Vì vậy, tác giả xây dựng các giả thuyết như sau:

Giả thuyết H5a: Tỷ lệ sở hữu của TGD sẽ có mối quan hệ phi tuyến (chữ U ngược) với thành quả công ty trong giai đoạn tăng trưởng của vòng đời doanh nghiệp.

Giả thuyết H5b: Tỷ lệ sở hữu của TGD sẽ có mối quan hệ phi tuyến (chữ U ngược) với thành quả công ty trong giai đoạn trưởng thành của vòng đời doanh nghiệp.

Giả thuyết H5c: Tỷ lệ sở hữu của TGD sẽ có mối quan hệ phi tuyến (chữ U ngược) với thành quả công ty trong giai đoạn suy thoái của vòng đời doanh nghiệp.

Cấu trúc HĐQT được xác định bởi lợi ích và chi phí liên quan đến chức năng giám sát và tư vấn của HĐQT (Adams và Ferreira, 2007; Raheja, 2005). Thêm nhiều thành viên trong HĐQT, đặc biệt là các thành viên HĐQT độc lập về cơ bản có thể mang lại lợi ích cho sự tăng trưởng của công ty vì nhiều thành viên sẽ giúp công ty kết nối với các nguồn lực bên ngoài và còn có thể giúp công ty giám sát các vấn đề liên quan đến chi phí đại diện (Coles và cộng sự, 2008). Việt Nam theo truyền thống là một xã hội dựa trên mối quan hệ nơi các giao dịch kinh tế hầu như dựa trên các mối quan hệ không chính thức dài hạn. Do đó, việc kết nối các mạng lưới nhằm cung cấp nguồn lực cho sự phát triển của công ty là điều quan trọng, đặc biệt trong bối cảnh các công ty tăng trưởng cần tiếp cận nguồn lực nhằm mở rộng kinh doanh. Ngoài ra, số lượng thành viên HĐQT thường được xác định dựa theo quy định pháp luật về quản trị công ty của từng nước và điều lệ của chính công ty. Tại Việt Nam, quy định về số lượng thành viên HĐQT ít nhất ba (03) và nhiều nhất là mười một (11) thành viên. Theo quan điểm của các nhà quản lý quy mô HĐQT ít thì HĐQT sẽ không đa dạng còn nếu quy mô HĐQT quá lớn các thành viên gặp vấn đề “kẻ ăn không” (free-rider), nghĩa là một số thành viên không tích cực tham gia vào hoạt động của HĐQT mà trông chờ vào ứng xử của các thành viên khác. Điều này làm cho hoạt động giám sát và kiểm soát ban giám đốc từ phía HĐQT trở nên kém hiệu quả. Trong giai đoạn tăng trưởng khi nhu cầu nguồn lực lớn việc tăng quy mô HĐQT sẽ giúp công ty mở rộng mạng lưới với các nguồn lực bên ngoài (Pfeffer và Salancik, 1978). Tuy nhiên, trong giai đoạn trưởng thành và giai đoạn suy thoái nhu cầu nguồn lực không phải là vấn đề nghiêm trọng việc có nhiều thành viên HĐQT sẽ gặp phải vấn đề trong việc phối hợp và thông tin, khiến tính hiệu quả của HĐQT sụt giảm (Cornett và cộng sự, 2008; Gilson, 1990; M. Singh và Davidson III, 2003; Yermack, 1996). Từ các quan điểm trên, tác giả xây dựng các giả thuyết như sau:

Giả thuyết H6a: quy mô HĐQT tác động tích cực đến thành quả công ty trong giai đoạn tăng trưởng của vòng đời doanh nghiệp.

Giả thuyết H6b: quy mô HĐQT tác động tiêu cực đến thành quả công ty trong giai đoạn trưởng thành của vòng đời doanh nghiệp.

Giả thuyết H6c: quy mô HĐQT tác động tiêu cực đến thành quả công ty trong giai đoạn suy thoái của vòng đời doanh nghiệp.

Pfeffer và Salancik (1978) cho rằng trong giai đoạn tăng trưởng khi nhu cầu nguồn lực lớn việc thêm các thành viên HĐQT độc lập có thể phục vụ công ty tốt hơn bằng cách mở rộng mạng lưới với các nhóm bên ngoài và cung cấp kiến thức, kỹ năng hỗ trợ cho sự phát triển của công ty (Rosenstein và Wyatt, 1990). Trong giai đoạn trưởng thành và giai đoạn suy thoái, quyền sở hữu công ty và quyền quản lý sẽ dần dần bị tách ra và vấn đề đại diện giữa chủ sở hữu và người quản lý xuất hiện. Do đó, tăng tính độc lập của HĐQT có thể báo hiệu cho các nhà đầu tư tiềm năng rằng họ đã giải quyết các vấn đề bất cân xứng thông tin và lựa chọn bất lợi (Hearn, 2012). Một tín hiệu như vậy có thể trấn an các nhà đầu tư rằng các thông tin hoạt động của công ty sẽ được công khai, minh bạch và quản trị của công ty là hợp lý. Các công ty Việt Nam được đặc trưng bởi cấu trúc sở hữu tập trung cao do đó vấn đề đại diện giữa ban quản lý và các cổ đông có thể không quá nghiêm trọng và để giải quyết các hạn chế về nguồn lực các công ty có khả năng sử dụng nhiều thành viên HĐQT độc lập để tiếp cận các nguồn lực trong giai đoạn tăng trưởng, việc thêm thành viên mới sẽ giảm khi nhu cầu nguồn lực bên ngoài giảm và vai trò thành viên HĐQT độc lập được tăng cường trong giai đoạn trưởng thành và suy thoái nhằm tăng cường kiểm soát hành vi của nhà quản lý (Adams và Ferreira, 2007; Raheja, 2005). Như vậy, nhiều thành viên và thành viên độc lập không chỉ có thể mang lại nguồn lực cho sự tăng trưởng của công ty, mà còn giám sát hiệu quả các hành vi của nhà quản lý (Low và MacMillan, 1988). Giai đoạn suy thoái, các công ty gặp khó khăn về tài chính, nhiều thành viên độc lập của HĐQT được bổ nhiệm, họ là những người sở hữu một số kỹ năng đặc biệt là những chuyên gia hoặc là đại diện cho chủ nợ, ngân hàng nhằm kiểm soát hành vi của các nhà quản lý và tư vấn chiến lược thực hiện tái cấu trúc công ty (Jensen, 1989; Gilson, 1990). Do đó, tác giả xây dựng các giả thuyết như sau:

Giả thuyết H7a: tính độc lập của HĐQT tác động tích cực đến thành quả công ty trong giai đoạn tăng trưởng của vòng đời doanh nghiệp.

Giả thuyết H7b: tính độc lập của HĐQT tác động tích cực đến thành quả công ty trong giai đoạn trưởng thành của vòng đời doanh nghiệp.

Giả thuyết H7c: tính độc lập của HĐQT tác động tích cực đến thành quả công ty trong giai đoạn suy thoái của vòng đời doanh nghiệp.

Một cơ chế quan trọng trong cấu trúc HĐQT là sự kiêm nhiệm TGD của chủ tịch HĐQT, đó là kết quả của việc cân bằng giữa lợi ích và chi phí từ việc tách 2 chức danh này (Elsayed, 2010). Việc tách vai trò chủ tịch HĐQT và TGD trong một công ty liên quan đến việc giải quyết các hạn chế về nguồn lực hiện có và gây ra nhiều vấn đề về đại diện hơn. Để gia tăng các nguồn lực quan trọng nhằm hỗ trợ cho sự tăng trưởng, đặc biệt là các nguồn lực bên ngoài các công ty có xu hướng thuê các nhà quản lý chuyên nghiệp do đó dẫn đến việc tách vai trò của chủ tịch HĐQT và TGD (Pfeffer và Salancik, 1978). Giai đoạn trưởng thành, công ty được đặc trưng bởi quy mô lớn, tốc độ tăng trưởng thấp, dòng tiền dương và ổn định, cơ cấu sở hữu phân tán. Do đó, công ty ít phụ thuộc vào các nguồn lực bên ngoài hơn so với giai đoạn tăng trưởng và tăng cường giám sát hành vi nhà quản lý nhằm giảm thiểu các vấn đề đại diện giữa các cổ đông và nhà quản lý. Các công ty Việt Nam có cấu trúc sở hữu tập trung cao do đó vấn đề đại diện giữa ban quản lý và các cổ đông có thể không quá nghiêm trọng, ngay cả ở giai đoạn trưởng thành và suy thoái do vậy tách vị trí chủ tịch HĐQT và TGD chủ yếu là do lợi ích từ việc đánh đổi quyền kiểm soát với các nguồn lực bên ngoài. Như vậy, việc tách vai trò của chủ tịch HĐQT và TGD sẽ mang lại nhiều lợi ích từ việc tiếp cận các nguồn lực bên ngoài (Daily và Dalton, 1992; Jawahar và McLaughlin, 2001). Tác giả đề xuất giả thuyết như sau:

Giả thuyết H8a: sự kiêm nhiệm TGD của chủ tịch HĐQT sẽ tác động tiêu cực đến thành quả công ty trong giai đoạn tăng trưởng của vòng đời doanh nghiệp.

Giả thuyết H8b: sự kiêm nhiệm TGD của chủ tịch HĐQT sẽ tác động tiêu cực đến thành quả công ty trong giai đoạn trưởng thành của vòng đời doanh nghiệp.

Giả thuyết H8c: sự kiêm nhiệm TGD của chủ tịch HĐQT sẽ tác động tiêu cực đến thành quả công ty trong giai đoạn suy thoái của vòng đời doanh nghiệp.

3.2. Mô hình nghiên cứu

Để kiểm định tác động của vòng đời doanh nghiệp đến các đặc điểm của quản trị công ty, luận án tiến hành thực hiện 2 bước: (1) luận án sử dụng kiểm định sự khác biệt trung bình nhằm kiểm định có hay không sự khác biệt của quản trị công ty trong các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp; (2) kế thừa mô hình đã được xây dựng từ các nghiên cứu của Y. Li và Zhang (2018), Linck và cộng sự (2008), luận án xây dựng các mô hình kiểm tra tác động của vòng đời doanh nghiệp đến quản trị công ty, bao gồm: tỷ lệ sở hữu cổ phần của cổ đông lớn nhất (Block), tỷ lệ sở hữu cổ phần của HĐQT (Own_Board), tỷ lệ sở hữu cổ phần của TGD (CEO_Share), quy mô HĐQT (BSize), tính độc lập HĐQT (Indep), sự kiêm nhiệm TGD của chủ tịch HĐQT (Dual).

$$\text{Block}_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 \text{LC}_{i,t} + \gamma_2 \text{Controls}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1a)$$

$$\text{Block}_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 \text{D_LC} + \gamma_2 \text{Controls}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1b)$$

$$\text{Own_Board}_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 \text{LC}_{i,t} + \gamma_2 \text{Controls}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2a)$$

$$\text{Own_Board}_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 \text{D_LC}_{i,t} + \gamma_2 \text{Controls}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2b)$$

$$\text{CEO_Share}_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 \text{LC}_{i,t} + \gamma_2 \text{Controls}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3c)$$

$$\text{CEO_Share}_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 \text{D_LC}_{i,t} + \gamma_2 \text{Controls}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3b)$$

$$\text{BSize}_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 \text{LC}_{i,t} + \gamma_2 \text{Controls}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4a)$$

$$\text{BSize}_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 \text{D_LC}_{i,t} + \gamma_2 \text{Controls}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4b)$$

$$\text{Indep}_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 \text{LC}_{i,t} + \gamma_2 \text{Controls}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (5a)$$

$$\text{Indep}_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 \text{D_LC}_{i,t} + \gamma_2 \text{Controls}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (5b)$$

$$\text{Dual}_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 \text{LC}_{i,t} + \gamma_2 \text{Controls}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (6a)$$

$$\text{Dual}_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 \text{D_LC}_{i,t} + \gamma_2 \text{Controls}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (6b)$$

Trong đó, $\text{Block}_{i,t}$, $\text{Own_Board}_{i,t}$, $\text{CEO_Share}_{i,t}$, $\text{BSize}_{i,t}$, $\text{Indep}_{i,t}$, $\text{Dual}_{i,t}$ là các biến đại diện cho các đặc điểm của quản trị công ty của công ty i tại thời điểm t ; biến $\text{LC}_{i,t}$ là biến giả định t của vòng đời doanh nghiệp được tổng hợp tương ứng với các giai đoạn tăng trưởng, giai đoạn trưởng thành, giai đoạn suy thoái và biến LC được mã hóa tuần tự; biến D_LC là biến giả của vòng đời doanh nghiệp, biến kiểm soát là biến ngành (Industry), $\varepsilon_{i,t}$ là phần dư.

Cấu trúc sở hữu: Các nghiên cứu về mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu và thành quả công ty đều sử dụng tỷ lệ sở hữu cổ phần của cổ đông lớn, tỷ lệ sở hữu cổ phần của HĐQT, tỷ lệ sở hữu cổ phần của TGD làm biến đại diện cho cấu trúc sở hữu

(Demsetz và Villalonga, 2001; Duru và cộng sự, 2016; Lilienfeld- Toal và Ruenzi, 2014; McConnell và Servaes, 1990; Morck và cộng sự, 1988; Shyu và Chen, 2009). Tuy nhiên ở một khía cạnh khác khi nghiên cứu về mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu và thành quả công ty có một số tác giả sử dụng tỷ lệ sở hữu cổ phần của cổ đông lớn nhất để đo lường lợi ích cổ đông lớn trong một công ty và ảnh hưởng của cổ đông lớn nhất đến thành quả công ty (Claessens và Djankov, 1999; Demsetz và Lehn, 1985; McConnell và Servaes, 1990). Như vậy, kế thừa và chọn lọc từ các nghiên cứu trước nhằm phục vụ cho mục đích nghiên cứu, bao gồm: tỷ lệ sở hữu cổ phần của cổ đông lớn nhất (Block), tỷ lệ sở hữu cổ phần của HĐQT (Own_Board) và tỷ lệ sở hữu cổ phần của TGD (CEO_Share) là các biến đại diện cho cấu trúc sở hữu.

Cấu trúc HĐQT: Nghiên cứu về mối quan hệ giữa cấu trúc HĐQT và thành quả công ty, tùy thuộc vào mục tiêu và thể chế của quốc gia tiến hành nghiên cứu mà có các kết quả khác nhau. Nhìn chung, các nghiên cứu trước đo lường cấu trúc HĐQT theo quy mô HĐQT, tính độc lập của HĐQT và chủ tịch HĐQT kiêm TGD (Bhagat và Bolton, 2019; Coles và cộng sự, 2012; Duru và cộng sự, 2016; Y. Li và Zhang, 2018; Wintoki và cộng sự, 2012). Kế thừa từ các nghiên cứu trước, tác giả sử dụng các biến đại diện cho cấu trúc của HĐQT, bao gồm: quy mô HĐQT (BSize); tính độc lập của hội đồng quản trị (Indep); sự kiêm nhiệm chức vụ TGD của chủ tịch HĐQT làm các biến đại diện cho cấu trúc HĐQT.

Vòng đời doanh nghiệp (LC): Biến LC là biến sau khi dữ liệu được phân loại và được đặt là biến giả mã hóa tuần tự, cụ thể trong giai đoạn tăng trưởng biến LC có giá trị là 1, trong giai đoạn trưởng thành biến LC có giá trị là 2 và trong giai đoạn suy thoái biến LC có giá trị là 3; biến giả D_LC được tách thành 3 biến giả với biến giả Growth có giá trị là 1 tương ứng với giai đoạn tăng trưởng thì biến giả Mature và Decline có giá trị là 0, tương tự biến giả Mature có giá trị là 1 tương ứng với giai đoạn trưởng thành thì biến giả Growth và Decline có giá trị là 0 và ngược lại biến giả Decline có giá trị là 1 tương ứng với giai đoạn suy thoái thì biến giả Growth và Mature có giá trị là 0 (Y. Li và Zhang, 2018).

Lĩnh vực kinh doanh (Industry): mỗi công ty kinh doanh trong một lĩnh vực khác nhau vì vậy sẽ có những đặc điểm riêng so với những ngành khác. (Y. Li và Zhang, 2018; Linck và cộng sự, 2008). Đồng thời, Y. Li và Zhang (2018) sử dụng

biến Industry trong mô hình của mình nhằm điều chỉnh sự khác biệt giữa các ngành khi tiến hành phân loại các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp. Do đó luận án sử dụng biến giả ngành (Industry) với ngành của công ty bằng 1, nếu không thì bằng 0.

Bảng 3.1. Tổng hợp các biến nhằm kiểm định tác động của vòng đời doanh nghiệp đến các biến đặc điểm của quản trị công ty

TÊN BIẾN	GIẢI THÍCH TÊN BIẾN	CÁC TÁC GIẢ
Biến phụ thuộc		
<i>Cấu trúc sở hữu</i>		
Block	Tỷ lệ sở hữu cổ phần của cổ đông lớn nhất	Claessens và Djankov (1999)
Own_Board	Tỷ lệ sở hữu cổ phần của HĐQT	Demsetz và Villalonga
CEO_Share	Tỷ lệ sở hữu cổ phần của TGD(GĐ)	(2001);Shyu và Chen (2009) McConnell và Servaes (1990)
<i>Cấu trúc HĐQT</i>		
BSize	Logarit của tổng số lượng thành viên HĐQT.	Coles và cộng sự (2008)
Indep	Tỷ lệ thành viên HĐQT độc lập.	Duru và cộng sự (2016)
Dual	Biến giả bằng 1 khi Chủ tịch HĐQT kiêm TGD, ngược lại biến giả bằng 0	Wintoki và cộng sự (2012) Li và Zhang (2018)
Biến độc lập		
LC	Biến giả LC có giá trị là 1 tương ứng với giai đoạn tăng trưởng; LC có giá trị là 2 tương ứng với giai đoạn trưởng thành; LC có giá trị là 3 tương ứng với giai đoạn suy thoái	Anthony và Ramesh (1992) Li và Zhang (2018) Liang và cộng sự (2011) Shyu và Chen (2009)
Growth, Mature, Decline	Biến giả vòng đời doanh nghiệp Nếu Growth =1 thì Mature =0 và Decline =0 Nếu Mature =1 thì Growth =0 và Decline =0 Ngược lại Decline =1 và Growth=0, Mature=0	Y. Li và Zhang (2018) Linck và cộng sự (2008)
Biến kiểm soát		
Industry	Biến giả ngành	Y. Li và Zhang (2018) Linck và cộng sự (2008)

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

Để kiểm tra tác động của quản trị công ty đến thành quả công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp, luận án xây dựng mô hình nghiên cứu kế thừa các nghiên cứu trước của Duru và cộng sự (2016), S. Singh và cộng sự (2018), Wintoki và cộng sự (2012), Shao (2019), Nguyen và cộng sự (2014), Nguyen và cộng sự (2015). Mô hình nghiên cứu như sau:

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{i,t-1} + \beta_2 BSize_{i,t} + \beta_3 Indep_{i,t} + \beta_4 Dual_{i,t} + \beta_5 Block_{i,t} + \beta_6 Own_Board_{i,t} + \beta_7 CEO_Share_{i,t} + \beta_8 Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (7a)$$

$$TobinQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 TobinQ_{i,t-1} + \beta_2 BSize_{i,t} + \beta_3 Indep_{i,t} + \beta_4 Dual_{i,t} + \beta_5 Block_{i,t} + \beta_6 Own_Board_{i,t} + \beta_7 CEO_Share_{i,t} + \beta_8 Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (7b)$$

Đồng thời, để kiểm định mối quan hệ phi tuyến của tỷ lệ sở hữu của TGD với thành quả công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp. Các mô hình gồm:

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{i,t-1} + \beta_2 BSize_{i,t} + \beta_3 Indep_{i,t} + \beta_4 Dual_{i,t} + \beta_5 Block_{i,t} + \beta_6 Own_Board_{i,t} + \beta_7 CEO_Share_{i,t} + \beta_8 CEO_Share2_{i,t} + \beta_9 Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (8a)$$

$$TobinQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 TobinQ_{i,t-1} + \beta_2 BSize_{i,t} + \beta_3 Indep_{i,t} + \beta_4 Dual_{i,t} + \beta_5 Block_{i,t} + \beta_6 Own_Board_{i,t} + \beta_7 CEO_Share_{i,t} + \beta_8 CEO_Share2_{i,t} + \beta_9 Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (8b)$$

Trong đó $ROA_{i,t}$, $TobinQ_{i,t}$ là các biến đại diện cho thành quả công ty i tại năm t , các biến $BSize_{i,t}$, $Indep_{i,t}$, $Dual_{i,t}$, $Block_{i,t}$, $Own_Board_{i,t}$, $CEO_Share_{i,t}$ là các biến đại diện cho đặc điểm quản trị công ty của các công ty i tại năm t , biến $CEO_Share2 = (CEO_Share)^2$ và các biến $Size_{i,t}$, $Debt_{i,t}$, $Risk_{i,t}$, $Tang_{i,t}$, $SalesGrowth$ là các biến kiểm soát, $\varepsilon_{i,t}$ là phần dư.

Thành quả công ty: Các nghiên cứu về sự tác động của quản trị công ty đến thành quả của công ty có kết quả rất đa dạng do phụ thuộc vào đặc điểm của từng quốc gia, thể chế, thời gian thu thập dữ liệu và văn hoá. Nhìn chung, khi sử dụng biến đo lường thành quả của các công ty, các nghiên cứu thường sử dụng các biến đại diện cho giá trị sổ sách như: tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản (ROA), tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu (ROE), tỷ suất sinh lợi trên vốn đầu tư (ROI), tỷ suất sinh lợi trên vốn cổ phần thường (ROCE). Tuy nhiên, để đo lường thành quả của công ty trong nghiên cứu thì chỉ tiêu ROA toàn diện hơn do tính đến khả năng khai thác toàn bộ tài sản của công ty (Phạm Quốc Việt, 2010). Hult và các cộng sự (2008) đã cho thấy hiệu quả tài chính được đo lường bởi tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản chiếm 40%, ưu điểm của cách tiếp cận này là dễ tính toán chỉ tiêu, nhưng nhược điểm lại nằm ở tính sẵn có và tính chính xác, trung thực của thông tin từ báo cáo tài chính. Tuy nhiên, Singh và cộng sự (2018) cho rằng đo lường thành quả của công ty bằng các chỉ tiêu trên bảng cân đối kế toán thường bị bóp méo do không xem xét sự khác biệt về rủi ro hệ thống,

luật thuế, các quy ước kế toán, về chi phí nghiên cứu và phát triển, về chi phí quảng cáo.... Để giải quyết vấn đề trên, tác giả đã chọn sử dụng ROA, Tobin' Q nhằm đo lường thành quả công ty và đây là 2 biến đại diện cho thành quả công ty thường xuyên được sử dụng khi nghiên cứu liên quan đến quản trị công ty, thành quả công ty và vòng đời doanh nghiệp (Andres, 2008; Coles và cộng sự, 2008; Duru và cộng sự, 2016; Harjoto và Jo, 2009; Liang và cộng sự, 2011; O'Connor và Byrne, 2015; Shyu và Chen, 2009; S. Singh và cộng sự, 2018; Wintoki và cộng sự, 2012). Với ROA được đo lường lợi nhuận sau thuế trên tổng tài sản và Tobin' Q được đo lường bằng cách cộng giá sổ sách của các khoản nợ với giá trị thị trường của cổ phiếu đang lưu hành, sau đó chia giá sổ sách của tài sản.

Quy mô công ty (Size): Có nhiều nghiên cứu đưa ra bằng chứng quy mô công ty là một yếu tố quan trọng quyết định đến thành quả công ty (Duru và cộng sự, 2016; Shyu và Chen, 2009).

Đòn bẩy tài chính (Debt): đòn bẩy tài chính đề cập đến việc công ty sử dụng các khoản nợ như một dạng tài chính quan trọng và tạo lợi thế lá chắn thuế cho công ty, do lãi suất tiền vay được tính như một khoản chi phí hợp lệ và miễn thuế làm tăng thành quả công ty, tuy nhiên, nợ quá nhiều sẽ dẫn tới xác suất phá sản và kiệt quệ tài chính cao (Linck và cộng sự, 2008; Wintoki và cộng sự, 2012).

Rủi ro kinh doanh (Risk) hay còn gọi là tính bất ổn trong thu nhập được đo lường bằng độ lệch chuẩn của EBIT 3 năm gần nhất (S. Chen, 2011; John và cộng sự, 2008). Công ty có rủi ro kinh doanh cao khi tính bất ổn trong thu nhập của công ty cao. Lý thuyết chi phí phá sản cho rằng tính bất ổn cao trong thu nhập thì rủi ro cao về việc thu nhập tạo ra thấp hơn tiền nợ phải trả buộc các công ty phải sử dụng các quỹ có chi phí cao để trả nợ và có thể dẫn đến phá sản (Y. Li và Zhang, 2018; Linck và cộng sự, 2008).

Tài sản cố định hữu hình (Tang): Tài sản cố định hữu hình là đại diện bảo vệ người cho vay đối với rủi ro về tinh thần do sự xung đột giữa chủ nợ và chủ sở hữu gây ra (Jensen và Meckling, 1976). Vì vậy những doanh nghiệp với mức độ tài sản cố định hữu hình lớn hơn thì thích dùng mức độ đòn bẩy tài chính cao hơn (Rajan và Zingales, 1995; Titman và Wessels, 1988).

Tăng trưởng doanh thu (SalesGrowth): Cơ hội phát triển của doanh nghiệp được thể hiện ở khả năng tăng trưởng doanh thu của doanh nghiệp. Khả năng tăng trưởng doanh thu được xem xét như là một chỉ số dự báo cơ hội tăng trưởng trong tương lai. Những doanh nghiệp có mức tăng trưởng doanh thu thấp sẽ có ít cơ hội hơn để thay thế những khoản đầu tư rủi ro cao (DeAngelo và cộng sự, 2006; Shyu và Chen, 2009).

Bảng 3.2. Tổng hợp các biến nhằm kiểm định tác động của quản trị công ty đến thành quả công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp

TÊN BIẾN	ĐỊNH NGHĨA	CÁC TÁC GIẢ
Biến phụ thuộc		
ROA	Lợi nhuận sau thuế trên tổng tài sản	Duru và cộng sự (2016)
TobinQ	(Giá trị thị trường của cổ phiếu + giá trị sổ sách các khoản nợ) chia giá trị sổ sách của tài sản.	Hermalin và Weisbach (1991) Wintoki và cộng sự (2012) Yermack (1996)
Biến độc lập		
<i>Cấu trúc sở hữu</i>		
Block	Tỷ lệ sở hữu cổ phần của cổ đông lớn nhất	Claessens và Djankov (1999)
Own_Board	Tỷ lệ sở hữu cổ phần của HĐQT	Demsetz và Villalonga (2001)
CEO_Share	Tỷ lệ sở hữu cổ phần của TGD(GĐ)	Shyu và Chen, (2009) McConnell và Servaes (1990)
<i>Cấu trúc HĐQT</i>		
BSize	Logarit của tổng số lượng thành viên HĐQT.	Coles và cộng sự (2008)
Indep	Tỷ lệ thành viên HĐQT hoạt động độc lập không kiêm nhiệm thêm nhiệm vụ khác trong công ty.	Duru và cộng sự (2016) Wintoki và cộng sự (2012) Li và Zhang (2018)
Dual	Bằng 1 nếu chủ tịch HĐQT kiêm TGD, ngược lại thì bằng 0	
Biến kiểm soát		
Size	Logarit tự nhiên giá trị của tổng tài sản	Duru và cộng sự (2016) Shyu và Chen (2009)
Debt	Tổng nợ trên tổng tài sản	Linck và cộng sự (2008) Wintoki và cộng sự (2012)
Risk	độ lệch chuẩn của EBIT năm t-2 đến năm t	S. Chen (2011) John và cộng sự (2008)

Tang	Tỷ lệ tài sản cố định hữu hình trên Tổng tài sản	Rajan và Zingales (1995) Titman và Wessels (1988)
SalesGrowth	Tỷ lệ tăng trưởng doanh thu năm t so với năm t-1	DeAngelo và cộng sự (2006) Shyu và Chen (2009)

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

3.3. Nguồn dữ liệu

Dựa trên các mô tả ở trên, các đối tượng khảo sát phù hợp nhất cho nghiên cứu phải tuân theo một bộ nguyên tắc, do đó tác giả sử dụng các công ty cổ phần niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam (HSX và HNX) để đại diện cho đối tượng khảo sát vì những công ty này đều là công ty cổ phần, có quy mô vốn lớn, có nghĩa vụ tuân thủ Quy chế quản trị công ty và xây dựng Điều lệ theo Điều lệ mẫu áp dụng riêng cho các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán. Nội dung Quy chế quản trị công ty và Điều lệ mẫu này tuân thủ theo những nguyên tắc cơ bản về quản trị công ty do văn bản quy phạm pháp luật và do tổ chức hợp tác và phát triển kinh tế (OECD) đề xuất, do đó có thể nói đây là nhóm công ty phù hợp để kiểm định sự tác động của quản trị công ty đến thành quả của công ty. Một thuận lợi khác của mẫu khảo sát này nằm ở tính sẵn có của thông tin thứ cấp, do các công ty niêm yết có nghĩa vụ công bố thông tin theo quy định của pháp luật hiện hành.

Như vậy, luận án sử dụng thông tin thứ cấp bao gồm: báo cáo thường niên, báo cáo quản trị và báo cáo tài chính hàng năm có kiểm toán của các công ty niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán Hà Nội, sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh, trên các thông tin của doanh nghiệp để thu thập dữ liệu cần thiết cho nghiên cứu. Đồng thời, nhóm các công ty tài chính (các tổ chức tín dụng, các công ty tài chính, các công ty bảo hiểm, ngân hàng...) có đặc thù riêng trong hoạt động kinh doanh và hệ thống kế toán (hệ thống tài khoản, chế độ chứng từ, sổ kế toán, hệ thống báo cáo tài chính) cho nên được loại ra khỏi mẫu nghiên cứu của luận án. Ngoài ra, dữ liệu được thu thập trong giai đoạn 2012 đến năm 2020, những công ty không có đầy đủ dữ liệu cần thiết cho nghiên cứu sẽ bị loại ra khỏi mẫu nghiên cứu. Khi tiến hành phân loại vòng đời doanh nghiệp dựa trên chỉ tiêu dòng chi cổ tức, tăng trưởng doanh thu, chi tiêu vốn và tuổi công ty theo ngành và theo năm, tác giả chỉ thu thập những ngành có ít nhất 5 công ty trở lên để phân loại vòng đời doanh nghiệp. Như

vậy có tổng cộng 415 công ty được đưa vào mẫu nghiên cứu trong 8 năm, tổng số quan sát của bộ dữ liệu là $415 \times 8 = 3.320$ quan sát.

3.4. Phương pháp phân loại vòng đời doanh nghiệp

Khi nghiên cứu về chu kỳ của vòng đời doanh nghiệp đã được nghiên cứu trong một khoảng thời gian dài, nhưng số giai đoạn trong một chu kỳ sống của doanh nghiệp là không ổn định do dựa trên các quan điểm khác nhau và các đặc trưng riêng của mỗi doanh nghiệp. Phần lớn các nghiên cứu này đều hướng đến các giai đoạn phát triển cơ bản trong chu kỳ của vòng đời mà một doanh nghiệp sẽ trải qua các giai đoạn: khởi sự, tăng trưởng, trưởng thành, tái cấu trúc/suy thoái (Miller và Friesen, 1984; Quinn và Cameron, 1983). Mặc dù vậy, các nghiên cứu về quản trị công ty hầu hết đều tập trung vào các công ty có quy mô lớn được niêm yết trên thị trường chứng khoán với sự tập trung chủ yếu vào các lý thuyết đại diện, lý thuyết phụ thuộc nguồn lực, lý thuyết quản lý với những thông tin bắt buộc phải công bố khi niêm yết. Do đó, khi nghiên cứu về quản trị công ty Liang và cộng sự (2011) lập luận rằng phần lớn các công ty khi niêm yết đều đã trải qua giai đoạn khởi sự vì vậy khi tiến hành nghiên cứu các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Đài Loan (TSA) và kế thừa Anthony và Ramesh (1992), tác giả phân loại dữ liệu thành 3 giai đoạn của vòng đời: tăng trưởng, trưởng thành và suy thoái (Liao và cộng sự, 2014; Shyu và Chen, 2009; Li và Zhang, 2018). Như vậy, với bộ dữ liệu nghiên cứu là các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam và kế thừa Anthony và Ramesh (1992), luận án phân loại giai đoạn vòng đời của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán thành 3 giai đoạn: tăng trưởng, trưởng thành và suy thoái của vòng đời doanh nghiệp.

Kế thừa và phát triển mô hình của Anthony và Ramesh (1992), Y. Li và Zhang (2018) đã sử dụng 4 biến số để phân loại vòng đời doanh nghiệp (lợi nhuận giữ lại, tăng trưởng doanh thu, chi tiêu vốn, tuổi của công ty), tác giả cho rằng các công ty ở Trung Quốc thường ít hoặc không chi trả cổ tức do đó họ đã sử dụng lợi nhuận giữ lại để thay thế cho biến thu nhập từ cổ tức để phân loại vòng đời doanh nghiệp. Một điểm chung được tìm thấy trong các bài viết này là cách họ áp dụng khái niệm lý thuyết vòng đời để giải thích câu hỏi nghiên cứu, tuy nhiên các mô hình phân loại vòng đời doanh nghiệp là khác nhau. Nguyên nhân có thể do các tác giả chọn phương pháp dựa trên các yêu cầu của câu hỏi nghiên cứu, thời gian cũng như dữ liệu có sẵn.

Luận án chọn phương pháp phân loại các giai đoạn vòng đời doanh nghiệp dựa trên hai tiêu chí. Thứ nhất, phương pháp được sử dụng trong nghiên cứu quản trị công ty, quản trị tài chính vì điều này sẽ phù hợp với mục đích nghiên cứu của luận án. Thứ hai, với một nghiên cứu trong lĩnh vực tài chính luận án này chủ yếu dựa trên dữ liệu thứ cấp có sẵn trong báo cáo quản trị, báo cáo tài chính và bản cáo bạch của công ty. Do đó, luận án kế thừa phương pháp của Anthony và Ramesh (1992) để phân loại các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp cho các công ty ở Việt Nam. Anthony và Ramesh (1992) cho rằng các công ty thể hiện các đặc điểm khác nhau trong suốt vòng đời doanh nghiệp và những khác biệt này được đặc biệt nhấn mạnh thông qua cổ tức mà công ty chi trả, sự tăng trưởng trong doanh thu, chi tiêu vốn mà công ty đang đầu tư và cuối cùng là tuổi của công ty. Các công ty trong giai đoạn tăng trưởng thường có doanh số tăng trưởng cao và chi tiêu vốn cao khi đầu tư vào các cơ hội tăng trưởng trong tương lai, trong khi các công ty trưởng thành thường cho doanh thu ổn định, chi trả cổ tức thường xuyên. Kế thừa phương pháp của Anthony và Ramesh (1992), luận án phân loại vòng đời doanh nghiệp gồm: tăng trưởng, trưởng thành và suy thoái dựa trên bốn biến đặc điểm riêng của công ty. Cụ thể:

DP: thu nhập từ cổ tức

SG: tỷ lệ tăng trưởng doanh thu của công ty hàng năm, được tính bằng cách lấy doanh thu năm t trừ đi doanh thu năm $t-1$ chia cho doanh thu năm $t-1$

CEV: tỷ lệ chi tiêu vốn được tính bằng cách lấy (chi mua TSCĐ - thu thanh lý) chia cho tổng tài sản.

AGE: khoảng thời gian hoạt động của công ty trên thị trường chứng khoán, theo Anthony và Ramesh (1992), AGE là biến số thể hiện yếu tố phi tài chính nhằm mô tả khoảng thời gian hoạt động của công ty trên thị trường

Trong đó, biến đặc điểm DP, SG và CEV là các biến thể hiện đặc điểm tài chính nhằm hướng trực tiếp đến rủi ro của công ty, riêng với biến AGE là biến số thể hiện yếu tố phi tài chính nhằm mô tả khoảng thời gian hoạt động của công ty trên thị trường. Vì ba biến đầu tiên liên quan trực tiếp đến rủi ro của doanh nghiệp, nên việc xác định các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp có thể đưa ra những kết quả khác nhau và không chính xác, chẳng hạn như nghiên cứu của Collins và Kothari (1989), Easton và Zmijewski (1989) đã chứng minh được có mối liên hệ với lợi nhuận và rủi

ro, mối tương quan giữa thu nhập và doanh thu. Chính vì vậy, các tác giả sử dụng thêm biến đặc điểm thứ 4 là AGE là một biến phi tài chính để nhằm tối thiểu tác động của rủi ro đến kết quả xác định giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp.

Về phương thức chi trả cổ tức, xem xét về bản chất phải là dòng tiền thực trả lại cho các cổ đông. Như vậy chỉ có hai phương thức chi trả cổ tức bằng tiền mặt hoặc bằng cách mua lại cổ phần là thể hiện được điều này. Những phương thức chi trả khác như cổ tức bằng cổ phần, cổ tức bằng tài sản chỉ mang tính hình thức. Khi các cổ đông muốn nhận được tiền mặt từ chính sách cổ tức này, thì họ phải bán các cổ phần hay các tài sản này, nhưng nếu công ty có thể bán các tài sản này và thu về tiền mặt với các chi phí giao dịch thấp hơn thì công ty nên thực hiện giao dịch này và chi trả tiền mặt trực tiếp cho cổ đông. Do đó, thay vì sử dụng chỉ số thu nhập từ cổ tức của Anthony và Ramesh (1992), tác giả sử dụng dòng chi trả cổ tức vào thước đo của mình do quyết định chi trả cổ tức phụ thuộc vào tác động của tổ chức (cá nhân) đang nắm giữ cổ phần chi phối. Ngoài ra, các công ty ở Việt Nam chi trả cổ tức bằng cổ phiếu (hoặc không chi trả), do đó không làm thay đổi vốn chủ sở hữu cũng như tỷ lệ nắm giữ của cổ đông và về cơ bản dòng tiền vẫn ở trong doanh nghiệp.

Bảng 3.3. Bảng tổng hợp hình thức chi trả cổ tức của các công ty niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2012-2019

Hình thức	Năm							
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Không chi trả cổ tức	108	111	100	85	86	96	94	120
Trả cổ tức bằng tiền và cổ phiếu	36	43	44	55	63	46	49	28
Trả cổ tức bằng tiền	254	242	250	237	221	249	245	239
Trả cổ tức bằng cổ phiếu	17	19	21	38	45	24	27	28

Nguồn: Tổng hợp và tính toán của tác giả

Như vậy, ứng với mỗi biến trong 4 biến (DP, SG, CEV và AGE) và đối với mỗi ngành tương ứng với mỗi năm, tác giả tiến hành sắp xếp các chỉ số tăng trưởng doanh thu và chi tiêu vốn theo thứ tự tăng dần và sắp xếp các chỉ số về dòng chi cổ tức và độ tuổi công ty theo thứ tự giảm dần, sau đó tác giả phân loại từng chỉ số trong bốn chỉ số thành ba nội dung bằng nhau với điểm số từ 1 đến 3.

Bảng 3.4. Các chỉ số phân loại vòng đời doanh nghiệp theo phương pháp nghiên cứu của Anthony và Ramesh (1992)

Các giai đoạn của vòng đời	SG		DP		CEV		AGE	
	<i>Đặc trưng</i>	<i>Giá trị</i>	<i>Đặc trưng</i>	<i>Giá trị</i>	<i>Đặc trưng</i>	<i>Giá trị</i>	<i>Đặc trưng</i>	<i>Giá trị</i>
Tăng trưởng	Cao	3	Thấp	3	Cao	3	Thấp	3
Trưởng thành	Trung bình	2	Trung bình	2	Trung bình	2	Trung bình	2
Suy thoái	Thấp	1	Cao	1	Thấp	1	Cao	1

Nguồn: Tổng hợp Anthony và Ramesh (1992), Li và Zhang (2018)

Sau khi hiệu chỉnh điểm tổng hợp của mỗi công ty theo năm và ngành, tác giả phân loại mẫu đầy đủ thành ba mẫu phụ, như sau: các công ty có điểm tổng hợp cao nhất (từ 10 đến 12) được xác định đang ở giai đoạn tăng trưởng; các công ty có điểm tổng hợp thấp nhất (từ 4 đến 6) được xác định ở giai đoạn suy thoái; và các công ty có điểm tổng hợp từ 7 đến 9 được xác định ở giai đoạn trưởng thành (Y. Li và Zhang, 2018). Ưu điểm của phương pháp Anthony và Ramesh (1992) là dùng các chỉ số tài chính để phân loại vòng đời nên dễ tính toán, thu thập dữ liệu và đã trở thành một thước đo phân loại vòng đời phổ biến, bằng chứng là mô hình này được sử dụng rộng rãi ở các nghiên cứu sau này (Black, 1998; Y. Li và Zhang, 2018; Liang và cộng sự, 2011; Shyu và Chen, 2009; Chuang, 2017; Lee và Choi, 2018).

3.5. Phương pháp phân tích dữ liệu

Xuất phát từ đối tượng nghiên cứu và mục tiêu nghiên cứu đã đề cập ở trên, tác giả thực hiện việc kiểm chứng các giả thiết nghiên cứu do đó tác giả lựa chọn phương pháp nghiên cứu định lượng thông qua việc xem xét tác động của quản trị công ty đến thành quả công ty qua các giai đoạn vòng đời doanh nghiệp, mô tả và phân tích định lượng các yếu tố này thông qua các kiểm định mức độ giải thích của phương trình tương quan, các tham số có ý nghĩa thống kê của phương trình hồi quy, thống kê so sánh giá trị trung bình...

Thống kê mô tả: nhằm mô tả và hiểu được các tính chất của một bộ dữ liệu cụ thể bằng cách đưa ra các tóm tắt ngắn về mẫu và các thông số của dữ liệu, bao gồm: số quan sát, giá trị trung bình, trung vị, độ lệch chuẩn, giá trị nhỏ nhất và giá trị lớn nhất, độ nhọn và độ lệch.

Phân tích tương quan: một trong số các giả định của hồi quy tuyến tính là không có tương quan giữa các biến độc lập và khi giả thuyết này bị vi phạm thì hiện tượng đa cộng tuyến xảy ra. Do đó, việc phân tích tương quan giữa các biến trong mô hình là rất cần thiết, phân tích tương quan được thực hiện thông qua ma trận tương quan. Nhưng ma trận tương quan lại mắc phải nhược điểm là chỉ phát hiện được tương quan cặp, không phát hiện được tương quan nhóm. Vì vậy, ngoài ma trận tương quan còn có thể sử dụng nhân tử phóng đại phương sai (VIF) sẽ giúp phân tích tương quan nhóm tốt hơn. Để phát hiện vấn đề đa cộng tuyến, quy tắc kiểm định là khi hệ số tương quan giữa các biến độc lập $> 0,8$ hoặc hệ số nhân tử phóng đại phương sai lớn hơn 10 thì mức độ đa cộng tuyến được xem là cao.

Kiểm định sự khác biệt trung bình: để đánh giá sự khác biệt giữa các nhóm của mẫu nghiên cứu, luận án sử dụng kiểm định Skewness/Kurtosis để xác định các biến trong phép kiểm định có phân phối chuẩn hay không. Từ đó luận án sử dụng các kiểm định phù hợp với dữ liệu nhằm so sánh sự khác biệt giữa 2 nhóm bằng kiểm định tham số (Parametric Tests) và kiểm định phi tham số (Nonparametric Tests). Luận án tiến hành kiểm định có hay không sự khác biệt của cấu trúc sở hữu, cấu trúc HĐQT qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp. Kiểm định sự khác biệt trung bình so sánh điểm trung bình của hai nhóm của một biến nhất định. Nó cho biết sự khác biệt giữa hai mẫu độc lập là sự khác biệt thực sự hay liệu đó chỉ là một hiệu ứng ngẫu nhiên gây ra bởi sai lệch từ việc chọn mẫu (Y. Li và Zhang, 2018).

Các phương pháp ước lượng các mô hình hồi quy: Để kiểm tra tác động của vòng đời doanh nghiệp đến quản trị công ty tác giả sử dụng các mô hình hồi quy dữ liệu bảng, trong mô hình hồi quy dữ liệu bảng các phương pháp được sử dụng phổ biến nhất là: Pooled OLS; LSDV; FEM; REM, GLS, Logistic (Y. Li và Zhang, 2018; Linck và cộng sự, 2008). Trong đó các mô hình có biến phụ thuộc là biến nhị phân, luận án sử dụng hồi quy Logistic để giải thích vấn đề. Đối với các mô hình kiểm tra tác động của quản trị công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp, luận án sử dụng các ước lượng hồi quy dữ liệu bảng. Trong đó, GMM là một phương pháp hồi quy ước lượng để xác định các thông số của mô hình kinh tế lượng. Ưu điểm của GMM là có thể xử lý nhiều vấn đề của các mô hình khác như OLS, FEM, REM, GLS... Đặc biệt GMM xử lý vấn đề nội sinh rất hiệu quả với các biến giải thích bị nội

sinh (có tương quan với sai số). Khi mô hình bị nội sinh, ước lượng OLS sẽ bị chệch và không hiệu quả vì vi phạm giả thiết. Với các mô hình có nội sinh, GMM vẫn cho các hệ số với ước lượng vững, không chệch, phân phối chuẩn và hiệu quả. Nhìn chung có các nhóm phương pháp GMM chính như: IV-GMM, GMM sai phân (difference GMM), GMM hệ thống (system GMM). Giữa các nhóm phương pháp này chủ yếu khác nhau về cách xây dựng bộ biến công cụ dùng trong mô hình. IV-GMM với số biến công cụ ít có thể không hiệu quả với các biến công cụ đã được chọn. Arellano-Bond (1991) đã xây dựng công cụ ước tính GMM được gọi là "GMM sai phân" (DGMM) nhằm bổ sung thêm bộ biến công cụ nội bộ mới hiệu quả hơn. Blundell và Bond (1998) đã xây dựng GMM hệ thống (SGMM) bổ sung thêm điều kiện moments với các phương trình gốc ban đầu (level equation) ngoài phương trình sai phân bậc 1 đã thực hiện ở GMM sai phân. Theo Roodman (2009) GMM hệ thống được thiết kế thích hợp cho các dữ liệu bảng có "T nhỏ, N lớn".

Davidson và MacKinnon (1993) đề xuất một kiểm định hồi quy Durbin Wu-Hausman nhằm kiểm tra các biến nghi ngờ nội sinh trong mô hình. Khi nghiên cứu về tác động quản trị công ty đến thành quả công ty nhiều tác giả đều cho rằng có khả năng xảy ra hiện tượng nội sinh, tuy nhiên kết quả vẫn còn mâu thuẫn (Demsetz và Lehn, 1985; Duru và cộng sự, 2016; McConnell và Servaes, 1990; Nguyen và cộng sự, 2015; Wintoki và cộng sự, 2012). Điều này có thể là do các nghiên cứu đã chọn mẫu từ các quốc gia khác nhau, sử dụng các biến số khác nhau, chẳng hạn như một số nghiên cứu thực nghiệm đã sử dụng Tobin's Q để đánh giá thành quả của công ty, trong khi những nghiên cứu khác sử dụng ROA hoặc ROE và các lựa chọn khác nhau về các biến cấu trúc quản trị (cấu trúc HĐQT, cấu trúc sở hữu) đã tạo ra sự đa dạng trong kết quả nghiên cứu thực nghiệm. Nghiên cứu của Wintoki và cộng sự (2012) cho rằng ngoài 2 nguyên nhân dẫn đến vấn đề nội sinh (các biến thiên cố định không quan sát được và tính đồng thời), có thể có một nguồn nội sinh khác ẩn chứa trong mối quan hệ giữa quản trị công ty và thành quả công ty, được gọi là tính nội sinh động. Một số nghiên cứu gần đây gợi ý rằng bản chất của mối quan hệ này là động, nghĩa là những đặc tính quản trị và thành quả công ty hiện hành có thể chịu sự tác động của thành quả công ty trong quá khứ (Duru và cộng sự, 2016; Raheja, 2005). Wintoki và cộng sự (2012) lập luận rằng nếu mối quan hệ động này thật sự tồn tại thì

những phát hiện về mối quan hệ nhân quả giữa quản trị và hiệu quả doanh nghiệp của các nghiên cứu trước đây, sử dụng các kỹ thuật ước lượng bình phương tối thiểu thông thường (OLS) hay ước lượng các ảnh hưởng cố định (FEM) có thể là giả mạo hay nói cách khác nếu tính nội sinh động không được kiểm soát một cách đầy đủ thì việc suy diễn các kết luận mang tính nhân quả từ các ước lượng kinh tế lượng là điều không khả thi. Blundell và Bond (1998) cho rằng khi biến phụ thuộc có mối tương quan cao giữa giá trị hiện tại và giá trị ở thời kỳ trước đó và số thời kỳ là không quá dài thì mô hình GMM (1991) không hiệu quả, các biến công cụ sử dụng được đánh giá là không đủ mạnh. Arellano và Bover (1995), Blundell và Bond (1998) đã mở rộng mô hình GMM (1991) với việc xem xét đồng thời mô hình cơ bản và mô hình sai phân gọi chung là mô hình GMM hệ thống (SGMM) nhằm khắc phục vấn đề đồng nhất động và vấn đề không đồng nhất không quan sát được trong các mô hình dữ liệu bảng. Mô hình SGMM chỉ được xem là phù hợp khi thỏa hai điều kiện: (1) Tồn tại các hạn chế về giới hạn xác định quá mức, tức là nhằm xác định tính phù hợp của các biến công cụ, kiểm định sự không tồn tại mối tương quan giữa các biến công cụ và sai số; và (2) Không tồn tại hiện tượng tự tương quan bậc 2 trong sai phân bậc nhất. Để kiểm định tính phù hợp của GMM, hai kiểm định Sargan hoặc Hansen về giới hạn xác định quá mức và kiểm định Arellano – Bond về hiện tượng tự tương quan bậc 2 được sử dụng.

Tóm tắt chương 3

Dựa trên cơ sở mục tiêu nghiên cứu, đối tượng nghiên cứu được trình bày ở chương 1, cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu thực nghiệm về mối quan hệ giữa quản trị công ty, thành quả công ty và vòng đời doanh nghiệp và khe hở nghiên cứu được trình bày tại chương 2. Luận án này xây dựng các nhóm giả thuyết nghiên cứu trong chương 3 gồm: (1) nhóm thứ nhất, các giả thuyết nghiên cứu về tác động của vòng đời doanh nghiệp đến quản trị công ty; (2) nhóm thứ 2, các giả thuyết về tác động của quản trị công ty đến thành quả công ty trong giai đoạn tăng trưởng, trưởng thành và suy thoái của vòng đời doanh nghiệp.

Từ các giả thuyết nghiên cứu đó, tác giả tiến hành xây dựng mô hình (1a), (1b), (2a), (2b), (3a), (3b), (4a), (4b), (5a), (5b), (6a), (6b), nhằm kiểm định các giả thuyết trong nhóm 1 và mô hình (7a), (7b), (8a), (8b), nhằm kiểm định các giả thuyết trong nhóm 2. Đồng thời, tác giả cũng làm rõ các biến được sử dụng trong mô hình, nguồn số liệu và phương pháp phân tích dữ liệu được sử dụng trong nghiên cứu. Ngoài ra, dựa trên phương pháp phân loại vòng đời của Anthony và Ramesh (1992), tác giả phát triển phương pháp này và phân loại dữ liệu thành các giai đoạn tăng trưởng, trưởng thành và suy thoái của vòng đời doanh nghiệp (Y. Li và Zhang, 2018; Liang và cộng sự, 2011). Trên cơ sở phân loại này, tác giả tiến hành ước lượng hồi quy cho từng nhóm ở các bước tiếp theo.

CHƯƠNG 4.

KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ THẢO LUẬN

4.1. Thực trạng quản trị công ty ở Việt Nam

4.1.1. Khung pháp lý về quản trị công ty ở Việt Nam

Việt Nam vẫn đang trong quá trình chuyển đổi từ nền kinh tế kế hoạch tập trung sang nền kinh tế định hướng thị trường. Với những cải cách kinh tế năm 1986, nền kinh tế kế hoạch tập trung dần bị bãi bỏ và sự phát triển của nền kinh tế thị trường được kích thích với mục tiêu thúc đẩy tăng trưởng. Để thu hút các nhà đầu tư và kích thích sự phát triển của thị trường vốn, chính phủ Việt Nam đã xây dựng và củng cố hệ thống pháp luật nhằm bảo vệ quyền lợi của các cổ đông thông qua việc ban hành các luật khác nhau như:

Luật Doanh nghiệp năm 2020 trên cơ sở kế thừa và phát huy những kết quả đã đạt được của Luật Doanh nghiệp 1999, Luật Doanh nghiệp 2005 và Luật Doanh nghiệp 2014. Đồng thời khắc phục những điểm hạn chế, bất cập của quy định hiện hành và thể chế hóa các vấn đề mới phát sinh từ thực tiễn, Luật Doanh nghiệp 2020 đã có những quy định mới nhằm tạo ra một môi trường kinh doanh thuận lợi hơn.

Luật Chứng khoán sửa đổi năm 2019 được Quốc hội thông qua tại Kỳ họp thứ 8, Quốc hội khóa XIV nhằm thay thế cho Luật Chứng khoán năm 2006 và Luật sửa đổi bổ sung một số điều của Luật Chứng khoán năm 2010 và Quy tắc quản trị doanh nghiệp (CCG) của các công ty niêm yết, kèm theo Điều lệ mẫu do Bộ Tài chính. CCG được ban hành năm 2007 và được sửa đổi vào năm 2012.

Nghị định 71/2017/NĐ-CP với một số thay đổi và nâng cao hiệu lực pháp lý của quy định về quản trị công ty đại chúng. Nghị định được xây dựng tuân thủ theo Luật doanh nghiệp (2014) và thay thế Thông tư số 121/2012/TT-BTC và thông tư số 95/2017/TT-BTC về hướng dẫn một số điều của nghị định số 71/2017/NĐ-CP của chính phủ hướng dẫn về quản trị công ty áp dụng đối với công ty đại chúng.

Ngoài khung pháp lý, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam và Tập đoàn Tài chính Quốc tế (IFC) đã xuất bản Bộ nguyên tắc OECD (1999), Bộ nguyên tắc OECD (2004), Sổ tay Quản trị Doanh nghiệp Việt Nam năm 2010 và mới đây Ủy ban Chứng khoán Nhà nước và Tổ chức Tài chính Quốc tế với sự hỗ trợ của Ngân hàng Thế giới và Cục Kinh tế Liên bang Thụy Sĩ (SECO) đã xuất bản bộ Nguyên tắc Quản

trị Công ty theo Thông lệ Tốt nhất đầu tiên của Việt Nam. Đây là nỗ lực mới nhất của các bên để hỗ trợ các doanh nghiệp niêm yết và đại chúng áp dụng các tiêu chuẩn quản trị công ty quốc tế. Điều này giúp nâng cao chất lượng doanh nghiệp niêm yết nói riêng, đóng góp vào việc nâng hạng thị trường chứng khoán nói chung và hướng tới mục tiêu cao nhất là thúc đẩy niềm tin của nhà đầu tư, tăng trưởng thị trường chứng khoán Việt Nam để dẫn tới sự phát triển bền vững của nền kinh tế quốc gia

Một yếu tố quan trọng khác tại Việt Nam là sự tham gia của Bộ Tài chính, Ngân hàng Nhà nước và UBCK trong việc phối hợp điều tiết thị trường tài chính và tham gia thực hiện quản trị doanh nghiệp. Các cơ quan chức năng này đóng vai trò là cơ quan quản lý thị trường và cơ quan giám sát quan trọng áp dụng các hình phạt hành chính đối với các cổ đông của công ty và các nhà quản lý vi phạm các quy định về niêm yết và giao dịch trên thị trường tài chính.

4.1.2. Thực trạng về quản trị công ty của các công ty cổ phần ở Việt Nam

Kể từ năm 1992⁶ chính phủ tập trung giảm bớt số lượng các DNNN bằng cách tái cơ cấu, sáp nhập, cho đóng cửa và nhượng quyền sở hữu thông qua cổ phần hóa, giao dịch và chuyển nhượng, các công ty tư nhân phát triển nhanh chóng. Đây là quá trình đa dạng hóa chủ sở hữu đối với DNNN nhằm thu hút các nguồn vốn và kinh nghiệm từ các nhà đầu tư nhằm nâng cao hiệu quả và sức cạnh tranh của doanh nghiệp, thúc đẩy quá trình tích tụ tập trung vốn nhằm hiện đại hóa nền kinh tế.

Luật Doanh nghiệp năm 1999 với những quy định về công ty trách nhiệm hữu hạn, công ty cổ phần, công ty hợp danh và doanh nghiệp tư đã mở rộng sự lựa chọn hơn nữa cho các nhà kinh doanh, thu hút được nguồn vốn cả trong và ngoài nước, thúc đẩy mở rộng hợp tác quốc tế trong quá trình hội nhập. Đến năm 2005, Luật doanh nghiệp 2005 đã tiếp cận gần hơn các chuẩn mực chung của thế giới về quản trị CTCP. Khung quản trị CTCP được hoàn thiện hơn, rõ ràng hơn và bảo vệ mạnh mẽ hơn quyền và lợi ích của cổ đông, xác định rõ hơn các nghĩa vụ của người quản lý, nhất là đối với thành viên HĐQT và GD/TGD, đặc biệt là nghĩa vụ trung thành, trung thực và cẩn trọng, quy định rõ điều kiện và tiêu chuẩn của chức danh quản lý, tăng

⁶ Quyết định số 202-CT của chủ tịch Hội đồng Bộ trưởng về việc tiếp tục làm thí điểm chuyển một số doanh nghiệp nhà nước thành công ty cổ phần, ngày 08 tháng 6 năm 1992

thêm quy định về công khai và minh bạch, nâng cao, tăng cường và quy định cụ thể hơn vai trò, vị trí và trách nhiệm của Ban kiểm soát...

Theo Luật Doanh nghiệp 2005, hệ thống QTCT ở Việt Nam là một cấu trúc lai hỗn hợp giữa mô hình QTCT “một tầng” và mô hình QTCT “hai tầng” (Phan Thị Thanh Thủy, 2018). Cơ cấu tổ chức và quản lý của CTCP gồm có ĐHĐCĐ, HĐQT và GD/TGD; công ty có trên 11 cổ đông là cá nhân hoặc có cổ đông là tổ chức sở hữu trên 50% tổng số cổ phần của công ty phải có BKS và có vai trò độc lập. BKS có quyền sử dụng tư vấn độc lập để thực hiện các nhiệm vụ được giao và không bắt buộc phải tham khảo ý kiến của HĐQT trước khi trình báo cáo, kết luận và kiến nghị lên ĐHĐCĐ (Khoản 9 Điều 123).

Luật DN năm 2014 được đánh giá là cởi mở, thông thoáng và gần với thông lệ quốc tế về QTCT hơn. Luật đưa ra hai mô hình quản trị CTCP để nhà đầu tư lựa chọn gồm: (1) Mô hình “pha trộn” của Luật DN năm 2005: ĐHĐCĐ, HĐQT, GD/TGD và BKS và (2) Mô hình theo cấu trúc “một tầng”: ĐHĐCĐ, HĐQT và GD/TGD. Trường hợp này ít nhất 20% số thành viên HĐQT phải là thành viên độc lập và có Ban kiểm toán nội bộ trực thuộc HĐQT (Điều 134). Luật Doanh nghiệp 2020 về cơ bản sửa đổi, bổ sung một số nội dung trong Luật DN 2014 như: định nghĩa lại khái niệm Doanh nghiệp Nhà Nước, quyền của cổ đông phổ thông (cổ đông hoặc nhóm cổ đông sở hữu từ 05% tổng số cổ phần phổ thông trở lên hoặc một tỷ lệ khác nhỏ hơn theo quy định tại Điều lệ công ty có quyền của cổ đông phổ thông), luật doanh nghiệp 2020 bổ sung quy định Chủ tịch HĐQT Công ty đại chúng không được kiêm nhiệm Giám đốc/Tổng giám đốc Công ty, bổ sung thêm quy định riêng về điều kiện đối với Giám đốc/Tổng giám đốc của Công ty cổ phần đại chúng...

Như vậy, hệ thống quản trị hiện tại ở Việt Nam là một cấu trúc lai hỗn hợp giữa mô hình một tầng và mô hình hai tầng. HĐQT và BKS tồn tại song song dưới các cổ đông. HĐQT tương tự như HĐQT ở các nước Anglo-Saxon, bao gồm sự kết hợp giữa các thành viên HĐQT điều hành và các thành viên HĐQT độc lập/ không điều hành. Tuy nhiên, chức năng giám sát của HĐQT không được xác định rõ. Trái ngược với HĐQT, BKS chỉ bao gồm các thành viên độc lập/ không điều hành với nhiệm vụ chính là giám sát HĐQT (Bui Thị Minh Tam, 2018).

Về cấu trúc sở hữu, Nguyen và Nguyen (2016) cho rằng Việt Nam là nền kinh tế mới nổi với đặc điểm quyền sở hữu tập trung cao và sự tham gia của chính phủ với tư cách là cổ đông kiểm soát. Đồng thời, với chính sách cổ phần hóa nhằm giảm bớt tỷ lệ sở hữu của nhà nước nhằm thúc đẩy nền kinh tế tư nhân phát triển, do đó tỷ lệ sở hữu vẫn tập trung cao và có xu hướng giảm dần.

Bảng 4.1. Thống kê số cổ đông lớn nhất theo tỷ lệ sở hữu của các công ty niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2012-2019

Năm	Không có cổ đông lớn		Dưới 36%		Từ 36% trở lên		Từ 51% trở lên		Từ 75% trở lên	
	Số lượng	Tỷ lệ	Số lượng	Tỷ lệ	Số lượng	Tỷ lệ	Số lượng	Tỷ lệ	Số lượng	Tỷ lệ
2012	7	1,69%	193	46,5%	215	51,8%	144	34,7%	9	2,2%
2013	4	0,96%	195	47,0%	216	52,0%	145	34,9%	9	2,2%
2014	2	0,48%	205	49,4%	208	50,1%	136	32,8%	7	1,7%
2015	2	0,48%	199	48,0%	214	51,6%	135	32,5%	9	2,2%
2016	4	0,96%	207	49,9%	204	49,2%	129	31,1%	7	1,7%
2017	5	1,20%	200	48,2%	210	50,6%	129	31,1%	7	1,7%
2018	3	0,72%	205	49,4%	207	49,9%	133	32,0%	9	2,2%
2019	5	1,20%	196	47,2%	214	51,6%	130	31,3%	9	2,2%

Nguồn: Tổng hợp và tính toán của tác giả

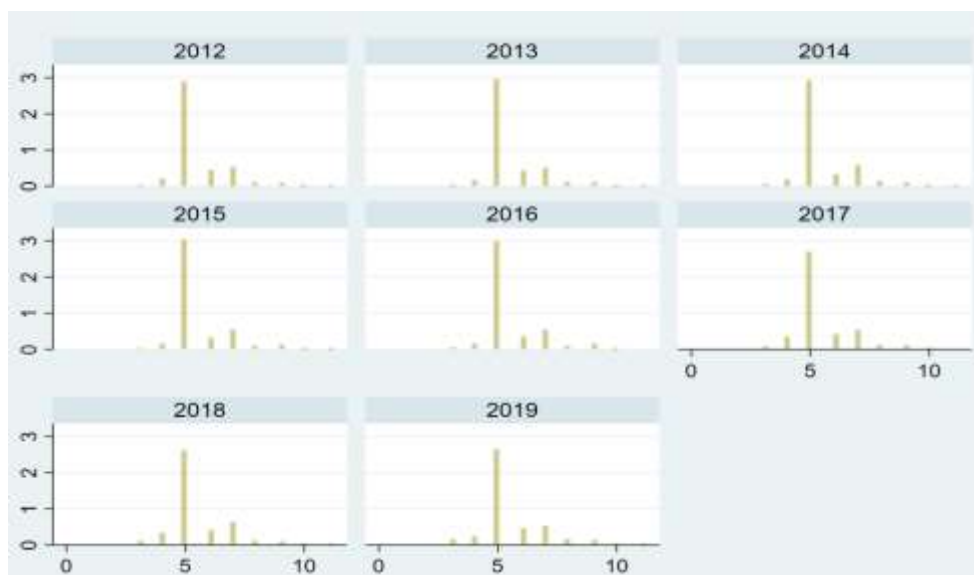
Bảng 4.1 và bảng 4.2 cho thấy các công ty Việt Nam có cấu trúc sở hữu tập trung cao, các công ty có cổ đông lớn nhất sở hữu từ 36% trở lên có quyền phủ quyết một trong các vấn đề chính của công ty như lĩnh vực hoạt động, cơ cấu tổ chức, đầu tư, giải thể công ty chiếm gần 50% số lượng các công ty niêm yết và hơn 30% các công ty niêm yết có cổ đông lớn nhất sở hữu trên 51% là những người nắm quyền kiểm soát công ty. Nguyên nhân do các doanh nghiệp Việt Nam phần lớn đi lên từ các doanh nghiệp tư nhân phát triển thành công ty đại chúng, phần còn lại là cổ phần hóa từ các doanh nghiệp Nhà nước và các công ty thu hút đầu tư nước ngoài do điều kiện kinh tế mở cửa vì vậy đa số các công ty niêm yết ở Việt Nam có cấu trúc sở hữu tập trung cao và thường tập trung vào một cổ đông lớn.

Bảng 4.2. So sánh số lượng cổ đông lớn nhất và cổ đông lớn theo tỷ lệ sở hữu của các công ty Việt Nam niêm yết giai đoạn 2012-2019

Năm	Tổng số công ty	Công ty không có cổ đông lớn	Công ty có cổ đông lớn				
			Số lượng	Số lượng công ty có 1 CĐ lớn nhất sở hữu từ 36% trở lên		Số lượng công ty có 1 CĐ lớn nhất sở hữu từ 51% trở lên	
				Số lượng	Tỷ lệ	Số lượng	Tỷ lệ
2012	415	7	408	215	51.8%	144	34.7%
2013	415	4	411	216	52.0%	145	34.9%
2014	415	2	413	208	50.1%	136	32.8%
2015	415	2	413	214	51.6%	135	32.5%
2016	415	4	411	204	49.2%	129	31.1%
2017	415	5	410	210	50.6%	129	31.1%
2018	415	3	412	207	49.9%	133	32.0%
2019	415	5	410	214	51.6%	130	31.3%

Nguồn: Tổng hợp và tính toán của tác giả

Về cấu trúc HĐQT, thông tư số 121/2012/TT-BTC quy định về quản trị công ty áp dụng cho các Công ty đại chúng. Trong đó, điều 11 của thông tư này quy định số lượng thành viên HĐQT ít nhất là ba (03) người và nhiều nhất là mười một (11) người. Do đó hầu hết các công ty niêm yết ở Việt Nam đều có quy mô HĐQT từ 3 đến 11 thành viên và đa số các công ty bầu 5 thành viên vào HĐQT (Hình 4-1).



Hình 4.1. Số lượng thành viên HĐQT các công ty Việt Nam niêm yết giai đoạn 2012-2019

Nguồn: Tổng hợp và tính toán của tác giả

Nhằm đảm bảo sự cân đối trong cơ cấu thành viên Hội đồng quản trị (HĐQT) của các công ty đại chúng quy mô lớn và công ty niêm yết, Bộ Tài chính yêu cầu HĐQT phải có tối thiểu 1/3 là thành viên độc lập. Trong đó, thành viên HĐQT độc lập là thành viên Hội đồng quản trị đáp ứng các điều kiện như: Không điều hành và không phải là người có liên quan với GD (TGD), Phó giám đốc (Phó Tổng giám đốc), kế toán trưởng và những cán bộ quản lý khác được Hội đồng quản trị bổ nhiệm; không phải là thành viên HĐQT, GD (TGD), Phó Giám đốc (Phó Tổng giám đốc) của các công ty con, công ty liên kết, công ty do công ty đại chúng nắm quyền kiểm soát; không phải là cổ đông lớn hoặc người đại diện của cổ đông lớn hoặc người có liên quan của cổ đông lớn của công ty.

Bảng 4.3. So sánh số lượng công ty đáp ứng tiêu chuẩn về thành viên HĐQT độc lập và phân tách vai trò chủ tịch HĐQT – TGD của các công ty Việt Nam niêm yết giai đoạn 2012-2019

Năm	Số lượng thành viên HĐQT độc lập dưới 1/3	Số lượng thành viên HĐQT độc lập từ 1/3	Chủ tịch HĐQT không kiêm chức TGD	Chủ tịch HĐQT kiêm chức TGD
2012	242	173	284	131
2013	228	187	301	114
2014	234	181	309	106
2015	232	183	317	98
2016	235	180	325	90
2017	235	180	325	90
2018	137	278	324	91
2019	142	273	335	80

Nguồn: Tổng hợp và tính toán của tác giả

Có thể thấy, về quy định các công ty phải có tối thiểu 1/3 số lượng thành viên HĐQT độc lập chưa được đáp ứng 100%, tuy nhiên số lượng các công ty đảm bảo yêu cầu này có xu hướng tăng qua từng năm, đặc biệt trong năm 2018 và năm 2019 có 278/415 và 273/415 công ty niêm yết đáp ứng được tiêu chuẩn này. Nguyên nhân là do các quy định trước kia về tỷ lệ tối thiểu thành viên HĐQT độc lập chỉ mang tính khuyến khích, chưa có các biện pháp xử phạt.

Nghị định số 71/2017/NĐ-CP hướng dẫn về quản trị công ty áp dụng đối với công ty đại chúng được cho là gần tiệm cận với thông lệ quản trị tốt nhất. Quản trị công ty ở Việt Nam bao gồm các nhóm nguyên tắc: (1). Trách nhiệm của Hội đồng

Quản trị; (2). Môi trường Kiểm soát; (3) Công bố Thông tin và Minh bạch; (4) Quyền của Cổ đông; (5) Quan hệ với các bên có quyền lợi liên quan. Các quy tắc của OECD về chiến lược HĐQT, sự đa dạng của HĐQT, đánh giá HĐQT và sự tham gia của các bên liên quan không được đưa vào quản trị công ty ở Việt Nam. Nghị định 71/2017/NĐ-CP quy định thành viên HĐQT độc lập không phải là người trực tiếp hoặc gián tiếp sở hữu ít nhất 1% tổng số cổ phần có quyền biểu quyết của công ty. Đồng thời, tại nghị định này quy định tối thiểu 1/3 tổng số thành viên HĐQT là thành viên độc lập, chủ tịch Hội đồng quản trị không được kiêm nhiệm chức danh Giám đốc (Tổng giám đốc) của cùng 01 công ty đại chúng và thành viên Hội đồng quản trị của 01 công ty đại chúng không được đồng thời là thành viên Hội đồng quản trị tại quá 05 công ty khác. Nghị định này không còn dừng lại ở khuyến khích như trước, mà đã nâng lên mức buộc doanh nghiệp phải tuân thủ. Có nghĩa là doanh nghiệp không thực hiện sẽ bị xử phạt. Đây là giải pháp để nâng cao ý thức của doanh nghiệp trong cải thiện chất lượng quản trị nói chung, đáp ứng quy định về số lượng thành viên HĐQT độc lập nói riêng.

4.2. Kết quả phân loại vòng đời doanh nghiệp

Dựa trên phương pháp phân loại vòng đời theo Anthony và Ramesh (1992), tác giả sử dụng 4 chỉ tiêu gồm: dòng chi cổ tức, tăng trưởng doanh thu, chi tiêu vốn và tuổi niên yết của doanh nghiệp (Y. Li và Zhang, 2018), kết quả phân loại các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp như sau:

Bảng 4.4. Kết quả phân loại vòng đời doanh nghiệp

Giai đoạn \ Năm	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Tăng trưởng	80	86	85	92	96	100	93	95
Trưởng thành	264	252	252	246	245	227	234	240
Suy thoái	71	77	78	77	74	88	88	80

Nguồn: Tác giả phân loại dữ liệu theo phương pháp Anthony và Ramesh (1992)

Kết quả nghiên cứu cho thấy trong giai đoạn tăng trưởng thể hiện những đặc điểm tương tự như những đặc điểm mà Anthony và Ramesh (1992) mô tả về các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp.

Bảng 4.5. Thống kê mô tả các biến đặc điểm phân loại vòng đời doanh nghiệp

Biến số	Các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp					
	Tăng trưởng		Trưởng thành		Suy thoái	
	Số quan sát	Trung bình	Số quan sát	Trung bình	Số quan sát	Trung bình
DP	727	0,0211	1.960	0,0454	633	0,0620
SG	727	0,4528	1.960	0,1178	633	-0,0878
CEV	727	1,2220	1.960	0,4548	633	0,1151
AGE	727	6,2999	1.960	7,3153	633	8,9258

Nguồn: Tổng hợp và tính toán của tác giả (Phụ lục 3)

Trong giai đoạn tăng trưởng, thường là những công ty trẻ để phát triển thị trường và mở rộng thị phần công ty cần chi đầu tư thêm nhiều vì vậy tiền mặt do kinh doanh phát sinh sẽ cần cho tái đầu tư vào hoạt động kinh doanh, kết quả là tỷ lệ chi trả cổ tức vẫn sẽ rất thấp. Trong giai đoạn trưởng thành doanh số cao nhưng tương đối ổn định với biên lợi nhuận hợp lý. Trọng tâm của chiến lược bây giờ chuyển sang duy trì thị phần và cải tiến hiệu quả hoạt động trong suốt thời kỳ này do đó tăng trưởng doanh thu và chi đầu tư sẽ thấp hơn so với giai đoạn tăng trưởng. Dòng tiền dương và việc sử dụng tài trợ bằng vốn vay sẽ làm khuyếch đại tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu. Nghĩa là trong giai đoạn này công ty có thể trả cổ tức cao hơn so với các giai đoạn trước của vòng đời công ty. Số liệu thống kê mô tả bảng 4.5 cho thấy có một số đặc điểm của công ty tăng trưởng phân biệt với các công ty trong giai đoạn trưởng thành và suy thoái. Có thể thấy các công ty trong giai đoạn tăng trưởng có tốc độ tăng trưởng doanh thu cao (trung bình 45,28%) so với các công ty trong giai đoạn trưởng thành (11,78%) và các công ty trong giai đoạn suy thoái (-8,78%), đồng thời chi tăng thêm cho tài sản cố định cao (1,22 lần) ở giai đoạn tăng trưởng so với giai đoạn trưởng thành (0,4548 lần) và giai đoạn suy thoái (0,115 lần). Ngoài ra, sự khác biệt về dòng chi cổ tức ở các công ty tăng trưởng trung bình khoảng 2,11% so với mức 4,54% và 6,2% của giai đoạn trưởng thành, suy thoái và các công ty ở Việt Nam trong giai đoạn tăng trưởng còn có độ tuổi thấp hơn so với giai đoạn trưởng thành và suy thoái. Kết quả thống kê này trùng khớp với các nghiên cứu trước, chẳng hạn như của (Barba Navaretti và cộng sự, 2014; Moreno và Casillas, 2007) về độ tuổi (công ty trẻ có tốc độ tăng trưởng cao hơn) và đặc biệt phù hợp với các đặc điểm được mô tả trong các đặc điểm của công ty tăng trưởng của (Anthony và Ramesh, 1992), cho

rằng các công ty ở giai đoạn tăng trưởng thường ít chi trả cổ tức (tỷ lệ chi trả cổ tức ở mức thấp) và có thời gian hoạt động ngắn, nhưng các công ty ở giai đoạn này thường có tốc độ tăng trưởng doanh thu cao và chi tiêu vốn nhiều hơn so với các công ty ở giai đoạn trưởng thành và suy thoái của vòng đời doanh nghiệp.

4.3. Kết quả kiểm định sự khác biệt quản trị công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp

Để đánh giá sự khác biệt giữa các nhóm của mẫu nghiên cứu, tác giả tiến hành kiểm định sự khác biệt trung bình nhằm kiểm định có hay không sự khác biệt của cấu trúc sở hữu, cấu trúc HĐQT trong các giai đoạn tăng trưởng, trưởng thành và suy thoái của vòng đời doanh nghiệp. Để thực hiện các kiểm so sánh trung bình của hai nhóm của một biến nhất định, nghiên cứu sử dụng kiểm định Skewness/Kurtosis nhằm kiểm tra dạng phân phối của dữ liệu, kết quả cho thấy kiểm định phi tham số là phù hợp (phụ lục 1). Do đó, kiểm định Mann-Whitney được sử dụng nhằm kiểm định sự khác biệt giữa hai mẫu độc lập là sự khác biệt thực sự hay liệu đó chỉ là một hiệu ứng ngẫu nhiên gây ra bởi sai lệch từ việc chọn mẫu (Y. Li và Zhang, 2018).

Bảng 4.6. Kiểm định sự khác biệt trung bình của các biến quản trị công ty theo các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp

Biến sử dụng	Vòng đời doanh nghiệp			Giá trị Z		
	<i>Tăng trưởng</i>	<i>Trưởng thành</i>	<i>Suy thoái</i>	<i>Trưởng thành - Tăng trưởng</i>	<i>Suy thoái - Tăng trưởng</i>	<i>Suy thoái - Trưởng thành</i>
Số quan sát	727	1960	633			
Block	0,321	0,366	0,398	5,239***	7,913***	4,243***
Own_Board	0,139	0,113	0,099	-4,779***	-5,917***	-2,742***
CEO_Share	0,054	0,038	0,030	-3,137***	-5,725***	-4,148***
BSize	1,700	1,684	1,656	-1,596***	-4,081***	-3,392***
Indep	0,327	0,317	0,292	-0,655	-2,131**	-1,955*
Dual	0,322	0,234	0,169	-4,615***	-6,484***	-3,449***

*Ghi chú: *** ứng với mức có ý nghĩa 1%, ** ứng với mức có ý nghĩa 5% và * ứng với mức có ý nghĩa 10%*

Nguồn: Tổng hợp và tính toán của tác giả (Phụ lục 1)

Bảng 4.6 trình bày số liệu thống kê mô tả toàn bộ mẫu của các biến đặc điểm của quản trị công ty, kết quả cho thấy có 727 quan sát thuộc giai đoạn tăng trưởng, 1960 quan sát thuộc giai đoạn trưởng thành và 633 quan sát thuộc giai đoạn suy thoái.

Luận án kiểm tra sự khác biệt giữa các công ty tăng trưởng và trưởng thành, các công ty suy thoái và tăng trưởng, các công ty suy thoái và trưởng thành bằng kiểm định sự khác biệt trung bình về cấu trúc sở hữu, cấu trúc HĐQT. Cụ thể:

Tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn nhất có xu hướng tăng qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp. Trong khi đó tỷ lệ sở hữu của HĐQT, tỷ lệ sở hữu của TGD có xu hướng giảm qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp. Quy mô của HĐQT có xu hướng giảm giữa các công ty qua các giai đoạn của vòng đời của doanh nghiệp. Tỷ lệ thành viên HĐQT độc lập tương đối ổn định và không có sự khác biệt đáng kể giữa giai đoạn tăng trưởng và giai đoạn trưởng thành, giai đoạn suy thoái và giai đoạn trưởng thành của vòng đời doanh nghiệp. Sự kiêm nhiệm chức danh TGD của chủ tịch HĐQT có xu hướng giảm qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp. Kết quả sơ bộ này chỉ ra rằng cấu trúc sở hữu, cấu trúc HĐQT thay đổi khi một công ty phát triển. Ngoài ra, kết quả này còn dự đoán rằng có một số mối quan hệ nhất định giữa cấu trúc sở hữu, cấu trúc HĐQT và vòng đời doanh nghiệp.

Để kiểm tra mối quan hệ giữa quản trị công ty và vòng đời doanh nghiệp, tác giả sử dụng phương pháp hồi quy dữ liệu bảng với các biến phụ thuộc là các biến đại diện cho các đặc điểm của quản trị công ty, bao gồm: tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn nhất (Block), tỷ lệ sở hữu của HĐQT (Own_Board), tỷ lệ sở hữu của TGD (CEO_Share), quy mô HĐQT (BSize), tính độc lập HĐQT (Indep). Thông qua các kiểm định Hausman, kiểm định F để chọn lựa mô hình nếu trong các mô hình có hiện tượng phương sai thay đổi và tự tương quan, luận án sử dụng mô hình GLS nhằm khắc phục các hiện tượng trên. Đối với biến phụ thuộc là biến nhị phân, Chủ tịch HĐQT kiêm TGD (Dual) luận án sử dụng phương pháp hồi quy logistic nhằm kiểm tra mối quan hệ giữa chủ tịch HĐQT kiêm TGD với vòng đời doanh nghiệp. Biến độc lập là biến vòng đời doanh nghiệp (LC) được xác định bằng cách mã hóa tuần tự và các biến Growth, Mature, Decline là các biến giả đại diện cho từng giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp tương ứng. Các công ty trong mẫu nghiên cứu được phân loại theo ngành và bất biến theo thời gian do đó hiệu ứng cố định của công ty bao gồm hiệu ứng cố định của ngành là đặc điểm kỹ thuật mạnh mẽ nhằm kiểm soát các yếu tố không thể quan sát được. Do đó, để điều chỉnh sự sai lệch do yếu tố ngành, luận án sử dụng biến kiểm soát ngành và năm trong mô hình (Li và Zhang, 2018; Linck

và cộng sự, 2008). Kết quả ma trận tương quan đều nhỏ hơn 0.8 và hệ số VIF đều nhỏ hơn 10 (phụ lục 2) do đó không có hiện tượng đa cộng tuyến xảy ra trong các mô hình hồi quy.

Bảng 4.7 và bảng 4.8 cho thấy kết quả hồi quy của tác động vòng đời doanh nghiệp đến quản trị công ty và để kiểm tra tác động của sự trưởng thành và suy thoái, luận án này bỏ qua biến giả tăng trưởng. Cột (2) là kết quả hồi quy với biến giả Mature và Decline đối với quản trị công ty và cột (1) là kết quả hồi quy của biến LC tác động đến quản trị công ty. Dựa vào các kiểm định Hausman, kiểm định F nhằm chọn lựa mô hình phù hợp (OLS, FEM, REM), thêm vào đó thông qua các kiểm định phương sai thay đổi và kiểm định tự tương quan. Kết quả cho thấy mô hình GLS khắc phục những khuyết tật mà các mô hình gặp phải. Đồng thời, đối với biến phụ thuộc là biến nhị phân, luận án sử dụng ước lượng hồi quy logistic nhằm kiểm định tác động của vòng đời doanh nghiệp đến biến Dual. Cụ thể như sau:

Bảng 4.7. Vòng đời doanh nghiệp tác động đến cấu trúc sở hữu

Biến sử dụng	Block		Own Board		CEO Share	
	(1a)	(1b)	(2a)	(2b)	(3a)	(3b)
Growth						
Mature		0,0007***		0,0002		0,0001
Decline		0,0009***		0,0009		0,00006
LC	0,0004*		0,0002		0,004	
Hằng số	0,326***	0,326***	0,073***	0,073***	0,017***	0,017***
Số quan sát	3.320	3.320	3.320	3.320	3.320	3.320
Kiểm định Hausman	33,64***	33,83***	18,68***	25,15***	17,37***	17,80***
Kiểm định F	42,71***	14,38***	25,04***	25,38***	21,19***	21,17***
Kiểm định PSTĐ	77,07***	77,09***	18,75***	18,76***	187,9 ***	188 ***
Kiểm định tự tương quan	7780***	7782***	6224***	6216***	5666***	5659***

Ghi chú: ***, **, * ứng với mức có ý nghĩa 1%, 5%, 10%

Nguồn: Tính toán và tổng hợp của tác giả (Phụ lục 2)

Kết quả hồi quy về tỷ lệ sở hữu cổ đông lớn nhất trong cột (1a) của bảng 4.7 cho thấy hệ số hồi quy của biến LC là (0,0004 và $p < 0,1$) có nghĩa là biến LC tác động tích cực đến Block, cho thấy rằng tỷ lệ sở hữu cổ đông lớn nhất có xu hướng tăng qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp và có ý nghĩa thống kê. Đồng thời, trong cột (1b) hệ số của Mature là (0,0007 và $p < 0,01$) ngụ ý rằng tỷ lệ sở hữu của cổ đông

lớn nhất ở giai đoạn trưởng thành lớn hơn so với giai đoạn tăng trưởng, hệ số của biến Decline (0,0009 và $p < 0,01$) cho thấy rằng tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn nhất ở giai đoạn suy thoái lớn hơn so với giai đoạn tăng trưởng. Từ kết quả nghiên cứu bác bỏ giả thuyết H1a, tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn nhất có xu hướng tăng qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp. Tuy nhiên, đối với kết quả hồi quy với biến phụ thuộc là tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của HĐQT cho thấy hệ số hồi quy của biến LC là (0,0002 và $p > 0,05$) và hệ số hồi quy của biến Mature là (0,0002 và $p > 0,1$), hệ số của biến Decline (0,0009 và $p > 0,1$) cho thấy rằng tỷ lệ sở hữu HĐQT không bị ảnh hưởng bởi các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp do đó chưa đủ cơ sở để chấp nhận hay bác bỏ giả thuyết H1b. Đồng thời, kết quả hồi quy với biến phụ thuộc là tỷ lệ sở hữu của TGD cho thấy hệ số hồi quy của biến Mature (0,0001 và $p > 0,1$), hệ số hồi quy của biến Decline (0,00006 và $p > 0,1$) và hệ số hồi quy của biến LC (0,004 và $p > 0,1$) cho thấy tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của TGD không bị ảnh hưởng bởi các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp, do đó chưa đủ cơ sở để chấp nhận hay bác bỏ giả thuyết H1c.

Bảng 4.8. Vòng đời doanh nghiệp tác động đến cấu trúc HĐQT

Biến sử dụng	Bsize		Indep		Dual	
	(4a)	(4b)	(5a)	(5b)	(6a)	(6b)
Growth						
Mature		-0,0011**		0,0005		-0,438***
Decline		-0,0018**		0,0007		-0,885***
LC	-0,0008**		0,0002		-0,442***	
Hằng số	1,6***	1,62***	0,377***	0,307***	-0,542***	-0,986***
Số quan sát	3.320	3.320	3.320	3.320	3.320	3.320
Kiểm định Hausman	7,16***	12,9***	0,17	2,31		
Kiểm định F	16,18***	16,17***	17,26***	17,25***		
Kiểm định PSTĐ	32,7***	32,73***	2.2e+05* **	2.4e+05* **		
Kiểm định tự tương quan	4723***	4713***	247***	247***		
LR chi2					112.4***	112.4***
Pseudo R2					0.0308	0.0308

Ghi chú: ***, **, * ứng với mức có ý nghĩa 1%, 5%, 10%

Nguồn: Tính toán và tổng hợp của tác giả (Phụ lục 2)

Đối với cấu trúc HĐQT: về quy mô HĐQT kết quả nghiên cứu cho thấy biến LC (-0,0008 và $p < 0,05$) có nghĩa là quy mô HĐQT có xu hướng giảm qua các giai

đoạn của vòng đời doanh nghiệp. Đồng thời, biến Mature (-0,0011 và $p < 0,05$) và biến Decline (-0,0018 và $p < 0,05$) cho thấy rằng quy mô HĐQT ở giai đoạn trưởng thành nhỏ hơn so với giai đoạn tăng trưởng và quy mô HĐQT ở giai đoạn suy thoái nhỏ hơn so với giai đoạn tăng trưởng của vòng đời doanh nghiệp do đó chấp nhận giả thuyết H2a. Đối với tính độc lập của HĐQT kết quả nghiên cứu cho thấy biến LC không cho thấy tính độc lập của HĐQT giảm qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp. Đồng thời, biến Mature và biến Decline cho thấy không xác nhận tính độc lập của HĐQT ở giai đoạn trưởng thành nhỏ hơn so với giai đoạn tăng trưởng và giai đoạn suy thoái với giai đoạn tăng trưởng của vòng đời doanh nghiệp do đó không đủ cơ sở để chấp nhận hay bác bỏ giả thuyết H2b. Đối với sự kiêm nhiệm chức vụ TGD của chủ tịch HĐQT, luận án sử dụng hồi quy logistic đối với biến phụ thuộc là biến nhị phân với kết quả nghiên cứu cho thấy biến LC (-0,442 và $p < 0,01$) cho thấy sự kiêm nhiệm này có xu hướng giảm qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp. Đồng thời, biến Mature (-0,438 và $p < 0,01$) và biến Decline (-0,885 và $p < 0,01$) chỉ ra rằng sự kiêm nhiệm chức vụ TGD của chủ tịch HĐQT ở giai đoạn trưởng thành và giai đoạn suy thoái giảm so với giai đoạn tăng trưởng của vòng đời doanh nghiệp do đó tác giả chấp nhận giả thuyết H2c.

Kết quả nghiên cứu về tác động của vòng đời doanh nghiệp đến quản trị công ty cho thấy sự thay đổi về cấu trúc sở hữu và cấu trúc HĐQT của các công ty Việt Nam niêm yết trên sàn chứng khoán phát triển theo vòng đời doanh nghiệp, cụ thể như sau: tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn nhất có xu hướng gia tăng qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp điều này phản ánh rằng các công ty ở Việt Nam có cấu trúc sở hữu tập trung cao và thường tập trung vào 1 hoặc một nhóm cổ đông và với một cơ chế bảo vệ cổ đông thiểu số còn yếu do đó cổ đông lớn này có khả năng gia tăng tỷ lệ sở hữu, nắm quyền kiểm soát với mục đích tối đa hóa lợi ích của mình và cũng là tối đa hóa lợi ích của công ty. Đồng thời, quy mô HĐQT và sự kiêm nhiệm chức vụ TGD của chủ tịch HĐQT có xu hướng giảm trong chu kỳ của vòng đời doanh nghiệp. Kết quả này phản ánh rằng cấu trúc HĐQT của các công ty niêm yết ở Việt Nam thay đổi chủ yếu do nhu cầu nguồn lực của công ty có được từ các thành viên HĐQT trong khi đó vai trò giám sát của thành viên HĐQT ít được tính đến. Tuy

nhien, kết quả nghiên cứu cho thấy tỷ lệ sở hữu của HĐQT, tỷ lệ sở hữu của TGD, tính độc lập HĐQT không có mối liên hệ với vòng đời doanh nghiệp.

4.4. Tác động của quản trị công ty đến thành quả công ty trong giai đoạn trưởng thành và giai đoạn suy thoái của vòng đời doanh nghiệp

4.4.1. Thống kê mô tả

Bảng 4.9. Thống kê số lượng công ty theo ngành kinh doanh qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp

Ngành kinh doanh	Vòng đời doanh nghiệp			Tổng cộng
	Tăng trưởng	Trưởng thành	Suy thoái	
Bán buôn	44	149	31	224
Bán lẻ	27	45	16	88
Công nghệ và thông tin	44	104	44	192
Dịch vụ chuyên môn, khoa học và công nghệ	15	18	7	40
Dịch vụ lưu trú và ăn uống	14	23	3	40
Khai khoáng	30	111	19	160
Sản xuất	254	693	237	1184
Tiện ích	45	108	31	184
Vận tải và kho bãi	56	146	46	248
Xây dựng và Bất động sản	198	563	199	960
Tổng cộng	727	1960	633	3320

Nguồn: Tính toán và tổng hợp của tác giả (Phụ lục 3)

Từ kết quả thống kê số lượng công ty theo ngành kinh doanh trong từng giai đoạn vòng đời doanh nghiệp của các công ty Việt Nam niêm yết giai đoạn 2012-2019 cho thấy có 727 quan sát thuộc giai đoạn tăng trưởng, 1960 quan sát thuộc giai đoạn trưởng thành và 633 quan sát thuộc giai đoạn suy thoái.

Bảng 4.10. Thống kê mô tả các biến của các công ty trong giai đoạn tăng trưởng của vòng đời doanh nghiệp

Biến số	Số quan sát	Trung bình	Trung vị	Giá trị lớn nhất	Giá trị nhỏ nhất	Độ lệch chuẩn	Độ xiên	Độ nhọn
ROA	727	0,0559	0,0430	0,2778	-0,1090	0,0597	0,9148	4,8256
TobinQ	727	2,1119	1,6668	7,8498	0,4551	1,4642	1,9404	7,0708
Block	727	0,3211	0,2689	0,9672	0,0000	0,1893	0,4477	2,4333
Own Board	727	0,1389	0,0767	0,8596	0,0000	0,1620	1,5768	5,2223
CEO Share	727	0,0540	0,0089	0,6474	0,0000	0,1041	3,2365	15,1197
BSize	727	1,7007	1,6094	2,3979	1,0986	0,2094	0,7003	4,1353
Indep	727	0,3274	0,3333	1,0000	0,0000	0,2895	0,3080	1,8389

Dual	727	0,3219	0,0000	1,0000	0,0000	0,4675	0,7626	1,5815
Risk	727	0,0257	0,0171	0,1296	0,0011	0,0251	1,9658	7,0603
Debt	727	0,5263	0,5516	0,8971	0,0518	0,1933	-0,3293	2,5407
Size	727	27,439	27,290	32,254	23,489	1,562	0,266	3,018
Tang	727	0,1865	0,1323	0,8067	0,0012	0,1761	1,1089	3,6352
SaleGrowth	727	0,3862	0,2211	2,6803	-0,6582	0,5639	2,4977	10,2066

Nguồn: Tính toán và tổng hợp của tác giả (Phụ lục 3)

Bảng 4.11. Thống kê mô tả các biến của các công ty trong giai đoạn trưởng thành của vòng đời doanh nghiệp

Biến	Số quan sát	Trung bình	Trung vị	Giá trị lớn nhất	Giá trị nhỏ nhất	Độ lệch chuẩn	Độ xiên	Độ nhọn
ROA	1960	0,059	0,046	0,2778	-0,109	0,0651	0,9267	4,8386
TobinQ	1960	1,8378	1,4205	7,8498	0,4551	1,3297	2,1922	8,8297
Block	1960	0,366	0,371	0,9849	0,0000	0,1944	0,1658	2,2222
Own Board	1960	0,1125	0,0432	0,8751	0,0000	0,1542	2,0814	7,8813
CEO Share	1960	0,0378	0,0051	0,7182	0,0000	0,0789	3,6132	19,067
BSize	1960	1,6846	1,6094	2,3979	1,0986	0,1916	0,6748	4,705
Indep	1960	0,3171	0,2857	1,0000	0,0000	0,2787	0,3266	1,8957
Dual	1960	0,2342	0,0000	1,0000	0,0000	0,4236	1,2554	2,5759
Risk	1960	0,0238	0,0165	0,1296	0,0011	0,0233	2,184	8,7213
Debt	1960	0,5008	0,5224	0,8971	0,0518	0,215	-0,2439	2,1236
Size	1960	27,253	27,171	33,632	23,33	1,5022	0,3606	3,3776
Tang	1960	0,1918	0,129	0,8067	0,0012	0,1853	1,4611	4,7474
SaleGrowth	1960	0,0817	0,0556	2,6803	-0,6582	0,3867	3,1142	20,302

Nguồn: Tính toán và tổng hợp của tác giả (Phụ lục 3)

Bảng 4.12. Thống kê mô tả các biến của các công ty trong giai đoạn suy thoái của vòng đời doanh nghiệp

Biến	Số quan sát	Trung bình	Trung vị	Giá trị lớn nhất	Giá trị nhỏ nhất	Độ lệch chuẩn	Độ xiên	Độ nhọn
ROA	633	0,0574	0,047	0,2778	-0,109	0,0571	0,7468	4,8731
TobinQ	633	1,4226	1,1498	5,6723	0,4551	0,92	1,7386	6,1658
Block	633	0,3983	0,4331	0,85	0,0000	0,1806	-0,1664	2,1344
Own Board	633	0,0994	0,0359	0,9352	0,0000	0,1485	2,3916	9,3701
CEO Share	633	0,0302	0,0028	0,7182	0,0000	0,0776	4,7876	31,635
BSize	633	1,6556	1,6094	2,3979	1,0986	0,1808	0,4849	5,5556
Indep	633	0,2922	0,25	1,0000	0,0000	0,2768	0,4291	1,898
Dual	633	0,169	0,0000	1,0000	0,0000	0,3751	1,7662	4,1193
Risk	633	0,0236	0,0164	0,1296	0,0011	0,0227	2,1716	8,7683
Debt	633	0,4798	0,4835	0,8971	0,0518	0,2211	-0,1229	1,9311
Size	633	27	26,97	31,431	23,416	1,4688	0,1417	3,0109

Tang	633	0,1737	0,1086	0,8067	0,0012	0,1799	1,7072	5,5658
SaleGrowth	633	-0,0866	-0,073	1,3674	-0,6582	0,2189	0,9069	9,4871

Nguồn: Tính toán và tổng hợp của tác giả (Phụ lục 3)

Số liệu thống kê mô tả (bảng 4.10, bảng 4.11, bảng 4.12), cho thấy các biến đại diện cho quản trị công ty như cấu trúc sở hữu, cấu trúc HĐQT phù hợp với mô tả quản trị của các công ty trong giai đoạn tăng trưởng, trưởng thành và suy thoái của vòng đời doanh nghiệp cụ thể:

Về cấu trúc sở hữu, có thể thấy tỷ lệ sở hữu bình quân của cổ đông lớn nhất của các công ty tăng trưởng là 32,11 %, trưởng thành là 36,6 %, trong khi đó tỷ lệ này của các công ty trong giai đoạn suy thoái là 39,83%, kết quả này phù hợp với kết quả nghiên cứu ở bảng 4.6 về kiểm định sự khác biệt trung bình của các biến quản trị công ty theo các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp, tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn nhất có xu hướng tăng trong các chu kỳ của vòng đời doanh nghiệp. Thêm vào đó, tỷ lệ sở hữu của HĐQT bình quân ở giai đoạn tăng trưởng là 13,89% ,trưởng thành là 11,25% và ở giai đoạn suy thoái là 9,94%, kết quả này cho thấy tỷ lệ sở hữu của HĐQT giảm dần từ giai đoạn trưởng thành, tăng trưởng và suy thoái của vòng đời doanh nghiệp và phù hợp với kết quả bảng 4.7 khi cho rằng tỷ lệ sở hữu của HĐQT có xu hướng giảm trong suốt chu kỳ của vòng đời doanh nghiệp. Đồng thời, khi xem xét tỷ lệ sở hữu trung bình của TGD ở giai đoạn tăng trưởng là 5,4%, giai đoạn trưởng thành là 3,7% và ở giai đoạn suy thoái là 3,02%, có thể thấy tỷ lệ sở hữu của TGD có xu hướng giảm trong suốt chu kỳ vòng đời doanh nghiệp, phù hợp với kết quả nghiên cứu bảng 4.6 khi cho rằng tỷ lệ sở hữu của TGD có xu hướng giảm trong chu kỳ của vòng đời doanh nghiệp.

Về cấu trúc HĐQT có thể thấy rằng, các công ty niêm yết ở Việt Nam có quy mô từ 3 đến 11 thành viên đáp ứng quy định về số lượng thành viên HĐQT⁷⁸, và đa số tập trung nhiều ở quy mô HĐQT có 5 thành viên, đồng thời có thể thấy logarit của quy mô HĐQT trung bình ở giai đoạn tăng trưởng là 1.7, ở giai đoạn trưởng thành là 1.685 và trong giai đoạn suy thoái là 1.655 như vậy quy mô HĐQT có xu hướng giảm khi chuyển từ giai đoạn tăng trưởng, trưởng thành và suy thoái của chu kỳ vòng đời

⁷ Khoản 1, Điều 11, Thông tư số 121/ 2012/TT-BTC quy định về quản trị công ty áp dụng cho công ty đại chúng ngày 26/07/2012 của Bộ Tài chính.

⁸ Khoản 1, Điều 154, Luật Doanh nghiệp 2020

doanh nghiệp. Kết quả thống kê này phù hợp với kết quả nghiên cứu bảng 4.6 khi cho rằng quy mô có xu hướng giảm trong suốt chu kỳ của vòng đời doanh nghiệp. Đồng thời, khi xem xét tính độc lập của HĐQT có thể thấy ở giai đoạn tăng trưởng tính độc lập của HĐQT trung bình là 32,74%, trong giai đoạn trưởng thành là 31,71% và sang giai đoạn suy thoái tính độc lập của HĐQT là 29,22% có xu hướng giảm dần qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp và cả 3 giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp đều chưa đáp ứng quy định của pháp luật về tỷ lệ thành viên HĐQT độc lập tối thiểu là 1/3⁹. Tương tự vậy, sự kiêm nhiệm chức vụ TGD của chủ tịch HĐQT giảm dần từ giai đoạn tăng trưởng là 32,19%, ở giai đoạn trưởng thành là 23,42% và đến giai đoạn suy thoái là 16,9% cho thấy xu hướng các doanh nghiệp Việt Nam ngày càng tuân thủ các nguyên tắc quản trị công ty, tỷ lệ các công ty có chủ tịch HĐQT kiêm nhiệm TGD có xu hướng giảm dần qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp. Kết quả thống kê về cấu trúc HĐQT cho thấy phù hợp với kết quả nghiên cứu bảng 4.6 khi cho rằng quy mô HĐQT, tính độc lập HĐQT và sự kiêm nhiệm TGD của chủ tịch HĐQT có xu hướng giảm trong suốt chu kỳ của vòng đời doanh nghiệp.

Hệ số tương quan được mô tả ở bảng 4.13, bảng 4.15 và bảng 4.17 cho thấy hệ số tương quan giữa các biến giải thích không cao. Đồng thời, hệ số nhân tử phóng đại phương sai (VIF) cho thấy hệ số VIF của các biến trong mô hình trong từng giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp đều nhỏ hơn 10 (bảng 4.14, bảng 4.16 và bảng 4.18). Do đó, không có hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến giải thích xảy ra trong các mô hình, các biến đều có thể sử dụng để phân tích hồi quy ở bước tiếp theo.

Bảng 4.13. Ma trận hệ số tương quan của các công ty trong giai đoạn tăng trưởng của vòng đời doanh nghiệp

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
(1) Block	1,00										
(2) Own_Board	-0,17	1,00									
(3) CEO_Share	-0,01	0,71	1,00								
(4) BSize	-0,13	0,02	-0,04	1,00							
(5) Indep	0,07	-0,12	-0,06	0,04	1,00						
(6) Dual	-0,22	0,17	0,42	-0,05	-0,06	1,00					
(7) Risk	0,02	-0,01	0,01	-0,05	-0,13	0,01	1,00				
(8) Debt	0,04	0,11	0,11	-0,09	-0,04	-0,01	-0,16	1,00			

⁹ Khoản 2, Điều 11, Thông tư số 121/ 2012/TT-BTC quy định về quản trị công ty áp dụng cho công ty đại chúng ngày 26/07/2012 của Bộ Tài chính.

(9) Size	-0,06	0,03	0,04	0,28	0,04	0,09	-0,10	0,24	1,00		
(10) Tang	0,20	-0,03	-0,07	0,00	-0,02	-0,15	-0,02	0,04	0,01	1,00	
(11) SaleGrowth	-0,15	0,03	0,03	-0,08	-0,03	0,03	0,08	0,03	0,05	-0,16	1,00

Nguồn: Tổng hợp và tính toán của tác giả (Phụ lục 4)

Bảng 4.14. Hệ số phóng đại phương sai VIF nhóm công ty trong giai đoạn tăng trưởng của vòng đời doanh nghiệp

Biến	ROA		TobinQ	
	VIF	1/VIF	VIF	1/VIF
L1. ROA	1,23	0,813		
L1. TobinQ			1,08	0,923
Block	1,25	0,797	1,25	0,802
Own_Board	2,33	0,429	2,33	0,429
CEO_Share	2,72	0,367	2,73	0,366
BSize	1,18	0,850	1,18	0,849
Indep	1,04	0,957	1,05	0,948
Dual	1,45	0,692	1,43	0,697
Debt	1,29	0,774	1,15	0,873
Size	1,22	0,819	1,23	0,816
Risk	1,06	0,942	1,08	0,922
SaleGrowth	1,11	0,900	1,07	0,933
Tang	1,09	0,920	1,08	0,923
VIF trung bình	1,42		1,39	

Nguồn: Tính toán của tác giả (Phụ lục 4)

Bảng 4.15. Ma trận hệ số tương quan các biến của các công ty trong giai đoạn trưởng thành của vòng đời doanh nghiệp

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
(1) Block	1,00										
(2) Own_Board	-0,28	1,00									
(3) CEO_Share	-0,18	0,66	1,00								
(4) BSize	-0,12	0,08	-0,02	1,00							
(5) Indep	0,06	-0,04	-0,07	0,06	1,00						
(6) Dual	-0,22	0,23	0,46	0,00	-0,05	1,00					
(7) Risk	-0,05	0,07	0,02	-0,07	-0,01	0,03	1,00				
(8) Debt	0,11	0,04	0,05	-0,05	0,02	-0,04	-0,16	1,00			
(9) Size	0,06	-0,10	-0,06	0,31	0,19	-0,09	-0,11	0,30	1,00		
(10) Tang	0,14	-0,04	-0,04	0,09	-0,06	-0,08	0,02	-0,09	0,01	1,00	
(11) SaleGrowth	-0,05	0,03	-0,01	0,02	0,01	-0,04	0,00	0,08	0,09	-0,08	1,00

Nguồn: Tổng hợp và tính toán của tác giả (Phụ lục 4)

Bảng 4.16. Hệ số phóng đại phương sai VIF nhóm công ty trong giai đoạn trưởng thành của vòng đời doanh nghiệp

Biến	ROA		TobinQ	
	VIF	1/VIF	VIF	1/VIF
L1.ROA	1,33	0,7496		
L1.TobinQ			1,09	0,9156
Block	1,19	0,8425	1,18	0,8479
Own Board	1,98	0,5043	1,98	0,5038
CEO Share	2,22	0,4497	2,22	0,4501
BSize	1,2	0,8320	1,2	0,8311
Indep	1,05	0,9498	1,06	0,9407
Dual	1,35	0,7425	1,35	0,7425
Debt	1,48	0,6741	1,2	0,8344
Size	1,34	0,7474	1,37	0,7293
Risk	1,06	0,9453	1,05	0,9488
SaleGrowth	1,02	0,9762	1,02	0,9758
Tang	1,06	0,9454	1,06	0,9451
VIF trung bình	1,36		1,32	

Nguồn: Tính toán của tác giả (Phụ lục 4)

Bảng 4.17. Ma trận hệ số tương quan các biến của các công ty trong giai đoạn suy thoái của vòng đời doanh nghiệp

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
(1) Block	1,00										
(2) Own Board	-0,31	1,00									
(3) CEO Share	-0,13	0,66	1,00								
(4) BSize	-0,09	-0,06	-0,05	1,00							
(5) Indep	0,03	-0,07	-0,05	0,10	1,00						
(6) Dual	-0,17	0,19	0,37	0,01	-0,02	1,00					
(7) Risk	-0,15	0,02	-0,05	-0,01	0,06	0,10	1,00				
(8) Debt	0,13	0,09	0,13	0,03	-0,10	-0,08	-0,32	1,00			
(9) Size	0,22	-0,19	-0,06	0,34	0,19	-0,16	-0,03	0,36	1,00		
(10) Tang	0,19	-0,11	-0,08	0,15	-0,03	-0,05	0,04	-0,14	0,15	1,00	
(11) SaleGrowth	0,04	-0,07	-0,02	0,00	-0,06	-0,03	-0,23	0,00	-0,05	0,07	1,00

Nguồn: Tổng hợp và tính toán của tác giả (Phụ lục 4)

Bảng 4.18. Hệ số phóng đại phương sai VIF nhóm công ty trong giai đoạn suy thoái của vòng đời doanh nghiệp

Biến	ROA		TobinQ	
	VIF	1/VIF	VIF	1/VIF
L. ROA	1,48	0,6779		
L. TobinQ			1,15	0,8678
Block	1,28	0,7843	1,26	0,7936
Own Board	2	0,5005	2	0,5000

CEO_Share	2,01	0,4963	2,04	0,4902
BSize	1,21	0,8245	1,23	0,8126
Indep	1,08	0,9289	1,1	0,9096
Dual	1,26	0,7954	1,26	0,7925
Debt	1,88	0,5327	1,55	0,6454
Size	1,62	0,6184	1,64	0,6114
Risk	1,27	0,7869	1,26	0,7947
SaleGrowth	1,09	0,9164	1,08	0,9277
Tang	1,14	0,8751	1,14	0,8761
VIF trung bình	1,44		1,39	

Nguồn: Tính toán của tác giả (Phụ lục 4)

4.4.2. Kết quả nghiên cứu về tác động của quản trị công ty đến thành quả công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp

Trước khi thực hiện hồi quy, tác giả sử dụng phương pháp kiểm định Durbin – Wu – Hausman để kiểm tra biến độc lập trong mô hình bị nghi ngờ là biến nội sinh có phải là biến nội sinh hay không. Khi xác định các biến có hiện tượng nội sinh tác giả xây dựng một tập các biến công cụ không tương quan với phần dư và có tương quan với biến nội sinh để đưa vào mô hình. Kết quả của mô hình SGMM chỉ được xem là phù hợp khi thỏa hai điều kiện: (1) tồn tại các hạn chế về giới hạn xác định quá mức tức là nhằm xác định tính phù hợp của các biến công cụ, kiểm định sự không tồn tại mối tương quan giữa các biến công cụ và sai số; và (2) Không tồn tại hiện tượng tự tương quan bậc 2 trong sai phân bậc nhất. Để kiểm định tính phù hợp của SGMM, kiểm định Sargan hoặc Hansen về giới hạn xác định quá mức và kiểm định Arellano – Bond về hiện tượng tự tương quan được sử dụng. Kết quả bảng 4.21, bảng 4.22 và bảng 4.23 cho thấy kiểm định tương quan bậc 2 (AR2) và kiểm định Hansen đều lớn hơn 10% do đó kết quả hồi quy là phù hợp.

Bảng 4.19. Kết quả hồi quy (SGMM) quản trị công ty tác động đến thành quả công ty trong giai đoạn tăng trưởng của vòng đời doanh nghiệp

	ROA		TobinQ	
	Mô hình 7a	Mô hình 8a	Mô hình 7b	Mô hình 8b
<i>Biến trễ của biến phụ thuộc</i>				
L.TobinQ			0,609*** (0,019)	0,617*** (0,018)
L.ROA	0,442*** (0,088)	0,442*** (0,088)		
<i>Biến độc lập</i>				

Block	0,042* (0,025)	0,041 (0,026)	0,636* (0,328)	0,643*** (0,204)
Own_Board	0,072** (0,035)	0,072** (0,035)	-0,649 (0,469)	-0,850*** (0,192)
CEO_Share	-0,052 (0,047)	-0,047 (0,121)	1,521 (0,946)	2,064*** (0,470)
CEO_Share2		-0,016 (0,218)		-2,975*** (0,778)
BSize	0,031* (0,016)	0,032** (0,016)	0,362*** (0,137)	0,297*** (0,084)
Indep	-0,017 (0,014)	-0,019 (0,015)	-0,026 (0,111)	0,042 (0,069)
Dual	0,016** (0,008)	0,016** (0,008)	-0,025 (0,129)	0,006 (0,063)
<i>Biến kiểm soát</i>				
Debt	-0,084** (0,038)	-0,083** (0,038)	-0,209 (0,327)	-0,430** (0,195)
Size	-0,002 (0,004)	-0,002 (0,005)	-0,090** (0,045)	-0,029 (0,031)
Tang	0,001 (0,029)	0,000 (0,029)	-0,328 (0,334)	-0,644*** (0,210)
Risk	0,310 (0,199)	0,311 (0,199)	-8,282*** (1,438)	-7,018*** (1,056)
SalesGrowth	0,014** (0,005)	0,014*** (0,005)	0,011 (0,021)	-0,020 (0,013)
Hằng số	0,054 (0,118)	0,053 (0,127)	2,751** (1,256)	1,303 (0,825)
<i>Các kiểm định thống kê</i>				
N	647	647	647	647
Số biến công cụ	144	144	69	89
Số nhóm	236	236	236	236
AR2	0,523	0,525	0,460	0,471
Hansen	0,567	0,532	0,655	0,518

Ghi chú: * có mức ý nghĩa 1%. ** có mức ý nghĩa 5% và *** có mức ý nghĩa 10%

Nguồn: Tính toán và tổng hợp từ phần mềm Stata (Phụ lục 5)

Bảng 4.20. Kết quả hồi quy (SGMM) quản trị công ty tác động đến thành quả công ty trong giai đoạn trưởng thành của vòng đời doanh nghiệp

	ROA		TobinQ	
	Mô hình 7a	Mô hình 8a	Mô hình 7b	Mô hình 8b
<i>Biến trễ của biến phụ thuộc</i>				
L.TobinQ			0,598*** (0,095)	0,598*** (0,096)
L.ROA	0,286***	0,306***		

	(0,040)	(0,043)		
<i>Biến độc lập</i>				
Block	0,075*** (0,019)	0,096*** (0,021)	-0,304 (0,541)	-0,224 (0,536)
Own_Board	-0,011 (0,019)	-0,017 (0,023)	-0,347 (0,609)	-0,339 (0,640)
CEO_Share	-0,016 (0,025)	0,186** (0,074)	-0,136 (1,132)	-3,266 (2,356)
CEO_Share2		-0,464*** (0,164)		7,359* (4,365)
BSize	0,021* (0,012)	0,019 (0,013)	0,130 (0,144)	0,119 (0,150)
Indep	-0,010* (0,006)	-0,007 (0,007)	0,160 (0,139)	0,132 (0,132)
Dual	-0,014*** (0,005)	-0,019*** (0,006)	-0,059 (0,149)	0,071 (0,164)
<i>Biến kiểm soát</i>				
Debt	-0,105*** (0,017)	-0,119*** (0,019)	0,110 (0,268)	0,066 (0,284)
Size	-0,005** (0,002)	-0,003 (0,003)	-0,143** (0,059)	-0,137** (0,056)
Tang	0,007 (0,023)	0,013 (0,025)	0,225 (0,337)	0,285 (0,325)
Risk	-0,216** (0,100)	-0,267** (0,110)	-2,574 (2,180)	-3,484 (2,262)
SalesGrowth	0,020*** (0,004)	0,025*** (0,005)	0,006 (0,071)	0,004 (0,063)
Hằng số	0,165** (0,065)	0,128* (0,071)	4,428*** (1,648)	4,324*** (1,541)
<i>Các kiểm định thống kê</i>				
N	1.696	1.696	1.696	1.696
Số biến công cụ	132	132	107	107
Số nhóm	399	399	399	399
AR2	0,158	0,159	0,234	0,272
Hansen	0,131	0,182	0,765	0,891

Ghi chú: *** có mức ý nghĩa 1%. ** có mức ý nghĩa 5% và * có mức ý nghĩa 10%

Nguồn: Tính toán và tổng hợp từ phần mềm stata (Phụ lục 5)

Bảng 4.21. Kết quả hồi quy (SGMM) quản trị công ty tác động đến thành quả công ty trong giai đoạn suy thoái của vòng đời doanh nghiệp

	ROA		TobinQ	
	Mô hình 7a	Mô hình 8a	Mô hình 7b	Mô hình 8b
<i>Biến trễ của biến phụ thuộc</i>				
L.TobinQ			0,719***	0,648***

			(0,049)	(0,100)
L.ROA	0,088** (0,043)	0,344*** (0,107)		
<i>Biến độc lập</i>				
Block	0,035** (0,017)	-0,003 (0,031)	0,339*** (0,104)	-0,091 (0,329)
Own_Board	-0,054*** (0,020)	-0,010 (0,025)	-0,231* (0,127)	0,081 (0,212)
CEO_Share	-0,024 (0,035)	-0,118 (0,140)	0,134 (0,133)	-0,860 (1,389)
CEO_Share2		0,281 (0,322)		0,333 (2,920)
BSize	-0,011 (0,015)	0,000 (0,028)	0,092 (0,062)	0,472* (0,261)
Indep	-0,007 (0,007)	-0,015 (0,014)	0,037 (0,035)	0,147 (0,093)
Dual	0,010 (0,008)	-0,002 (0,013)	-0,066** (0,028)	0,028 (0,073)
<i>Biến kiểm soát</i>				
Debt	-0,041*** (0,016)	-0,104*** (0,029)	-0,268** (0,105)	0,156 (0,264)
Size	-0,000 (0,004)	-0,003 (0,006)	-0,055* (0,029)	0,013 (0,051)
Tang	-0,002 (0,023)	0,009 (0,034)	0,091 (0,139)	-0,081 (0,220)
Risk	-0,548*** (0,101)	-0,244 (0,228)	-1,095 (0,926)	-3,039 (2,667)
SalesGrowth	0,020*** (0,004)	0,024*** (0,007)	-0,097*** (0,032)	-0,104* (0,057)
Hằng số	0,097 (0,107)	0,186 (0,167)	1,713** (0,730)	-0,668 (1,466)
<i>Các kiểm định thống kê</i>				
N	562	562	562	562
Số biến công cụ	80	86	167	101
Số nhóm	220	220	220	220
AR2	0,187	0,133	0,466	0,301
Hansen	0,827	0,493	0,651	0,237

Ghi chú: * có mức ý nghĩa 1%. ** có mức ý nghĩa 5% và *** có mức ý nghĩa 10%

Nguồn: Tính toán và tổng hợp từ phần mềm stata (Phụ lục 5)

Kết quả hồi quy (bảng 4.19, bảng 4.20 và bảng 4.21) cho thấy có sự tác động của quản trị công ty mà đại diện là cấu trúc sở hữu và cấu trúc HĐQT đến thành quả

công ty của các công ty Việt Nam niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán trong giai đoạn tăng trưởng, trưởng thành và suy thoái của vòng đời doanh nghiệp. Cụ thể:

Tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn nhất (Block) tác động tích cực đến ROA (0.042) ở giai đoạn tăng trưởng, điều này có ý nghĩa rằng nếu Block tăng 1 đơn vị sẽ làm ROA tăng 0.042 đơn vị. Đồng thời, Block tác động tích cực và mạnh nhất đến TobinQ (0.636) trong giai đoạn tăng trưởng. Kết quả chỉ ra rằng tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn nhất có tác động tích cực đến thành quả công ty (ROA, TobinQ) trong giai đoạn tăng trưởng của vòng đời doanh nghiệp do đó chấp nhận giả thuyết H3a. Kết quả này phù hợp với nghiên cứu của Claessens và Djankov (1999), Demsetz và Lehn (1985), McConnell và Servaes (1990) khi cho rằng tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn nhất (TOP 1) sẽ có tác động đến thành quả công ty. Trong khi đó, kết quả nghiên cứu cho thấy Block tác động tích cực đến ROA (0.075), có nghĩa là tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn nhất tác động tích cực thành quả công ty ở giai đoạn trưởng thành của vòng đời doanh nghiệp do đó kết quả nghiên cứu ngược với giả thuyết H3b. Trong giai đoạn suy thoái, kết quả nghiên cứu cho thấy Block tác động tích cực đến ROA (0.035) và TobinQ (0.339), có nghĩa là tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn nhất tác động tích cực đến thành quả công ty do đó chấp nhận giả thuyết H3c. Kết quả này phù hợp với nghiên cứu của Sridharan và Joshi (2018) khi cho rằng tỷ lệ sở hữu tập trung mang lại tác động tích cực đến thành quả công ty ở giai đoạn tăng trưởng, trưởng thành và suy thoái của vòng đời doanh nghiệp.

Đối với tỷ lệ sở hữu của HĐQT (Own_Board), trong giai đoạn tăng trưởng của vòng đời doanh nghiệp kết quả nghiên cứu xác nhận tác động tích cực của Own_Board đến thành quả công ty (ROA) và mức độ tác động lớn nhất đến ROA, nếu Own_Board thay đổi 1 đơn vị thì ROA sẽ tăng 0.075 đơn vị do đó chấp nhận giả thuyết H4a tỷ lệ sở hữu của HĐQT tác động tích cực đến thành quả công ty trong giai đoạn tăng trưởng. Tuy nhiên, trong giai đoạn trưởng thành kết quả nghiên cứu không cho thấy sự tác động ở mức ý nghĩa thống kê của Own_Board đến thành quả công ty, do đó chưa đủ cơ sở để kết luận chấp nhận hay bác bỏ giả thuyết H4b. Trong khi đó, ở giai đoạn suy thoái kết quả nghiên cứu cho thấy Own_Board tác động tiêu cực đến ROA (-0.054) và TobinQ (-0.231) và mức độ ảnh hưởng của Own_Board đến ROA trong giai đoạn suy thoái là mạnh nhất. Kết quả cho thấy tỷ lệ sở hữu của HĐQT tác

động tiêu cực đến thành quả công ty trong giai đoạn suy thoái của vòng đời doanh nghiệp do đó chấp nhận giả thuyết H4c và kết quả này phù hợp với nghiên cứu của Lien và Holloway (2014), Tian và Estrin (2008), Young và cộng sự (2008).

Tỷ lệ sở hữu của TGD (CEO_Share) và thành quả công ty tồn tại mối quan hệ phi tuyến dạng hình chữ U ngược ở giai đoạn tăng trưởng và giai đoạn trưởng thành của vòng đời doanh nghiệp. Kết quả này cho thấy tồn tại hiệu ứng “hội tụ lợi ích” khi tỷ lệ sở hữu cổ phần của TGD tăng lên đến một mức nào đó và khi vượt qua mức này xảy ra hiệu ứng “ngăn chặn” (Vo và Nguyen, 2014; Coles và cộng sự, 2012) ở giai đoạn tăng trưởng, giai đoạn trưởng thành của vòng đời doanh nghiệp. Do đó, kết quả của nghiên cứu chấp nhận giả thuyết H5a và giả thuyết H5b và kết quả này phù hợp với nghiên cứu của Liao và cộng sự (2014) khi cho rằng sở hữu của nhà quản lý có mối quan hệ phi tuyến với thành quả công ty ở giai đoạn tăng trưởng và giai đoạn trưởng thành của vòng đời doanh nghiệp. Tuy nhiên kết quả nghiên cứu không cho thấy mối quan hệ phi tuyến ở mức có ý nghĩa thống kê trong giai đoạn suy thoái của vòng đời doanh nghiệp, do đó chưa đủ cơ sở để kết luận chấp nhận hay bác bỏ giả thuyết H5c.

Đối với các biến đặc điểm của cấu trúc HĐQT kết quả cho thấy: kết quả nghiên cứu lại cho thấy quy mô HĐQT (BSize) có tác động tích cực đến thành quả công ty trong giai đoạn tăng trưởng của vòng đời doanh nghiệp, trong đó cho thấy rằng nếu BSize thay đổi 1 đơn vị thì ROA tăng 0.031 đơn vị và TobinQ tăng 0.362 đơn vị, kết quả nghiên cứu này cho thấy chấp nhận giả thuyết H6a. Kết quả nghiên cứu này ủng hộ lý thuyết phụ thuộc nguồn lực khi ở giai đoạn tăng trưởng công ty cần đáp ứng nhu cầu nguồn lực và chuyên môn bên ngoài nhằm thúc đẩy và hỗ trợ sự tăng trưởng (Jawahar và McLaughlin, 2001; Pfeffer và Salancik, 1978). Trong khi đó, kết quả nghiên cứu cho thấy rằng BSize có tác động tích cực đến ROA (0.021) ở giai đoạn trưởng thành, có nghĩa là khi BSize thay đổi 1 đơn vị sẽ làm ROA tăng 0.021 đơn vị, do đó kết quả nghiên cứu ngược với giả thuyết H6b, quy mô HĐQT tác động tích cực đến thành quả công ty ở giai đoạn trưởng thành của vòng đời doanh nghiệp. Tuy nhiên, quy mô HĐQT không có ý nghĩa thống kê với thành quả công ty trong giai đoạn suy thoái của vòng đời doanh nghiệp, do đó không có cơ sở để chấp nhận hay bác bỏ giả thuyết H6c.

Kết quả không cho thấy mối liên hệ giữa tính độc lập của HĐQT và thành quả công ty trong giai đoạn tăng trưởng và giai đoạn suy thoái của vòng đời doanh nghiệp, do đó không đủ cơ sở để chấp nhận giả thuyết H7a, H7c. Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu xác nhận tính độc lập của HĐQT tác động tiêu cực đến thành quả công ty trong giai đoạn trưởng thành của vòng đời doanh nghiệp. Do đó, kết quả này ngược với giả thuyết H7b khi giả thuyết này cho rằng quy mô HĐQT tác động tiêu cực đến thành quả công ty ở giai đoạn trưởng thành của vòng đời doanh nghiệp. Kết quả này phù hợp với nghiên cứu của Campbell và Mínguez-Vera (2008), Agrawal và Knoeber (1996), Bhagat và cộng sự (2001).

Đối với sự kiêm nhiệm chức danh TGD của chủ tịch HĐQT kết quả nghiên cứu cho thấy tác động tích cực của Dual đến ROA (0.016) trong giai đoạn tăng trưởng của vòng đời doanh nghiệp, do đó kết quả nghiên cứu bác bỏ giả thuyết H8a. Tuy nhiên, chủ tịch HĐQT kiêm TGD có tác động tiêu cực đến thành quả công ty ở giai đoạn trưởng thành và giai đoạn suy thoái của vòng đời doanh nghiệp, do đó kết quả nghiên cứu chấp nhận giả thuyết H8b và giả thuyết H8c. Kết quả này ủng hộ quan điểm việc kiêm nhiệm TGD của chủ tịch HĐQT trong giai đoạn trưởng thành và giai đoạn suy thoái sẽ tạo ra một TGD có quyền lực tuyệt đối và có thể dẫn tới sự giám sát kém hiệu quả đội ngũ quản lý của HĐQT (Adams và cộng sự, 2005; Bhagat và Bolton, 2019; Gul và Leung, 2004).

Đối với các biến kiểm soát kết quả nghiên cứu cho thấy đòn bẩy tài chính (Debt), quy mô doanh nghiệp (Size) tác động tiêu cực đến thành quả công ty trong giai đoạn tăng trưởng, trưởng thành và suy thoái của vòng đời doanh nghiệp. Trong khi đó, Tài sản cố định hữu hình (Tang) không cho thấy mức tác động ở mức ý nghĩa thống kê đến thành quả công ty trong giai đoạn tăng trưởng, trưởng thành và giai đoạn suy thoái của vòng đời doanh nghiệp. Rủi ro kinh doanh (Risk) tác động tiêu cực đến thành quả công ty trong giai đoạn trưởng thành và suy thoái, nhưng không cho thấy tác động ở mức ý nghĩa thống kê đến thành quả công ty trong giai đoạn tăng trưởng của vòng đời doanh nghiệp. Tăng trưởng doanh thu (SalesGrowth) có tác động tích cực đến thành quả công ty trong giai đoạn tăng trưởng, trưởng thành tuy nhiên tăng trưởng doanh thu có tác động tiêu cực trong giai đoạn suy thoái của vòng đời doanh nghiệp.

4.4.3. Thảo luận kết quả nghiên cứu

Nghiên cứu xác nhận tác động của quản trị công ty đến thành quả công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp trong giai đoạn 2021-2019. Bằng phương pháp hồi quy dữ liệu bảng động (SGMM), luận án xác nhận tác động của quản trị công ty mà đại diện là các đặc điểm về cấu trúc sở hữu (tỷ lệ sở hữu cổ phần của cổ đông lớn nhất, tỷ lệ sở hữu cổ phần của thành viên HĐQT, tỷ lệ sở hữu cổ phần của TGD) và các đặc điểm về cấu trúc HĐQT (quy mô HĐQT, tính độc lập của HĐQT, sự kiêm nhiệm chức vụ TGD của chủ tịch HĐQT) đến thành quả công ty được đo lường theo hai cách: theo giá trị sổ sách kế toán (ROA) và theo giá trị thị trường (Tobin's Q).

Bảng 4.22. Bảng tổng hợp kết quả nghiên cứu so với kỳ vọng dấu

	Giả thuyết nghiên cứu			Kết quả nghiên cứu		
	Tăng trưởng	Trưởng thành	Suy thoái	Tăng trưởng	Trưởng thành	Suy thoái
Block	+	-	+	+	+	+
Own_Board	+	-	-	+	k	-
CEO_Share	+/-	+/-	+/-	+/-	+/-	k
BSize	+	-	-	+	+	k
Indep	+	+	+	k	-	k
Dual	-	-	-	+	-	-

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

Tỷ lệ sở hữu cổ phần của cổ đông lớn nhất (Block) có tác động tích cực đến thành quả công ty (ROA, TobinQ) trong giai đoạn tăng trưởng, trưởng thành và suy thoái của vòng đời doanh nghiệp do đó chấp nhận giả thuyết H3a, H3c. Tuy nhiên, theo giả thuyết H3b khi cho rằng tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn nhất tác động tiêu cực đến thành quả công ty ở giai đoạn trưởng thành của vòng đời doanh nghiệp do đó kết quả nghiên cứu ngược với giả thuyết H3b. Kết quả ủng hộ nghiên cứu của Sridharan và Joshi (2018), các tác giả đã nghiên cứu mối quan hệ giữa các hình thức sở hữu và thành quả công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp của các công ty niêm yết ở Ấn Độ giai đoạn 2007 đến 2015 đã cho thấy rằng việc tập trung sở hữu cao sẽ mang lại tác động tích cực đến thành quả công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp. Từ kết quả phân tích hồi quy (bảng 4.19, bảng 4.20 và bảng 4.21) có thể thấy tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn nhất tác động tích cực đến thành quả công ty trong giai đoạn tăng trưởng, trưởng thành và suy thoái của vòng đời doanh nghiệp

nguyên nhân là do ở Việt Nam các công ty tăng trưởng đều có cấu trúc sở hữu tập trung cao và tỷ lệ cổ phần của cổ đông lớn nhất cũng khá lớn (vượt trội so với các cổ đông còn lại) do đó theo quan điểm lý thuyết đại diện khi sở hữu tập trung cao thì các cổ đông này có thể đóng vai trò tích cực và trực tiếp trong việc hình thành chính sách và quyết định kinh doanh của công ty (Bhagat và cộng sự, 2004) và làm giảm chi phí đại diện gia tăng thành quả công ty (Anderson và Reeb, 2003; Demsetz và Villalonga, 2001). Đồng thời, kết quả nghiên cứu cho thấy tác động của lệ sở hữu của cổ đông lớn nhất (Block) với thành quả công ty được đo lường bằng TobinQ là mạnh nhất trong giai đoạn tăng trưởng, giai đoạn suy thoái của vòng đời doanh nghiệp và tỷ lệ sở hữu cổ đông lớn nhất tác động mạnh nhất đối với thành quả công ty đo lường bằng ROA ở giai đoạn trưởng thành do đó có thể thấy cổ đông lớn trong các công ty ở giai đoạn tăng trưởng, trưởng thành và giai đoạn suy thoái có vai trò rất quan trọng ảnh hưởng đến thành quả công ty. Gilson (1990) cho rằng trong giai đoạn các công ty gặp khó khăn về tài chính các cổ đông lớn là những người nắm quyền kiểm soát phân bổ lại các nguồn lực nhằm hỗ trợ công ty vượt qua giai đoạn khó khăn. Cùng với quan điểm đó, Filatotchev và Toms (2003) cho thấy rằng việc tái cấu trúc và sự tồn tại của công ty có thể liên quan đến sự hiện diện của chủ sở hữu tổ chức và sự đa dạng của hội đồng quản trị. Các cổ đông tổ chức sở hữu từ năm phần trăm trở lên cổ phần của công ty được coi là đặc biệt quan trọng bởi vì họ có động lực lớn hơn nhiều khi tham gia tái cấu trúc công ty so với các cổ đông nhỏ hơn (Bethel và cộng sự, 1998). Kết quả này phù hợp với nghiên cứu của Claessens và Djankov (1999), Demsetz và Lehn (1985), McConnell và Servaes (1990) khi cho rằng tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn nhất sẽ có tác động tích cực đến thành quả công ty. Có thể thấy ví dụ điển hình cho tổng công ty khí Việt Nam (GAS) với sự hiện diện của cổ đông lớn nhất là cổ đông nhà nước (tỷ lệ sở hữu hơn 95%) cho thấy GAS đạt được mức lợi nhuận lớn do lợi thế được độc quyền kinh doanh khí và được mua giá khí đầu vào với giá thấp hay CTCP Vinacafé Biên Hòa một công ty kinh doanh hàng đầu về café tại Việt Nam được hậu thuẫn bởi cổ đông lớn nhất (CTCP Hàng tiêu dùng Masan), nhờ sự hiệp lực với hệ thống phân phối rộng lớn của Masan Consumer, sức cộng hưởng mạnh mẽ từ chuỗi bán lẻ VinMart/VinMart+, Vinacafé Biên Hòa tiếp tục củng cố thế mạnh chuỗi phân phối sâu rộng với độ bao phủ nhanh từ nông thôn đến thành thị.

Tỷ lệ sở hữu cổ phần của HĐQT (Own_Board): kết quả nghiên cứu cho thấy tỷ lệ sở hữu cổ phần của HĐQT tác động tích cực đến thành quả công ty (ROA) trong giai đoạn tăng trưởng của vòng đời doanh nghiệp do đó chấp nhận giả thuyết H3a. Theo Peng và cộng sự (2010) cho rằng trong giai đoạn tăng trưởng các công ty hầu hết được quản lý hoặc kiểm soát bởi người sáng lập hoặc thành viên gia đình và đa số đều là thành viên HĐQT do đó việc tối đa hóa lợi ích cho công ty cũng là tối đa hóa lợi ích cho chính họ. Shyu và Chen (2009) tìm ra mối quan hệ tích cực giữa tỷ lệ sở hữu HĐQT với thành quả công ty trong giai đoạn tăng trưởng của các công ty niêm yết ở Đài Loan, kết quả này ngụ ý rằng trong giai đoạn tăng trưởng của vòng đời doanh nghiệp, tỷ lệ sở hữu của HĐQT có thể làm tăng sự khích lệ đến các thành viên HĐQT và nâng cao hiệu quả về việc cung cấp nguồn lực, cũng như sự giám sát của họ đến ban giám đốc nhằm bảo vệ lợi ích của chính họ từ đó làm gia tăng thành quả công ty (Jawahar và McLaughlin, 2001). Tuy nhiên trong giai đoạn trưởng thành, không xác nhận mối quan hệ này do đó chưa đủ cơ sở để chấp nhận hoặc bác bỏ giả thuyết H3b. Ngoài ra, kết quả cũng cho thấy tỷ lệ sở hữu của HĐQT tác động tiêu cực đến thành quả công ty (ROA, TobinQ) trong giai đoạn suy thoái và có ý nghĩa thống kê. Kết quả này cũng hàm ý rằng sự gia tăng trong quyền sở hữu của HĐQT sẽ có khả năng HĐQT được trao những quyền lực đủ lớn để để theo đuổi những mục tiêu riêng nhằm tối đa hóa lợi ích của mình tại chi phí của các cổ đông thiểu số (Demsetz, 1983; Demsetz và Lehn, 1985; Fama và Jensen, 1983) gây ảnh hưởng tiêu cực đến thành quả công ty. Các công ty ở Việt Nam với đặc trưng của các nước có nền kinh tế mới nổi các cổ đông lớn (đặc biệt các cổ đông lớn nhất thường nắm quyền chi phối) có tham gia (hoặc đề cử người) vào HĐQT và cũng có một số người đại diện giữ các chức vụ trong ban quản lý như TGD (Claessens và Djankov, 1999; Faccio và cộng sự, 2001). Do đó các nhà quản lý thay vì hướng tới tối đa hóa lợi ích cho tất cả các cổ đông thì chỉ tập trung quản trị để tối đa hóa lợi ích cho cổ đông lớn (Thomsen và cộng sự, 2006). Ở Việt Nam, điển hình như công ty cổ phần Chiêu xạ An Phú (APC), công ty cổ phần Xuất nhập khẩu Bình Thạnh (GIL) thông qua tờ trình bổ sung kế hoạch phát hành riêng lẻ cho các tổ chức, nhà đầu tư chiến lược với giá chỉ bằng một nửa (thậm chí còn thấp hơn) so với thị giá cổ phiếu, như vậy câu hỏi đặt ra ở đây là nhà đầu tư chiến lược phải thỏa mãn điều kiện gì, cùng các thông tin mập

mờ về đối tác khiến cổ phiếu của các công ty này giảm sâu gây thiệt hại cho các cổ đông. Hay như chính phủ, với tư cách là một cổ đông lớn (cổ đông nắm quyền chi phối) có thể sử dụng quyền lực chính trị của mình để tác động đến các đại diện của mình (tức là các quan chức được ủy quyền) nhằm theo đuổi các mục tiêu chính trị - xã hội mà mâu thuẫn với lợi ích của các cổ đông công ty (Lien và Holloway, 2014; Tian và Estrin, 2008; Young và cộng sự, 2008). Ngoài ra, các quan chức được ủy quyền này cũng có thể do thiếu kỹ năng kinh doanh (Wang và Judge, 2012) và vấn đề này vốn phổ biến ở các tập đoàn nhà nước Việt Nam (Kim và cộng sự, 2010) do đó làm tăng chi phí đại diện của công ty và chi phí chiếm đoạt từ các quan chức được ủy quyền này làm ảnh hưởng đến thành quả công ty.

Tỷ lệ sở hữu cổ phần của TGD (CEO_Share): Kết quả hồi quy (bảng 4.19, bảng 4.20 và bảng 4.21) cho thấy có mối quan hệ phi tuyến giữa tỷ lệ sở hữu cổ phần của TGD với thành quả công ty trong giai đoạn tăng trưởng và giai đoạn trưởng thành của vòng đời doanh nghiệp. Kết quả này ủng hộ nghiên cứu của Morck và cộng sự (1988), Fama và Jensen (1983a) cho rằng mối quan hệ giữa tỷ lệ sở hữu của cấp quản lý với thành quả công ty sẽ thay đổi thông qua giả thuyết hội tụ lợi ích và giả thuyết cổ vị (Coles và cộng sự, 2012; McConnell và Servaes, 1990). Đồng thời, Phạm Quốc Việt (2010) cho rằng tỷ lệ sở hữu cổ phần của BGD có mối quan hệ phi tuyến với hiệu quả hoạt động (Vo và Nguyen, 2014).

Kết quả nghiên cứu ở bảng 4.19 cho thấy tỷ lệ sở hữu của TGD (CEO_Share) có mối tương quan dương trong khi đó CEO_Share² có mối tương quan âm và có ý nghĩa thống kê với thành quả công ty (TobinQ) trong giai đoạn tăng trưởng của vòng đời doanh nghiệp, có nghĩa là tồn tại mối quan hệ phi tuyến (chữ U ngược) giữa CEO_Share và TobinQ trong giai đoạn tăng trưởng của vòng đời doanh nghiệp. Lấy đạo hàm riêng phần của TobinQ theo CEO_Share, ta có:

$$(TobinQ)' = 2,064 - 2 * 2,975 * CEO_Share$$

Phương trình (TobinQ)' = 0 có nghiệm CEO_Share = 0.3469. Điều này cho thấy CEO_Share tác động tích cực đến TobinQ khi CEO_Share nhỏ hơn hoặc bằng 34,69% và khi CEO_Share vượt quá giá trị này thì CEO_Share có tương quan âm với TobinQ. Nói một cách khác tồn tại hiệu ứng “hội tụ lợi ích” khi tỷ lệ sở hữu cổ phần

của TGD ở mức thấp hơn 34,69% và khi tỷ lệ sở hữu cổ phần của TGD cao hơn 34,69% xảy ra hiệu ứng “ngăn chặn”.

Đồng thời, kết quả nghiên cứu ở bảng 4.20 cũng cho thấy tỷ lệ sở hữu của TGD (CEO_Share) có mối tương quan dương trong khi đó CEO_Share² có mối tương quan âm và có ý nghĩa thống kê với thành quả công ty (ROA) trong giai đoạn trưởng thành của vòng đời doanh nghiệp, có nghĩa là tồn tại mối quan hệ phi tuyến (chữ U ngược) giữa CEO_Share và ROA trong giai đoạn trưởng thành của vòng đời doanh nghiệp. Lấy đạo hàm riêng phần của TobinQ theo CEO_Share, ta có:

$$(\text{TobinQ})' = 0,186 - 2 * 0,464 * \text{CEO_Share}$$

Phương trình $(\text{TobinQ})' = 0$ có nghiệm CEO_Share = 0,2004. Điều này cho thấy CEO_Share tác động tích cực đến ROA khi CEO_Share nhỏ hơn hoặc bằng 20,04% và khi CEO_Share vượt quá giá trị này thì CEO_Share có tương quan âm với ROA. Nói một cách khác, tồn tại hiệu ứng “hội tụ lợi ích” khi tỷ lệ sở hữu cổ phần của TGD ở mức thấp hơn 20,04% và khi tỷ lệ sở hữu cổ phần của TGD cao hơn 20,04% thì xảy ra hiệu ứng “ngăn chặn”. Kết quả nghiên cứu này thỏa mãn giả thuyết hội tụ lợi ích và giả thuyết cổ vị về quan hệ giữa tỷ lệ sở hữu của TGD với thành quả công ty là mối quan hệ phi tuyến (Vo và Nguyen, 2014; Coles và cộng sự, 2012). Kết quả nghiên cứu này phù hợp với quan điểm của lý thuyết quản lý khi cho rằng lệ sở hữu cổ phần của người quản lý có tác động tích cực đến thành quả của công ty do đó tỷ lệ này càng lớn thì người quản lý càng có quyết định có xu hướng tối đa hóa lợi ích của chủ sở hữu, vì điều này cũng đồng nghĩa với việc tối đa hóa lợi ích của họ (Bhagat và Bolton, 2008; Jensen và Meckling, 1976). Mặt khác khi số lượng cổ phiếu nắm giữ nhiều ở mức độ nào đó người quản lý có đủ quyền lực để theo đuổi những mục tiêu riêng nhằm tối đa hóa lợi ích của mình tại chi phí của các cổ đông thiểu số mà không sợ bị kiểm soát bởi HĐQT (Demsetz, 1983; Demsetz và Lehn, 1985; Fama và Jensen, 1983b). Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu cho thấy sự khác nhau giữa các ngưỡng đảo chiều tác động của CEO_Share đến TobinQ trong giai đoạn tăng trưởng (34,69%) và ngưỡng đảo chiều tác động của CEO_Share đến TobinQ trong giai đoạn trưởng thành (20,04%) của vòng đời doanh nghiệp là khác nhau. Khi tỷ lệ sở hữu TGD dưới ngưỡng đảo chiều thì kết quả nghiên cứu ủng hộ quan điểm lý thuyết quản lý khi cho rằng giám đốc điều hành có thể vận hành một cách hiệu quả không chỉ là

vì họ có năng lực mà còn là họ có chung mục tiêu với người hưởng lợi (Donaldson và Davis, 1991; Muth và Donaldson, 1998). Đồng thời, khi giám đốc điều hành “đồng nhất mục tiêu” với công ty họ thường xuyên thể hiện các hành vi hợp tác, vị tha và tự giác (O'Reilly và Chatman, 1986). Do đó, những nhà quản lý đồng nhất với công ty có động lực hỗ trợ công ty đi đến thành công và nên được giao quyền để thực hiện công việc của mình vì điều này sẽ cho phép họ sử dụng năng lực của mình để thúc đẩy sự thành công của công ty với các chi phí như giám sát và động viên, chi phí ràng buộc cũng được giảm bớt (Donaldson và Davis, 1991). Tuy nhiên, khi tỷ lệ sở hữu của TGD vượt ngưỡng cho thấy rằng các giám đốc sẽ có những hành vi tư lợi làm ảnh hưởng đến lợi ích của công ty và của cổ đông. Như vậy có thể thấy ngưỡng đảo chiều trong giai đoạn tăng trưởng của vòng đời doanh nghiệp cao hơn so với ngưỡng đảo chiều trong giai đoạn trưởng thành của vòng đời doanh nghiệp do đó cho thấy hiệu ứng ngăn chặn sẽ sớm xuất hiện trong giai đoạn trưởng thành của vòng đời doanh nghiệp, điều này ngụ ý rằng các doanh nghiệp cần xác định các chu kỳ của vòng đời doanh nghiệp nhằm đưa ra chính sách lương thưởng cho TGD hợp lý và phù hợp với từng giai đoạn phát triển của công ty.

Quy mô của HĐQT (BSize): Theo lý thuyết phụ thuộc nguồn lực các công ty trong giai đoạn tăng trưởng cần tiếp cận các nguồn lực bên ngoài để phục vụ cho mục tiêu tăng trưởng (Pfeffer và Salancik, 1978) và HĐQT đóng vai trò quan trọng trong việc tư vấn, mang lại các nguồn lực quan trọng cho sự tăng trưởng của công ty (Hillman và Dalziel, 2003) do đó trong giai đoạn tăng trưởng quy mô HĐQT sẽ được mở rộng nhằm cung cấp các nguồn lực bên ngoài cho công ty (Coles và cộng sự, 2008). Kết quả nghiên cứu (bảng 4.19 và bảng 4.20) cho thấy quy mô HĐQT tác động tích cực với thành quả công ty trong giai đoạn tăng trưởng và giai đoạn trưởng thành của vòng đời doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu ủng hộ nghiên cứu của Wahba và Elsayed (2014) đối với 84 doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Ai Cập từ năm 2005 đến 2010 cho thấy rằng quy mô HĐQT đã có ý nghĩa tích cực và đáng kể trong giai đoạn tăng trưởng, trưởng thành và tái cấu trúc của vòng đời doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu này ủng hộ lý thuyết phụ thuộc nguồn lực khi sự gia tăng thành viên HĐQT sẽ giúp tăng mối liên kết với các nguồn lực bên ngoài, cũng như nhờ tận dụng được năng lực, kiến thức, kinh nghiệm của các thành viên HĐQT. Đối

với các công ty ở Việt Nam theo truyền thống là một xã hội dựa trên mối quan hệ, nơi các giao dịch kinh tế hầu như dựa vào các mối quan hệ không chính thức dài hạn. Do đó, việc kết nối các mạng lưới nhằm cung cấp nguồn lực cho sự phát triển của công ty là điều quan trọng, đặc biệt trong bối cảnh các công ty tăng trưởng cần tiếp cận các nguồn lực nhằm mở rộng kinh doanh. Đối với các công ty trưởng thành, việc tiếp cận các nguồn lực nhằm mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh không phải là ưu tiên hàng đầu. Tuy nhiên, với việc sử dụng công nghệ vào sản xuất kinh doanh tương đối lỗi thời, kinh nghiệm quản lý chưa nhiều thì việc tiếp cận các nguồn lực bên ngoài thông qua các thành viên HĐQT nhằm giúp doanh nghiệp cải thiện công nghệ, học hỏi kinh nghiệm cũng như kỹ năng quản lý chuyên nghiệp từ các tổ chức hàng đầu trên thế giới sẽ giúp doanh nghiệp nâng cao thành quả công ty.

Tính độc lập của HĐQT (Indep): kết quả nghiên cứu cho thấy tính độc lập của HĐQT có tác động tiêu cực đến thành quả công ty (ROA) trong giai đoạn trưởng thành của vòng đời doanh nghiệp. Kết quả này trái ngược với quan điểm lý thuyết phụ thuộc nguồn lực khi cho rằng có nhiều thành viên HĐQT độc lập có thể phục vụ công ty tốt hơn bằng cách mở rộng mạng lưới với các nhóm bên ngoài (Pfeffer và Salancik, 1978). Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu phù hợp với nghiên cứu của Campbell và Mínguez-Vera (2008) cho rằng ở các quốc gia có cơ chế quản trị công ty bên ngoài kém phát triển, chức năng giám sát của HĐQT trở thành một cơ chế quản trị nội bộ quan trọng nhưng nếu những thành viên HĐQT độc lập không quan tâm (mơ hồ) về vai trò của mình thì chức năng giám sát sẽ không được thực hiện một cách hiệu quả, vì vậy không kiểm soát được hành vi của ban quản lý (Agrawal và Knoeber, 1996; Bhagat và cộng sự, 2001). Thêm vào đó, Tricker (2012) cho rằng liệu thành viên độc lập có bao giờ thực sự độc lập khi các thành viên độc lập tiềm năng này được đề xuất bởi các thành viên HĐQT hiện thời. Như vậy sự bổ nhiệm này có thể bị tác động nhiều bởi mối quan hệ cá nhân chứ không phải danh tiếng hay kinh nghiệm của thành viên mới. Do đó, sự hiện diện của các thành viên HĐQT độc lập này không hiệu quả cuối cùng sẽ dẫn đến giảm giá trị doanh nghiệp. Đồng thời, có thể là do các công ty áp dụng các quy tắc quản trị công ty với mục đích tuân thủ các quy định thay vì cải thiện thành quả của công ty (Lynall và cộng sự, 2003), đặc biệt là ở Việt Nam nơi được đặc trưng bởi môi trường thể chế yếu kém và hệ thống quản trị công ty kém

(Nguyen và Nguyen, 2016) và có thể các thành viên độc lập này sẽ không quan tâm nhiều tới việc thực thi nhiệm vụ mà có xu hướng muốn làm hài lòng các thành viên HĐQT khác và ban điều hành, qua đó cho thấy các thành viên HĐQT độc lập có thể chỉ quan tâm tới quyền lợi cá nhân thay vì bảo vệ quyền lợi các cổ đông. Kết quả này có thể được giải thích bằng vai trò chưa đủ tích cực (free-rider) của các thành viên không điều hành trong HĐQT (Pham và cộng sự, 2020). Do đó, HĐQT yêu cầu sự kết hợp giữa thành viên HĐQT độc lập và không độc lập để theo đuổi lợi ích cao nhất của cổ đông và việc chỉ tuân thủ các khuyến nghị là không đủ nếu các thành viên HĐQT độc lập không thực hiện các chức năng của họ một cách hiệu quả.

Sự kiêm nhiệm chức vụ TGD của chủ tịch HĐQT: Kết quả nghiên cứu (bảng 4.19) xác nhận chủ tịch HĐQT kiêm TGD tác động tích cực đến thành quả công ty (ROA) trong giai đoạn tăng trưởng của vòng đời doanh nghiệp. Kết quả này ủng hộ Daily và Dalton (1992), Jawahar và McLaughlin (2001) vốn tìm thấy chủ tịch HĐQT kiêm TGD tác động tích cực với tăng trưởng của doanh nghiệp khi cho rằng chủ tịch HĐQT kiêm TGD trong công ty cổ phần giúp hội tụ chiến lược phát triển doanh nghiệp với các quyết định điều hành hàng ngày của TGD làm tăng thành quả công ty. Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu cho thấy có mối tương quan âm giữa chủ tịch HĐQT kiêm TGD với thành quả công ty (ROA, TobinQ) trong giai đoạn trưởng thành và giai đoạn suy thoái của vòng đời doanh nghiệp. Kết quả này ủng hộ quan điểm cho rằng khi chủ tịch HĐQT kiêm TGD sẽ tạo ra một TGD có quyền lực tuyệt đối và có thể dẫn tới sự giám sát kém hiệu quả đội ngũ quản lý của HĐQT (Adams và cộng sự, 2005; Bhagat và Bolton, 2019; Gul và Leung, 2004; Rechner và Dalton, 1991) điều này ảnh hưởng tiêu cực đến thành quả công ty. Nguyên nhân là do trong giai đoạn trưởng thành các công ty có cơ cấu sở hữu phân tán, cổ đông đa dạng và các công ty gặp các vấn đề đại diện nghiêm trọng trong khi ít phụ thuộc vào nguồn lực bên ngoài. Do đó, việc chủ tịch HĐQT kiêm TGD lại làm gia tăng mâu thuẫn về lợi ích giữa cổ đông lớn và cổ đông thiểu số, đặc biệt trong môi trường pháp lý và cơ chế bảo vệ cổ đông thiểu số còn yếu như ở Việt Nam. Bằng chứng thực nghiệm cho thấy tồn tại khả năng “lạm quyền” của cổ đông lớn thông qua cơ chế kiêm nhiệm TGD đã làm giảm thành quả công ty. Nguyen và Nguyen (2016) cho rằng chủ tịch HĐQT kiêm TGD là một điều phổ biến ở Việt Nam do đó các công ty Việt Nam ở giai đoạn trưởng

thành và giai đoạn suy thoái của vòng đời doanh nghiệp có chủ tịch HĐQT kiêm TGD dễ xảy hiện tượng “lạm quyền” làm giảm thành quả công ty. Việc kiêm nhiệm cũng dễ dàng vô hiệu hoá hoạt động giám sát của thành viên BKS, cũng như thành viên HĐQT khác dẫn đến suy giảm tính công khai, minh bạch và thành quả của công ty. Thực tế ở Việt Nam hiện nay cho thấy kém công khai và không minh bạch đang là một trong những vấn đề lớn của quản trị công ty. Bên cạnh đó chất lượng báo cáo tài chính và mức độ công bố thông tin đối với các công ty niêm yết chưa cao. Do đó tách chủ tịch HĐQT với TGD sẽ phát huy được tối đa vai trò giám sát đội ngũ quản lý của chủ tịch HĐQT từ đó nâng cao được thành quả của công ty. Ngoài ra, khi xem xét mức độ tác động sự kiêm nhiệm TGD của chủ tịch HĐQT đến thành quả công ty (ROA) trong giai đoạn trưởng thành (-0.014) và mức độ tác động sự kiêm nhiệm TGD của chủ tịch HĐQT đến thành quả công ty (TobinQ) trong giai đoạn suy thoái (-0.066) của vòng đời doanh nghiệp có chiều hướng tăng, điều này hàm ý rằng các công ty nên tách bạch vai trò của chủ tịch HĐQT và TGD càng sớm càng tốt. Phù hợp với quan điểm của lý thuyết đại diện khi cho rằng việc kiêm nhiệm thường có tác động xấu đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp (Cornett và cộng sự, 2008; Daily và Dalton, 1994).

4.4.4. Kiểm định tính vững

Để tăng cường tính thuyết phục của các kết quả nghiên cứu, luận án tiến hành các kiểm tra về những phát hiện chính của phần này. Khi nghiên cứu mối quan hệ giữa quản trị công ty và thành quả công ty được đặt trong từng giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp các tác giả Harjoto và Jo (2009), Liang và cộng sự (2011), O'Connor và Byrne (2015), Shyu và Chen (2009) đều sử dụng ROA, Tobin's Q làm thước đo thành quả công ty. Ở Việt Nam, khi nghiên cứu về sự tác động của quản trị công ty đến thành quả công ty đều tập trung chủ yếu vào các chỉ tiêu tài chính ROA, ROE và Tobin's Q. Trong đó, có một số nghiên cứu chỉ sử dụng một chỉ tiêu để đo lường thành quả công ty (Phạm Quốc Việt, 2010; Dao và Hoang, 2014), nhưng cũng có nghiên cứu sử dụng kết hợp từ hai, ba chỉ tiêu trở lên (Trần Minh Trí và Dương Như Hùng, 2011; Vo và Nguyen, 2014). Như vậy, để kiểm tra chất lượng của mẫu và xác minh rằng các phát hiện là vững, luận án sử dụng biến ROE là biến đại diện cho thành quả công ty và tiến hành thực hiện hồi quy nhằm kiểm tra tác động của quản

trị công ty đến thành quả công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu cho thấy tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn nhất tác động tích cực đến ROE trong cả ba giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp. Sở hữu của HĐQT tác động tích cực đến ROE trong giai đoạn tăng trưởng và có tác động tiêu cực đến ROE trong giai đoạn suy thoái của vòng đời doanh nghiệp. Quy mô HĐQT không có ý nghĩa thống kê trong giai đoạn tăng trưởng và suy thoái của vòng đời doanh nghiệp, tuy nhiên về chiều tác động vẫn mang ý nghĩa tích cực và quy mô HĐQT có tác động tích cực đến ROE trong giai đoạn trưởng thành của vòng đời doanh nghiệp, tính độc lập của HĐQT có tác động tiêu cực đến ROE trong giai đoạn trưởng thành và sự kiêm nhiệm chức vụ TGD của chủ tịch HĐQT có tác động tích cực đến ROE trong giai đoạn tăng trưởng và có tác động tiêu cực đến ROE trong giai đoạn trưởng thành của vòng đời doanh nghiệp. Như vậy, sau khi thực hiện hồi quy với biến đo lường thành quả công ty là ROE cho thấy rằng những kết quả chính của mô hình vẫn không thay đổi (xem phụ lục 5), như vậy có thể nói kết quả của nghiên cứu không quá nhạy cảm với những điều chỉnh trong vấn đề lựa chọn biến.

Tóm tắt chương 4

Trong chương 4 của luận án này, tác giả đã trình bày khái quát về khung pháp lý liên quan đến quản trị công ty ở Việt Nam và thực trạng về quản trị công ty ở Việt Nam. Đồng thời, trong chương 4 tác giả trình bày kết quả phân loại dữ liệu thành nhóm các công ty tăng trưởng, trưởng thành và suy thoái của vòng đời doanh nghiệp. Tác giả tiến hành kiểm định sự khác biệt trung bình, phân tích thống kê mô tả, phân tích tương quan, phân tích hồi quy nhằm làm rõ vấn đề nghiên cứu.

Kết quả nghiên cứu này khẳng định vai trò của quản trị công ty tác động đến thành quả công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp; vừa là cơ sở cho các gợi ý chính sách về quản trị công ty phù hợp với từng giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp nhằm gia tăng thành quả công ty.

CHƯƠNG 5.

KẾT LUẬN VÀ HÀM Ý ĐỀ XUẤT

5.1. Kết luận

Những kết quả nghiên cứu của luận án rất quan trọng vì đã cung cấp các bằng chứng đầu tiên về tác động của quản trị công ty đến thành quả công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp. Dựa trên cơ sở của lý thuyết đại diện, lý thuyết quản lý, lý thuyết phụ thuộc nguồn lực và lý thuyết vòng đời doanh nghiệp kết quả nghiên cứu đã cho thấy rằng lý thuyết quản lý không phản bác lý thuyết đại diện mà hai lý thuyết này bổ sung cho nhau, làm rõ thêm sự tác động của các đặc điểm của quản trị công ty đến thành quả công ty phụ thuộc vào giai đoạn phát triển của các doanh nghiệp niêm yết Việt Nam. Ngoài ra, luận án cho ta thấy rõ ràng về quan điểm lý thuyết phụ thuộc nguồn lực qua mỗi giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp sẽ cung cấp các nguồn lực khác nhau tùy vào bối cảnh mà mỗi doanh nghiệp đang gặp phải, phát hiện này của luận án ủng hộ quan điểm của Jawwahar và McLaughlin (2001) khi cho rằng trong giai đoạn tăng trưởng các công ty thường tích cực mở rộng kinh doanh vì vậy công ty cần tiếp cận nhiều nguồn lực (cả bên trong và bên ngoài) từ các thành viên HĐQT, nguồn lực ở đây có thể là vốn với chi phí rẻ, dễ tiếp cận, các ưu đãi về chính sách, công nghệ mới, kiến thức... Đến giai đoạn trưởng thành, nhu cầu mở rộng kinh doanh không còn là yếu tố quan trọng hàng đầu mà là duy trì sự ổn định, kiểm soát tốt các hoạt động của ban quản lý. Habib và cộng sự (2018) cho rằng trong giai đoạn trưởng thành nhu cầu nguồn lực của công ty là giám sát do đó việc cung cấp kinh nghiệm, kỹ năng quản lý, quy trình quản lý là một nhu cầu cần thiết cho giai đoạn này. Trong giai đoạn suy thoái, nhu cầu về giám sát tăng lên nhằm bảo vệ lợi ích của chủ sở hữu, nhu cầu về các nguồn lực tăng nhằm giúp công ty đổi mới hoặc tiếp tục theo cùng một hướng. Kết quả nghiên cứu của luận án cho thấy cái nhìn khá bao quát về tác động của quản trị công ty đến thành quả công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp, một vấn đề rất mới mẻ mà thực sự đáng quan tâm của các nhà nghiên cứu, các nhà quản lý, các cổ đông và các nhà đầu tư. Sau đây là phần tóm lược các kết quả nghiên cứu chính của Chương 4.

Thứ nhất, kế thừa phương pháp phân loại vòng đời của Anthony và Ramesh (1992), phương pháp phân loại này đã được nhiều nghiên cứu sau này ứng dụng và

phát triển nhằm phân loại vòng đời doanh nghiệp (Liang và cộng sự, 2011; Huang và cộng sự, 2014; Shyu và Chen, 2009; Li và Zhang, 2018; Kumar Rai và Shaikh, 2021; Chuang, 2020; Chuang, 2017; Lee và Choi, 2018). Các nghiên cứu về quản trị công ty hầu hết đều tập trung vào các công ty có quy mô lớn được niêm yết trên thị trường chứng khoán với sự tập trung chủ yếu vào các lý thuyết đại diện, lý thuyết phụ thuộc nguồn lực, lý thuyết quản lý với những thông tin bắt buộc phải công bố khi niêm yết. Do đó, khi nghiên cứu về quản trị công ty Liang và cộng sự (2011), Huang và cộng sự (2014), Li và Zhang (2018) đều lập luận rằng phần lớn các công ty khi niêm yết đều đã trải qua giai đoạn khởi sự vì vậy khi tiến hành nghiên cứu các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán các tác giả phân loại dữ liệu thành 3 giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp, bao gồm: tăng trưởng, trưởng thành và suy thoái. Kế thừa và phát triển mô hình của Anthony và Ramesh (1992), Y. Li và Zhang (2018) luận án đã sử dụng 4 biến số để phân loại vòng đời doanh nghiệp (dòng chi cổ tức, tăng trưởng doanh thu, chi tiêu vốn, tuổi niêm yết của công ty). Bởi vì các công ty ở Việt Nam chi trả cổ tức được tính theo tỷ lệ trên mệnh giá cổ phiếu, chứ không thể hiện tỷ lệ chi trả trên thị giá cổ phiếu và một số công ty ưa thích không chi trả cổ tức (chi trả bằng cổ phiếu) do đó không làm thay đổi vốn chủ sở hữu cũng như tỷ lệ nắm giữ của cổ đông và về cơ bản dòng tiền vẫn ở trong doanh nghiệp. Do đó, thay vì sử dụng chỉ số thu nhập từ cổ tức của Anthony và Ramesh (1992), luận án sử dụng dòng chi trả cổ tức vào thước đo phân loại vòng đời của doanh nghiệp. Như vậy, với bộ dữ liệu nghiên cứu là các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam và dựa trên phương pháp phân loại vòng đời doanh nghiệp của Anthony và Ramesh (1992) với 4 biến được sử dụng bao gồm: dòng chi cổ tức, tăng trưởng doanh thu, chi tiêu vốn và tuổi niêm yết của doanh nghiệp nhằm phân loại vòng đời doanh nghiệp. Kết quả cho thấy có 727 quan sát thuộc giai đoạn tăng trưởng, 1960 quan sát thuộc giai đoạn trưởng thành và 633 quan sát thuộc giai đoạn suy thoái của vòng đời doanh nghiệp.

Thứ hai, để kiểm tra liệu có sự khác biệt của các biến đặc điểm quản trị công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp. Luận án đã so sánh sự khác biệt về tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn nhất (Block), tỷ lệ sở hữu của HĐQT (Own_Board), tỷ lệ sở hữu của TGD (CEO_Share), quy mô của HĐQT (Bsize), tính độc lập của HĐQT (Indep) và sự kiêm nhiệm chức danh TGD của chủ tịch HĐQT (Dual) qua các

giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp bằng kiểm định Z. Kết quả nghiên cứu cho thấy tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn nhất có xu hướng tăng qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp, tỷ lệ sở hữu của HĐQT, tỷ lệ sở hữu của TGD, quy mô của HĐQT, sự kiêm nhiệm chức danh TGD của chủ tịch HĐQT có xu hướng giảm giữa các công ty qua các giai đoạn của vòng đời của doanh nghiệp. Tính độc lập của HĐQT tương đối ổn định và không có sự khác biệt đáng kể giữa giai đoạn tăng trưởng và trưởng thành, giai đoạn suy thoái và trưởng thành của vòng đời doanh nghiệp. Kết quả sơ bộ này chỉ ra rằng các đặc điểm quản trị công ty thay đổi khi một công ty phát triển (Filatotchev và cộng sự, 2006; Bonn và Pettigrew, 2009; Y. Li và Zhang, 2018). Ngoài ra, kết quả này còn dự đoán rằng có một số mối quan hệ nhất định giữa cấu trúc sở hữu, cấu trúc HĐQT và vòng đời doanh nghiệp.

Thứ ba, kế thừa các nghiên cứu trước của Li và Zhang (2018), Linck và cộng sự (2008) với các biến phụ thuộc là các biến đại diện cho các đặc điểm của quản trị công ty, bao gồm: Block, Own_Board, CEO_Share, BSize, Indep. Đối với biến giả Dual luận án sử dụng phương pháp hồi quy logistic nhằm kiểm tra mối quan hệ giữa Dual với vòng đời doanh nghiệp (LC). Biến độc lập là biến vòng đời doanh nghiệp (LC) được xác định bằng cách mã hóa tuần tự và các biến Growth, Mature, Decline là các biến giả đại diện cho từng giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp tương ứng. Các công ty trong mẫu nghiên cứu được phân loại theo ngành và bất biến theo thời gian, do đó hiệu ứng cố định của công ty bao gồm hiệu ứng cố định của ngành là đặc điểm kỹ thuật mạnh mẽ nhằm kiểm soát các yếu tố không thể quan sát được. Do đó, để điều chỉnh sự sai lệch do yếu tố ngành, luận án sử dụng biến ngành, nắm làm biến kiểm soát trong mô hình (Li và Zhang, 2018; Linck và cộng sự, 2008). Kết quả nghiên cứu cho thấy tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn nhất có xu hướng gia tăng qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp điều này phản ánh rằng ở Việt Nam, các công ty có cấu trúc sở hữu tập trung cao và thường tập trung vào 1 hoặc một nhóm cổ đông và với một cơ chế bảo vệ cổ đông thiểu số còn yếu do đó cổ đông lớn này có khả năng gia tăng tỷ lệ sở hữu, nắm quyền kiểm soát với mục đích tối đa hóa lợi ích của mình và cũng là lợi ích của công ty. Đồng thời, tỷ lệ sở hữu của HĐQT, tỷ lệ sở hữu của TGD, quy mô HĐQT, tính độc lập HĐQT và sự kiêm nhiệm chức vụ TGD của chủ tịch HĐQT có xu hướng giảm trong chu kỳ của vòng đời doanh nghiệp. Kết quả này

phản ánh rằng cấu trúc HĐQT của các công ty niêm yết ở Việt Nam thay đổi chủ yếu do nhu cầu nguồn lực của công ty có được từ các thành viên HĐQT trong khi đó vai trò giám sát của thành viên HĐQT ít được tính đến.

Thứ tư, để kiểm tra tác động của quản trị công ty đến thành quả công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp. Luận án kế thừa các nghiên cứu của Duru và cộng sự (2016), S. Singh và cộng sự (2018), Wintoki và cộng sự (2012), Shao (2019), Nguyen và cộng sự (2014), Nguyen và cộng sự (2015) và sử dụng phương pháp hồi quy dữ liệu bảng động với biến phụ thuộc là thành quả công ty được đo lường bằng ROA và TobinQ, các biến độc lập đại diện cho quản trị công ty bao gồm Block, Own_Board, CEO_Share, BSize, Indep, Dual. Thông qua ma trận hệ số tương quan và hệ số phóng đại phương sai VIF cho thấy không có hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến giải thích trong các mô hình. Đồng thời, thông qua kết quả kiểm định Durbin-Wu-Hausman nhằm kiểm tra các biến nghi ngờ nội sinh nhằm xác định các biến đó trong mô hình có phải nội sinh hay không để từ đó xây dựng các tập biến công cụ không tương quan với phần dư và có tương quan với biến nội sinh. Kết quả ước lượng hồi quy cho thấy kiểm định tự tương quan bậc 2 (AR2) và kiểm định Hansen đều lớn hơn 10%, do đó kết quả ước lượng trong các mô hình hồi quy là phù hợp. Kết quả cụ thể như sau:

Một là, Block tác động tích cực đến ROA và TobinQ ở giai đoạn tăng trưởng, Block tác động tích cực đến ROA ở giai đoạn trưởng thành và Block tác động tích cực đến ROA và TobinQ ở giai đoạn suy thoái của vòng đời doanh nghiệp. Kết quả phù hợp với nghiên cứu của Sridharan và Joshi (2018), Gilson (1990), Claessens và Djankov (1999), Demsetz và Lehn (1985), McConnell và Servaes (1990). Kết quả nghiên cứu cho thấy các công ty Việt Nam có cấu trúc sở hữu tập trung cao và tỷ lệ cổ phần của cổ đông lớn nhất cũng khá lớn (vượt trội so với các cổ đông còn lại) do đó theo quan điểm lý thuyết đại diện khi sở hữu tập trung cao thì các cổ đông này có thể đóng vai trò tích cực và trực tiếp trong việc hình thành chính sách và quyết định kinh doanh của công ty (Bhagat và cộng sự, 2004) và làm giảm chi phí đại diện gia tăng hiệu quả công ty (Anderson và Reeb, 2003; Demsetz và Villalonga, 2001). Hơn nữa, Filatotchev và Toms (2003) sự hiện diện của các cổ đông tổ chức sở hữu từ năm phần trăm trở lên cổ phần của công ty được coi là đặc biệt quan trọng bởi vì họ có

động lực lớn hơn nhiều khi tham gia tái cấu trúc công ty so với các cổ đông nhỏ hơn (Bethel và cộng sự, 1998).

Hai là, Own_Board có tác động tích cực đến ROA trong giai đoạn tăng trưởng của vòng đời doanh nghiệp. Theo Peng và cộng sự (2010) cho rằng trong giai đoạn tăng trưởng các công ty hầu hết được quản lý hoặc kiểm soát bởi người sáng lập hoặc thành viên gia đình và đa số đều là thành viên HĐQT do đó việc tối đa hóa lợi ích cho công ty cũng là tối đa hóa lợi ích cho chính họ. Tuy nhiên trong giai đoạn trưởng thành, kết quả nghiên cứu không xác nhận mối quan hệ này. Trong giai đoạn suy thoái của vòng đời doanh nghiệp, kết quả nghiên cứu cho thấy Block tác động tiêu cực đến ROA và TobinQ. Kết quả này phù hợp với các nghiên cứu của Shyu và Chen (2009), Jawahar và McLaughlin (2001), Fama và Jensen (1983). Các công ty ở Việt Nam, với đặc trưng của các nước có nền kinh tế mới nổi các cổ đông lớn (đặc biệt các cổ đông lớn nhất thường nắm quyền chi phối) có tham gia (hoặc đề cử người) vào HĐQT và cũng có một số người đại diện giữ các chức vụ trong ban quản lý như TGD. Do đó các nhà quản lý thay vì hướng tới tối đa hóa lợi ích cho tất cả các cổ đông thì chỉ tập trung quản trị để tối đa hóa lợi ích cho cổ đông lớn (Thomsen và cộng sự, 2006). Chẳng hạn như chính phủ - với tư cách là một cổ đông lớn (cổ đông nắm quyền chi phối) có thể sử dụng quyền lực chính trị của mình để tác động đến các đại diện của mình (tức là các quan chức được ủy quyền) để theo đuổi các mục tiêu chính trị - xã hội mà mâu thuẫn với lợi ích của các cổ đông công ty (Lien và Holloway, 2014; Tian và Estrin, 2008; Young và cộng sự, 2008). Thêm vào đó các quan chức được ủy quyền này cũng có thể do thiếu kỹ năng kinh doanh (Wang và Judge, 2012) và vấn đề này vốn phổ biến ở các tập đoàn nhà nước Việt Nam (Kim và cộng sự, 2010) do đó làm tăng chi phí đại diện của công ty và chi phí chiếm đoạt từ các quan chức được ủy quyền này làm ảnh hưởng đến thành quả công ty.

Ba là, CEO_Share có mối quan hệ phi tuyến với thành quả công ty trong giai đoạn tăng trưởng và giai đoạn trưởng thành của vòng đời doanh nghiệp. Kết quả này ủng hộ nghiên cứu của Morck và cộng sự (1988), Fama và Jensen (1983a) cho rằng mối quan hệ giữa tỷ lệ sở hữu của cấp quản lý với thành quả công ty sẽ thay đổi thông qua giả thuyết hội tụ lợi ích và giả thuyết cổ vị (Phạm Quốc Việt, 2010; Vo và Nguyen, 2014). Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng CEO_Share sẽ tác động tích cực đến

TobinQ khi CEO_Share bé hơn hoặc bằng 34,69% và khi CEO_Share vượt quá giá trị này thì CEO_Share có tương quan âm với TobinQ ở giai đoạn tăng trưởng của vòng đời doanh nghiệp. Thêm vào đó, ở giai đoạn trưởng thành của vòng đời doanh nghiệp kết quả nghiên cứu còn cho thấy tồn tại hiệu ứng “hội tụ lợi ích” khi tỷ lệ sở hữu cổ phần của TGD ở mức thấp hơn 20,04% và khi tỷ lệ sở hữu cổ phần của TGD cao hơn 20,04% thì xảy ra hiệu ứng “ngăn chặn”. Kết quả nghiên cứu cho thấy sự khác nhau giữa các ngưỡng đảo chiều tác động của tỷ lệ sở hữu của TGD đến thành quả công ty trong giai đoạn tăng trưởng và giai đoạn trưởng thành của vòng đời doanh nghiệp là khác nhau. Do đó, kết quả nghiên cứu ngụ ý rằng các doanh nghiệp cần xác định các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp nhằm đưa ra chính sách lương thưởng cho TGD hợp lý và phù hợp với từng giai đoạn phát triển của công ty.

Bốn là, BSize tác động tích cực đến ROA và TobinQ ở giai đoạn tăng trưởng và BSize tác động tích cực đến ROA ở giai đoạn trưởng thành của vòng đời doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu này phù hợp với các nghiên cứu của Hillman và Dalziel (2003), Coles và cộng sự (2008), Wahba và Elsayed (2014) và ủng hộ lý thuyết phụ thuộc nguồn lực khi sự gia tăng thành viên HĐQT sẽ giúp tăng mối liên kết với các nguồn lực bên ngoài, cũng như nhờ tận dụng được năng lực, kiến thức, kinh nghiệm của các thành viên HĐQT. Đối với các công ty ở Việt Nam theo truyền thống là một xã hội dựa trên mối quan hệ, nơi các giao dịch kinh tế hầu như dựa vào các mối quan hệ không chính thức dài hạn. Do đó, việc kết nối các mạng lưới nhằm cung cấp nguồn lực cho sự phát triển của công ty là điều quan trọng, đặc biệt trong bối cảnh các công ty tăng trưởng, cần tiếp cận các nguồn lực nhằm mở rộng kinh doanh. Đối với các công ty trưởng thành, việc tiếp cận các nguồn lực nhằm mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh không phải là ưu tiên hàng đầu. Tuy nhiên, với việc sử dụng công nghệ vào sản xuất tương đối lỗi thời, kinh nghiệm quản lý chưa nhiều thì việc tiếp cận các nguồn lực bên ngoài thông qua các thành viên HĐQT nhằm giúp doanh nghiệp cải thiện công nghệ, học hỏi kinh nghiệm cũng như kỹ năng quản lý chuyên nghiệp từ các tổ chức hàng đầu trên thế giới sẽ giúp doanh nghiệp nâng cao thành quả công ty.

Năm là, Indep có tác động tiêu cực đến ROA trong giai đoạn trưởng thành của vòng đời doanh nghiệp. Kết quả này trái ngược với quan điểm lý thuyết phụ thuộc nguồn lực khi cho rằng có nhiều thành viên HĐQT độc lập, các thành viên này có thể

phục vụ công ty tốt hơn bằng cách mở rộng mạng lưới với các nhóm bên ngoài (Pfeffer và Salancik, 1978) và các thành viên HĐQT độc lập tích cực có kiến thức, kỹ năng phân tích về công ty, thị trường, đối thủ cạnh tranh và khách hàng của công ty (Rosenstein và Wyatt, 1990). Mặc dù vậy, kết quả nghiên cứu phù hợp với nghiên cứu của Campbell và Mínguez-Vera (2008) cho rằng ở các quốc gia có cơ chế quản trị công ty bên ngoài kém phát triển, chức năng giám sát của HĐQT trở thành một cơ chế quản trị nội bộ quan trọng. Tuy nhiên, nếu những thành viên HĐQT độc lập không quan tâm (mơ hồ) về vai trò của mình thì chức năng giám sát sẽ không được thực hiện một cách hiệu quả, vì vậy không kiểm soát được hành vi của ban quản lý (Agrawal và Knoeber, 1996; Bhagat và cộng sự, 2001). Nguyen và Nguyen (2016) cho rằng Việt Nam nơi được đặc trưng bởi môi trường thể chế yếu kém và hệ thống quản trị công ty kém và có thể các thành viên độc lập này sẽ không quan tâm nhiều tới việc thực thi nhiệm vụ mà có xu hướng muốn làm hài lòng các thành viên HĐQT khác và ban điều hành, qua đó cho thấy các thành viên HĐQT độc lập có thể chỉ quan tâm tới quyền lợi cá nhân thay vì bảo vệ quyền lợi các cổ đông.

Sáu là, Dual có tác động tích cực đến ROA trong giai đoạn tăng trưởng của vòng đời doanh nghiệp. Kết quả này ủng hộ nghiên cứu của Daily và Dalton (1992), Jawahar và McLaughlin (2001) vốn tìm thấy tương quan dương giữa kiêm nhiệm TGD của chủ tịch HĐQT với tăng trưởng của doanh nghiệp khi cho rằng việc kiêm nhiệm TGD của chủ tịch HĐQT trong công ty cổ phần giúp hội tụ chiến lược phát triển doanh nghiệp với các quyết định điều hành hàng ngày của TGD, làm tăng thành quả công ty và qua đó ảnh hưởng tích cực đến khả năng tăng trưởng. Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu cho thấy có mối tương quan âm giữa Dual với ROA và TobinQ trong giai đoạn trưởng thành và giai đoạn suy thoái của vòng đời doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu này ủng hộ quan điểm cho rằng khi chủ tịch HĐQT đảm nhiệm cùng lúc hai vai trò là TGD và chủ tịch HĐQT sẽ tạo ra một TGD có quyền lực tuyệt đối và có thể dẫn tới sự giám sát kém hiệu quả đội ngũ quản lý của HĐQT (Adams và cộng sự, 2005; Bhagat và Bolton, 2019; Cadbury và Cadbury, 2002; Davis và cộng sự, 1997; Gul và Leung, 2004; Rechner và Dalton, 1991) điều này ảnh hưởng tiêu cực đến thành quả công ty. Nguyen và Nguyen (2016) cho rằng Việt Nam nơi được đặc trưng bởi môi trường thể chế yếu kém và hệ thống quản trị công ty kém vì vậy có khả

năng “lạm quyền” xảy ra thông qua cơ chế kiêm nhiệm TGD đã làm giảm thành quả của doanh nghiệp tại Việt Nam, ảnh hưởng xấu đến thành quả công ty Việt Nam. Việc kiêm nhiệm cũng dễ dàng vô hiệu hoá hoạt động giám sát của thành viên BKS, cũng như thành viên HĐQT khác, dẫn đến suy giảm tính công khai, minh bạch và thành quả của công ty. Thực tế ở Việt Nam hiện nay cho thấy, kém công khai và không minh bạch đang là một trong những vấn đề lớn của quản trị công ty. Bên cạnh đó chất lượng báo cáo tài chính và mức độ công bố thông tin đối với các công ty niêm yết chưa cao. Do đó vai trò chủ tịch HĐQT với TGD điều hành sẽ phát huy được tối đa vai trò giám sát của chủ tịch HĐQT từ đó nâng cao được thành quả của công ty.

Kết quả nghiên cứu xác nhận tác động của quản trị công ty đến thành quả công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp. Từ kết quả nghiên cứu luận án đề xuất một số giải pháp về quản trị công ty cho phù hợp với tình hình của công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp nhằm mang lại thành quả tốt nhất cho doanh nghiệp và tối đa hóa lợi ích cho các cổ đông. Kết quả nghiên cứu khẳng định tầm ảnh hưởng quan trọng của quản trị công ty đến thành quả công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp, đó vừa là cơ sở cho các gợi ý chính sách nhằm gia tăng thành quả của các công ty Việt Nam, mặt khác bổ sung các bằng chứng thực nghiệm về vai trò của quản trị công ty trong các công ty ở giai đoạn tăng trưởng, trưởng thành và suy thoái của vòng đời doanh nghiệp.

5.2. Một số gợi ý chính sách

Qua kết quả nghiên cứu, luận án cũng đề xuất một số phương pháp, cơ chế chính sách có liên quan nhằm đóng góp thêm vào việc xây dựng cơ chế quản trị công ty ngày càng phù hợp hơn, hiệu quả hơn cho các doanh nghiệp Việt Nam như sau:

Thứ nhất, xây dựng cấu trúc sở hữu tập trung tương xứng với các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu cho thấy rằng tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn nhất tác động tích cực đến thành quả công ty ở giai đoạn tăng trưởng, trưởng thành và suy thoái của vòng đời doanh nghiệp. Các công ty cổ phần ở Việt Nam có một cấu trúc sở hữu tập trung khá cao, theo thống kê cho thấy có trên 30% trong tổng số 415 doanh nghiệp trong nghiên cứu có cổ đông lớn nhất sở hữu từ 51% trở lên (bảng 4.1), đây là mức sở hữu giúp các cổ đông lớn nắm quyền chi phối công ty trong đó cổ đông lớn nhất thường là sở hữu nhà nước hoặc sở hữu từ các công ty gia đình

do đó họ có sức ảnh hưởng lớn đến việc bổ nhiệm các thành viên HĐQT, ban giám đốc và TGD thậm chí chính bản thân họ tham gia trực tiếp vào công tác quản lý, điều hành doanh nghiệp điều này giúp các nhà quản lý này có xu hướng tối đa hóa giá trị công ty vì công ty chính là tài sản của họ vì vậy họ thường không hành động vì lợi ích riêng để trục lợi. Ngoài ra, các cổ đông lớn cũng dễ dàng cung cấp nguồn lực lớn nhằm giúp công ty mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh, cổ đông lớn (đặc biệt là cổ đông lớn nhất) có vai trò quan trọng trong việc hoạch định chiến lược, cung cấp nguồn lực phục vụ cho mục tiêu tăng trưởng. Do đó, việc duy trì một cơ cấu sở hữu tập trung đối với các công ty sẽ giúp công ty được điều hành hiệu quả, nhất quán và giảm thiểu được chi phí phát sinh từ mâu thuẫn nội bộ. Tuy nhiên kết quả nghiên cứu lại chỉ ra rằng mức độ tác động của tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn nhất đến thành quả công ty trong các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp khác nhau. Cụ thể, tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn nhất có tác động mạnh nhất đến TobinQ trong giai đoạn tăng trưởng của vòng đời doanh nghiệp, điều này cho thấy rằng sự hiện diện của các cổ đông lớn nhất ở giai đoạn tăng trưởng được các nhà đầu tư, tổ chức đánh giá cao về giá trị tương lai của công ty. Trong khi đó, tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn nhất có tác động mạnh nhất đến ROA trong giai đoạn trưởng thành có nghĩa là sự có mặt của cổ đông lớn sẽ giúp bộ máy hoạt động có hiệu quả và doanh nghiệp đạt được thành quả cao. Thêm vào đó, tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn có tác động lớn nhất đối với cả ROA và TobinQ trong giai đoạn suy thoái, có nghĩa là sự có mặt của cổ đông lớn nhất trong giai đoạn suy thoái của vòng đời doanh nghiệp sẽ giúp cho các nhà đầu tư, các tổ chức có thể yên tâm hơn và giúp cho doanh nghiệp có thể vững vàng vượt qua sóng gió mang lại lợi ích tối đa cho cổ đông và cũng mang lại thành quả tốt nhất cho công ty. Mặc dù tỷ lệ sở hữu cổ đông lớn tác động tích cực đến thành quả công ty, tuy nhiên mức độ tác động ở mỗi giai đoạn của vòng đời là khác nhau do đó tập trung sở hữu cần hài hòa với các quy định về quản trị công ty trong từng giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp để phát huy những tích cực của bộ máy quản lý, điều hành tinh gọn, hiệu quả, đồng thời thường xuyên công khai, minh bạch thông tin một cách kịp thời nhằm hạn chế các hành động “chèn lấn” cổ đông thiểu số của cổ đông lớn.

Các công ty nhà nước ở Việt Nam đang trong quá trình cổ phần hóa, giảm vốn nhà nước đã được định hướng và đẩy mạnh, nhà nước sẽ chỉ nắm giữ cổ phần đủ chi

phối tại các doanh nghiệp, ngành nghề quan trọng. Tuy nhiên, việc giảm vốn vẫn diễn ra khá chậm, nhiều doanh nghiệp trì hoãn tiến độ cũng đã tác động không tích cực đến giá trị công ty. Với việc sở hữu nhà nước còn khá cao, nên nhà đầu không mặn mà tham gia vì quyền hạn của họ trong quản trị, điều hành và quản lý doanh nghiệp không khác gì cổ đông phổ thông. Do đó, cần phải có quy định riêng về công bố thông tin của cổ đông nhà nước theo hướng giảm giới hạn sở hữu. Song song đó là việc nâng tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài trong các quy định, có như vậy việc cổ đông lớn là nhà đầu tư nước ngoài trong công ty sẽ giúp công ty khắc phục những hạn chế về trình độ khoa học, kỹ thuật và công nghệ, giúp cải thiện năng lực hoạt động và gia tăng thành quả công ty bởi các nhà đầu tư nước ngoài được cho là có sự am hiểu và có kinh nghiệm trên thị trường tài chính và quản trị doanh nghiệp.

Thứ hai, đa dạng hóa HĐQT nhằm đa dạng các nguồn lực cho công ty và hạn chế hiện tượng “lạm quyền” của HĐQT gây tổn hại lợi ích cho công ty và cổ đông. Từ kết quả nghiên cứu cho thấy tỷ lệ sở hữu của HĐQT có tác động tích cực đến thành quả công ty trong giai đoạn tăng trưởng của vòng đời doanh nghiệp. Kết quả này ủng hộ các nghiên cứu của Jawwahar và McLaughlin (2001) khi cho rằng trong giai đoạn tăng trưởng các công ty thường tích cực mở rộng kinh doanh và thành viên HĐQT sẽ là những người cung cấp các nguồn lực cần thiết nhằm hỗ trợ cho sự tăng trưởng như là tiếp cận các nguồn vốn với chi phí giá rẻ, tiếp cận các nhà cung cấp, nhà phân phối hay những kiến thức và kinh nghiệm.... Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu lại chỉ ra rằng trong giai đoạn suy thoái của vòng đời doanh nghiệp, tỷ lệ sở hữu HĐQT tác động tiêu cực đến thành quả công ty do đó cho thấy có thể xảy ra hiện tượng “lạm quyền”, đặc biệt trong giai đoạn suy thoái các công ty đang gặp vấn đề đại diện nghiêm trọng và khó khăn về nguồn lực nhằm thực hiện chiến lược tái cấu trúc. Kết quả nghiên cứu này dẫn đến gợi ý nhằm hạn chế việc lạm quyền của HĐQT trong các công ty cổ phần ở Việt Nam như sau:

Một là, đối với các công ty cổ phần ở Việt Nam có một cấu trúc sở hữu tập trung khá cao, đây là mức sở hữu giúp các cổ đông lớn nắm quyền chi phối công ty trong đó cổ đông lớn thường là sở hữu nhà nước hoặc sở hữu từ các công ty gia đình, những người sáng lập do đó họ thường tham gia trực tiếp vào công tác quản lý, điều hành doanh nghiệp. Tuy nhiên, với mức độ cạnh tranh ngày càng khốc liệt trên thị trường

hiện nay, việc các cổ đông lớn không có nhiều khả năng cũng như kiến thức chuyên môn để dẫn dắt công ty hoạt động hiệu quả vì vậy dần dần mô hình chủ sở hữu sẽ thuê người khác quản lý, điều hành công ty của mình là mô hình khá phổ biến trong quá trình vận hành các doanh nghiệp. Đặc biệt trong bối cảnh doanh nghiệp đang ở giai đoạn suy thoái của vòng đời doanh nghiệp, doanh số bị suy giảm do sản phẩm lỗi thời hoặc do đối thủ cạnh tranh đổi mới công nghệ, lúc này áp lực sẽ đè nặng đối với HĐQT do đó việc đa dạng hóa HĐQT bằng cách mời thêm các chuyên gia bên ngoài họ là các luật sư và chuyên gia kinh tế nhằm giúp công ty có bộ máy quản lý hiệu quả và thành công. Ngoài ra, các thành viên HĐQT là những chuyên gia được đại diện cho các chủ nợ, ngân hàng hay các quỹ đầu tư, họ là những người có kỹ năng đặc biệt sẽ giúp doanh nghiệp giám sát và quản lý hiệu quả hơn. Sự đa dạng của HĐQT là hết sức quan trọng vì điều đó cho phép công ty tận dụng được lợi thế của số nhiều các quan điểm làm cho quy trình ra quyết định phong phú và đáng tin cậy hơn. Cơ cấu của HĐQT cần phải tính đến sự đa dạng về kiến thức, kinh nghiệm, hành vi, khía cạnh văn hoá, tuổi và giới tính.

Hai là, đa dạng hóa HĐQT ngoài các chuyên gia về kinh tế, luật sư thì việc có mặt thành viên HĐQT là đại diện cho nhóm các cổ đông không phải cổ đông lớn hoặc các chủ nợ nhằm giám sát các hành vi của HĐQT để hạn chế hiện tượng lạm quyền trong công tác quản lý của HĐQT có khả năng gây thiệt hại cho cổ đông và các bên liên quan. Thực tế đã chứng minh rằng, khi HĐQT có quyền biểu quyết vượt quá quyền dòng tiền thì họ có động cơ sử dụng dòng tiền của công ty nhằm chi trả một tỷ lệ lớn cho chính họ thay vì phân phối dòng tiền đều giữa các cổ đông bằng cách họ chuyển hướng dòng tiền sang công ty khác mà họ kiểm soát (Faccio và cộng sự, 2001). Như vậy, trong giai đoạn tăng trưởng việc đa dạng hóa HĐQT nhằm mục đích cung cấp thêm nguồn lực cho công ty nhằm phục vụ cho mục tiêu tăng trưởng, họ có thể là các cổ đông lớn, các tổ chức bên ngoài giúp công ty dễ dàng tiếp cận các nguồn lực với giá rẻ, chất lượng. Tuy nhiên, trong giai đoạn suy thoái của vòng đời doanh nghiệp việc đa dạng hóa HĐQT nhằm mục tiêu kiểm soát, giám sát hành vi của HĐQT để đảm bảo rằng HĐQT luôn hành động vì mục tiêu mang lại thành quả tốt nhất cho công ty và tối đa hóa lợi ích cho các cổ đông. Muốn như vậy, thành viên HĐQT không những phải là các chuyên gia tư vấn mà họ còn lại người đại diện cho các cổ đông,

các tổ chức và các chủ nợ với mục tiêu cao nhất là giám sát tính hiệu quả của HĐQT. Như vậy, đối với doanh nghiệp tất cả các cổ đông đều phải có cơ hội đề cử ứng cử viên cho Hội đồng Quản trị. Cổ đông sở hữu tối thiểu 5% (năm phần trăm) tổng số cổ phần của công ty phải có quyền đề xuất ứng cử viên. Cổ đông sở hữu dưới 5% tổng số cổ phần biểu quyết của công ty phải có cơ hội đề xuất ứng cử viên. Thời hạn cho việc đề xuất ứng cử viên HĐQT, thủ tục xem xét đề xuất và đưa vào chương trình họp phải được quy định cụ thể trong quy chế hoạt động của HĐQT. Đối với bản thân mỗi cổ đông cần có nhận thức tốt về tầm quan trọng của quản trị công ty, từ đó phản ánh các quan ngại cũng như ý kiến của mình đến HĐQT và ban lãnh đạo doanh nghiệp để cải tiến các vấn đề quản trị công ty. Bên cạnh đó, cổ đông cũng cần tham dự đầy đủ các phiên Đại hội cổ đông và tích cực bày tỏ ý kiến về các vấn đề trong các phiên họp, cần khắt khe hơn đối với HĐQT trong các vấn đề đánh giá, bổ nhiệm, đề cử thành viên HĐQT, thành viên BKS và vấn đề chất lượng báo cáo của HĐQT và BKS.

Ngoài ra, để đảm bảo quyền lợi của nhóm các cổ đông không phải là cổ đông lớn nắm quyền chi phối đối với cơ quan quản lý nhà nước cần hoàn thiện các quy định của pháp lý liên quan thì cần phải đảm bảo việc tổ chức thực thi pháp luật nghiêm minh. Cần tăng cường sự thanh tra, giám sát và sự quản lý của các cơ quan nhà nước có thẩm quyền, đặc biệt là UBCKNN trong hoạt động công bố thông tin và các giao dịch của công ty cổ phần trên thị trường chứng khoán. Đồng thời, pháp luật còn phải có những chế tài xử lý nghiêm khắc đối với những hành vi vi phạm quyền lợi của cổ đông để tạo sự răn đe và chính các cổ đông thiểu số cũng phải có ý thức trong việc bảo vệ quyền lợi của mình, phải biết liên kết lại với nhau để tạo thành sức mạnh chống lại sự chèn ép của cổ đông lớn và nâng cao hiểu biết pháp luật của mình. Cụ thể:

+ Theo quy định tại khoản 3 Điều 148 Luật Doanh nghiệp 2020 khi bầu thành viên HĐQT và BKS theo cơ chế bầu dồn cho một hoặc một vài ứng viên. Bầu dồn phiếu được thực hiện một lần duy nhất và do vậy tăng khả năng để cổ đông thiểu số đưa người vào HĐQT. Tuy nhiên, điều 154 của Luật Doanh nghiệp 2020 quy định rằng: “Nhiệm kỳ của thành viên Hội đồng quản trị không quá 05 năm và có thể được bầu lại với số nhiệm kỳ không hạn chế. Một cá nhân chỉ được bầu làm thành viên độc lập Hội đồng quản trị của một công ty không quá 02 nhiệm kỳ liên tục”. Như vậy, có thể hiểu là thời hạn nhiệm kỳ của các thành viên HĐQT sẽ đều là năm năm, nhưng

thời điểm bắt đầu và kết thúc nhiệm kỳ của từng thành viên là khác nhau, do các thành viên HĐQT có thể được bầu vào những thời điểm khác nhau. Có nghĩa là, HĐQT có thể được bầu làm nhiều đợt và với ưu thế về số phiếu bầu, cổ đông lớn dễ dàng chiến thắng những đợt bầu cử như vậy để đưa ứng viên của họ vào HĐQT. Trong những trường hợp có nhiều đợt bầu như vậy, cơ chế bầu dồn phiếu không còn tác dụng trong bảo vệ cổ đông thiểu số. Và cơ hội để cổ đông thiểu số đưa người vào HĐQT sẽ thấp đi, hệ quả kéo theo là nguy cơ về sự thiếu minh bạch trong quản trị công ty.

+ Thành viên HĐQT được bầu theo cơ chế bầu dồn phiếu, nhưng việc bãi nhiệm lại được thực hiện theo cơ chế biểu quyết đơn thuận. Trừ khi điều lệ có quy định khác, còn thông thường việc bãi miễn thành viên HĐQT sẽ được thông qua khi được 51% cổ đông tham dự cuộc họp đại hội đồng cổ đông đồng ý. Luật Doanh nghiệp 2020 cũng không buộc cổ đông chỉ được bãi miễn thành viên mà trước đây họ đề cử hoặc ủng hộ. Khi cổ đông hoặc nhóm cổ đông nắm giữ trên 51% số cổ phần có quyền biểu quyết, họ có quyền bãi miễn bất cứ thành viên HĐQT nào, kể cả các thành viên không do họ đề cử. Như vậy, nhờ bầu dồn phiếu, cổ đông thiểu số có thể có cơ hội đưa được người của mình vào HĐQT ở giai đoạn đầu của nhiệm kỳ, nhưng sau đó, thành viên do cổ đông thiểu số đề cử sẽ bị cổ đông đa số đề nghị bãi miễn.

+ Những thay đổi trong việc quy định xử lý vi phạm hành chính trong lĩnh vực chứng khoán đều theo hướng bổ sung thêm các hành vi được coi là vi phạm và tăng mức phạt cho phù hợp với thực trạng và mức độ phát triển của thị trường. Tuy nhiên, cần tiếp tục hoàn thiện các quy định pháp luật cụ thể về xử lý vi phạm hành chính trong lĩnh vực chứng khoán, sớm ban hành các văn bản hướng dẫn để có thể áp dụng ngay khi Luật Chứng khoán năm 2019 có hiệu lực thi hành ngày 1/1/2021. Cách xác định các khoản thu lợi bất chính, bao gồm cả thu nhập trực tiếp và thu nhập gián tiếp là vấn đề cần được nghiên cứu kỹ lưỡng trước khi đưa ra quyết định. Cần quy định phương pháp tính toán, xác định rõ ràng, cụ thể để quá trình thực hiện thuận lợi. Đồng thời, kiến nghị tăng mức xử phạt vi phạm vi phạm hành chính cho phù hợp và đảm bảo sự thống nhất giữa các văn bản luật, cũng là để tăng tính răn đe, ngăn ngừa vi phạm, góp phần bảo đảm hiệu lực, hiệu quả của công tác thi hành pháp luật về xử lý vi phạm hành chính.

+ Tăng cường giám sát việc công bố thông tin của các tổ chức niêm yết và các cá nhân trong diện phải công bố thông tin. UBCKNN chỉ đạo Sở giao dịch chứng khoán tăng cường năng lực quản trị điều hành, giám sát chặt chẽ tình hình thực hiện chế độ báo cáo và công bố thông tin của các tổ chức niêm yết, đăng ký giao dịch, giao dịch cổ đông lớn, cổ đông sáng lập; Tăng cường giám sát chất lượng kiểm toán báo cáo tài chính của các tổ chức kiểm toán được chấp thuận. Tăng cường công tác thanh tra, giám sát, tổ chức thanh tra định kỳ và đột xuất nhằm phát hiện sai phạm, đồng thời quy định rõ trách nhiệm của thanh tra trong trường hợp nếu phát hiện sai mà không xử lý.

+ Luật Doanh nghiệp 2020 quy định cổ đông có quyền yêu cầu công ty mua lại cổ phần mà mình đang sở hữu trong những trường hợp nhất định. Khi yêu cầu công ty mua lại cổ phần thì không có quy định cụ thể về việc định giá thì sẽ ảnh hưởng đến quyền lợi của cổ đông. Hơn nữa, quy định thời hạn mà công ty phải mua lại cổ phần của cổ đông thiểu số là 90 ngày làm việc kể từ ngày nhận được yêu cầu của cổ đông thiểu số, tác giả cho rằng thời hạn đó là quá dài. Bên cạnh đó, khi không thỏa thuận được về giá và không tìm được nhà đầu tư khác để chuyển nhượng thì giá cổ phần sẽ được xác định bởi một tổ chức định giá chuyên nghiệp nhưng Luật Doanh nghiệp 2020 lại không quy định cụ thể chi phí định giá sẽ do cổ đông yêu cầu hay công ty thanh toán. Như vậy, các công ty có thể dựa vào điều này để hạn chế quyền yêu cầu mua lại cổ phần của cổ đông thiểu số bằng cách yêu cầu cổ đông phải trả ít nhất là một nửa hoặc toàn bộ chi phí này. Do đó cần có quy định rõ hơn về quyền yêu cầu công ty mua lại cổ phần, trong đó quy định về thời gian, chi phí định giá...

Thứ ba, phát triển chương trình ESOP dành cho cán bộ quản lý, song song với việc kiểm soát đặc quyền của nhóm người này. Kết quả nghiên cứu cho thấy sự tồn tại của hiệu ứng “hội tụ lợi ích” trong các công ty ở giai đoạn tăng trưởng khi tỷ lệ sở hữu của TGD không vượt quá 34,69 % và không vượt quá 20,04% trong giai đoạn trưởng thành của vòng đời doanh nghiệp cho thấy việc TGD sở hữu cổ phần trong công ty đã gây ra tác động tích cực đến thành quả công ty. Vì vậy, nên phát triển chương trình ESOP trong các công ty cổ phần ở Việt Nam, góp phần gắn kết lợi ích cá nhân của TGD với thành quả công ty song song đó là các cơ chế kiểm soát nhóm sở hữu này trong từng giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp.

Cổ phiếu ESOP (Employee Stock Ownership Plan) là loại hình cổ phiếu được phát hành theo chương trình lựa chọn cho người lao động của một công ty đại chúng. Trên thực tế, những người được nhận cổ phiếu ESOP sẽ là những lao động làm lâu năm, có đóng góp trong sự phát triển của công ty. Thông thường tiêu chuẩn này nằm trong Điều lệ hoặc các quy chế ban hành của công ty và điều kiện phát hành cổ phiếu ESOP phải đáp ứng được các điều kiện theo quy định của thông tư 162/2015/TT-BTC¹⁰. Cổ phiếu ESOP được phát hành ưu đãi dành cho cán bộ nhân viên của công ty, vậy nên đây được coi là hình thức nhằm khích lệ, tạo động lực làm việc cho những người nhận ESOP. Việc được nhận cổ phiếu ESOP với mức giá hấp dẫn, công ty làm ăn phát triển, giá cổ phiếu trên thị trường tăng cao sẽ làm tăng động lực cống hiến của nhân viên công ty. Trách nhiệm của nhân viên công ty đồng thời tăng lên khi nắm giữ cổ phiếu và được coi là những cổ đông của doanh nghiệp. Thêm vào đó, việc phát hành cổ phiếu ESOP sẽ giúp các doanh nghiệp gia tăng vốn điều lệ, giữ chân được nhân sự tốt và nâng cao trách nhiệm của nhân viên khi đang là cổ đông của công ty và doanh nghiệp khi phát hành ESOP sẽ không phải chi thường bằng tiền mặt mà sẽ sử dụng nguồn lợi nhuận giữ lại để phát hành. Điều này giúp cho doanh nghiệp có thể giữ lại nguồn tiền mặt đáng kể để phục vụ mở rộng sản xuất kinh doanh. Tuy nhiên, khi phát hành ESOP, lượng cổ phiếu sẽ tăng và làm pha loãng giá trị của mỗi cổ đông công ty và với trường hợp cổ phiếu ESOP được phát hành chủ yếu cho ban lãnh đạo có thể gây ra những xung đột lợi ích giữa các bên trong chính công ty. Bên cạnh hiệu ứng “hội tụ lợi ích”. kết quả nghiên cứu cho thấy sự tồn tại của hiệu ứng “ngăn chặn” được xác nhận khi tỷ lệ sở hữu của TGD vượt 34.69% ở các công ty trong giai đoạn tăng trưởng và tỷ lệ sở hữu của TGD vượt 20.04% ở các công ty trong giai đoạn suy thoái của vòng đời doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu này cũng đưa ra dấu hiệu cảnh báo về rủi ro đạo đức, nếu không kiểm soát chặt chẽ đặc quyền của TGD trong công ty cổ phần. Thực vậy, bài học kinh nghiệm về vụ sụp đổ của các tập đoàn lớn như Enrol, Worldcom... được rút ra là đặc quyền được hưởng quá dễ dàng sẽ giảm mức độ quan tâm của BGD đối với quyền lợi của cổ đông. Một số gợi ý chính sách có liên quan đến vấn đề này mà tác giả đề xuất là trong quy định của pháp luật

¹⁰ Thông tư số: 162/2015/TT-BTC ngày 26 tháng 10 năm 2015 của BTC về hướng dẫn việc chào bán chứng khoán ra công chúng, chào bán cổ phiếu để hoán đổi, phát hành thêm cổ phiếu, mua lại cổ phiếu, bán cổ phiếu quỹ và chào mua công khai cổ phiếu.

về doanh nghiệp hoặc trong điều lệ công ty phải bổ sung các nội dung sau: Định nghĩa tất cả các dạng đặc quyền có thể gây nên xung đột về lợi ích của TGD (và người có liên quan của họ) và cổ đông; Các giao dịch giữa công ty với cổ đông lớn, với thành viên HĐQT, TGD (và người có liên quan của họ), với công ty mẹ, các công ty con và các công ty liên kết phải được HĐQT thông qua trước khi thực hiện sau khi đã chứng minh tính vô tư lợi của chúng; Lượng hóa các đặc quyền của TGD, đồng thời quy định tỷ lệ tối đa của đặc quyền này trong lợi nhuận sau thuế của công ty; Quy định mức đền bù thiệt hại về vật chất và tinh thần cho công ty (ngoài các quy định của pháp luật) đối với các giao dịch nội gián mà thành viên HĐQT, TGD (và người có liên quan của họ) có thể gây ra.

Thứ tư, giữ cho HĐQT đủ lớn sẽ là một giải pháp khả thi để giải quyết các vấn đề đại diện ở các công ty cổ phần Việt Nam. Đối với quy mô HĐQT, trước đây thông tư 121/2012/TT-BTC quy định số lượng thành viên Hội đồng quản trị ít nhất là ba (03) người và nhiều nhất là mười một (11) người. Hiện nay, theo quy định Luật Doanh nghiệp 2020 số lượng thành viên HĐQT có từ 3 đến 11 thành viên và điều lệ công ty quy định cụ thể số lượng thành viên HĐQT. Kết quả nghiên cứu cho thấy quy mô HĐQT tác động tích cực đến thành quả công ty ở giai đoạn tăng trưởng và giai đoạn trưởng thành của vòng đời doanh nghiệp. Có nghĩa là một HĐQT đủ lớn có xu hướng có sự đa dạng trong HĐQT bao gồm các đại diện của các cổ đông lớn, những người có thể đối trọng với các cổ đông kiểm soát và thậm chí kiểm soát hiệu quả đối với Chủ tịch HĐQT, Tổng giám đốc vì lợi ích tốt nhất của công ty. Tuy nhiên, việc lựa chọn các thành viên HĐQT phải được thông qua một quy trình nghiêm ngặt với các tiêu chí rõ ràng, cụ thể đáp ứng được yêu cầu công việc nhằm tránh trường hợp “vấn đề kẻ ăn không” gây ảnh hưởng đến tính hiệu quả của hội đồng quản trị, cũng như thành quả của công ty.

Thứ năm, xây dựng qui trình để cử, biểu quyết chọn thành viên HĐQT độc lập một cách minh bạch, có tiêu chí rõ ràng để lựa chọn đúng người đúng việc. Đối với tỷ lệ thành viên độc lập trong HĐQT, theo điểm b khoản 1 Điều 137 LDN 2020, công ty phải có ít nhất 20% số thành viên HĐQT phải là thành viên độc lập. Riêng với công ty đại chúng, theo khoản 4 Điều 276 Nghị định 155/2020/NĐ-CP hướng dẫn luật chứng khoán 2019 thì số lượng thành viên độc lập HĐQT phải đảm

bảo quy định sau: (i) Có tối thiểu 01 thành viên độc lập trong trường hợp công ty có số thành viên HĐQT từ 03 đến 05 thành viên; (ii) Có tối thiểu 02 thành viên độc lập trong trường hợp công ty có số thành viên HĐQT từ 06 đến 08 thành viên; (iii) Có tối thiểu 03 thành viên độc lập trong trường hợp công ty có số thành viên HĐQT từ 09 đến 11 thành viên. Tuy nhiên kết quả nghiên cứu cho thấy sự gia tăng tính độc lập cho HĐQT không mang lại thành quả công ty trong giai đoạn trưởng thành từ việc tư vấn và giám sát của các thành viên HĐQT độc lập. Tuy nhiên, theo các thông lệ tốt về quản trị công ty các thành viên HĐQT độc lập có thể đóng góp vào những quyết định quan trọng của quản trị công ty, đặc biệt là trong việc đánh giá thành tích điều hành, đặt ra mức thù lao đối với cán bộ điều hành và thành viên HĐQT, rà soát báo cáo tài chính và giải quyết mâu thuẫn nội bộ. Các thành viên HĐQT độc lập đem lại cho cổ đông niềm tin rằng những quyết định mà HĐQT đưa ra là vô tư và không thiên vị. Kết quả nghiên cứu phản ánh rằng các công ty Việt Nam ngoài việc đáp ứng các quy định về thành viên HĐQT độc lập, phải thực sự quan tâm đến hiệu quả lợi ích của cơ chế thành viên HĐQT độc lập. Nếu chỉ để đối phó với pháp luật thì hiệu quả sẽ không cao, thậm chí có những rủi ro với doanh nghiệp. Chẳng hạn, bầu người không đủ trình độ chuyên môn hay không đủ uy tín vào HĐQT dễ dẫn đến các quyết định của HĐQT không chính xác sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến chiến lược cũng như hiệu quả hoạt động sản xuất - kinh doanh của doanh nghiệp, gây thiệt hại cho các cổ đông, nhà đầu tư... Chính vì vậy, để có cơ sở xác định rõ ràng vị trí, vai trò của thành viên HĐQT độc lập, nâng cao trách nhiệm, hiệu quả hoạt động của thành viên HĐQT độc lập các công ty nên có quy định rõ ràng. Cụ thể:

(1) Qui trình đề cử, biểu quyết chọn thành viên HĐQT (đặc biệt là thành viên HĐQT độc lập) cần được minh bạch, có tiêu chí rõ ràng; tiêu chí chọn thành viên HĐQT cần nêu rõ đặc điểm và các yêu cầu xuất phát từ nhu cầu phát triển chiến lược và quản trị từ phía doanh nghiệp từ đó chọn lựa các thành viên HĐQT có các đặc điểm về trình độ, kinh nghiệm, đảm bảo tính đa dạng trong thành phần HĐQT. Tài liệu về các ứng cử viên HĐQT cần đầy đủ thông tin đặc biệt về trình độ, kinh nghiệm, các cam kết hiện tại với các công ty khác, và tính độc lập. Ngoài ra, thông lệ Quản trị

tốt của khu vực ASEAN¹¹ cũng không ủng hộ việc Hội đồng Quản trị có thành viên là nguyên Tổng Giám đốc trong hai năm gần nhất để tránh những xung đột tế nhị có thể ảnh hưởng đến công tác lãnh đạo công ty trong giai đoạn nhiệm kỳ mới

(2) Việc bổ nhiệm một vị trí trưởng thành viên HĐQT độc lập trong trường hợp chủ tịch HĐQT không là thành viên độc lập vẫn còn là một khái niệm mới mẻ ở thị trường Việt Nam và chưa có doanh nghiệp nào áp dụng thông lệ tốt này. Vai trò của trưởng thành viên HĐQT độc lập được kỳ vọng có tiếng nói uy tín, tập trung được ý kiến các thành viên độc lập trong HĐQT cho phép các thành viên độc lập thể hiện được vai trò quan trọng, phản biện trong việc nêu ý kiến, trao đổi và biểu quyết trong các quyết định về vấn đề của HĐQT và đặc biệt có thể giúp hạn chế những rủi ro và nguy cơ xung đột lợi ích khi chủ tịch HĐQT không trung lập.

(3) Quy định thành viên HĐQT độc lập có vai trò thực hiện chức năng giám sát, kiểm soát hoạt động của HĐQT nhằm nâng cao tính khách quan, minh bạch, hiệu quả và chất lượng các quyết định của HĐQT thể hiện:

- Giám sát hoạt động công bố thông tin của công ty theo quy định của pháp luật và đảm bảo về tính kịp thời, chính xác của các thông tin được công bố.

- Tham gia vào quá trình xây dựng cơ chế chi trả thù lao cho các thành viên HĐQT, BKS và BGD của công ty thông qua việc tham gia vào ủy ban về lương thưởng (khuyến nghị của các thông lệ tốt về quản trị công ty là thành viên độc lập nên là chủ tịch của ủy ban này).

- Giám sát hoạt động của người quản lý, điều hành tại công ty trong việc quyết định các vấn đề liên quan đến giao dịch của những người này và người có liên quan với công ty; quyết định phân bổ lợi nhuận của công ty đại chúng...

(4) Quy định thành viên HĐQT độc lập phải trình bày, công bố báo cáo đánh giá của mình tại Đại hội đồng cổ đông về hoạt động của HĐQT.

(5) Quy định áp dụng đối với công ty về việc xây dựng các quy chế riêng về thù lao của HĐQT, trong đó có sự phân biệt về thù lao của thành viên HĐQT độc lập, thành viên HĐQT điều hành và thành viên HĐQT không điều hành.

¹¹ IFC (2017). Báo cáo quản trị công ty việt nam theo thể điểm quản trị công ty khu vực ASEAN kết quả đánh giá 5 năm (2012 – 2017)

Như vậy, thành viên độc lập là người được hưởng thù lao dựa trên năng lực và kinh nghiệm của họ, chính vì vậy họ phải đưa ra các ý kiến độc lập về chiến lược, cũng như giám sát nhà quản lý nhằm bảo vệ sự công bằng cho cổ đông nhỏ và vì quyền lợi của các cổ đông. Họ có trách nhiệm can thiệp vào các quyết định của ban điều hành nếu các quyết định này chỉ mang lại lợi ích nhóm. Do vậy, các thành viên HĐQT độc lập được bổ nhiệm cần đủ điều kiện như là các chuyên gia, đã trải qua các kinh nghiệm thực tế, lựa chọn người phù hợp với mục tiêu phát triển của công ty. Bản thân các thành viên HĐQT độc lập cũng cần ý thức được uy tín của họ trong quá trình ra các quyết định quan trọng tránh việc chỉ tồn tại hình thức.

Thứ sáu, tách bạch quyền sở hữu và quyền quản lý sẽ mang lại thành quả cho các công ty trong giai đoạn trưởng thành và giai đoạn suy thoái của vòng đời doanh nghiệp. Trong giai đoạn tăng trưởng, kết quả nghiên cứu ủng hộ lý thuyết quản lý khi cho rằng TGD cũng là chủ tịch HĐQT thì người đó sẽ sẵn lòng làm việc nhiều hơn cho công ty và việc này sẽ hỗ trợ nhiều cho việc ra quyết định, đặc biệt trong hoàn cảnh cấp bách và giúp HĐQT nắm bắt thông tin của công ty một cách nhanh nhất. Ở các doanh nghiệp Việt Nam, việc có kiêm Chủ tịch Tổng Giám đốc sẽ đảm bảo kiểm soát tốt hơn và có hệ thống hơn quá trình ra quyết định trong hội đồng quản trị, từ đó mang lại hiệu quả hoạt động cao hơn cho doanh nghiệp. Tuy nhiên, theo khuyến nghị của OECD thì chủ tịch HĐQT và TGD phải là những cá nhân khác nhau để bảo đảm có cân bằng phù hợp về quyền lực, tăng trách nhiệm giải trình, và tăng cường năng lực của HĐQT để ra quyết định độc lập và trong trường hợp vai trò Chủ tịch và TGD được kết hợp thì cần phải bổ nhiệm một “thành viên HĐQT độc lập đứng đầu” phụ trách các thành viên HĐQT độc lập, thành viên HĐQT độc lập đứng đầu cần có đủ thẩm quyền để dẫn dắt HĐQT trong những trường hợp các thành viên HĐQT còn lại có xung đột lợi ích rõ ràng. Các nghiên cứu thực nghiệm (Adams và cộng sự, 2005; Bhagat và Bolton, 2019) cho rằng một TGD kiêm Chủ tịch có thể lạm dụng quyền lực của họ hoặc có hành vi lôi kéo gây ảnh hưởng xấu đến hiệu quả hoạt động của công ty và các cổ đông của công ty và các bên liên quan khác. Kết quả nghiên cứu cho thấy rằng sự kiêm nhiệm chức vụ TGD của chủ tịch HĐQT sẽ tác động tiêu cực đến thành quả công ty trong giai đoạn trưởng thành và giai đoạn suy thoái của vòng đời doanh nghiệp. Kết quả của nghiên cứu ủng hộ lý thuyết phụ thuộc

nguồn lực và lý thuyết đại diện khi cho rằng sự tách bạch quyền sở hữu và quyền quản lý sẽ mang lại thành quả công ty. Bên cạnh đó, việc tách bạch này sẽ giải quyết được băn khoăn ai sẽ là người chịu trách nhiệm về hoạt động của công ty, theo đó chủ tịch HĐQT sẽ đại diện cho HĐQT giám sát và kiểm soát việc điều hành công ty và bảo vệ quyền lợi của các cổ đông, trong khi đó nhiệm vụ của TGD là điều hành công ty tốt. Như vậy, các công ty nên có sự tách bạch vị trí chủ tịch HĐQT và TGD. Tuy nhiên, một lưu ý đối với các công ty là việc tách bạch hai vị trí này cũng cần được hỗ trợ bởi các điều kiện khác, chẳng hạn như việc lựa chọn phải đúng người đúng việc, vị trí chủ tịch HĐQT đòi hỏi người có tầm nhìn, có chiến lược, có khả năng thúc đẩy và truyền cảm hứng cho bộ máy điều hành. Còn đối với vị trí TGD thì đòi hỏi người có khả năng tổ chức, có tính năng động, sáng tạo, có tính kiên định và tập trung vào hiệu quả công việc. Ngoài ra, trong nội bộ công ty cũng cần phải có tinh thần đoàn kết và sự đồng thuận, thống nhất quan điểm xây dựng, phát triển công ty trong HĐQT và BGĐ. v.v. Hội đủ các yếu tố này thì việc tách bạch hai vị trí chủ tịch HĐQT và TGD điều hành sẽ mang lại thành quả công ty.

5.3. Hạn chế của luận án

Hạn chế thứ nhất của luận án có liên quan đến phạm vi nghiên cứu của đề tài, theo đó, phạm vi nghiên cứu của luận án mới chỉ dừng lại ở các công ty phi tài chính niêm yết mà chưa đề cập đến các công ty tài chính niêm yết.

Hạn chế thứ hai của luận án là do mục tiêu chính của luận án tập trung vào cấu trúc sở hữu và cấu trúc HĐQT và dữ liệu sử dụng là dữ liệu thứ cấp, do đó luận án chưa mở rộng nhằm xem xét các đặc riêng của tổng giám đốc và các thành viên hội đồng quản trị, chưa khảo sát được trình độ chuyên môn, mức độ tập trung cho công việc và vị trí của từng thành viên trong HĐQT và BGĐ, BKS.

Hạn chế thứ ba của luận án chưa xem xét các yếu tố thể chế cấp quốc gia (ví dụ: văn hóa, quản trị tốt, chi phí kinh doanh, tham nhũng, v.v.) và các yếu tố vĩ mô ảnh hưởng như thế nào đến thành quả công ty qua các giai đoạn vòng đời của doanh nghiệp. Ngoài ra, các nghiên cứu chủ yếu tập trung vào phân loại vòng đời của các công ty niêm yết và chưa mở rộng thêm các tiêu chí phân loại vòng đời doanh nghiệp do đó các nghiên cứu trong tương lai có thể lấp đầy khoảng trống này.

Tóm tắt chương 5

Quản trị công ty tốt được xem là biện pháp hữu hiệu nhất nhằm giảm thiểu xung đột lợi ích giữa cổ đông và người quản lý, nâng cao thành quả công ty. Từ kết quả nghiên cứu cho thấy có sự khác biệt về quản trị công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu cho thấy quản trị công ty có những tác động nhất định đến thành quả công ty trong từng giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp và có mức độ tác động, hướng tác động khác nhau.

Trên cơ sở kết quả nghiên cứu luận án đề xuất các giải pháp liên quan đến quản trị công ty trong các công ty cổ phần ở Việt Nam nhằm hỗ trợ cho các nhà quản lý có các giải pháp nhằm nâng cao thành quả công ty trong từng giai đoạn cụ thể của vòng đời doanh nghiệp. Đồng thời, giúp cho các nhà đầu tư bổ sung thêm những hiểu biết về doanh nghiệp trong danh mục đầu tư của mình nhằm mang lại lợi ích tối đa từ các khoản đầu tư.

DANH MỤC CÁC CÔNG TRÌNH CỦA TÁC GIẢ ĐÃ CÔNG BỐ

Tạp chí khoa học

1. Pham, Duc-Huy, & Pham, Quoc-Viet. (2020). The impact of firm's life-cycle on board composition: Evidence from Vietnam's listed firms. *Accounting*, 6(6), 1065-1070.
2. Pham, Duc-Huy, & Pham, Quoc-Viet. (2020). The impact of CEO Duality on firm performance: Examining the life-cycle theory in Vietnam. *Accounting*, 6(5), 737-747.
3. Phạm, Quoc-Viet., Ho, Thu-Hoai., Pham, Duc-Huy., & Nguyen, Hong-Ron. (2020). Effects of corporate governance on high growth rate: edividen from Vietnamese listed companies. *Management Science Letters*, 10(7), 1553-1556.
4. Phạm Đức Huy. (2020). Ảnh hưởng kiêm nhiệm tổng giám đốc và chủ tịch hội đồng quản trị đến hoạt động của doanh nghiệp – Bảng chức thực nghiệm tại Việt Nam. *Tạp chí Tài chính*, kỳ 1-tháng 06/2020 (730).
5. Phạm Quốc Việt, Hồ Thu Hoài, Phạm Đức Huy, Nguyễn Văn Phong, Lê Thị Hồng Hạnh. (2019). Vai trò của giám đốc điều hành trong doanh nghiệp tăng trưởng nhanh – trường hợp Việt Nam. *Tạp chí Nghiên cứu Tài chính – Marketing*, số 53, 10/2019.

Đề tài nghiên cứu khoa học

1. Chủ nhiệm đề tài: Đặc điểm của giám đốc điều hành ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động công ty cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam qua các vòng đời công ty, Mã số đề tài: CS-07-19, đề tài nghiên cứu khoa học cấp cơ sở, nghiệm thu 09/2020.
2. Thành viên đề tài: Tác động của quản trị công ty đến khả năng tăng trưởng của doanh nghiệp – nghiên cứu thực nghiệm tại các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, Mã số đề tài: CS-01-18, đề tài nghiên cứu khoa học cấp cơ sở, nghiệm thu 06/2019.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

Tiếng Việt

- Võ Hồng Đức và Phan Bùi Gia Thủy. (2013). Tác động của đặc điểm hội đồng quản trị đến hiệu quả hoạt động công ty: Minh chứng từ Việt Nam. *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*. Số 188(II). 68-75.
- Phạm Nguyễn Hoàng. (2013). “Cấu trúc vốn doanh nghiệp nhìn từ hiệu quả phân vốn nhà nước – Một số kết quả nghiên cứu thực tiễn trên thế giới”. *Tạp chí Chứng khoán*, Số 3(173), Trang 42-46.
- OECD. (2019). G20/OECD Các Nguyên tắc Quản trị Công ty. *OECD Publishing, Paris/ICF, Washington, DC*,
- IFC (2017). Báo cáo quản trị công ty Việt Nam theo thể điểm quản trị công ty khu vực ASEAN kết quả đánh giá 5 năm (2012 – 2017).
- IFC (2012). Báo cáo Thẻ điểm quản trị công ty 2012. *International Finance Corporation*.
- IFC. (2010). Vietnam corporate governance manual (V. Ha Noi (b.t.v)). *International Finance Corporation*.
- Luật chứng khoán số 54/2019/QH14. Quốc Hội khóa 14. ngày 26 tháng 11 năm 2019.
- Luật Doanh nghiệp số 13/1999/QH10. Quốc Hội khóa 10. ngày 12 tháng 06 năm 1999.
- Luật Doanh nghiệp số 60/2005/QH11. Quốc Hội khóa 13. ngày 29 tháng 11 năm 2005.
- Luật Doanh nghiệp số 68/2014/QH13. Quốc Hội khóa 13. ngày 26 tháng 11 năm 2014.
- Nghị định số 108/2013/NĐ-CP của Thủ tướng Chính phủ: quy định xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực chứng khoán và thị trường chứng khoán. ngày 23 tháng 09 năm 2013.
- Nghị định số 58/2012/NĐ-CP của Chính phủ: Quy định chi tiết và hướng dẫn thi hành một số điều của Luật chứng khoán và Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật chứng khoán. ngày 20 tháng 7 năm 2012.
- Nghị định số 71/2017/NĐ-CP. Chính Phủ. ngày 06 tháng 06 năm 2017.
- Đoàn Ngọc Phúc và Lê Văn Thông. (2014). “Tác động của quản trị doanh nghiệp đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp sau cổ phần hóa ở Việt Nam”. *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*, Số 203, Trang 56-63.
- Quyết định số 202-CT của chủ tịch Hội đồng Bộ trưởng: về việc tiếp tục làm thí điểm chuyển một số doanh nghiệp nhà nước thành công ty cổ phần. ngày 08 tháng 6 năm 1992.
- Trần Ngọc Thơ. (2003). Tài chính doanh nghiệp hiện đại. *NXB Thống Kê. Trường Đại Học Kinh Tế TP. HCM*
- Thông tư số 121/2012/TT-BTC của Bộ Tài chính: Quy định về quản trị công ty áp dụng cho các công ty đại chúng. ngày 26 tháng 7 năm 2012.
- Thông tư số 162/2015/TT-BTC của Bộ Tài chính: hướng dẫn việc chào bán chứng khoán ra công chúng, chào bán cổ phiếu để hoán đổi, phát hành thêm cổ

- phiếu, mua lại cổ phiếu, bán cổ phiếu quỹ và chào mua công khai cổ phiếu. ngày 26 tháng 10 năm 2015.
- Thông tư số 52/2012/TT-BTC của Bộ Tài chính: hướng dẫn về việc công bố thông tin trên thị trường chứng khoán. ngày 5 tháng 4 năm 2012.
- Thông tư số 95/2017/TT-BTC của Bộ Tài chính: về hướng dẫn một số điều của nghị định số 71/2017/NĐ-CP. ngày 6 tháng 6 năm 2017.
- Phan Bùi Gia Thủy, Trần Đức Tài và Trần Thị Tú Anh. (2017). Ảnh hưởng của đặc điểm tổng giám đốc điều hành đến hiệu quả hoạt động DN. *Tạp chí Khoa học Đại học Mở TP. Hồ Chí Minh – số 55 (4)*.
- Phan Thị Thanh Thủy. (2018). Bàn về tính minh bạch trong quản trị công ty cổ phần ở Việt Nam. *Tạp chí Nghiên cứu lập pháp. số 01 (353) Kỳ 1 – Tháng 01/2018*.
- Ngô Mỹ Trân và Lê Thị Trang. (2018). Mức độ tập trung vốn và hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh. *Can Tho University. Journal of Science. 54(7). 138*.
- Phạm Thị Kiều Trang. (2017). Phân tích tác động của quản trị công ty tới hiệu quả tài chính các công ty phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Luận án tiến sĩ kinh tế. Trường Đại học kinh tế Quốc dân*.
- Trần Minh Trí và Dương Như Hùng. (2011). Ảnh hưởng của tỷ lệ sở hữu quản trị đến hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết trên sàn HOSE. *Tạp chí phát triển khoa học và công nghệ. Tập 14. Số 2. Trang 116-124*.
- Ủy Ban chứng khoán nhà nước. (2019). Bộ nguyên tắc quản trị công ty theo thông lệ tốt nhất dành cho công ty đại chúng tại Việt Nam.
- Phạm Quốc Việt. (2010). Nghiên cứu ảnh hưởng của các nhân tố điều hành công ty đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của công ty cổ phần. *Luận án tiến sĩ. Trường Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh*.
- Võ Xuân Vinh. (2014). Cấu trúc sở hữu, hiệu quả hoạt động và giá trị doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán. *Tạp chí Phát triển và Hội nhập. Số 16(26). Trang 28-32*.

Tiếng Anh

- Adams, R. B., Almeida, H., & Ferreira, D. (2005). Powerful CEOs and their impact on corporate performance. *The Review of Financial Studies, 18(4)*, 1403-1432.
- Adams, R. B., & Ferreira, D. (2007). A theory of friendly boards. *The journal of finance, 62(1)*, 217–250.
- Adizes, I. (1979). Organizational passages—diagnosing and treating lifecycle problems of organizations. *Organizational dynamics, 8(1)*, 3–25.
- Agrawal, A., & Knoeber, C. R. (1996). Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis, 31(3)*, 377.
- Akerlof, G.A (1970). The market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economic, volume 84*, page 488-500.
- Alchian, A. A., & Demsetz, H. (1972). Production, information costs, and economic organization. *The American economic review, 62(5)*, 777–795.

- Alqahtani, J., Duong, L., Taylor, G., & Eulaiwi, B. (2021). Outside directors, firm life cycle, corporate financial decisions and firm performance. *Emerging Markets Review*, June 2020, 100820.
- Amin, H. M., Mohamed, E. K. A., & Hussain, M. M. (2021). Corporate governance practices and firm performance: a configurational analysis across corporate life cycles. *International Journal of Accounting and Information Management*, 29(5), 669–697.
- Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2003). Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500. *Journal of Finance*, 58(3), 1301–1328.
- Andres, C. (2008). Large shareholders and firm performance—An empirical examination of founding-family ownership. *Journal of Corporate Finance*, 14(4), 431–445.
- Anthony, J. H., & Ramesh, K. (1992). Association between accounting performance measures and stock prices. A test of the life cycle hypothesis. *Journal of Accounting and Economics*, 15(2–3), 203–227.
- Arellano, M., & Bover, O. (1995). Another look at the instrumental variable estimation of error-components models. *Journal of econometrics*, 68(1), 29–51.
- Arikan, A. M., & Stulz, R. M. (2016). Corporate acquisitions, diversification, and the firm's life cycle. *The Journal of Finance*, 71(1), 139–194.
- Barba Navaretti, G., Castellani, D., & Pieri, F. (2014). Age and firm growth: evidence from three European countries. *Small Business Economics*, 43(4), 823–837.
- Barnhart, S. W., & Rosenstein, S. (1998). Board Composition, Managerial Ownership, and Firm Performance: An Empirical Analysis. *The Financial Review*, 33(4), 1–16.
- Baysinger, B. D., & Butler, H. N. (1985). Corporate Governance and the Board of Directors : Performance Effects of Changes in Board. *Journal of Law, Economics, & Organization*, 1(1), 101–124.
- Berle, A., & Means, G. (1932). The modern corporation and private property by Berle and Means: the martial roots of a stakeholder model of corporate governance. *Academy of Management Proceedings*, 1(1932), 1–42.
- Bethel, J. E., Liebeskind, J. P., & Opler, T. (1998). Block share purchases and corporate performance. *The Journal of Finance*, 53(2), 605–634.
- Bhagat, S., Black, B., & Blair, M. (2004). Relational investing and firm performance. *Journal of Financial Research*, 27(1), 1–30.
- Bhagat, S., & Black, B. S. (2002). The Non-Correlation Between Board Independence and Long-Term Firm Performance. *Journal of Corporation Law*, 27, 231–274.
- Bhagat, S., & Black, B. (2001). The non-correlation between board independence and long-term firm performance. *J. Corp. L.*, 27, 231.
- Bhagat, S., & Bolton, B. (2008). Corporate governance and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 14(3), 257–273.

- Bhagat, S., & Bolton, B. (2013). Director ownership, governance, and performance. *Journal of financial and Quantitative Analysis*, 48(1), 105-135.
- Bhagat, S., & Bolton, B. (2019). Corporate governance and firm performance: The sequel. *Journal of Corporate Finance*, 58(3), 142–168.
- Black, E. L. (1998). Life-cycle impacts on the incremental value-relevance of earnings and cash flow measures. *Journal of Financial Statement Analysis*, 4, 40–57.
- Blundell, R., & Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of econometrics*, 87(1), 115-143.
- Bonn, I., & Pettigrew, A. (2009). Towards a dynamic theory of boards: An organisational life cycle approach. *Journal of Management & Organization*, 15(1), 2–16.
- Boone, A. L., Field, L. C., Karpoff, J. M., & Raheja, C. G. (2007). The determinants of corporate board size and composition: An empirical analysis. *Journal of financial Economics*, 85(1), 66-101.
- Buzzell, R. D., Buzzell, R. D., Gale, B. T., & Gale, B. T. (1987). *The PIMS principles: Linking strategy to performance*. Simon and Schuster.
- Cadbury, A. (1992). Report of the committee on the financial aspects of corporate governance. *Vol 1, Gee*.
- Cadbury, A., & Cadbury, C. A. (2002). Corporate governance and chairmanship: A personal view. *Oxford University Press on Demand*.
- Campbell, K., & Mínguez-Vera, A. (2008). Gender diversity in the boardroom and firm financial performance. *Journal of business ethics*, 83(3), 435–451.
- Certo, S. T., Daily, C. M., & Dalton, D. R. (2001). Signaling firm value through board structure: An investigation of initial public offerings. *Entrepreneurship theory and practice*, 26(2), 33–50.
- Chandler, A. D. (1962). Strategy and structure: chapters in the history of American industrial enterprises. *Cambridge. hlass.: MIT Press*, 14, 16.
- Chen, S. (2011). Quantitative Financial Risk Management. *Quantitative Financial Risk Management*, 63–69.
- Chen, X., Cheng, Q., & Wang, X. (2015). Does increased board independence reduce earnings management? Evidence from recent regulatory reforms. *Review of Accounting Studies*, 20(2), 899-933.
- Chuang, K. S. (2020). Private placements, market discounts and firm performance: the perspective of corporate life cycle analysis. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 54(2), 541-564.
- Chuang, K. S. (2017). Corporate life cycle, investment banks and shareholder wealth in M&As. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 63, 122-134.
- Churchill, N., & Lewis, V. (1983). The five stages of small business growth. *Harvard business review*, 61(3), 30–50.
- Claessens, S., & Djankov, S. (1999). Ownership Concentration and Corporate Performance in the Czech Republic. *Journal of Comparative Economics*, 27(3),

- 498–513.
- Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. H. (2000). The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of financial Economics*, 58(1-2), 81-112.
- Coles, J. L., Daniel, N. D., & Naveen, L. (2008). Boards: Does one size fit all?. *Journal of financial economics*, 87(2), 329-356.
- Coles, J. L., Lemmon, M. L., & Meschke, J. F. (2012). Structural models and endogeneity in corporate finance: The link between managerial ownership and corporate performance. *Journal of financial economics*, 103(1), 149-168.
- Collins, D. W., & Kothari, S. P. (1989). An analysis of intertemporal and cross-sectional determinants of earnings response coefficients. *Journal of accounting and economics*, 11(2-3), 143-181.
- Core, J. E., Guay, W. R., & Rusticus, T. O. (2006). Does weak governance cause weak stock returns? An examination of firm operating performance and investors' expectations. *The Journal of Finance*, 61(2), 655-687.
- Cornett, M. M., Marcus, A. J., & Tehranian, H. (2008). Corporate governance and pay-for-performance: The impact of earnings management. *Journal of Financial Economics*, 87(2), 357–373.
- Cuñat, V., Gine, M., & Guadalupe, M. (2012). The vote is cast: The effect of corporate governance on shareholder value. *The journal of finance*, 67(5), 1943-1977.
- Daily, C. M., & Dalton, D. R. (1992). The relationship between governance structure and corporate performance in entrepreneurial firms. *Journal of Business Venturing*, 7(5), 375-386.
- Daily, C. M., & Dalton, D. R. (1994). Corporate governance and the bankrupt firm: An empirical assessment. *Strategic Management Journal*, 15(8), 643–654.
- Daily, c. M., & Dalton, d. R. (1994). Bankruptcy and corporate governance: the impact of board composition and structure. *Academy of Management Journal*, 37(6), 1603–1617.
- Dalton, D. R., Daily, C. M., Ellstrand, A. E., & Johnson, J. L. (1998). Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance. *Strategic management journal*, 19(3), 269-290.
- Dao, T. T. B., & Hoang, T. H. G. (2014). VN30 Index: Corporate Governance and Performance Analysis. *SSRN Electronic Journal*, December, 1–23.
- Davis, J. H., Schoorman, F. D., & Donaldson, L. Toward a stewardship Theory of Management'(1997) 22 (1). *The Academy of Management Review*, 20.
- Davidson, R., & MacKinnon, J. G. (1993). Estimation and inference in econometrics. (Vol. 63). New York: Oxford.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Stulz, R. M. (2006). Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory. *Journal of Financial Economics*, 81(2), 227–254.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Stulz, R. M. (2010). Seasoned equity offerings, market timing, and the corporate lifecycle. *Journal of Financial Economics*,

- 95(3), 275–295.
- Demsetz, H. (1983). The structure of ownership and the theory of the firm. *The Journal of law and economics*, 26(2), 375–390.
- Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of political economy*, 93(6), 1155–1177.
- Demsetz, H., & Villalonga, B. (2001). Ownership structure and corporate performance. *Journal of corporate finance*, 7(3), 209–233.
- Dickinson, V. (2011). Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle. *Accounting Review*, 86(6), 1969–1994.
- Dixon, J. R., Nanni, A. J., & Vollmann, T. E. (1990). New performance challenge: Measuring operations for world-class competition (irwin/apics series in production management). Dixon, J., Robb, N., Alfred, J., Vollmann, TE, Eds.
- Donaldson, L., & Davis, J. H. (1991). Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of management*, 16(1), 49–64.
- Downs, A. (1967). Inside bureaucracy: A RAND Corporation research study. *Waveland Press*.
- Duru, A., Iyengar, R. J., & Zampelli, E. M. (2016). The dynamic relationship between CEO duality and firm performance: The moderating role of board independence. *Journal of Business Research*, 69(10), 4269–4277.
- Easton, P. D., & Zmijewski, M. E. (1989). Cross-sectional variation in the stock market response to accounting earnings announcements. *Journal of Accounting and economics*, 11(2-3), 117–141.
- Elbadry, A., Gounopoulos, D., & Skinner, F. (2015). Governance quality and information asymmetry. *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 24(2-3), 127–157.
- Eisenhardt, K. M., & Schoonhoven, C. B. (1996). Resource-based view of strategic alliance formation: Strategic and social effects in entrepreneurial firms. *organization Science*, 7(2), 136–150.
- Erhardt, N. L., Werbel, J. D., & Shrader, C. B. (2003). Board of Director Diversity and Firm Financial Performance. *Corporate Governance*, 11(2), 102–111.
- Faccio, M., Lang, L. H., & Young, L. (2001). Dividends and expropriation. *American economic review*, 91(1), 54–78.
- Faff, R., Kwok, W. C., Podolski, E. J., & Wong, G. (2016). Do corporate policies follow a life-cycle? *Journal of Banking and Finance*, 69(April), 95–107.
- Fama, E. F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of political economy*, 88(2), 288–307.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983a). Agency problems and residual claims. *The journal of law and Economics*, 26(2), 327–349.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983b). Separation of ownership and control. *The journal of law and Economics*, 26(2), 301–325.
- Filatotchev, I., & Toms, S. (2003). Corporate governance, strategy and survival in a declining industry: A study of UK cotton textile companies. *Journal of*

- Management Studies*, 40(4), 895–920.
- Filatotchev, I., Toms, S., & Wright, M. (2006). The firm's strategic dynamics and corporate governance life- cycle. *International Journal of Managerial Finance*, 2(4), 256–279.
- Fried, V. H., Bruton, G. D., & Hisrich, R. D. (1998). Strategy and the board of directors in venture capital-backed firms. *Journal of business venturing*, 13(6), 493–503.
- Geletkanycz, M. A., & Hambrick, D. C. (1997). The external ties of top executives: Implications for strategic choice and performance. *Administrative Science Quarterly*, 654–681.
- Gilson, S. C. (1990). Bankruptcy, boards, banks, and blockholders. Evidence on changes in corporate ownership and control when firms default. *Journal of Financial Economics*, 27(2), 355–387.
- Goodstein, J., Gautam, K., & Boeker, W. (1994). The effects of board size and diversity on strategic change. *Strategic management journal*, 15(3), 241-250.
- Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *The quarterly journal of economics*, 118(1), 107-156.
- Gort, M., & Klepper, S. (1982). Time paths in the diffusion of product innovations. *The economic journal*, 92(367), 630-653.
- Greiner, L. E. (1998). Evolution and revolution as organizations grow. *Harvard business review*, 76(3), 55-64.
- Gul, F. A., & Leung, S. (2004). Board leadership, outside directors' expertise and voluntary corporate disclosures. *Journal of Accounting and public Policy*, 23(5), 351–379.
- Guth, W. D., & Ginsberg, A. (1990). Guest editors' introduction: Corporate entrepreneurship. *Strategic management journal*, 5-15.
- Harjoto, M. A., & Jo, H. (2009). CEO power and firm performance : A test of the life cycle theory. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 38(1), 35–66.
- Hearn, B. (2012). The contrasting effects of board composition and structure on IPO firm underpricing in a developing context. *International Review of Financial Analysis*, 21, 33-44.
- Helfat, C. E., & Peteraf, M. A. (2003). The dynamic resource- based view: Capability lifecycles. *Strategic management journal*, 24(10), 997-1010.
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (1991). The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance. *Financial Management*, 20(4), 101.
- Hillman, A. I., & Dalziel, T. (2003). Boards of directors and firm performance: integrating agency and resource dependence perspectives. *Academy of Management Review*, 28(3), 383–396.
- Huang, T.-T., Lin, W.-C., & Chen, Y.-W. (2014). On the Casual Relationship of Corporate Governance and Firm Value: an Intellectual Capital Perspective across the Life Cycle of Firms. *Journal of Information and Optimization Sciences*, 35(2), 103–127.
- Hult, G. T. M., Ketchen, D. J., Griffith, D. A., Chabowski, B. R., Hamman, M. K.,

- Dykes, B. J., ... & Cavusgil, S. T. (2008). An assessment of the measurement of performance in international business research. *Journal of international business studies*, 39(6), 1064-1080.
- Jawahar, I. M., & McLaughlin, G. L. (2001). Toward a descriptive stakeholder theory: An organizational life cycle approach. *Academy of Management Review*, 26(3), 397-414.
- Jensen, M. C. (1989). Eclipse of Public Corporation. *Harvard Business Review*. Sept. Oct, 61.
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831-880.
- Jensen, M. C. , & Meckling, W. F. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- John, k., Litov, l., & Yeung, b. (2008). Corporate governance and risk-taking. *The journal of finance*, 63(4), 1679-1728.
- Katz, D., & Kahn, R. L. (1978). The social psychology of organizations (Vol 2). *Wiley New York*.
- Keegan, D. P., Eiler, R. G., & Jones, C. R. (1989). Are your performance measures obsolete?. *Strategic Finance*, 70(12), 45.
- Kumar Rai, S., & Shaikh, I. (2021). Does the performance of private investment in public equity firms behave differently in different life cycles?. *Applied Economics*, 53(17), 1935-1951.
- Kim, W., Nam, I.-C., & Cuong, T. T. (2010). On the governance of state-owned economic groups in Vietnam. *Available at SSRN 1729093*.
- Kimberly, J. R. (1979). Issues in the creation of organizations: Initiation, innovation, and institutionalization. *Academy of management Journal*, 22(3), 437-457.
- Klein, A. (2002). Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. *Journal of accounting and economics*, 33(3), 375-400.
- Lasfer, M. A. (2006). The interrelationship between managerial ownership and board structure. *Journal of Business Finance & Accounting*, 33(7- 8), 1006-1033.
- Lee, W. J., & Choi, S. U. (2018). Effects of corporate life cycle on corporate social responsibility: Evidence from Korea. *Sustainability (Switzerland)*, 10(10), 1-17.
- Li, F., & Srinivasan, S. (2011). Corporate governance when founders are directors. *Journal of financial economics*, 102(2), 454-469.
- Li, Y., & Zhang, X. T. (2018). How Does Firm Life Cycle Affect Board Structure? Evidence from China's Listed Privately Owned Enterprises. *Management and Organization Review*, 14(2), 305-341.
- Liang, C.-J., Lin, Y.-L., & Huang, T.-T. (2011). Does Endogenously Determined Ownership Matter on Performance? Dynamic Evidence from the Emerging Taiwan Market. *Emerging Markets Finance and Trade*, 47(6), 120-133.

- Liao, W. C., Shyu, J., & Chien, S. M. (2014). A corporate life cycle analysis on the relationship between ownership structure and performance: Evidence from the Taiwan stock exchange. *Asia Pacific Management Review*, 19(2), 173–186.
- Lien, T. T. H., & Holloway, D. A. (2014). Developments in corporate governance: The case of Vietnam. *Corporate Ownership and Control*, 11(3 C), 219–230.
- Lilienfeld- toal, u. L. F. V. O. N., & Ruenzi, S. (2014). CEO ownership, stock market performance, and managerial discretion. *The Journal of Finance*, 69(3), 1013–1050.
- Linck, J. S., Netter, J. M., & Yang, T. (2008). The determinants of board structure. *Journal of Financial Economics*, 87(2), 308–328.
- Lippitt, G. L., & Schmidt, W. H. (1967). Crises in a developing organization. *Harvard business review*.
- Lipton, M., & Lorsch, J. W. (1992). A modest proposal for improved corporate governance. *The business lawyer*, 59-77.
- Low, M. B., & MacMillan, I. C. (1988). Entrepreneurship: Past Research and Future Challenges. *Journal of Management*, 14(2), 139–161.
- Lupton, T., Gribbin, C., & Warmington, W. A. (1977). Organizational Behavior and Performance. London: *The Macmillan Press*.
- Ly, T. T. H., & Duc, N. K. (2018). Corporate governance, pyramid ownership, and firm value: Evidence from Vietnam. *Journal of Economic Development*, 25(S01), 85–102.
- Lyden, F. J. (1975). Using Parsons' functional analysis in the study of public organizations. *Administrative science quarterly*, 59-70.
- Lynall, M. D., Golden, B. R., & Hillman, A. J. (2003). Board Composition from Adolescence to Maturity: A Multitheoretic View. *Academy of Management Review*, 28(3), 416–431.
- Maug, E. (2001). Ownership structure and the life-cycle of the firm: A theory of the decision to go public. *Review of Finance*, 5(3), 167-200.
- McConnell, J. J., & Servaes, H. (1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics*, 27(2), 595–612.
- Miller, D., & Friesen, P. H. (1983). Successful and Unsuccessful Phases of the Corporate Life Cycle. *Organization Studies*, 4(4), 339–356.
- Miller, D., & Friesen, P. H. (1984). A Longitudinal Study of the Corporate Life Cycle. *Management Science*, 30(10), 1161–1183.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation. *Journal of Financial Economics*, 20(C), 293–315.
- Moreno, A. M., & Casillas, J. C. (2007). High-growth SMEs versus non-high-growth SMEs: a discriminant analysis. *Entrepreneurship and regional development*, 19(1), 69-88.
- Mueller, D. C. (1972). A Life Cycle Theory of the Firm. *The Journal of Industrial Economics*, 20(3), 199–219.
- Muth, M., & Donaldson, L. (1998). Stewardship theory and board structure: A contingency approach. *Corporate Governance: An International Review*, 6(1),

- 5–28.
- Van Tuan, N., & Tuan, N. A. (2016). Corporate governance structures and performance of firms in Asian markets: A comparative analysis between Singapore and Vietnam. *Organizations and markets in emerging economies*, 7(2), 112-140.
- Nguyen, T., Locke, S., & Reddy, K. (2014). A dynamic estimation of governance structures and financial performance for Singaporean companies. *Economic Modelling*, 40, 1-11.
- Nguyen, T., Locke, S., & Reddy, K. (2015). Ownership concentration and corporate performance from a dynamic perspective: Does national governance quality matter?. *International Review of Financial Analysis*, 41, 148-161.
- Ntim, C. G. (2018). Defining corporate governance: Shareholder versus stakeholder models. in “*Global Encyclopedia of Public Administration, Public Policy and Governance*”, Springer, USA.
- O'Connor, T., & Byrne, J. (2015a). Governance and the corporate life-cycle. *International Journal of Managerial Finance*, 11(1), 23–43.
- O'Connor, T., & Byrne, J. (2015b). When does corporate governance matter? Evidence from across the corporate life-cycle. *Managerial Finance*, 41(7), 673–691.
- O'Reilly, C. A., & Chatman, J. (1986). Organizational commitment and psychological attachment: The effects of compliance, identification, and internalization on prosocial behavior. *Journal of applied psychology*, 71(3), 492.
- OECD. (2004). Principles of Corporate Governance. *OECD*.
- Pashley, M. M., & Philippatos, G. C. (1990). Voluntary divestitures and corporate life-cycle: Some empirical evidence. *Applied Economics*, 22(9), 1181-1196.
- Peng, M. W., Li, Y., Xie, E., & Su, Z. (2010). CEO duality, organizational slack, and firm performance in China. *Asia Pacific Journal of Management*, 27(4), 611-624.
- Penrose, E. T. (1952). Biological Analogies in the Theory of the Firm. *The American Economic Review*, 42(5), 804–819.
- Pfeffer, J. (1972). Size and composition of corporate boards of directors: The organization and its environment. *Administrative science quarterly*, 218-228.
- Pfeffer, J., & Salancik, G. R. (1978). A resource dependence perspective. In *Intercorporate relations. The structural analysis of business*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Pham, Q., Ho, T., Pham, D., & Nguyen, H. (2020). Effects of corporate governance on high growth rate: evidence from Vietnamese listed companies. *Management Science Letters*, 10(7), 1553–1566.
- Pye, A., & Pettigrew, A. (2005). Studying board context, process and dynamics: Some challenges for the future. *British journal of management*, 16, S27-S38.
- Quinn, R. E., & Cameron, K. (1983). Organizational Life Cycles and Shifting Criteria of Effectiveness: Some Preliminary Evidence. *Management Science*,

- 29(1), 33–51.
- Raheja, C. G. (2005). Determinants of board size and composition: A theory of corporate boards. *Journal of financial and quantitative analysis*, 40(2), 283–306.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The journal of Finance*, 50(5), 1421–1460.
- Ramaswamy, V., Ueng, C. J., & Carl, L. (2008). Corporate governance characteristics of growth companies: An empirical study. *Academy of Strategic Management Journal*, 7, 21.
- Rechner, P. L., & Dalton, D. R. (1990). Research notes and communications ceo duality and organizational performance: a longitudinal analysis. *Strategic Management Journal*, 12(July 1987), 155–160.
- Rechner, P. L., & Dalton, D. R. (1991). CEO duality and organizational performance: A longitudinal analysis. *Strategic management journal*, 12(2), 155–160.
- Roodman, D. (2006). How to do xtabond2: an introduction to ‘difference’ and ‘system. In *GMM in STATA*’, *Center for Global Development Working Paper No. 103*.
- Roodman, D. (2009). How to do xtabond2: An introduction to difference and system GMM in Stata. *The stata journal*, 9(1), 86–136.
- Roodposhti, F. R., & Chashmi, S. A. N. (2011). The impact of corporate governance mechanisms on earnings management. *African Journal of Business Management*, 5(11), 4143.
- Rosenstein, S., & Wyatt, J. G. (1990). Outside directors, board independence, and shareholder wealth. *Journal of financial economics*, 26(2), 175–191.
- Rosenstein, S., & Wyatt, J. G. (1997). Inside directors, board effectiveness, and shareholder wealth. *Journal of financial Economics*, 44(2), 229–250.
- Scott, B. R. (1971). Stages of corporate development-Part 1 (Case No 9-371-294). *Boston, MA: Intercollegiate Case Clearinghouse*.
- Shao, L. (2019). Dynamic study of corporate governance structure and firm performance in China: Evidence from 2001-2015. *Chinese Management Studies*, 13(2), 299–317.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of political economy*, 94(3, Part 1), 461–488.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The journal of finance*, 52(2), 737–783.
- Shrader, C. B., Blackburn, V. B., & Iles, P. (1997). Women in management and firm financial performance: An exploratory study. *Journal of managerial issues*, 355–372.
- Shyu, J., & Chen, Y.-L. (2009). Diversification, Performance, and the Corporate Life Cycle. *Emerging Markets Finance and Trade*, 45(6), 57–68.
- Singh, M., & Davidson III, W. N. (2003). Agency costs, ownership structure and

- corporate governance mechanisms. *Journal of Banking & Finance*, 27(5), 793–816.
- Singh, S., Tabassum, N., Darwish, T. K., & Batsakis, G. (2018). Corporate Governance and Tobin's Q as a Measure of Organizational Performance. *British Journal of Management*, 29(1), 171–190.
- Sridharan, S., & Joshi, M. (2018). Impact of Ownership Patterns and Firm Life-Cycle Stages on Firm Performance. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 29(1), 117–136.
- Stiglitz J.E (1974). Incentives and risk sharing in sharecopping. *Review of Economic Studies*, volume 41, page 219-255.
- Thi Minh Tam, B. (2018). Ownership as a moderator of the relation between corporate governance and firm performance in Vietnam. *Phd Theses*.
- Thietart, R. A., & Vivas, R. (1984). An empirical investigation of success strategies for businesses along the product life cycle. *Management Science*, 30(12), 1405–1423.
- Thomsen, S., Pedersen, T., & Kvist, H. K. (2006). Blockholder ownership: Effects on firm value in market and control based governance systems. *Journal of Corporate finance*, 12(2), 246–269.
- Tian, L., & Estrin, S. (2008). Retained state shareholding in Chinese PLCs: does government ownership always reduce corporate value? *Journal of Comparative Economics*, 36(1), 74–89.
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1–19.
- Torbert, W. R. (1974). Pre-bureaucratic and post-bureaucratic stages of organization development. *Interpersonal Development*, 5(1), 1–25.
- Tricker, B. (2012). Corporate Governance: Principles, Policies and Practices. in *Journal of Chemical Information and Modeling*.
- Venkatraman, N., & Ramanujam, V. (1986). Measurement of business performance in strategy research: A comparison of approaches. *Academy of management review*, 11(4), 801–814.
- Villalonga, B., & Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*, 80(2), 385–417.
- Vo, D. H., & Nguyen, T. M. (2014). The Impact of Corporate Governance on Firm Performance: Empirical Study in Vietnam. *International Journal of Economics and Finance*, 6(6), 1–13.
- Wahba, H., & Elsayed, K. (2014). The effect of life cycle stage of a firm on the relationship between board size and financial performance. *International Journal of Managerial and Financial Accounting*, 6(4), 273–295.
- Walsh, J. P., & Seward, J. K. (1990). On the efficiency of internal and external corporate control mechanisms. *Academy of management review*, 15(3), 421–458.
- Wang, L., & Judge, W. Q. (2012). Managerial ownership and the role of

- privatization in transition economies: The case of China. *Asia Pacific Journal of Management*, 29(2), 479-498.
- Wernerfelt, B. (1984). A resource- based view of the firm. *Strategic management journal*, 5(2), 171-180.
- Wintoki, M. B., Linck, J. S., & Netter, J. M. (2012). Endogeneity and the dynamics of internal corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 105(3), 581–606.
- Yan, Z., & Zhao, Y. (2010). A new methodology of measuring firm life-cycle stages. *International Journal of Economic Perspectives*, 4(4), 579–587.
- Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of financial economics*, 40(2), 185-211.
- Young, M. N., Peng, M. W., Ahlstrom, D., Bruton, G. D., & Jiang, Y. (2008). Corporate governance in emerging economies: A review of the principal–principal perspective. *Journal of management studies*, 45(1), 196-220.

PHỤ LỤC

PHỤ LỤC 1: Kiểm định Skewness/Kurtosis và Z-Test của các biến độc lập trong từng giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp

1. Kiểm định Skewness/Kurtosis đối với các biến quản trị công ty

+ Giai đoạn tăng trưởng của vòng đời doanh nghiệp

Skewness/Kurtosis tests for Normality					
Variable	Obs	Pr(Skewness)	Pr(Kurtosis)	adj chi2(2)	joint Prob>chi2
Block	727	0.0000	0.0000	34.09	0.0000
Own_Board	727	0.0000	0.0000	.	0.0000
CEO_Share	727	0.0000	0.0000	.	0.0000
Dual	727	0.0000	.	.	.
Indep	727	0.0008	0.0000	.	0.0000
BSize	727	0.0000	0.0000	54.88	0.0000

+ Giai đoạn trưởng thành của vòng đời doanh nghiệp

Skewness/Kurtosis tests for Normality					
Variable	Obs	Pr(Skewness)	Pr(Kurtosis)	adj chi2(2)	joint Prob>chi2
Block	1,960	0.0028	0.0000	.	0.0000
Own_Board	1,960	0.0000	0.0000	.	0.0000
CEO_Share	1,960	0.0000	0.0000	.	.
Dual	1,960	0.0000	0.0000	.	0.0000
Indep	1,960	0.0000	0.0000	.	0.0000
BSize	1,960	0.0000	0.0000	.	0.0000

+ Giai đoạn suy thoái của vòng đời doanh nghiệp

Skewness/Kurtosis tests for Normality					
Variable	Obs	Pr(Skewness)	Pr(Kurtosis)	adj chi2(2)	joint Prob>chi2
Block	633	0.0859	0.0000	56.19	0.0000
Own_Board	633	0.0000	0.0000	.	0.0000
CEO_Share	633	0.0000	0.0000	.	0.0000
Dual	633	0.0000	0.0001	.	0.0000
Indep	633	0.0000	0.0000	.	0.0000
BSize	633	0.0000	0.0000	52.07	0.0000

2. Kiểm định Mann-Whitney

+ Kiểm định Mann-Whitney đối với biến Block trong giai đoạn tăng trưởng và trưởng thành của vòng đời doanh nghiệp

Two-sample Wilcoxon rank-sum (Mann-Whitney) test

LC2	obs	rank sum	expected
Suy thoái	633	890465	821001
Trưởng th	1960	2472656	2542120
combined	2593	3363121	3363121

unadjusted variance 2.682e+08
adjustment for ties -138697.4

adjusted variance 2.681e+08

Ho: Block(LC2==Suy thoái) = Block(LC2==Trưởng thành)
z = 4.243
Prob > |z| = 0.0000

+ Kiểm định Mann-Whitney đối với biến Block trong giai đoạn tăng trưởng và suy thoái của vòng đời doanh nghiệp

Two-sample Wilcoxon rank-sum (Mann-Whitney) test

LC2	obs	rank sum	expected
Trưởng th	1960	2727815	2634240
Tăng trư	727	883513	977088
combined	2687	3611328	3611328

unadjusted variance 3.192e+08

adjustment for ties -165905.97

adjusted variance 3.190e+08

Ho: Block(LC2==Trưởng thành) = Block(LC2==Tăng trưởng)

z = 5.239

Prob > |z| = 0.0000

+ Kiểm định Mann-Whitney đối với biến Block trong giai đoạn Suy thoái và trưởng thành của vòng đời doanh nghiệp

Two-sample Wilcoxon rank-sum (Mann-Whitney) test

LC2	obs	rank sum	expected
Suy thoái	633	487914	430756.5
Tăng trư	727	437566	494723.5
combined	1360	925480	925480

unadjusted variance 52193329

adjustment for ties -21339.582

adjusted variance 52171990

Ho: Block(LC2==Suy thoái) = Block(LC2==Tăng trưởng)

z = 7.913

Prob > |z| = 0.0000

+ Kiểm định Mann-Whitney đối với biến Own_Board trong giai đoạn tăng trưởng và trưởng thành của vòng đời doanh nghiệp

Two-sample Wilcoxon rank-sum (Mann-Whitney) test

LC2	obs	rank sum	expected
Trưởng th	1960	2548859	2634240
Tăng trư	727	1062469	977088
combined	2687	3611328	3611328

unadjusted variance 3.192e+08

adjustment for ties -13055.959

adjusted variance 3.192e+08

Ho: Own_Bo~d(LC2==Trưởng thành) = Own_Bo~d(LC2==Tăng trưởng)

z = -4.779

Prob > |z| = 0.0000

+ Kiểm định Mann-Whitney đối với biến Own_Board trong giai đoạn tăng trưởng và suy thoái của vòng đời doanh nghiệp

Two-sample Wilcoxon rank-sum (Mann-Whitney) test

LC2	obs	rank sum	expected
Suy thoái	633	388011.5	430756.5
Tăng trư	727	537468.5	494723.5
combined	1360	925480	925480

unadjusted variance 52193329

adjustment for ties -3527.0504

adjusted variance 52189802

Ho: Own_Bo~d(LC2==Suy thoái) = Own_Bo~d(LC2==Tăng trưởng)

z = -5.917

Prob > |z| = 0.0000

+ Kiểm định Mann-Whitney đối với biến Own_Board trong giai đoạn suy thoái và trưởng thành của vòng đời doanh nghiệp

Two-sample Wilcoxon rank-sum (Mann-Whitney) test

LC2	obs	rank sum	expected
Suy thoái	633	776097.5	821001
Trưởng th	1960	2587023.5	2542120
combined	2593	3363121	3363121

unadjusted variance 2.682e+08

adjustment for ties -12622.028

adjusted variance 2.682e+08

Ho: Own_Bo~d(LC2==Suy thoái) = Own_Bo~d(LC2==Trưởng thành)

z = -2.742

Prob > |z| = 0.0061

+ Kiểm định Mann-Whitney đối với biến CEO_Share trong giai đoạn tăng trưởng và trưởng thành của vòng đời doanh nghiệp

Two-sample Wilcoxon rank-sum (Mann-Whitney) test

LC2	obs	rank sum	expected
Trưởng th	1960	2578318	2634240
Tăng trư	727	1033010	977088
combined	2687	3611328	3611328

unadjusted variance 3.192e+08

adjustment for ties -1355241.2

adjusted variance 3.178e+08

Ho: CEO_Sh~e(LC2==Trưởng thành) = CEO_Sh~e(LC2==Tăng trưởng)

z = -3.137

Prob > |z| = 0.0017

+ Kiểm định Mann-Whitney đối với biến CEO_Share trong giai đoạn tăng trưởng và suy thoái của vòng đời doanh nghiệp

Two-sample Wilcoxon rank-sum (Mann-Whitney) test

LC2	obs	rank sum	expected
Suy thoái	633	389541.5	430756.5
Tăng trư	727	535938.5	494723.5
combined	1360	925480	925480

unadjusted variance 52193329

adjustment for ties -360731.07

adjusted variance 51832598

Ho: CEO_Sh~e(LC2==Suy thoái) = CEO_Sh~e(LC2==Tăng trưởng)

z = -5.725

Prob > |z| = 0.0000

+ Kiểm định Mann-Whitney đối với biến CEO_Share trong giai đoạn suy thoái và trưởng thành của vòng đời doanh nghiệp

Two-sample Wilcoxon rank-sum (Mann-Whitney) test

LC2	obs	rank sum	expected
Suy thoái	633	753249.5	821001
Trưởng th	1960	2609871.5	2542120
combined	2593	3363121	3363121

unadjusted variance 2.682e+08

adjustment for ties -1384091.2

adjusted variance 2.668e+08

Ho: CEO_Sh~e(LC2==Suy thoái) = CEO_Sh~e(LC2==Trưởng thành)

z = -4.148

Prob > |z| = 0.0000

+ Kiểm định Mann-Whitney đối với biến BSize trong giai đoạn tăng trưởng và trưởng thành của vòng đời doanh nghiệp

Two-sample Wilcoxon rank-sum (Mann-Whitney) test

LC2	obs	rank sum	expected
Trưởng th	1960	2609810	2634240
Tăng trư	727	1001518	977088
combined	2687	3611328	3611328

unadjusted variance 3.192e+08

adjustment for ties -84777105

adjusted variance 2.344e+08

Ho: BSize(LC2==Trưởng thành) = BSize(LC2==Tăng trưởng)

z = -1.596

Prob > |z| = 0.1106

+ Kiểm định Mann-Whitney đối với biến BSize trong giai đoạn tăng trưởng và suy thoái của vòng đời doanh nghiệp

Two-sample Wilcoxon rank-sum (Mann-Whitney) test

LC2	obs	rank sum	expected
Suy thoái	633	405883	430756.5
Tăng trư	727	519597	494723.5
combined	1360	925480	925480

unadjusted variance 52193329

adjustment for ties -15043121

adjusted variance 37150208

Ho: BSize(LC2==Suy thoái) = BSize(LC2==Tăng trưởng)

z = -4.081

Prob > |z| = 0.0000

+ Kiểm định Mann-Whitney đối với biến BSize trong giai đoạn suy thoái và trưởng thành của vòng đời doanh nghiệp

Two-sample Wilcoxon rank-sum (Mann-Whitney) test

LC2	obs	rank sum	expected
Suy thoái	633	774287.5	821001
Trưởng th	1960	2588833.5	2542120
combined	2593	3363121	3363121

unadjusted variance 2.682e+08

adjustment for ties -78565856

adjusted variance 1.896e+08

Ho: BSize(LC2==Suy thoái) = BSize(LC2==Trưởng thành)

z = -3.392

Prob > |z| = 0.0007

+ Kiểm định Mann-Whitney đối với biến Indep trong giai đoạn tăng trưởng và trưởng thành của vòng đời doanh nghiệp

Two-sample Wilcoxon rank-sum (Mann-Whitney) test

LC2	obs	rank sum	expected
Trưởng th	1960	2622781	2634240
Tăng trư	727	988547	977088
combined	2687	3611328	3611328

unadjusted variance 3.192e+08

adjustment for ties -12807521

adjusted variance 3.064e+08

Ho: Indep(LC2==Trưởng thành) = Indep(LC2==Tăng trưởng)

z = -0.655

Prob > |z| = 0.5127

+ Kiểm định Mann-Whitney đối với biến Indep trong giai đoạn tăng trưởng và suy thoái của vòng đời doanh nghiệp

Two-sample Wilcoxon rank-sum (Mann-Whitney) test

LC2	obs	rank sum	expected
Suy thoái	633	415726.5	430756.5
Tăng trư	727	509753.5	494723.5
combined	1360	925480	925480

unadjusted variance 52193329

adjustment for ties -2467382.5

adjusted variance 49725947

Ho: Indep(LC2==Suy thoái) = Indep(LC2==Tăng trưởng)

z = -2.131

Prob > |z| = 0.0331

+ Kiểm định Mann-Whitney đối với biến Indep trong giai đoạn suy thoái và trưởng thành của vòng đời doanh nghiệp

Two-sample Wilcoxon rank-sum (Mann-Whitney) test

LC2	obs	rank sum	expected
Suy thoái	633	789681	821001
Trưởng th	1960	2573440	2542120
combined	2593	3363121	3363121

unadjusted variance 2.682e+08

adjustment for ties -11618403

adjusted variance 2.566e+08

Ho: Indep(LC2==Suy thoái) = Indep(LC2==Trưởng thành)

z = -1.955

Prob > |z| = 0.0505

+ Kiểm định Mann-Whitney đối với biến Dual trong giai đoạn tăng trưởng và trưởng thành của vòng đời doanh nghiệp

Two-sample Wilcoxon rank-sum (Mann-Whitney) test

LC2	obs	rank sum	expected
Trưởng th	1960	2571766.5	2634240
Tăng trư	727	1039561.5	977088
combined	2687	3611328	3611328

unadjusted variance 3.192e+08

adjustment for ties -1.359e+08

adjusted variance 1.833e+08

Ho: Dual(LC2==Trưởng thành) = Dual(LC2==Tăng trưởng)

z = -4.615

Prob > |z| = 0.0000

+ Kiểm định Mann-Whitney đối với biến Dual trong giai đoạn suy thoái và trưởng thành của vòng đời doanh nghiệp

Two-sample Wilcoxon rank-sum (Mann-Whitney) test

LC2	obs	rank sum	expected
Suy thoái	633	395590	430756.5
Tăng trưởng	727	529890	494723.5
combined	1360	925480	925480

unadjusted variance 52193329

adjustment for ties -22777084

adjusted variance 29416245

Ho: Dual(LC2==Suy thoái) = Dual(LC2==Tăng trưởng)

z = -6.484

Prob > |z| = 0.0000

+ Kiểm định Mann-Whitney đối với biến Dual trong giai đoạn suy thoái và trưởng thành của vòng đời doanh nghiệp

Two-sample Wilcoxon rank-sum (Mann-Whitney) test

LC2	obs	rank sum	expected
Suy thoái	633	780587.5	821001
Trưởng thành	1960	2582533.5	2542120
combined	2593	3363121	3363121

unadjusted variance 2.682e+08

adjustment for ties -1.309e+08

adjusted variance 1.373e+08

Ho: Dual(LC2==Suy thoái) = Dual(LC2==Trưởng thành)

z = -3.449

Prob > |z| = 0.0006

PHỤ LỤC 2: tác động của vòng đời doanh nghiệp đến quản trị công ty

2.1 Ma trận hệ số tương quan

	LC	Indus1	Indus2	Indus3	Indus4	Indus5	Indus6	Indus7	Indus8	Indus9	Year1	Year2	Year3
LC	1.0000												
Indus1	-0.0125	1.0000											
Indus2	-0.0250	-0.0444	1.0000										
Indus3	0.0110	-0.0666	-0.0409	1.0000									
Indus4	-0.0297	-0.0297	-0.0182	-0.0274	1.0000								
Indus5	-0.0426	-0.0297	-0.0182	-0.0274	-0.0122	1.0000							
Indus6	-0.0142	-0.0605	-0.0371	-0.0557	-0.0248	-0.0248	1.0000						
Indus7	0.0162	-0.2003	-0.1229	-0.1845	-0.0822	-0.0822	-0.1675	1.0000					
Indus8	-0.0181	-0.0652	-0.0400	-0.0600	-0.0267	-0.0267	-0.0545	-0.1803	1.0000				
Indus9	-0.0053	-0.0764	-0.0469	-0.0704	-0.0314	-0.0314	-0.0639	-0.2115	-0.0688	1.0000			
Year1	0.0039	0.0000	-0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	-0.0000	-0.0000	0.0000	-0.0000	1.0000		
Year2	0.0039	-0.0000	0.0000	0.0000	-0.0000	-0.0000	0.0000	-0.0000	-0.0000	-0.0000	-0.1429	1.0000	
Year3	0.0068	-0.0000	0.0000	0.0000	-0.0000	-0.0000	0.0000	-0.0000	0.0000	-0.0000	-0.1429	-0.1429	1.0000
Year4	-0.0046	-0.0000	-0.0000	0.0000	-0.0000	-0.0000	0.0000	-0.0000	-0.0000	-0.0000	-0.1429	-0.1429	-0.1429
Year5	-0.0146	-0.0000	-0.0000	0.0000	-0.0000	-0.0000	0.0000	-0.0000	-0.0000	-0.0000	-0.1429	-0.1429	-0.1429
Year6	-0.0004	-0.0000	-0.0000	0.0000	-0.0000	-0.0000	-0.0000	-0.0000	-0.0000	-0.0000	-0.1429	-0.1429	-0.1429
Year7	0.0096	-0.0000	-0.0000	-0.0000	-0.0000	-0.0000	-0.0000	-0.0000	-0.0000	-0.0000	-0.1429	-0.1429	-0.1429
	Year4	Year5	Year6	Year7									
Year4	1.0000												
Year5	-0.1429	1.0000											
Year6	-0.1429	-0.1429	1.0000										
Year7	-0.1429	-0.1429	-0.1429	1.0000									
	Mature	Decline	Indus1	Indus2	Indus3	Indus4	Indus5	Indus6	Indus7	Indus8	Indus9	Year1	Year2
Mature	1.0000												
Decline	-0.5827	1.0000											
Indus1	0.0409	-0.0358	1.0000										
Indus2	-0.0265	-0.0037	-0.0444	1.0000									
Indus3	-0.0245	0.0243	-0.0666	-0.0409	1.0000								
Indus4	-0.0315	-0.0044	-0.0297	-0.0182	-0.0274	1.0000							
Indus5	-0.0034	-0.0325	-0.0297	-0.0182	-0.0274	-0.0122	1.0000						
Indus6	0.0473	-0.0412	-0.0605	-0.0371	-0.0557	-0.0248	-0.0248	1.0000					
Indus7	-0.0077	0.0180	-0.2003	-0.1229	-0.1845	-0.0822	-0.0822	-0.1675	1.0000				
Indus8	-0.0017	-0.0137	-0.0652	-0.0400	-0.0600	-0.0267	-0.0267	-0.0545	-0.1803	1.0000			
Indus9	-0.0010	-0.0037	-0.0764	-0.0469	-0.0704	-0.0314	-0.0314	-0.0639	-0.2115	-0.0688	1.0000		
Year1	0.0352	-0.0188	0.0000	-0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	-0.0000	-0.0000	0.0000	-0.0000	1.0000	
Year2	0.0130	-0.0049	-0.0000	0.0000	0.0000	-0.0000	-0.0000	0.0000	-0.0000	0.0000	-0.0000	-0.1429	1.0000
Year3	0.0130	-0.0026	-0.0000	0.0000	0.0000	-0.0000	-0.0000	0.0000	-0.0000	0.0000	-0.0000	-0.1429	-0.1429
Year4	0.0019	-0.0049	-0.0000	-0.0000	0.0000	-0.0000	-0.0000	-0.0000	-0.0000	-0.0000	-0.0000	-0.1429	-0.1429
Year5	-0.0000	-0.0119	-0.0000	-0.0000	0.0000	-0.0000	-0.0000	0.0000	-0.0000	-0.0000	-0.0000	-0.1429	-0.1429
Year6	-0.0333	0.0206	-0.0000	-0.0000	0.0000	-0.0000	-0.0000	-0.0000	-0.0000	-0.0000	-0.0000	-0.1429	-0.1429
Year7	-0.0204	0.0206	-0.0000	-0.0000	-0.0000	-0.0000	-0.0000	-0.0000	-0.0000	-0.0000	-0.0000	-0.1429	-0.1429
	Year3	Year4	Year5	Year6	Year7								
Year3	1.0000												
Year4	-0.1429	1.0000											
Year5	-0.1429	-0.1429	1.0000										
Year6	-0.1429	-0.1429	-0.1429	1.0000									
Year7	-0.1429	-0.1429	-0.1429	-0.1429	1.0000								

2.2. Hệ số VIF

Variable	VIF	1/VIF	Variable	VIF	1/VIF
Year7	1.75	0.571378	Year1	1.75	0.570921
Year3	1.75	0.571396	Year6	1.75	0.571275
Year5	1.75	0.571404	Year3	1.75	0.571278
Year1	1.75	0.571410	Year2	1.75	0.571290
Year2	1.75	0.571410	Year7	1.75	0.571342
Year6	1.75	0.571424	Year5	1.75	0.571379
Year4	1.75	0.571429	Year4	1.75	0.571397
Indus7	1.44	0.695894	Mature	1.53	0.655590
Indus9	1.16	0.858643	Decline	1.52	0.657045
Indus1	1.15	0.869066	Indus7	1.44	0.695894
Indus3	1.13	0.884484	Indus9	1.16	0.858640
Indus8	1.13	0.887793	Indus1	1.15	0.867759
Indus6	1.11	0.900097	Indus3	1.13	0.884127
Indus2	1.06	0.940080	Indus8	1.13	0.887791
Indus5	1.03	0.969606	Indus6	1.11	0.898215
Indus4	1.03	0.970592	Indus2	1.06	0.939614
LC	1.01	0.994793	Indus5	1.03	0.969606
Indus4			Indus4	1.03	0.969821
Mean VIF	1.38		Mean VIF	1.42	

3. Kết quả hồi quy

Mô hình 1a

Mô hình OLS

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	3,320
Model	8.90298203	17	.523704825	F(17, 3302)	=	15.19
Residual	113.846963	3,302	.034478184	Prob > F	=	0.0000
				R-squared	=	0.0725
				Adj R-squared	=	0.0678
Total	122.749945	3,319	.036984015	Root MSE	=	.18568

Block	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
LC	.042181	.0050531	8.35	0.000	.0322734	.0520886
Year1	.00018376	.0128905	0.14	0.887	-.0234366	.0271118
Year2	.00447717	.0128905	0.35	0.729	-.0208025	.0297459
Year3	-.0031143	.0128907	-0.24	0.809	-.0283888	.0221602
Year4	-.00515446	.0128903	-0.40	0.689	-.0304284	.0201192
Year5	-.0124385	.0128906	-0.96	0.335	-.0377129	.0128358
Year6	-.0065676	.0128904	-0.51	0.610	-.0318415	.0187063
Year7	-.0051598	.0128909	-0.40	0.689	-.0304347	.0201152
Indus1	.03353553	.0137813	2.43	0.015	.0065145	.060556
Indus2	.035475	.020691	1.71	0.087	-.0050935	.0760435
Indus3	-.0382178	.0146795	-2.60	0.009	-.0669997	-.0094359
Indus4	.1827758	.0299817	6.10	0.000	.1239912	.2415603
Indus5	.1488906	.0299969	4.96	0.000	.0900761	.2077905
Indus6	.0801192	.0158596	5.05	0.000	.0409023	.1112149
Indus7	.0464913	.0080648	5.76	0.000	.0306788	.0623038
Indus8	.1552553	.0149482	10.39	0.000	.1259466	.1845639
Indus9	.0212172	.0132281	1.60	0.109	-.004719	.0471533
_cons	.2468004	.0144933	17.03	0.000	.2183917	.2752251

Mô hình FEM

Fixed-effects (within) regression	Number of obs	=	3,320
Group variable: MCK	Number of groups	=	415
R-sq:	Obs per group:		
within = 0.0063	min =		8
between = 0.0372	avg =		8.0
overall = 0.0073	max =		8
	F(8,2897)	=	2.30
corr(u_i, Xb) = 0.0587	Prob > F	=	0.0186

Block	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
LC	.0044943	.0028143	1.60	0.110	-.001024	.0100126
Year1	.0023824	.0053149	0.45	0.654	-.0080389	.0128038
Year2	.0050166	.0053149	0.94	0.345	-.0054048	.0154379
Year3	-.0023878	.0053145	-0.45	0.653	-.0128094	.0080337
Year4	-.0051546	.0053147	-0.97	0.332	-.0155756	.0052665
Year5	-.0130742	.0053149	-2.46	0.014	-.0234957	-.0026528
Year6	-.0062952	.0053148	-1.18	0.236	-.0167163	.0041259
Year7	-.0042516	.0053152	-0.80	0.424	-.0146735	.0061702
_cons	.3564389	.0066836	53.33	0.000	.3433338	.3695444
sigma_u	.17824958					
sigma_e	.07655804					
rho	.84425982	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(414, 2897) = 42.71 Prob > F = 0.0000

Mô hình REM

Random-effects GLS regression
Group variable: MCK

Number of obs = 3,320
Number of groups = 415

R-sq:
within = 0.0009
between = 0.0670
overall = 0.0578

Obs per group:
min = 8
avg = 8.0
max = 8

corr(u_i, X) = 0 (assumed)

Wald chi2(10) = 32.42
Prob > chi2 = 0.0003

Block	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
LC	.0063611	.0027959	2.28	0.023	.0008813	.0118409
Indus1	.0314191	.0359861	0.87	0.383	-.0391123	.1019505
Indus2	.0309602	.0540165	0.57	0.567	-.0749103	.1368306
Indus3	-.0382551	.0383401	-1.00	0.318	-.1134004	.0368902
Indus4	.1755745	.0782635	2.24	0.025	.0221808	.3289681
Indus5	.1390028	.0782653	1.78	0.076	-.0143944	.2924
Indus6	.0776193	.0414125	1.87	0.061	-.0035478	.1587864
Indus7	.0459396	.0210628	2.18	0.029	.0046574	.0872219
Indus8	.1524925	.0390291	3.91	0.000	.0759968	.2289882
Indus9	.0197355	.0345452	0.57	0.568	-.0479719	.0874429
_cons	.3152198	.0166221	18.96	0.000	.2826411	.3477985
sigma_u	.16886973					
sigma_e	.07667204					
rho	.82908848	(fraction of variance due to u_i)				

Kiểm định Hausman

	Coefficients		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) fixed	(B) random		
LC	.0044943	.0063611	-.0018668	.0003219

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(1) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
= 33.64
Prob>chi2 = 0.0000

Kiểm định PSTĐ

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

Block[MCK,t] = Xb + u[MCK] + e[MCK,t]

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
Block	.036984	.1923123
e	.0058786	.076672
u	.028517	.1688697

Test: Var(u) = 0
chibar2(01) = 7780.06
Prob > chibar2 = 0.0000

Kiểm định tự tương quan

Wooldridge test for autocorrelation in panel data
H0: no first-order autocorrelation

F(1, 414) = 77.073
Prob > F = 0.0000

Mô hình GLS

Cross-sectional time-series FGLS regression

Coefficients: generalized least squares
Panels: heteroskedastic
Correlation: common AR(1) coefficient for all panels (0.8570)

Estimated covariances = 415 Number of obs = 3,320
Estimated autocorrelations = 1 Number of groups = 415
Estimated coefficients = 11 Time periods = 8
Wald chi2(10) = 11808.04
Prob > chi2 = 0.0000

Block	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
LC	.0003578	.0005126	0.70	0.085	-.0006468	.0013624
Indus1	.0253896	.009694	2.62	0.009	.0063896	.0443895
Indus2	.0361639	.0152184	2.38	0.017	.0063364	.0659914
Indus3	-.0329362	.0022965	-14.34	0.000	-.0374372	-.0284351
Indus4	.1779751	.003375	52.73	0.000	.1713602	.18459
Indus5	.144996	.0209753	6.91	0.000	.1038851	.1861069
Indus6	.0840936	.0062621	13.43	0.000	.0718202	.096367
Indus7	.0446129	.0042526	10.49	0.000	.0362779	.0529479
Indus8	.1811885	.0042057	43.08	0.000	.1729454	.1894315
Indus9	.0900922	.0134179	6.71	0.000	.0637936	.1163907
_cons	.3259762	.002634	123.76	0.000	.3208136	.3311388

Mô hình 1b

Mô hình OLS

Source	SS	df	MS	Number of obs = 3,320
Model	8.92457443	18	.495809691	F(18, 3301) = 14.38
Residual	113.82537	3,301	.034482087	Prob > F = 0.0000
Total	122.749945	3,319	.036984015	R-squared = 0.0727
				Adj R-squared = 0.0676
				Root MSE = .18569

Block	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Mature	.047184	.0080938	5.83	0.000	.0313147	.0630534
Decline	.0839356	.0101212	8.29	0.000	.0640912	.1037801
Year1	.001539	.0128968	0.12	0.905	-.0237475	.0268254
Year2	.004324	.0128926	0.34	0.737	-.0209543	.0296023
Year3	-.0032611	.0128927	-0.25	0.800	-.0285396	.0220175
Year4	-.00523	.0128914	-0.41	0.685	-.0305059	.0200459
Year5	-.012505	.0128916	-0.97	0.332	-.0377813	.0127713
Year6	-.0064027	.0128928	-0.50	0.619	-.0316813	.018876
Year7	-.0050792	.012892	-0.39	0.694	-.0303564	.0201979
Indus1	.0331121	.0137925	2.40	0.016	.0060694	.0601547
Indus2	.0358398	.0206973	1.73	0.083	-.0047411	.0764207
Indus3	-.0379843	.0146833	-2.59	0.010	-.0667737	-.009195
Indus4	.1834447	.0299953	6.12	0.000	.1246334	.242256
Indus5	.1488915	.0299986	4.96	0.000	.0900737	.2077093
Indus6	.0795447	.0158771	5.01	0.000	.0484147	.1106747
Indus7	.046494	.0080653	5.76	0.000	.0306806	.0623074
Indus8	.1552362	.014949	10.38	0.000	.1259259	.1845466
Indus9	.0211966	.0132289	1.60	0.109	-.0047411	.0471343
_cons	.2862049	.0120911	23.67	0.000	.262498	.3099118

Fixed-effects (within) regression	Number of obs	=	3,320
Group variable: MCK	Number of groups	=	415
R-sq:	Obs per group:		
within = 0.0070	min =		8
between = 0.0305	avg =		8.0
overall = 0.0074	max =		8
	F(9, 2896)	=	2.28
corr(u_i, Xb) = 0.0568	Prob > F	=	0.0156

Block	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Mature	.0088791	.0041147	2.16	0.031	.000811	.0169472
Decline	.0086867	.0056314	1.54	0.123	-.0023552	.0197286
Year1	.0021223	.0053168	0.40	0.690	-.0080329	.0125475
Year2	.0048876	.0053146	0.92	0.358	-.0055331	.0153084
Year3	-.0025161	.0053147	-0.47	0.636	-.0129371	.0079049
Year4	-.0052202	.0053139	-0.98	0.326	-.0156395	.0051922
Year5	-.0131314	.0053141	-2.47	0.014	-.0235511	-.0027111
Year6	-.006152	.0053146	-1.16	0.247	-.0165729	.0042688
Year7	-.0041824	.0053143	-0.79	0.431	-.0146027	.0062378
_cons	.3584557	.0049347	72.64	0.000	.3487799	.3681315
sigma_u	.17823432					
sigma_e	.07654387					
rho	.84428872	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all $u_i=0$: $F(414, 2896) = 42.72$ Prob > F = 0.0000

Random-effects GLS regression	Number of obs	=	3,320
Group variable: MCK	Number of groups	=	415
R-sq:	Obs per group:		
within = 0.0018	min =		8
between = 0.0671	avg =		8.0
overall = 0.0580	max =		8
corr(u_i, X) = 0 (assumed)	Wald chi2(11)	=	34.86
	Prob > chi2	=	0.0003

Block	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
Mature	.0110952	.0040966	2.71	0.007	.003066 .0191245
Decline	.0123814	.0055935	2.21	0.027	.0014183 .0233445
Indus1	.031023	.0360249	0.86	0.389	-.0395845 .1016305
Indus2	.031307	.0540739	0.58	0.563	-.074676 .13729
Indus3	-.0380356	.0383808	-0.99	0.322	-.1132606 .0371895
Indus4	.1762095	.0783471	2.25	0.025	.022652 .3297669
Indus5	.1390119	.0783478	1.77	0.076	-.014547 .2925709
Indus6	.0770812	.0414576	1.86	0.063	-.0041742 .1583366
Indus7	.0459427	.021085	2.18	0.029	.0046169 .0872685
Indus8	.1524769	.0399703	3.90	0.000	.0759006 .2299533
Indus9	.0197174	.0345817	0.57	0.569	-.0480614 .0874962
_cons	.3188752	.0160086	19.92	0.000	.287499 .3502514
sigma_u	.16908146				
sigma_e	.07665276				
rho	.82951445	(fraction of variance due to u_i)			

	Coefficients			
	(b) fixed	(B) random	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
Mature	.0088791	.0110952	-.0022161	.0003856
Decline	.0086867	.0123814	-.0036947	.0006519

```
chi2(2) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
          = 34.83
Prob>chi2 = 0.0000
```

Kiểm định PSTĐ

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

Block[MCK,t] = Xb + u[MCK] + e[MCK,t]

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
Block	.036984	.1923123
e	.0058756	.0766528
u	.0285885	.1690815

Test: Var(u) = 0

chibar2(01) = 7782.49
Prob > chibar2 = 0.0000

Kiểm định tự tương quan

Wooldridge test for autocorrelation in panel data
H0: no first-order autocorrelation
F(1, 414) = 77.093
Prob > F = 0.0000

Mô hình GLS

Cross-sectional time-series FGLS regression

Coefficients: generalized least squares
Panels: heteroskedastic
Correlation: common AR(1) coefficient for all panels (0.8562)

Estimated covariances = 415 Number of obs = 3,320
Estimated autocorrelations = 1 Number of groups = 415
Estimated coefficients = 12 Time periods = 8
Wald chi2(11) = 13386.15
Prob > chi2 = 0.0000

Block	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
Mature	.000742	.0008957	0.83	0.007	-.0010135	.0024975
Decline	.0008728	.0010424	0.84	0.002	-.0011703	.0029159
Indus1	.0247453	.0096167	2.57	0.010	.005897	.0435937
Indus2	.0359784	.0151391	2.38	0.017	.0063062	.0656505
Indus3	-.0332641	.001908	-17.43	0.000	-.0370037	-.0295245
Indus4	.1791579	.0029995	59.73	0.000	.173279	.1850368
Indus5	.144481	.0209451	6.90	0.000	.1034293	.1855327
Indus6	.0839112	.0062003	13.53	0.000	.0717588	.0960637
Indus7	.0445085	.0040916	10.88	0.000	.0364892	.0525279
Indus8	.1808317	.0040373	44.79	0.000	.1729188	.1887446
Indus9	.0895011	.0133579	6.70	0.000	.0633202	.1156821
_cons	.3264924	.0021129	154.52	0.000	.3223512	.3306336

Mô hình 2a

Mô hình OLS

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	3,320
				F(17, 3302)	=	10.98
Model	4.28549327	17	.252087839	Prob > F	=	0.0000
Residual	75.8398212	3,302	.022967844	R-squared	=	0.0535
				Adj R-squared	=	0.0486
Total	80.1253145	3,319	.024141402	Root MSE	=	.15155

Own_Board	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
LC	-.021711	.0041243	-5.26	0.000	-.0297974	-.0136246
Year1	-.0084092	.010521	-0.80	0.424	-.0290376	.0122192
Year2	-.010482	.010521	-1.00	0.319	-.0311104	.0101464
Year3	-.0131346	.0105212	-1.25	0.212	-.0337632	.0074941
Year4	-.0099709	.0105209	-0.95	0.343	-.030599	.0106571
Year5	-.007202	.0105211	-0.68	0.494	-.0278305	.0134265
Year6	-.0032135	.0105209	-0.31	0.760	-.0238416	.0174147
Year7	.0018878	.0105213	0.18	0.858	-.0187411	.0225168
Indus1	.0403373	.0112481	3.59	0.000	.0182833	.0623912
Indus2	-.0144593	.0168877	-0.86	0.392	-.0475706	.0186521
Indus3	-.0269414	.0119812	-2.25	0.025	-.0504328	-.0034501
Indus4	-.080773	.0244706	-3.30	0.001	-.128752	-.032794
Indus5	-.0451963	.024483	-1.85	0.065	-.0931997	.0028071
Indus6	-.0552624	.0129444	-4.27	0.000	-.0806422	-.0298826
Indus7	.0246799	.0065824	3.75	0.000	.011774	.0375858
Indus8	-.0741878	.0122005	-6.08	0.000	-.098109	-.0502665
Indus9	-.0489009	.0107966	-4.53	0.000	-.0700696	-.0277322
_cons	.1672673	.0118292	14.14	0.000	.1440741	.1904606

Mô hình FEM

Fixed-effects (within) regression	Number of obs	=	3,320
Group variable: MCK	Number of groups	=	415
R-sq:	Obs per group:		
within = 0.0062	min =		8
between = 0.0254	avg =		8.0
overall = 0.0005	max =		8
corr(u_i, Xb) = -0.0699	F(8,2897)	=	2.24
	Prob > F	=	0.0219

Own_Board	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
LC	.0056637	.0028303	2.00	0.045	.0001142	.0112133
Year1	-.008805	.005345	-1.65	0.100	-.0192853	.0016754
Year2	-.0108778	.005345	-2.04	0.042	-.0213581	-.0003975
Year3	-.0136623	.0053451	-2.56	0.011	-.0241428	-.0031817
Year4	-.0099709	.0053448	-1.87	0.062	-.0204509	.0005091
Year5	-.0067403	.005345	-1.26	0.207	-.0172207	.0037402
Year6	-.0034114	.0053449	-0.64	0.523	-.0138915	.0070687
Year7	.0012282	.0053452	0.23	0.818	-.0092527	.0117091
_cons	.1111437	.0067214	16.54	0.000	.0979644	.1243229
sigma_u	.13816179					
sigma_e	.07699127					
rho	.76304858	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(414, 2897) = 25.40 Prob > F = 0.0000

Mô hình REM

Random-effects GLS regression
Group variable: MCK

Number of obs = 3,320
Number of groups = 415

R-sq:
within = 0.0014
between = 0.0528
overall = 0.0417

Obs per group:
min = 8
avg = 8.0
max = 8

corr(u_i, X) = 0 (assumed)

Wald chi2(10) = 26.67
Prob > chi2 = 0.0029

Own_Board	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
LC	.0036362	.0027911	1.30	0.193	-.0018343	.0091066
Indus1	.0418347	.0280397	1.49	0.136	-.013122	.0967914
Indus2	-.0112645	.0420889	-0.27	0.789	-.0937573	.0712284
Indus3	-.026915	.0298737	-0.90	0.368	-.0854664	.0316364
Indus4	-.0756772	.060982	-1.24	0.215	-.1951998	.0438454
Indus5	-.0381994	.0609843	-0.63	0.531	-.1577265	.0813277
Indus6	-.0534934	.0322679	-1.66	0.097	-.1167373	.0097505
Indus7	.0250702	.0164116	1.53	0.127	-.007096	.0572364
Indus8	-.0722328	.0304109	-2.38	0.018	-.131837	-.0126286
Indus9	-.0478524	.0269169	-1.78	0.075	-.1006086	.0049038
_cons	.1102311	.0134139	8.22	0.000	.0839403	.1365219
sigma_u	.13049784					
sigma_e	.07708347					
rho	.74133823	(fraction of variance due to u_i)				

Kiểm định Hausman

	Coefficients		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) fixed	(B) random		
LC	.0056637	.0036362	.0020276	.0004692

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(1) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
= 18.68
Prob>chi2 = 0.0000

Kiểm định PSTĐ

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

Own_Board[MCK,t] = Xb + u[MCK] + e[MCK,t]

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
Own_Board	.0241414	.155375
e	.0059419	.0770835
u	.0170297	.1304978

Test: Var(u) = 0
chibar2(01) = 6224.83
Prob > chibar2 = 0.0000

Kiểm định tự tương quan

Wooldridge test for autocorrelation in panel data
H0: no first-order autocorrelation

F(1, 414) = 18.758
Prob > F = 0.0000

Mô hình GLS

Cross-sectional time-series FGLS regression

Coefficients: generalized least squares
Panels: heteroskedastic
Correlation: common AR(1) coefficient for all panels (0.8401)

Estimated covariances	=	415	Number of obs	=	3,320
Estimated autocorrelations	=	1	Number of groups	=	415
Estimated coefficients	=	11	Time periods	=	8
			Wald chi2(10)	=	455.43
			Prob > chi2	=	0.0000

Own_Board	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
LC	.0002027	.0004436	0.46	0.648	-.0006667	.0010722
Indus1	.0460418	.0110805	4.16	0.000	.0243244	.0677591
Indus2	-.0100729	.0087975	-1.14	0.252	-.0273158	.0071699
Indus3	-.0006392	.0068575	-0.09	0.926	-.0140797	.0128012
Indus4	-.0301054	.0042417	-7.10	0.000	-.038419	-.0217917
Indus5	-.0621158	.0168301	-3.69	0.000	-.0951022	-.0291294
Indus6	-.046782	.0067636	-6.92	0.000	-.0600385	-.0335255
Indus7	.0237777	.0053671	4.43	0.000	.0132583	.034297
Indus8	-.0664479	.0053203	-12.49	0.000	-.0768756	-.0560203
Indus9	-.0400552	.0060178	-6.66	0.000	-.0518499	-.0282006
_cons	.0730796	.0039051	18.34	0.000	.065269	.0800902

Mô hình 2b

Mô hình OLS

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	3,320
Model	4.32245428	18	.240136349	F(18, 3301)	=	10.46
Residual	75.8028602	3,301	.022963605	Prob > F	=	0.0000
				R-squared	=	0.0539
				Adj R-squared	=	0.0488
Total	80.1253145	3,319	.024141402	Root MSE	=	.15154

Own_Board	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Mature	-.0282567	.006605	-4.28	0.000	-.0412071	-.0153063
Decline	-.0428642	.0082595	-5.19	0.000	-.0590585	-.0266699
Year1	-.0080185	.0105246	-0.76	0.446	-.0286539	.0126168
Year2	-.0102887	.0105212	-0.98	0.328	-.0309174	.0103399
Year3	-.0129426	.0105213	-1.23	0.219	-.0335715	.0076863
Year4	-.0098723	.0105202	-0.94	0.348	-.030499	.0107545
Year5	-.0071151	.0105203	-0.68	0.499	-.0277421	.013512
Year6	-.0034293	.0105213	-0.33	0.744	-.0240582	.0171996
Year7	.0017825	.0105207	0.17	0.865	-.0188453	.0224102
Indus1	.040891	.0112555	3.63	0.000	.0188225	.0629594
Indus2	-.0149366	.0168903	-0.88	0.377	-.0480531	.0181799
Indus3	-.0272468	.0119825	-2.27	0.023	-.0507407	-.0037529
Indus4	-.0816482	.024478	-3.34	0.001	-.1296419	-.0336546
Indus5	-.0451975	.0244807	-1.85	0.065	-.0931964	.0028015
Indus6	-.0545108	.0129567	-4.21	0.000	-.0799148	-.0291067
Indus7	.0246763	.0065817	3.75	0.000	.0117716	.037581
Indus8	-.0741629	.0121994	-6.08	0.000	-.0980819	-.0502438
Indus9	-.048874	.0107956	-4.53	0.000	-.0700407	-.0277072
_cons	.1491995	.0098671	15.12	0.000	.1298532	.1685458

Mô hình FEM

Fixed-effects (within) regression
Group variable: MCK

Number of obs = 3,320
Number of groups = 415

R-sq:
within = 0.0062
between = 0.0249
overall = 0.0005

Obs per group:
min = 8
avg = 8.0
max = 8

corr(u_i, Xb) = -0.0692

F(9,2896) = 2.00
Prob > F = 0.0360

Own_Board	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Mature	.0052755	.0041395	1.27	0.203	-.0028413	.0133922
Decline	.0113542	.0056653	2.00	0.045	.0002458	.0224627
Year1	-.0087819	.0053489	-1.64	0.101	-.0192699	.0017061
Year2	-.0108664	.0053466	-2.03	0.042	-.0213499	-.0003828
Year3	-.0136509	.0053467	-2.55	0.011	-.0241347	-.0031671
Year4	-.0099651	.0053459	-1.86	0.062	-.0204473	.0005171
Year5	-.0067352	.0053461	-1.26	0.208	-.0172177	.0037473
Year6	-.0034241	.0053467	-0.64	0.522	-.0139077	.0070596
Year7	.0012221	.0053464	0.23	0.819	-.009261	.0117052
_cons	.1170268	.0049644	23.57	0.000	.1072927	.1267609
sigma_u	.13815742					
sigma_e	.07700434					
rho	.76297576	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(414, 2896) = 25.38

Prob > F = 0.0000

Mô hình REM

Random-effects GLS regression
Group variable: MCK

Number of obs = 3,320
Number of groups = 415

R-sq:
within = 0.0014
between = 0.0530
overall = 0.0418

Obs per group:
min = 8
avg = 8.0
max = 8

corr(u_i, X) = 0 (assumed)

Wald chi2(11) = 26.83
Prob > chi2 = 0.0049

Own_Board	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
Mature	.0024289	.0041004	0.59	0.554	-.0056078	.0104656
Decline	.0073571	.0055869	1.32	0.188	-.003593	.0183073
Indus1	.0419356	.028044	1.50	0.135	-.0130297	.0969009
Indus2	-.011353	.0420944	-0.27	0.787	-.0938565	.0711505
Indus3	-.026971	.0298775	-0.90	0.367	-.0855298	.0315878
Indus4	-.0758392	.0609904	-1.24	0.214	-.1953782	.0436999
Indus5	-.038202	.0609914	-0.63	0.531	-.1577429	.0813389
Indus6	-.0533564	.0322734	-1.65	0.098	-.1166111	.0098984
Indus7	.0250694	.0164135	1.53	0.127	-.0071005	.0572393
Indus8	-.0722289	.0304144	-2.37	0.018	-.13184	-.0126178
Indus9	-.0478478	.02692	-1.78	0.076	-.1006101	.0049144
_cons	.1145577	.0126306	9.07	0.000	.0898021	.1393133
sigma_u	.13051675					
sigma_e	.07709566					
rho	.74133316	(fraction of variance due to u_i)				

Kiểm định Hausman

	Coefficients		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) fixed	(B) random		
Mature	.0052755	.0024289	.0028466	.0005677
Decline	.0113542	.0073571	.0039971	.0009392

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(2) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
= 25.15
Prob>chi2 = 0.0000

Kiểm định PSTĐ

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

Own_Board[MCK,t] = Xb + u[MCK] + e[MCK,t]

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
Own_Board	.0241414	.155375
e	.0059437	.0770957
u	.0170346	.1305168

Test: Var(u) = 0

chibar2(01) = 6216.88
Prob > chibar2 = 0.0000

Kiểm định tự tương quan

Wooldridge test for autocorrelation in panel data

H0: no first-order autocorrelation

F(1, 414) = 18.767
Prob > F = 0.0000

Mô hình GLS

Cross-sectional time-series FGLS regression

Coefficients: generalized least squares
Panels: heteroskedastic
Correlation: common AR(1) coefficient for all panels (0.8389)

Estimated covariances = 415 Number of obs = 3,320
Estimated autocorrelations = 1 Number of groups = 415
Estimated coefficients = 12 Time periods = 8
Wald chi2(11) = 458.37
Prob > chi2 = 0.0000

Own_Board	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
Mature	.0001759	.0006013	0.29	0.770	-.0010026	.0013545
Decline	.0004056	.0009119	0.44	0.657	-.0013817	.0021928
Indus1	.0460439	.0110611	4.16	0.000	.0243644	.0677233
Indus2	-.0101293	.0087844	-1.15	0.249	-.0273464	.0070878
Indus3	-.0005179	.0068358	-0.08	0.940	-.0139158	.01288
Indus4	-.0302843	.0042459	-7.13	0.000	-.0386061	-.0219625
Indus5	-.0621694	.0168117	-3.70	0.000	-.0951197	-.0292191
Indus6	-.0467682	.0067492	-6.93	0.000	-.0599963	-.0335401
Indus7	.0238339	.0053571	4.45	0.000	.0133342	.0343336
Indus8	-.0665513	.0053143	-12.52	0.000	-.0769672	-.0561354
Indus9	-.0400495	.0060052	-6.67	0.000	-.0518194	-.0282795
_cons	.0734167	.0039117	18.77	0.000	.0657498	.0810835

Mô hình 3a

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	3,320
				F(17, 3302)	=	7.60
Model	.907403479	17	.053376675	Prob > F	=	0.0000
Residual	23.1805887	3,302	.007020166	R-squared	=	0.0377
				Adj R-squared	=	0.0327
Total	24.0879922	3,319	.007257605	Root MSE	=	.08379

CEO_Share	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
LC	-.0131048	.0022801	-5.75	0.000	-.0175754	-.0086341
Year1	.0006724	.0058166	0.12	0.908	-.0107321	.012077
Year2	-.0033637	.0058166	-0.58	0.563	-.0147683	.0080409
Year3	-.0002111	.0058167	-0.04	0.971	-.0116158	.0111936
Year4	-.0019517	.0058165	-0.34	0.737	-.0133561	.0094527
Year5	-.0038734	.0058167	-0.67	0.506	-.0152781	.0075312
Year6	-.0016287	.0058166	-0.28	0.779	-.0130331	.0097758
Year7	.0001404	.0058168	0.02	0.981	-.0112645	.0115453
Indus1	.0048302	.0062186	0.78	0.437	-.0073625	.0170229
Indus2	-.0158232	.0093365	-1.69	0.090	-.0341291	.0024826
Indus3	-.0159391	.0066239	-2.41	0.016	-.0289265	-.0029517
Indus4	-.0456824	.0135287	-3.38	0.001	-.072208	-.0191568
Indus5	-.041636	.0135356	-3.08	0.002	-.068175	-.0150969
Indus6	-.0294887	.0071564	-4.12	0.000	-.0435202	-.0154573
Indus7	.0039533	.0036391	1.09	0.277	-.0031818	.0110885
Indus8	-.034683	.0067451	-5.14	0.000	-.0479081	-.021458
Indus9	-.0301435	.005969	-5.05	0.000	-.0418468	-.0184402
_cons	.0732378	.0065398	11.20	0.000	.0604153	.0860604

Mô hình FEM

Fixed-effects (within) regression	Number of obs	=	3,320
Group variable: MCK	Number of groups	=	415
R-sq:	Obs per group:		
within = 0.0021	min =		8
between = 0.0301	avg =		8.0
overall = 0.0032	max =		8
corr(u_i, Xb) = -0.0953	F(8, 2897)	=	0.78
	Prob > F	=	0.6245

CEO_Share	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
LC	.0026581	.0016631	1.60	0.110	-.0006029	.0059191
Year1	.0004445	.0031408	0.14	0.887	-.0057138	.0066029
Year2	-.0035916	.0031408	-1.14	0.253	-.0097499	.0025668
Year3	-.000515	.0031408	-0.16	0.870	-.0066735	.0056435
Year4	-.0019517	.0031407	-0.62	0.534	-.0081099	.0042065
Year5	-.0036075	.0031408	-1.15	0.251	-.009766	.0025509
Year6	-.0017426	.0031407	-0.55	0.579	-.0079009	.0044156
Year7	-.0002394	.0031409	-0.08	0.939	-.0063981	.0059193
_cons	.0360293	.0039496	9.12	0.000	.028285	.0437736
sigma_u	.07422672					
sigma_e	.04524099					
rho	.72913564	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(414, 2897) = 21.19 Prob > F = 0.0000

Mô hình REM

Random-effects GLS regression
Group variable: MCK

Number of obs = 3,320
Number of groups = 415

R-sq:
within = 0.0009
between = 0.0339
overall = 0.0257

Obs per group:
min = 8
avg = 8.0
max = 8

corr(u_i, X) = 0 (assumed)

Wald chi2(10) = 16.62
Prob > chi2 = 0.0832

CEO_Share	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
LC	.0013438	.0016329	0.82	0.411	-.0018567	.0045443
Indus1	.0056838	.0151886	0.37	0.708	-.0240854	.035453
Indus2	-.0140021	.022799	-0.61	0.539	-.0586873	.0306831
Indus3	-.0159241	.0161821	-0.98	0.325	-.0476403	.0157922
Indus4	-.0427777	.0330331	-1.29	0.195	-.1075214	.0219661
Indus5	-.0376476	.0330346	-1.14	0.254	-.1023941	.027099
Indus6	-.0284803	.017479	-1.63	0.103	-.0627386	.0057779
Indus7	.0041759	.0088899	0.47	0.639	-.013248	.0215997
Indus8	-.0335686	.0164731	-2.04	0.042	-.0658553	-.001282
Indus9	-.0295458	.0145804	-2.03	0.043	-.058123	-.0009687
_cons	.0430486	.0073702	5.84	0.000	.0286032	.0574939
sigma_u	.07040029					
sigma_e	.04521423					
rho	.70797535	(fraction of variance due to u_i)				

Kiểm định Hausman

	Coefficients		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) fixed	(B) random		
LC	.0026581	.0013438	.0013143	.0003153

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg
Test: Ho: difference in coefficients not systematic
chi2(1) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
= 17.37
Prob>chi2 = 0.0000

Kiểm định PSTĐ

Beusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

CEO_Share[MCK,t] = Xb + u[MCK] + e[MCK,t]

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
CEO_Share	.0072576	.0851916
e	.0020443	.0452142
u	.0049562	.0704003

Test: Var(u) = 0
chibar2(01) = 5666.64
Prob > chibar2 = 0.0000

Kiểm định tự tương quan

Wooldridge test for autocorrelation in panel data
H0: no first-order autocorrelation
F(1, 414) = 187.904
Prob > F = 0.0000

Mô hình GLS

Cross-sectional time-series FGLS regression

Coefficients: generalized least squares
Panels: heteroskedastic
Correlation: common AR(1) coefficient for all panels (0.8401)

Estimated covariances = 415 Number of obs = 3,320
Estimated autocorrelations = 1 Number of groups = 415
Estimated coefficients = 11 Time periods = 8
Wald chi2(10) = 226.62
Prob > chi2 = 0.0000

CEO_Share	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
LC	.0000395	.0001579	0.25	0.802	-.0002699	.000349
Indus1	-.0025387	.0039089	-0.65	0.516	-.0102	.0051226
Indus2	.0034793	.0031415	1.11	0.268	-.0026778	.0096365
Indus3	-.0034288	.0030537	-1.12	0.262	-.0094139	.0025563
Indus4	-.0154383	.0018613	-8.29	0.000	-.0190863	-.0117903
Indus5	-.0171778	.0020475	-8.39	0.000	-.0211907	-.0131648
Indus6	-.0137715	.0024636	-5.59	0.000	-.0186001	-.0089429
Indus7	-.0007673	.0023325	-0.33	0.742	-.0053388	.0038043
Indus8	-.0158894	.0019301	-8.23	0.000	-.0196724	-.0121065
Indus9	-.0131394	.0021069	-6.24	0.000	-.0172689	-.0090099
_cons	.0173004	.0017828	9.70	0.000	.0138063	.0207946

Mô hình 3b

Mô hình OLS

Source	SS	df	MS	Number of obs =	3,320
Model	.923546937	18	.051308163	F(18, 3301)	= 7.31
Residual	23.1644453	3,301	.007017402	Prob > F	= 0.0000
Total	24.0879922	3,319	.007257605	R-squared	= 0.0383
				Adj R-squared	= 0.0331
				Root MSE	= .08377

CEO_Share	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Mature	-.0174307	.0036513	-4.77	0.000	-.0245897	-.0102718
Decline	-.0258409	.0045659	-5.66	0.000	-.0347932	-.0168887
Year1	.0009306	.005818	0.16	0.873	-.0104766	.0123378
Year2	-.0032359	.0058161	-0.56	0.578	-.0146395	.0081676
Year3	-.0000842	.0058162	-0.01	0.988	-.0114879	.0113194
Year4	-.0018865	.0058156	-0.32	0.746	-.013289	.0095159
Year5	-.003816	.0058156	-0.66	0.512	-.0152186	.0075867
Year6	-.0017713	.0058162	-0.30	0.761	-.013175	.0096324
Year7	.0000707	.0058158	0.01	0.990	-.0113323	.0114738
Indus1	.0051961	.006222	0.84	0.404	-.0070033	.0173956
Indus2	-.0161387	.009337	-1.73	0.084	-.0344455	.0021681
Indus3	-.0161409	.0066239	-2.44	0.015	-.0291284	-.0031535
Indus4	-.0462608	.0135315	-3.42	0.001	-.0727917	-.0197299
Indus5	-.0416368	.013533	-3.08	0.002	-.0681706	-.015103
Indus6	-.028992	.0071625	-4.05	0.000	-.0430353	-.0149486
Indus7	.003951	.0036384	1.09	0.278	-.0031828	.0110847
Indus8	-.0346666	.0067438	-5.14	0.000	-.047889	-.0214441
Indus9	-.0301257	.0059678	-5.05	0.000	-.0418267	-.0184247
_cons	.0625407	.0054545	11.47	0.000	.0518461	.0732353

[illegible]

F test that all $u_i=0$: $F(414, 2896) = 21.17$ Prob > F = 0.0000

Random-effects GLS regression	Number of obs	=	3,320
Group variable: MCK	Number of groups	=	415
R-sq:	Obs per group:		
within = 0.0009	min =		8
between = 0.0343	avg =		8.0
overall = 0.0261	max =		8
corr(u_i, X) = 0 (assumed)	Wald chi2(11)	=	17.27
	Prob > chi2	=	0.1001

186

Kiểm định Hausman

	Coefficients		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-v_B)) S.E.
	(b) fixed	(B) random		
Mature	.0014217	-.0000776	.0014993	.000389
Decline	.0054014	.0027882	.0026131	.000631

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(2) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
= 17.80
Prob>chi2 = 0.0001

Kiểm định PSTĐ

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

CEO_Share[MCK,t] = Xb + u[MCK] + e[MCK,t]

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
CEO_Share	.0072576	.0851916
e	.0020447	.0452183
u	.0049578	.0704113

Test: Var(u) = 0

chibar2(01) = 5659.59
Prob > chibar2 = 0.0000

Kiểm định tự tương quan

Wooldridge test for autocorrelation in panel data

H0: no first-order autocorrelation

F(1, 414) = 188.067
Prob > F = 0.0000

Mô hình GLS

Cross-sectional time-series FGLS regression

Coefficients: generalized least squares
Panels: heteroskedastic
Correlation: common AR(1) coefficient for all panels (0.8461)

Estimated covariances = 415 Number of obs = 3,320
Estimated autocorrelations = 1 Number of groups = 415
Estimated coefficients = 12 Time periods = 8
Wald chi2(11) = 217.45
Prob > chi2 = 0.0000

CEO_Share	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
Mature	.000097	.000207	0.47	0.639	-.0003088	.0005027
Decline	.0000633	.000319	0.20	0.843	-.0005621	.0006886
Indus1	-.0025496	.0039357	-0.65	0.517	-.0102635	.0051643
Indus2	.0035275	.0031748	1.11	0.267	-.0026951	.00975
Indus3	-.003199	.0030784	-1.04	0.299	-.0092325	.0028346
Indus4	-.0151538	.001889	-8.02	0.000	-.0188562	-.0114513
Indus5	-.016942	.0020479	-8.27	0.000	-.0209558	-.0129283
Indus6	-.0136075	.0024879	-5.47	0.000	-.0184837	-.0087314
Indus7	-.0006639	.0023506	-0.28	0.778	-.0052709	.0039431
Indus8	-.0155351	.0019434	-7.99	0.000	-.0193441	-.0117262
Indus9	-.0129367	.002127	-6.08	0.000	-.0171056	-.0087678
_cons	.017059	.0017804	9.58	0.000	.0135694	.0205485

Mô hình 4a

Mô hình OLS

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	3,320
				F(17, 3302)	=	8.71
Model	5.36702837	17	.315707551	Prob > F	=	0.0000
Residual	119.71256	3,302	.036254561	R-squared	=	0.0429
				Adj R-squared	=	0.0380
Total	125.079589	3,319	.037685926	Root MSE	=	.19041

BSize	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
LC	-.0237294	.0051817	-4.58	0.000	-.033889	-.0135698
Year1	.0078365	.0132184	0.59	0.553	-.0180806	.0337536
Year2	.0129129	.0132184	0.98	0.329	-.0130042	.03883
Year3	.0092512	.0132186	0.70	0.484	-.0166662	.0351686
Year4	.0051688	.0132182	0.39	0.696	-.0207479	.0310855
Year5	.0052614	.0132185	0.40	0.691	-.0206558	.0311787
Year6	-.0072682	.0132183	-0.55	0.582	-.033185	.0186486
Year7	-.0025834	.0132188	-0.20	0.845	-.0285012	.0233345
Indus1	-.0283141	.0141319	-2.00	0.045	-.0560222	-.000606
Indus2	.0094742	.0212173	0.45	0.655	-.0321263	.0510746
Indus3	.0692263	.0150529	4.60	0.000	.0397123	.0987403
Indus4	-.0981022	.0307443	-3.19	0.001	-.158382	-.0378223
Indus5	-.0097841	.03076	-0.32	0.750	-.0700946	.0505264
Indus6	-.0172949	.0162631	-1.06	0.288	-.0491816	.0145918
Indus7	.0411633	.0082699	4.98	0.000	.0249486	.0573781
Indus8	-.0243497	.0153284	-1.59	0.112	-.0544039	.0057045
Indus9	.0972542	.0135646	7.17	0.000	.0706583	.1238501
_cons	1.704746	.0148619	114.71	0.000	1.675607	1.733886

Mô hình FEM

Fixed-effects (within) regression	Number of obs	=	3,320
Group variable: MCK	Number of groups	=	415
R-sq:	Obs per group:		
within = 0.0035	min =		8
between = 0.0156	avg =		8.0
overall = 0.0019	max =		8
	F(8,2897)	=	1.26
corr(u_i, Xb) = 0.0132	Prob > F	=	0.2606

BSize	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
LC	-.0015921	.0041834	-0.38	0.704	-.0097948	.0066107
Year1	.0075164	.0079004	0.95	0.341	-.0079744	.0230073
Year2	.0125928	.0079004	1.59	0.111	-.0028981	.0280837
Year3	.0088245	.0079005	1.12	0.264	-.0066668	.0243157
Year4	.0051688	.0079001	0.65	0.513	-.0103217	.0206592
Year5	.0056348	.0079004	0.71	0.476	-.0098562	.0211259
Year6	-.0074282	.0079002	-0.94	0.347	-.0229188	.0080623
Year7	-.0031168	.0079008	-0.39	0.693	-.0186085	.0123749
_cons	1.682078	.0099349	169.31	0.000	1.662598	1.701558
sigma_u	.16239144					
sigma_e	.11380019					
rho	.67065101	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(414, 2897) = 16.18 Prob > F = 0.0000

Mô hình REM

Random-effects GLS regression
Group variable: MCK

Number of obs = 3,320
Number of groups = 415

R-sq:
within = 0.0000
between = 0.0540
overall = 0.0377

Obs per group:
min = 8
avg = 8.0
max = 8

corr(u_i, X) = 0 (assumed)

Wald chi2(10) = 23.18
Prob > chi2 = 0.0101

BSize	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
LC	-.0040542	.0040081	-0.99	0.320	-.0120528	.0039444
Indus1	-.0271517	.0333362	-0.81	0.415	-.0924895	.0381861
Indus2	.0119541	.0500398	0.24	0.811	-.0861221	.1100302
Indus3	.0692468	.0355164	1.95	0.051	-.0003641	.1388576
Indus4	-.0941466	.0725022	-1.30	0.194	-.2362483	.047955
Indus5	-.0043529	.0725063	-0.06	0.952	-.1464627	.1377568
Indus6	-.0159217	.0383631	-0.42	0.678	-.0911121	.0592686
Indus7	.0414663	.0195116	2.13	0.034	.0032244	.0797083
Indus8	-.0228322	.0361555	-0.63	0.528	-.0936956	.0480312
Indus9	.0980681	.0320012	3.06	0.002	.0353468	.1607894
_cons	1.669198	.016641	100.31	0.000	1.636582	1.701814
sigma_u	.15350219					
sigma_e	.11385753					
rho	.64509188	(fraction of variance due to u_i)				

Kiểm định Hausman

	Coefficients		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) fixed	(B) random		
LC	-.0015921	-.0040542	.0024621	.0009199

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(1) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
= 7.16
Prob>chi2 = 0.0074

Kiểm định PSTĐ

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

BSize[MCK,t] = Xb + u[MCK] + e[MCK,t]

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
BSize	.0376859	.1941286
e	.0129635	.1138575
u	.0235629	.1535022

Test: Var(u) = 0
chibar2(01) = 4722.93
Prob > chibar2 = 0.0000

Kiểm định tự tương quan

Wooldridge test for autocorrelation in panel data
H0: no first-order autocorrelation
F(1, 414) = 32.695
Prob > F = 0.0000

Mô hình GLS

Cross-sectional time-series FGLS regression

Coefficients: generalized least squares
Panels: heteroskedastic
Correlation: common AR(1) coefficient for all panels (0.6841)

Estimated covariances = 415 Number of obs = 3,320
Estimated autocorrelations = 1 Number of groups = 415
Estimated coefficients = 11 Time periods = 8
Wald chi2(10) = 61.51
Prob > chi2 = 0.0000

BSize	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
LC	-.0008313	.0010884	-0.76	0.045	-.0029646	.0013019
Indus1	-.0039676	.0044159	-0.90	0.369	-.0126226	.0046873
Indus2	.0022975	.0107494	0.21	0.031	-.0187709	.0233659
Indus3	.0371103	.0117357	3.16	0.002	.0141089	.0601118
Indus4	-.007694	.0122362	-0.63	0.529	-.0316765	.0162885
Indus5	.0561525	.0326287	1.72	0.085	-.0077986	.1201036
Indus6	-.0023293	.007022	-0.33	0.740	-.0160922	.0114336
Indus7	.0203293	.0057708	3.52	0.000	.0090188	.0316398
Indus8	-.0039502	.0048005	-0.82	0.411	-.013359	.0054586
Indus9	.0766777	.0156196	4.91	0.000	.0460638	.1072916
_cons	1.615914	.0041373	390.57	0.000	1.607805	1.624023

Mô hình 4b

Mô hình OLS

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	3,320
Model	5.41210404	18	.300672446	F(18, 3301)	=	8.29
Residual	119.667485	3,301	.036251889	Prob > F	=	0.0000
Total	125.079589	3,319	.037685926	R-squared	=	0.0433
				Adj R-squared	=	0.0381
				Root MSE	=	.1904

BSize	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Mature	-.0165008	.0002989	-1.99	0.047	-.0327723	-.0002293
Decline	-.0480748	.0103777	-4.63	0.000	-.0684222	-.0277274
Year1	.0074051	.0132236	0.56	0.576	-.0185221	.0333324
Year2	.0126994	.0132193	0.96	0.337	-.0132195	.0386183
Year3	.0090392	.0132195	0.68	0.494	-.0168799	.0349584
Year4	.0050598	.0132181	0.38	0.702	-.0208567	.0309762
Year5	.0051654	.0132183	0.39	0.696	-.0207514	.0310823
Year6	-.0070299	.0132195	-0.53	0.595	-.0329491	.0188894
Year7	-.002467	.0132187	-0.19	0.852	-.0283847	.0234507
Indus1	-.0289256	.014142	-2.05	0.041	-.0566535	-.0011976
Indus2	.0100013	.0212218	0.47	0.637	-.031608	.0516106
Indus3	.0695636	.0150554	4.62	0.000	.0400446	.0990825
Indus4	-.0971356	.0307554	-3.16	0.002	-.1574373	-.036834
Indus5	-.0097828	.0307588	-0.32	0.750	-.0700911	.0505255
Indus6	-.018125	.0162795	-1.11	0.266	-.0500439	.0137939
Indus7	.0411673	.0002696	4.98	0.000	.0249531	.0573814
Indus8	-.0243772	.0153279	-1.59	0.112	-.0544303	.0056759
Indus9	.0972245	.0135641	7.17	0.000	.0706295	.1238195
_cons	1.676994	.0123975	135.27	0.000	1.652686	1.701302

Mô hình FEM

Fixed-effects (within) regression	Number of obs	=	3,320
Group variable: MCK	Number of groups	=	415
R-sq:	Obs per group:		
within = 0.0035	min =		8
between = 0.0069	avg =		8.0
overall = 0.0017	max =		8
	F(9,2896)	=	1.13
corr(u_i, Xb) = 0.0100	Prob > F	=	0.3340

BSize	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Mature	-.0032893	.0061185	-0.54	0.591	-.0152863	.0087077
Decline	-.0030672	.0083737	-0.37	0.714	-.0194862	.0133517
Year1	.0076171	.007906	0.96	0.335	-.0078847	.023119
Year2	.0126428	.0079026	1.60	0.110	-.0028526	.0281381
Year3	.0088741	.0079028	1.12	0.262	-.0066215	.0243697
Year4	.0051941	.0079016	0.66	0.511	-.0102991	.0206874
Year5	.005657	.0079018	0.72	0.474	-.0098368	.0211507
Year6	-.0074836	.0079027	-0.95	0.344	-.0229791	.0080118
Year7	-.0031436	.0079022	-0.40	0.691	-.0186382	.012351
_cons	1.681445	.0073377	229.15	0.000	1.667057	1.695833
sigma_u	.16241016					
sigma_e	.113817					
rho	.6706367	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(414, 2896) = 16.17 Prob > F = 0.0000

Mô hình REM

Random-effects GLS regression	Number of obs	=	3,320
Group variable: MCK	Number of groups	=	415
R-sq:	Obs per group:		
within = 0.0001	min =		8
between = 0.0540	avg =		8.0
overall = 0.0377	max =		8
	Wald chi2(11)	=	23.20
corr(u_i, X) = 0 (assumed)	Prob > chi2	=	0.0166

BSize	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
Mature	-.004305	.0060128	-0.72	0.474	-.0160898	.0074798
Decline	-.0080974	.0081696	-0.99	0.322	-.0241096	.0079148
Indus1	-.0271312	.0333229	-0.81	0.416	-.0924429	.0381805
Indus2	.0119355	.0500178	0.24	0.811	-.0860975	.1099685
Indus3	.0692353	.0355006	1.95	0.051	-.0003446	.1388152
Indus4	-.0941805	.0724712	-1.30	0.194	-.2362214	.0478604
Indus5	-.0043544	.0724729	-0.06	0.952	-.1463986	.1376898
Indus6	-.0158939	.0383487	-0.41	0.679	-.091056	.0592683
Indus7	.0414661	.0195026	2.13	0.033	.0032418	.0796904
Indus8	-.0228316	.0361388	-0.63	0.528	-.0936624	.0479991
Indus9	.0980689	.0319865	3.07	0.002	.0353765	.1607613
_cons	1.665289	.0152679	109.07	0.000	1.635364	1.695213
sigma_u	.15341284					
sigma_e	.11387625					
rho	.64474995	(fraction of variance due to u_i)				

Kiểm định Hausman

	Coefficients		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-v_B)) S.E.
	(b) fixed	(B) random		
Mature	-.0032893	-.004305	.0010157	.0011324
Decline	-.0030672	-.0080974	.0050302	.0018372

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(2) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
= 12.90
Prob>chi2 = 0.0016

Kiểm định PSTĐ

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

BSize[MCK,t] = Xb + u[MCK] + e[MCK,t]

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
BSize	.0376859	.1941286
e	.0129678	.1138762
u	.0235355	.1534128

Test: Var(u) = 0

chibar2(01) = 4713.27
Prob > chibar2 = 0.0000

Kiểm định tự tương quan

Wooldridge test for autocorrelation in panel data
H0: no first-order autocorrelation

F(1, 414) = 32.727
Prob > F = 0.0000

Mô hình GLS

Cross-sectional time-series FGLS regression

Coefficients: generalized least squares
Panels: heteroskedastic
Correlation: common AR(1) coefficient for all panels (0.6792)

Estimated covariances = 415 Number of obs = 3,320
Estimated autocorrelations = 1 Number of groups = 415
Estimated coefficients = 12 Time periods = 8
Wald chi2(11) = 62.12
Prob > chi2 = 0.0000

BSize	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
Mature	-.0011256	.0017912	-0.63	0.030	-.0046364	.0023851
Decline	-.0018023	.0022538	-0.80	0.024	-.0062198	.0026151
Indus1	-.0039679	.0044765	-0.89	0.375	-.0127417	.0048059
Indus2	.0022788	.0107702	0.21	0.032	-.0188303	.023388
Indus3	.0371435	.0117245	3.17	0.002	.014164	.0601231
Indus4	-.0079173	.0122937	-0.64	0.520	-.0320125	.016178
Indus5	.0558477	.0322131	1.73	0.083	-.0072889	.1189842
Indus6	-.0023739	.006997	-0.34	0.734	-.0160879	.01134
Indus7	.0203579	.005769	3.53	0.000	.0090509	.031665
Indus8	-.0040002	.0048302	-0.83	0.408	-.0134672	.0054668
Indus9	.0770441	.0155551	4.95	0.000	.0465567	.1075316
_cons	1.615368	.0037531	430.41	0.000	1.608012	1.622724

Mô hình 5a

Mô hình OLS

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	3,320
				F(17, 3302)	=	29.76
Model	34.7855239	17	2.04620729	Prob > F	=	0.0000
Residual	227.06343	3,302	.068765424	R-squared	=	0.1328
				Adj R-squared	=	0.1284
Total	261.848954	3,319	.07889393	Root MSE	=	.26223

Indep	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
LC	-.0159159	.0071363	-2.23	0.026	-.029908	-.0019238
Year1	-.1396348	.0182047	-7.67	0.000	-.1753284	-.1039412
Year2	-.1180258	.0182047	-6.48	0.000	-.1537194	-.0823322
Year3	-.1211318	.0182049	-6.65	0.000	-.1568259	-.0854378
Year4	-.1130497	.0182044	-6.21	0.000	-.1487427	-.0773567
Year5	-.1141081	.0182048	-6.27	0.000	-.1498019	-.0784143
Year6	-.1209888	.0182045	-6.65	0.000	-.156682	-.0852957
Year7	.0212565	.0182052	1.17	0.243	-.0144381	.0569511
Indus1	-.038706	.0194627	-1.99	0.047	-.0768662	-.0005458
Indus2	-.0164397	.029221	-0.56	0.574	-.0737327	.0408534
Indus3	-.1008076	.0207312	-4.86	0.000	-.141455	-.0601602
Indus4	.0205268	.0423418	0.48	0.628	-.0624919	.1035456
Indus5	-.1385835	.0423633	-3.27	0.001	-.2216445	-.0555226
Indus6	-.057786	.0223978	-2.58	0.010	-.101701	-.013871
Indus7	-.0821448	.0113895	-7.21	0.000	-.1044761	-.0598135
Indus8	.2784876	.0211106	13.19	0.000	.2370964	.3198789
Indus9	-.030225	.0186815	-1.62	0.106	-.0668534	.0064035
_cons	.4634154	.0204682	22.64	0.000	.4232839	.503547

Mô hình FEM

Fixed-effects (within) regression	Number of obs	=	3,320
Group variable: MCK	Number of groups	=	415
R-sq:	Obs per group:		
within = 0.1334	min =		8
between = 0.0033	avg =		8.0
overall = 0.0433	max =		8
	F(8,2897)	=	55.74
corr(u_i, Xb) = 0.0022	Prob > F	=	0.0000

Indep	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
LC	-.0064396	.0058042	-1.11	0.267	-.0178204	.0049412
Year1	-.1397718	.0109613	-12.75	0.000	-.1612645	-.1182792
Year2	-.1181628	.0109613	-10.78	0.000	-.1396554	-.0966701
Year3	-.1213145	.0109615	-11.07	0.000	-.1428077	-.0998214
Year4	-.1130497	.0109609	-10.31	0.000	-.1345417	-.0915577
Year5	-.1139482	.0109614	-10.40	0.000	-.1354411	-.0924553
Year6	-.1210573	.010961	-11.04	0.000	-.1425495	-.0995652
Year7	.0210282	.0109618	1.92	0.055	-.0004656	.042522
_cons	.4156025	.013784	30.15	0.000	.388575	.44263
sigma_u	.23201755					
sigma_e	.15789081					
rho	.68348165	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(414, 2897) = 17.26 Prob > F = 0.0000

Mô hình REM

Random-effects GLS regression
Group variable: MCK

Number of obs = 3,320
Number of groups = 415

R-sq:
within = 0.0003
between = 0.1320
overall = 0.0901

Obs per group:
min = 8
avg = 8.0
max = 8

corr(u_i, X) = 0 (assumed)

Wald chi2(10) = 62.40
Prob > chi2 = 0.0000

Indep	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
LC	-.0071222	.0060403	-1.18	0.238	-.018961	.0047167
Indus1	-.0381865	.0459153	-0.83	0.406	-.1281789	.0518059
Indus2	-.0153313	.0689221	-0.22	0.824	-.1504161	.1197536
Indus3	-.1007984	.048918	-2.06	0.039	-.1966759	-.004921
Indus4	.0222947	.0998608	0.22	0.823	-.1734288	.2180182
Indus5	-.1361561	.0998673	-1.36	0.173	-.3318924	.0595802
Indus6	-.0571723	.0528391	-1.08	0.279	-.160735	.0463905
Indus7	-.0820094	.026874	-3.05	0.002	-.1346814	-.0293373
Indus8	.2791659	.0497985	5.61	0.000	.1815627	.3767691
Indus9	-.0298612	.0440765	-0.68	0.498	-.1162496	.0565272
_cons	.3576085	.0233436	15.32	0.000	.3118559	.403361
sigma_u	.21042266					
sigma_e	.16937641					
rho	.60682587	(fraction of variance due to u_i)				

Kiểm định Hausman

	Coefficients		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) fixed	(B) random		
LC	-.0071222	-.0064396	-.0006826	.0016723

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(1) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
= 0.17
Prob>chi2 = 0.6832

Kiểm định PSTĐ

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity
in fixed effect regression model

H0: sigma(i)^2 = sigma^2 for all i

chi2 (415) = 2.2e+05
Prob>chi2 = 0.0000

Kiểm định tự tương quan

Wooldridge test for autocorrelation in panel data

H0: no first-order autocorrelation

F(1, 414) = 247.011
Prob > F = 0.0000

Mô hình GLS

Coefficients: generalized least squares
Panels: heteroskedastic
Correlation: common AR(1) coefficient for all panels (0.7758)

Estimated covariances = 415 Number of obs = 3,320
Estimated autocorrelations = 1 Number of groups = 415
Estimated coefficients = 9 Time periods = 8
Wald chi2(8) = 550.93
Prob > chi2 = 0.0000

Indep	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
LC	.0002331	.0029378	0.08	0.937	-.0055249	.0059912
Year1	-.1308417	.0099603	-13.14	0.000	-.1503636	-.1113197
Year2	-.1175079	.0096621	-12.16	0.000	-.1364452	-.0985706
Year3	-.1168934	.0092647	-12.62	0.000	-.135052	-.0987349
Year4	-.112268	.0087259	-12.87	0.000	-.1293704	-.0951655
Year5	-.1091124	.0079799	-13.67	0.000	-.1247527	-.0934721
Year6	-.1112715	.0068946	-16.14	0.000	-.1247848	-.0977583
Year7	.0037839	.005174	0.73	0.465	-.0063569	.0139248
_cons	.3773593	.0097539	38.69	0.000	.3582419	.3964767

Mô hình 5b

Mô hình OLS

Source	SS	df	MS	Number of obs = 3,320
Model	34.8771745	18	1.9376208	F(18, 3301) = 28.18
Residual	226.97178	3,301	.068758491	Prob > F = 0.0000
Total	261.848954	3,319	.07889393	R-squared = 0.1332
				Adj R-squared = 0.1285
				Root MSE = .26222

Indep	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Mature	-.0056085	.0114293	-0.49	0.624	-.0280176	.0168007
Decline	-.0327102	.0142922	-2.29	0.022	-.0607326	-.0046877
Year1	-.1402499	.0182116	-7.70	0.000	-.175957	-.1045429
Year2	-.1183302	.0182057	-6.50	0.000	-.1540257	-.0826346
Year3	-.1214341	.0182059	-6.67	0.000	-.1571301	-.0857382
Year4	-.1132051	.018204	-6.22	0.000	-.1488973	-.0775129
Year5	-.1142449	.0182043	-6.28	0.000	-.1499377	-.0785522
Year6	-.120649	.0182059	-6.63	0.000	-.1563451	-.084953
Year7	.0214225	.0182048	1.18	0.239	-.0142714	.0571164
Indus1	-.0395779	.0194764	-2.03	0.042	-.0777649	-.001391
Indus2	-.015688	.0292267	-0.54	0.591	-.0729924	.0416164
Indus3	-.1003267	.0207344	-4.84	0.000	-.1409802	-.0596732
Indus4	.021905	.0423564	0.52	0.605	-.0611426	.1049526
Indus5	-.1385816	.0423611	-3.27	0.001	-.2216384	-.0555249
Indus6	-.0589697	.0224202	-2.63	0.009	-.1029285	-.0150109
Indus7	-.0821392	.011389	-7.21	0.000	-.1044693	-.059809
Indus8	.2784484	.0211096	13.19	0.000	.2370592	.3198376
Indus9	-.0302673	.0186806	-1.62	0.105	-.066894	.0063593
_cons	.4417628	.0170739	25.87	0.000	.4082862	.4752393

Mô hình FEM

Fixed-effects (within) regression	Number of obs	=	3,320
Group variable: MCK	Number of groups	=	415
R-sq:	Obs per group:		
within = 0.1334	min =		8
between = 0.0041	avg =		8.0
overall = 0.0434	max =		8
	F(9,2896)	=	49.54
corr(u_i, Xb) = 0.0025	Prob > F	=	0.0000

Indep	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Mature	-.0041189	.008489	-0.49	0.628	-.0207641	.0125262
Decline	-.013039	.011618	-1.12	0.262	-.0358193	.0097413
Year1	-.1399095	.010969	-12.75	0.000	-.1614174	-.1184016
Year2	-.118231	.0109644	-10.78	0.000	-.1397299	-.0967322
Year3	-.1213824	.0109646	-11.07	0.000	-.1428817	-.0998831
Year4	-.1130844	.010963	-10.32	0.000	-.1345804	-.0915884
Year5	-.1139785	.0109633	-10.40	0.000	-.1354752	-.0924818
Year6	-.1209816	.0109645	-11.03	0.000	-.1424806	-.0994825
Year7	.0210648	.0109639	1.92	0.055	-.000433	.0425626
_cons	.4078516	.0101806	40.06	0.000	.3878897	.4278136
sigma_u	.23199702					
sigma_e	.15791424					
rho	.68337916	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(414, 2896) = 17.25 Prob > F = 0.0000

Mô hình REM

Random-effects GLS regression	Number of obs	=	3,320
Group variable: MCK	Number of groups	=	415
R-sq:	Obs per group:		
within = 0.0003	min =		8
between = 0.1319	avg =		8.0
overall = 0.0901	max =		8
	Wald chi2(11)	=	62.38
corr(u_i, X) = 0 (assumed)	Prob > chi2	=	0.0000

Indep	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
Mature	-.0079429	.0089104	-0.89	0.373	-.025407	.0095212
Decline	-.014185	.0120913	-1.17	0.241	-.0378835	.0095136
Indus1	-.0381178	.0459327	-0.83	0.407	-.1281442	.0519086
Indus2	-.0153914	.0689449	-0.22	0.823	-.1505209	.1197381
Indus3	-.1008365	.0489339	-2.06	0.039	-.1967452	-.0049278
Indus4	.0221847	.0998952	0.22	0.824	-.1736064	.2179757
Indus5	-.1361576	.0998979	-1.36	0.173	-.3319539	.0596386
Indus6	-.057079	.0528606	-1.08	0.280	-.1606837	.0465258
Indus7	-.0820099	.0268822	-3.05	0.002	-.1346981	-.0293217
Indus8	.2791686	.0498137	5.60	0.000	.1815355	.3768017
Indus9	-.0298581	.04409	-0.68	0.498	-.116273	.0565568
_cons	.3509554	.0212053	16.55	0.000	.3093937	.392517
sigma_u	.21049745					
sigma_e	.16940374					
rho	.60691848	(fraction of variance due to u_i)				

Kiểm định Hausman

	Coefficients		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) fixed	(B) random		
Mature	-.0079429	-.0041189	-.003824	.0027078
Decline	-.014185	-.013039	-.001146	.00335

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(2) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
= 2.31
Prob>chi2 = 0.3144

Kiểm định PSTĐ

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity
in fixed effect regression model

H0: sigma(i)^2 = sigma^2 for all i

chi2 (415) = 2.4e+05
Prob>chi2 = 0.0000

Kiểm định tự tương quan

Wooldridge test for autocorrelation in panel data
H0: no first-order autocorrelation

F(1, 414) = 247.028
Prob > F = 0.0000

Mô hình GLS

Cross-sectional time-series FGLS regression					
Coefficients: generalized least squares					
Panels: heteroskedastic					
Correlation: common AR(1) coefficient for all panels (0.7768)					
Estimated covariances	=	415	Number of obs	=	3,320
Estimated autocorrelations	=	1	Number of groups	=	415
Estimated coefficients	=	12	Time periods	=	8
			Wald chi2(11)	=	3302.98
			Prob > chi2	=	0.0000

Indep	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
Mature	.0005306	.0018273	0.29	0.772	-.0030509 .004112
Decline	.0007663	.002372	0.32	0.747	-.0038827 .0054153
Indus1	.002275	.0249492	0.09	0.927	-.0466244 .0511745
Indus2	-.0009263	.0468759	-0.02	0.984	-.0928015 .0909488
Indus3	-.039696	.0195449	-2.03	0.042	-.0780034 -.0013886
Indus4	.0893612	.0172033	5.19	0.000	.0556433 .1230792
Indus5	-.1292712	.0201083	-6.43	0.000	-.1686827 -.0898597
Indus6	-.0564334	.0315631	-1.79	0.074	-.1182958 .0054291
Indus7	-.0431483	.0148854	-2.90	0.004	-.0723232 -.0139734
Indus8	.2923689	.0117932	24.79	0.000	.2692546 .3154832
Indus9	.0052263	.0257888	0.20	0.839	-.0453188 .0557715
_cons	.3075381	.0116995	26.29	0.000	.2846075 .3304687

Mô hình 6a

```
Iteration 0: log likelihood = -1833.2655
Iteration 1: log likelihood = -1811.2789
Iteration 2: log likelihood = -1811.1711
Iteration 3: log likelihood = -1811.1711
```

Logistic regression	Number of obs	=	3,326
	LR chi2(1)	=	44.19
	Prob > chi2	=	0.0000
Log likelihood = -1811.1711	Pseudo R2	=	0.0121

Dual	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
LC	-.4263964	.0647846	-6.58	0.000	-.5533718	-.2994205
_cons	-.3257657	.1286478	-2.53	0.011	-.5779107	-.0736206

Mô hình 6b

```
Iteration 0: log likelihood = -1833.2655
Iteration 1: log likelihood = -1811.4025
Iteration 2: log likelihood = -1811.1534
Iteration 3: log likelihood = -1811.1534
```

Logistic regression	Number of obs	=	3,320
	LR chi2(2)	=	44.22
	Prob > chi2	=	0.0000
Log likelihood = -1811.1534	Pseudo R2	=	0.0121

Dual	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
Mature	-.4396486	.0956388	-4.60	0.000	-.6270971	-.2522257
Decline	-.8472841	.132472	-6.40	0.000	-1.106924	-.5876437
_cons	-.745188	.0793845	-9.39	0.000	-.9007788	-.5895972

PHỤ LỤC 3: thống kê mô tả

Thống kê số lượng công ty theo ngành kinh doanh trong từng giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp

Industry	LC2			Total
	Suy thoái	Trưởng ..	Tăng tr..	
Bán buôn	31	149	44	224
Bán lẻ	16	45	27	88
Công nghệ và thông tin	44	104	44	192
Dịch vụ chuyên môn, k	7	18	15	40
Dịch vụ lưu trú và ăn	3	23	14	40
Khai khoáng	19	111	30	160
Sản xuất	237	693	254	1,184
Tiện ích	31	108	45	184
Vận tải và kho bãi	46	146	56	248
Xây dựng và Bất động	199	563	198	960
Total	633	1,960	727	3,320

Thống kê mô tả các biến đặc điểm phân loại giai đoạn tăng trưởng của vòng đời doanh nghiệp

variable	N	mean	p50	max	min	sd	skewness	kurtosis
DP	727	.0210743	.0102354	.2222222	0	.0282845	2.154118	11.02972
SG	727	.452823	.221117	10.80467	-.7766643	.9721348	6.032061	50.27943
CEV	727	1.222049	.4286704	26.07846	-.8733626	2.71912	5.269104	37.20974
AGE	727	6.299862	6	16	0	2.764551	.2122081	2.62104

Thống kê mô tả các biến đặc điểm phân loại giai đoạn trưởng thành của vòng đời doanh nghiệp

variable	N	mean	p50	max	min	sd	skewness	kurtosis
DP	1960	.0454325	.0365409	1.261494	0	.0571263	6.867848	118.2591
SG	1960	.1177882	.0555873	25.87968	-.952814	.9769632	19.29814	467.661
CEV	1960	.4548079	.1351018	56.79326	-.9784505	2.17248	16.73708	353.3881
AGE	1960	7.315306	7	19	0	3.294708	.4160705	3.27401

Thống kê mô tả các biến đặc điểm phân loại giai đoạn suy thoái của vòng đời doanh nghiệp

variable	N	mean	p50	max	min	sd	skewness	kurtosis
DP	633	.0619637	.0571429	.3905109	0	.049848	1.645062	9.383603
SG	633	-.087833	-.0729654	1.367427	-.9105569	.2224464	.7377929	9.481827
CEV	633	.1151341	.023308	12.49872	-.9561835	.8353317	10.82568	134.7868
AGE	633	8.92575	9	19	2	3.021943	.0142796	2.62756

Thống kê mô tả các biến sử dụng trong nghiên cứu của các công ty tăng trưởng của vòng đời doanh nghiệp

variable	N	mean	p50	max	min	sd	skewness	kurtosis
ROA	727	.055947	.0430276	.2778438	-.1090355	.0596872	.9148188	4.825642
TobinQ	727	2.111867	1.66684	7.849761	.4551253	1.464206	1.940358	7.070814
Block	727	.3211174	.26892	.9672	0	.1892847	.4476558	2.433334
Own_Board	727	.138887	.0767	.85955	0	.1619584	1.576815	5.2223
CEO_Share	727	.0539728	.0089	.6474	0	.1040764	3.236533	15.11968
BSize	727	1.700661	1.609438	2.397895	1.098612	.2093888	.7003077	4.135306
Indep	727	.3273729	.3333333	1	0	.2895117	.3080082	1.838869
Dual	727	.3218707	0	1	0	.4675153	.7625501	1.581483
Risk	727	.0256714	.0170654	.1296133	.0011444	.0250926	1.965803	7.060321
Debt	727	.5263266	.5516075	.8970658	.0517645	.1932889	-.3292835	2.540657
Size	727	27.43878	27.29029	32.2538	23.48884	1.561772	.2661407	3.018452
Tang	727	.1865248	.1323134	.8066625	.001226	.1761245	1.10894	3.63524
SaleGrowth	727	.3861567	.221117	2.680305	-.6581743	.5639484	2.497693	10.20657

Thống kê mô tả các biến sử dụng trong nghiên cứu của các công ty trưởng thành của vòng đời doanh nghiệp

variable	N	mean	p50	max	min	sd	skewness	kurtosis
ROA	1960	.0589842	.0460042	.2778438	-.1090355	.0650572	.9267026	4.83857
TobinQ	1960	1.837802	1.420514	7.849761	.4551253	1.329651	2.192232	8.829674
Block	1960	.3659984	.371	.9849	0	.1944291	.1657521	2.22219
Own_Board	1960	.1125133	.04316	.87505	0	.1541686	2.081404	7.881319
CEO_Share	1960	.0377534	.00505	.71824	0	.0789463	3.613175	19.06692
BSize	1960	1.684601	1.609438	2.397895	1.098612	.1915705	.6748466	4.704997
Indep	1960	.3171215	.2857143	1	0	.2786581	.3266116	1.89567
Dual	1960	.2341837	0	1	0	.4235956	1.255368	2.575949
Risk	1960	.0237909	.0164658	.1296133	.0011444	.0233389	2.183961	8.721319
Debt	1960	.5008011	.5223539	.8970658	.0517645	.2149926	-.243896	2.123553
Size	1960	27.25299	27.17098	33.63179	23.33036	1.502154	.3606348	3.377633
Tang	1960	.1918043	.1290141	.8066625	.001226	.1853149	1.461063	4.747365
SaleGrowth	1960	.0817392	.0555873	2.680305	-.6581743	.3866704	3.114197	20.30185

Thống kê mô tả các biến sử dụng trong nghiên cứu của các công ty suy thoái của vòng đời doanh nghiệp

variable	N	mean	p50	max	min	sd	skewness	kurtosis
ROA	633	.0573622	.0470127	.2778438	-.1090355	.0571204	.7467534	4.873117
TobinQ	633	1.422579	1.149768	5.672302	.4551253	.9199678	1.738613	6.165778
Block	633	.3983025	.4331	.85	0	.1805519	-.1664001	2.134366
Own_Board	633	.099361	.03588	.93517	0	.14852	2.39156	9.370098
CEO_Share	633	.0302259	.00283	.71824	0	.0775647	4.787583	31.63466
BSize	633	1.655599	1.609438	2.397895	1.098612	.1807542	.4848918	5.555632
Indep	633	.2922337	.25	1	0	.2768296	.429109	1.898048
Dual	633	.1690363	0	1	0	.3750804	1.766157	4.11931
Risk	633	.0236042	.0163705	.1296133	.0011444	.022651	2.17164	8.768281
Debt	633	.4798497	.48352	.8970658	.0517645	.2210883	-.1228808	1.931117
Size	633	26.99981	26.96963	31.43099	23.41575	1.468837	.1416844	3.010877
Tang	633	.173701	.1085601	.8066625	.001226	.1799141	1.707191	5.565755
SaleGrowth	633	-.0866405	-.0729654	1.367427	-.6581743	.2188869	.9068911	9.48707

PHỤ LỤC 4: Ma trận hệ số tương quan và kiểm định VIF

Ma trận hệ số tương quan của các công ty trong giai đoạn tăng trưởng của vòng đời doanh nghiệp

	Block	Own_Bo-d	CEO_Sh-e	BSize	Indep	Dual	Risk	Debt	Size	Tang	SaleGr-h
Block	1.0000										
Own_Board	-0.1755	1.0000									
CEO_Share	-0.0094	0.7092	1.0000								
BSize	-0.1080	0.0241	-0.0455	1.0000							
Indep	0.0502	-0.1018	-0.0492	0.0342	1.0000						
Dual	-0.2046	0.1698	0.4240	-0.0606	-0.0736	1.0000					
Risk	0.0219	0.0088	0.0204	-0.0596	-0.0923	0.0097	1.0000				
Debt	0.0326	0.1203	0.1186	-0.0746	-0.0578	-0.0021	-0.1604	1.0000			
Size	-0.0561	0.0498	0.0563	0.2752	0.0328	0.0748	-0.0901	0.2586	1.0000		
Tang	0.2013	-0.0408	-0.0775	0.0189	-0.0261	-0.1319	-0.0349	0.0314	0.0054	1.0000	
SaleGrowth	-0.1508	0.0259	0.0131	-0.0844	-0.0171	0.0148	0.0786	0.0268	0.0576	-0.1519	1.0000

Ma trận hệ số tương quan của các công ty trong giai đoạn trưởng thành của vòng đời doanh nghiệp

	Block	Own_Bo-d	CEO_Sh-e	BSize	Indep	Dual	Risk	Debt	Size	Tang	SaleGr-h
Block	1.0000										
Own_Board	-0.2764	1.0000									
CEO_Share	-0.1813	0.6658	1.0000								
BSize	-0.1288	0.0797	-0.0129	1.0000							
Indep	0.0628	-0.0336	-0.0564	0.0486	1.0000						
Dual	-0.2173	0.2303	0.4570	0.0030	-0.0485	1.0000					
Risk	-0.0454	0.0594	0.0242	-0.0719	-0.0083	0.0236	1.0000				
Debt	0.1049	0.0420	0.0400	-0.0587	0.0139	-0.0319	-0.1755	1.0000			
Size	0.0634	-0.0920	-0.0545	0.3030	0.1848	-0.0827	-0.1191	0.2926	1.0000		
Tang	0.1411	-0.0466	-0.0461	0.0756	-0.0518	-0.0728	0.0128	-0.0880	0.0147	1.0000	
SaleGrowth	-0.0468	0.0229	-0.0153	0.0267	0.0198	-0.0386	-0.0249	0.0677	0.0999	-0.0673	1.0000

Ma trận hệ số tương quan của các công ty trong giai đoạn suy thoái của vòng đời doanh nghiệp

	Block	Own_Bo-d	CEO_Sh-e	BSize	Indep	Dual	Risk	Debt	Size	Tang	SaleGr-h
Block	1.0000										
Own_Board	-0.3068	1.0000									
CEO_Share	-0.1261	0.6568	1.0000								
BSize	-0.0859	-0.0578	-0.0456	1.0000							
Indep	0.0348	-0.0695	-0.0528	0.1004	1.0000						
Dual	-0.1697	0.1943	0.3740	0.0142	-0.0240	1.0000					
Risk	-0.1508	0.0185	-0.0493	-0.0109	0.0643	0.0994	1.0000				
Debt	0.1341	0.0917	0.1344	0.0294	-0.0959	-0.0846	-0.3160	1.0000			
Size	0.2240	-0.1870	-0.0627	0.3390	0.1866	-0.1589	-0.0293	0.3609	1.0000		
Tang	0.1868	-0.1071	-0.0840	0.1463	-0.0267	-0.0544	0.0419	-0.1387	0.1510	1.0000	
SaleGrowth	0.0370	-0.0733	-0.0191	0.0044	-0.0600	-0.0281	-0.2324	0.0013	-0.0495	0.0663	1.0000

Kiểm định hệ số VIF các công ty trong giai đoạn tăng trưởng của vòng đời doanh nghiệp

Biến phụ thuộc ROA

Variable	VIF	1/VIF
CEO_Share	2.72	0.367088
Own_Board	2.33	0.428517
Dual	1.45	0.691730
Debt	1.29	0.774484
Block	1.25	0.797384
ROA		
L1.	1.23	0.813304
Size	1.22	0.818906
BSize	1.18	0.850018
SaleGrowth	1.11	0.899699
Tang	1.09	0.919842
Risk	1.06	0.941621
Indep	1.04	0.957463

Biến phụ thuộc TobinQ

Variable	VIF	1/VIF
CEO_Share	2.73	0.365932
Own_Board	2.33	0.428727
Dual	1.43	0.697222
Block	1.25	0.802358
Size	1.23	0.815971
BSize	1.18	0.848582
Debt	1.15	0.872610
Risk	1.08	0.922380
Tang	1.08	0.922594
TobinQ		
L1.	1.08	0.923093
SaleGrowth	1.07	0.933405
Indep	1.05	0.948320
Mean VIF	1.39	

Kiểm định hệ số VIF các công ty trong giai đoạn trưởng thành của vòng đời doanh nghiệp

Biến phụ thuộc ROA

Variable	VIF	1/VIF
CEO_Share	2.22	0.449709
Own_Board	1.98	0.504311
Debt	1.48	0.674098
Dual	1.35	0.742479
Size	1.34	0.747353
ROA		
L1.	1.33	0.749550
BSize	1.20	0.831976
Block	1.19	0.842520
Risk	1.06	0.945263
Tang	1.06	0.945411
Indep	1.05	0.949782
SaleGrowth	1.02	0.976221
Mean VIF	1.36	

Biến phụ thuộc TobinQ

Variable	VIF	1/VIF
CEO_Share	2.22	0.450072
Own_Board	1.98	0.503781
Size	1.37	0.729267
Dual	1.35	0.742480
BSize	1.20	0.831109
Debt	1.20	0.834353
Block	1.18	0.847852
TobinQ		
L1.	1.09	0.915575
Indep	1.06	0.940746
Tang	1.06	0.945062
Risk	1.05	0.948832
SaleGrowth	1.02	0.975834
Mean VIF	1.32	

Kiểm định hệ số VIF các công ty trong giai đoạn suy thoái của vòng đời doanh nghiệp

Biến phụ thuộc ROA

Variable	VIF	1/VIF
CEO_Share	2.01	0.496321
Own_Board	2.00	0.500518
Debt	1.88	0.532724
Size	1.62	0.618402
ROA		
L1.	1.48	0.677877
Block	1.28	0.784261
Risk	1.27	0.786882
Dual	1.26	0.795434
BSize	1.21	0.824541
Tang	1.14	0.875122
SaleGrowth	1.09	0.916422
Indep	1.08	0.928857
Mean VIF	1.44	

Biến phụ thuộc TobinQ

Variable	VIF	1/VIF
CEO_Share	2.04	0.490232
Own_Board	2.00	0.500018
Size	1.64	0.611398
Debt	1.55	0.645352
Dual	1.26	0.792491
Block	1.26	0.793594
Risk	1.26	0.794748
BSize	1.23	0.812641
TobinQ		
L1.	1.15	0.867761
Tang	1.14	0.876091
Indep	1.10	0.909551
SaleGrowth	1.08	0.927715
Mean VIF	1.39	

PHỤ LỤC 5: Kết quả hồi quy

Kết quả hồi quy các công ty trong giai đoạn tăng trưởng của vòng đời doanh nghiệp

Mô hình 7a

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM

Group variable: MCK	Number of obs	=	647
Time variable : Year	Number of groups	=	236
Number of instruments = 144	Obs per group: min	=	1
F(12, 235) = 48.59	avg	=	2.74
Prob > F = 0.000	max	=	7

ROA	Coef.	Corrected Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ROA L1.	.4419433	.0880804	5.02	0.000	.2684152	.6154715
Block	.042164	.0250524	1.68	0.094	-.007192	.09152
Own_Board	.0715185	.0346845	2.06	0.040	.0031863	.1398507
CEO_Share	-.0522421	.0466773	-1.12	0.264	-.1442015	.0397172
BSize	.0313737	.0161853	1.94	0.054	-.0005131	.0632605
Indep	-.0172055	.013855	-1.24	0.216	-.0445014	.0100904
Dual	.0163459	.0075862	2.15	0.032	.0014002	.0312916
Debt	-.0836644	.0384656	-2.18	0.031	-.1594459	-.0078829
Size	-.0023045	.0043962	-0.52	0.601	-.0109655	.0063566
Tang	.0007462	.0288472	0.03	0.979	-.056086	.0575784
Risk	.3099769	.1987935	1.56	0.120	-.0816682	.701622
SaleGrowth	.0142581	.0054972	2.59	0.010	.003428	.0250882
_cons	.0537813	.1184604	0.45	0.650	-.1795987	.2871613

Instruments for first differences equation

Standard

D.(2012b.Year 2013.Year 2014.Year 2015.Year 2016.Year 2017.Year 2018.Year 2019.Year LnAGE)

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

L(1/4).(L.ROA CEO_Share Indep Dual BSize)

Instruments for levels equation

Standard

2012b.Year 2013.Year 2014.Year 2015.Year 2016.Year 2017.Year 2018.Year 2019.Year LnAGE

_cons

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

D.(L.ROA CEO_Share Indep Dual BSize)

Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -2.42 Pr > z = 0.016
Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = 0.64 Pr > z = 0.523

Sargan test of overid. restrictions: chi2(131) = 124.44 Prob > chi2 = 0.645
(Not robust, but not weakened by many instruments.)

Hansen test of overid. restrictions: chi2(131) = 127.63 Prob > chi2 = 0.567
(Robust, but weakened by many instruments.)

Mô hình 7b

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM

Group variable: MCK	Number of obs	=	647
Time variable : Year	Number of groups	=	236
Number of instruments = 69	Obs per group: min	=	1
F(12, 235) = 838.69	avg	=	2.74
Prob > F = 0.000	max	=	7

	TobinQ	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
TobinQ						
L1.		.6094	.0189936	32.08	0.000	.5719805 .6468195
Block		.6364803	.3275873	1.94	0.053	-.0089028 1.281863
Own_Board		-.6491221	.4692949	-1.38	0.168	-1.573685 .2754405
CEO_Share		1.521419	.9464358	1.61	0.109	-.3431641 3.386001
BSize		.3620411	.1372484	2.64	0.009	.0916467 .6324356
Indep		-.0262996	.1111015	-0.24	0.813	-.2451819 .1925826
Dual		-.0251248	.1292191	-0.19	0.846	-.2797007 .2294511
Debt		-.2092315	.32687	-0.64	0.523	-.8532015 .4347384
Size		-.0900494	.0451389	-1.99	0.047	-.1789779 -.0011209
Tang		-.3277403	.3337113	-0.98	0.327	-.9851883 .3297078
SaleGrowth		.0105585	.0214522	0.49	0.623	-.0317047 .0528218
Risk		-8.282264	1.438423	-5.76	0.000	-11.11611 -5.448413
_cons		2.750658	1.256217	2.19	0.030	.2757717 5.225545

Instruments for first differences equation

Standard

D.(2012b.Year 2013.Year 2014.Year 2015.Year 2016.Year 2017.Year 2018.Year 2019.Year LnAGE SaleGrowth)

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)
L(1/6).(L.TobinQ BSize)

Instruments for levels equation

Standard

2012b.Year 2013.Year 2014.Year 2015.Year 2016.Year 2017.Year 2018.Year 2019.Year LnAGE SaleGrowth

_cons

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)
D.(L.TobinQ BSize)

Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -1.52 Pr > z = 0.128
Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = -0.74 Pr > z = 0.460

Sargan test of overid. restrictions: chi2(56) = 178.34 Prob > chi2 = 0.000
(Not robust, but not weakened by many instruments.)

Hansen test of overid. restrictions: chi2(56) = 51.26 Prob > chi2 = 0.655
(Robust, but weakened by many instruments.)

Mô hình 8a

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM

Group variable: MCK	Number of obs	=	647
Time variable : Year	Number of groups	=	236
Number of instruments = 144	Obs per group: min	=	1
F(13, 235) = 44.54	avg	=	2.74
Prob > F = 0.000	max	=	7

ROA	Coef.	Corrected Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ROA L1.	.4416102	.0878072	5.03	0.000	.2686203	.6146
Block	.041297	.0256958	1.61	0.109	-.0093266	.0919205
Own_Board	.0715475	.0352284	2.03	0.043	.0021436	.1409514
CEO_Share	-.0466347	.1208427	-0.39	0.700	-.284708	.1914386
CEO_Share2	-.0159106	.2176506	-0.07	0.942	-.4447061	.412885
BSize	.0318926	.0159581	2.00	0.047	.0004534	.0633318
Indep	-.0186375	.0146216	-1.27	0.204	-.0474437	.0101687
Dual	.0159377	.0078225	2.04	0.043	.0005265	.0313489
Debt	-.0834711	.0375512	-2.22	0.027	-.157451	-.0094912
Size	-.0022792	.0046208	-0.49	0.622	-.0113826	.0068242
Tang	.0001863	.029214	0.01	0.995	-.0573685	.0577411
Risk	.3108583	.1985307	1.57	0.119	-.0802691	.7019857
SaleGrowth	.0143467	.0054591	2.63	0.009	.0035918	.0251017
_cons	.0530013	.1267674	0.42	0.676	-.1967445	.302747

Instruments for first differences equation

Standard

D.(2012b.Year 2013.Year 2014.Year 2015.Year 2016.Year 2017.Year 2018.Year 2019.Year LnAGE)

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

L(1/4).(L.ROA CEO_Share Indep Dual BSize)

Instruments for levels equation

Standard

2012b.Year 2013.Year 2014.Year 2015.Year 2016.Year 2017.Year 2018.Year 2019.Year LnAGE

_cons

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

D.(L.ROA CEO_Share Indep Dual BSize)

Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -2.42 Pr > z = 0.016
Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = 0.63 Pr > z = 0.525

Sargan test of overid. restrictions: chi2(130) = 124.64 Prob > chi2 = 0.616
(Not robust, but not weakened by many instruments.)

Hansen test of overid. restrictions: chi2(130) = 128.04 Prob > chi2 = 0.532
(Robust, but weakened by many instruments.)

Mô hình 8b

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM

Group variable: MCK	Number of obs	=	647
Time variable : Year	Number of groups	=	236
Number of instruments = 89	Obs per group: min	=	1
Wald chi2(13) = 13061.19	avg	=	2.74
Prob > chi2 = 0.000	max	=	7

TobinQ	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
TobinQ						
L1.	.6165004	.0184078	33.49	0.000	.5804217	.6525791
Block	.6433546	.2042535	3.15	0.002	.2430251	1.043684
Own_Board	-.8496389	.1916338	-4.43	0.000	-1.225234	-.4740436
CEO_Share	2.064058	.4696416	4.39	0.000	1.143577	2.984539
CEO_Share2	-2.975386	.7778518	-3.83	0.000	-4.499948	-1.450825
BSize	.2973991	.0843388	3.53	0.000	.1320981	.4627001
Indep	.0418498	.0688019	0.61	0.543	-.0929995	.176699
Dual	.0059941	.0634727	0.09	0.925	-.1184102	.1303984
Debt	-.4297995	.1954622	-2.20	0.028	-.8128983	-.0467008
Size	-.0286446	.0311194	-0.92	0.357	-.0896376	.0323483
Tang	-.6444502	.2102208	-3.07	0.002	-1.056475	-.2324249
SaleGrowth	-.0197178	.0129443	-1.52	0.128	-.0450881	.0056526
Risk	-7.018294	1.056292	-6.64	0.000	-9.088588	-4.947999
_cons	1.303093	.8254054	1.58	0.114	-.3146718	2.920858

Instruments for first differences equation

Standard

D.(2012b.Year 2013.Year 2014.Year 2015.Year 2016.Year 2017.Year 2018.Year 2019.Year LnAGE SaleGrowth)

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

L(1/4).(L.TobinQ BSize CEO_Share2)

Instruments for levels equation

Standard

2012b.Year 2013.Year 2014.Year 2015.Year 2016.Year 2017.Year 2018.Year 2019.Year LnAGE SaleGrowth

_cons

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

D.(L.TobinQ BSize CEO_Share2)

Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z =	-1.50	Pr > z =	0.133
Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z =	-0.72	Pr > z =	0.471

Sargan test of overid. restrictions: chi2(75) = 176.32 Prob > chi2 = 0.000
(Not robust, but not weakened by many instruments.)

Hansen test of overid. restrictions: chi2(75) = 73.79 Prob > chi2 = 0.518
(Robust, but weakened by many instruments.)

Kết quả hồi quy các công ty trong giai đoạn trưởng thành của vòng đời doanh nghiệp

Mô hình 7a

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM

Group variable: MCK	Number of obs	=	1696
Time variable : Year	Number of groups	=	399
Number of instruments = 132	Obs per group: min	=	1
Wald chi2(12) = 1779.64	avg	=	4.25
Prob > chi2 = 0.000	max	=	7

ROA	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
ROA L1.	.2864445	.0403384	7.10	0.000	.2073827 .3655063
Block	.0748816	.0189516	3.95	0.000	.0377371 .1120261
Own_Board	-.0113863	.0193744	-0.59	0.557	-.0493593 .0265868
CEO_Share	-.0155053	.0254728	-0.61	0.543	-.065431 .0344205
BSize	.0205586	.011685	1.76	0.079	-.0023435 .0434607
Indep	-.0100708	.0060896	-1.65	0.098	-.0220062 .0018647
Dual	-.0137174	.0049412	-2.78	0.006	-.0234019 -.0040329
Debt	-.1052705	.0170928	-6.16	0.000	-.1387717 -.0717693
Size	-.0045666	.0023163	-1.97	0.049	-.0091065 -.0000268
Tang	.0069371	.0228514	0.30	0.761	-.0378508 .0517249
Risk	-.2159705	.1004728	-2.15	0.032	-.4128936 -.0190474
SaleGrowth	.0202956	.0040608	5.00	0.000	.0123367 .0282545
_cons	.1645074	.0647263	2.54	0.011	.0376461 .2913687

Instruments for first differences equation

Standard

D.(2012b.Year 2013.Year 2014.Year 2015.Year 2016.Year 2017.Year 2018.Year 2019.Year LnAGE)

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

L(2/6).(L.ROA CEO_Share BSize Dual Indep)

Instruments for levels equation

Standard

2012b.Year 2013.Year 2014.Year 2015.Year 2016.Year 2017.Year 2018.Year 2019.Year LnAGE

_cons

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

DL.(L.ROA CEO_Share BSize Dual Indep)

Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -3.13 Pr > z = 0.002
Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = -1.41 Pr > z = 0.158

Sargan test of overid. restrictions: chi2(119) = 265.35 Prob > chi2 = 0.000
(Not robust, but not weakened by many instruments.)

Hansen test of overid. restrictions: chi2(119) = 136.45 Prob > chi2 = 0.131
(Robust, but weakened by many instruments.)

Mô hình 7b

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM

Group variable: MCK	Number of obs	=	1696
Time variable : Year	Number of groups	=	399
Number of instruments = 107	Obs per group: min	=	1
Wald chi2(12) = 4086.14	avg	=	4.25
Prob > chi2 = 0.000	max	=	7

TobinQ	Coef.	Corrected Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
TobinQ						
L1.	.5983579	.0953677	6.27	0.000	.4114405	.7852752
Block	-.303893	.5412001	-0.56	0.574	-1.364626	.7568397
Own_Board	-.3471913	.6092381	-0.57	0.569	-1.541276	.8468934
CEO_Share	-.1357077	1.13208	-0.12	0.905	-2.354544	2.083129
BSize	.1300406	.1442359	0.90	0.367	-.1526566	.4127377
Indep	.160167	.1388242	1.15	0.249	-.1119234	.4322575
Dual	-.058938	.1485433	-0.40	0.692	-.3500775	.2322014
Debt	.1101881	.2683636	0.41	0.681	-.4157949	.6361711
Size	-.1428611	.0588618	-2.43	0.015	-.2582282	-.027494
Tang	.2251759	.3370711	0.67	0.504	-.4354714	.8858231
Risk	-2.57435	2.179903	-1.18	0.238	-6.846882	1.698182
SaleGrowth	.0059225	.0705591	0.08	0.933	-.1323709	.1442159
_cons	4.427537	1.647903	2.69	0.007	1.197706	7.657368

Instruments for first differences equation

Standard

D.(2012b.Year 2013.Year 2014.Year 2015.Year 2016.Year 2017.Year 2018.Year 2019.Year LnAGE)

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)
L(1/6).(BSize Debt Tang)

Instruments for levels equation

Standard

2012b.Year 2013.Year 2014.Year 2015.Year 2016.Year 2017.Year 2018.Year 2019.Year LnAGE

_cons

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)
D.(BSize Debt Tang)

Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -2.48 Pr > z = 0.013
Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = 1.19 Pr > z = 0.234

Sargan test of overid. restrictions: chi2(94) = 175.99 Prob > chi2 = 0.000
(Not robust, but not weakened by many instruments.)
Hansen test of overid. restrictions: chi2(94) = 83.80 Prob > chi2 = 0.765
(Robust, but weakened by many instruments.)

Mô hình 8a

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM

Group variable: MCK	Number of obs =	1696
Time variable : Year	Number of groups =	399
Number of instruments = 132	Obs per group: min =	1
Wald chi2(13) = 1568.10	avg =	4.25
Prob > chi2 = 0.000	max =	7

	ROA	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
	ROA					
	L1.	.3063292	.0425407	7.20	0.000	.2229509 .3897074
	Block	.0957208	.0213811	4.48	0.000	.0538146 .137627
	Own_Board	-.017032	.0225059	-0.76	0.449	-.0611427 .0270787
	CEO_Share	.1861848	.0743002	2.51	0.012	.0405592 .3318105
	CEO_Share2	-.4637361	.1644452	-2.82	0.005	-.7860428 -.1414295
	BSize	.0193757	.0125441	1.54	0.122	-.0052102 .0439616
	Indep	-.0069091	.0065027	-1.06	0.288	-.0196541 .0058359
	Dual	-.0186765	.0056316	-3.32	0.001	-.0297143 -.0076387
	Debt	-.1186799	.0191089	-6.21	0.000	-.1561327 -.0812272
	Size	-.0033694	.0025528	-1.32	0.187	-.0083728 .0016339
	Tang	.013018	.0248109	0.52	0.600	-.0356104 .0616463
	Risk	-.2672362	.1099811	-2.43	0.015	-.4827952 -.0516771
	SaleGrowth	.0253109	.0048799	5.19	0.000	.0157465 .0348753
	_cons	.128234	.070601	1.82	0.069	-.0101415 .2666095

Instruments for first differences equation

Standard

D.(2012b.Year 2013.Year 2014.Year 2015.Year 2016.Year 2017.Year 2018.Year 2019.Year LnAGE)

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

L(2/6).(L.ROA CEO_Share BSize Dual Indep)

Instruments for levels equation

Standard

2012b.Year 2013.Year 2014.Year 2015.Year 2016.Year 2017.Year 2018.Year 2019.Year LnAGE

_cons

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

DL.(L.ROA CEO_Share BSize Dual Indep)

Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -3.17 Pr > z = 0.002
Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = -1.41 Pr > z = 0.159

Sargan test of overid. restrictions: chi2(118) = 252.27 Prob > chi2 = 0.000
(Not robust, but not weakened by many instruments.)

Hansen test of overid. restrictions: chi2(118) = 131.80 Prob > chi2 = 0.182
(Robust, but weakened by many instruments.)

Mô hình 8b

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM

Group variable: MCK	Number of obs =	1696
Time variable : Year	Number of groups =	399
Number of instruments = 107	Obs per group: min =	1
Wald chi2(13) = 4302.86	avg =	4.25
Prob > chi2 = 0.000	max =	7

TobinQ	Coef.	Corrected Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
TobinQ						
L1.	.5981423	.0961364	6.22	0.000	.4097183	.7865662
Block	-.2236072	.536051	-0.42	0.677	-1.274248	.8270335
Own_Board	-.3385194	.6397514	-0.53	0.597	-1.592409	.9153702
CEO_Share	-3.265527	2.355504	-1.39	0.166	-7.88223	1.351176
CEO_Share2	7.358857	4.364767	1.69	0.092	-1.195929	15.91364
BSize	.1193513	.1502616	0.79	0.427	-.175156	.4138586
Indep	.1315833	.1319911	1.00	0.319	-.1271145	.3902811
Dual	.0705031	.1641074	0.43	0.667	-.2511415	.3921477
Debt	.0655994	.2844824	0.23	0.818	-.4919759	.6231746
Size	-.1371411	.0555868	-2.47	0.014	-.2460893	-.0281929
Tang	.2851221	.3247234	0.88	0.380	-.3513241	.9215682
Risk	-3.483642	2.262057	-1.54	0.124	-7.917191	.9499071
SaleGrowth	.003973	.0632238	0.06	0.950	-.1199433	.1278894
_cons	4.323657	1.541261	2.81	0.005	1.302842	7.344472

Instruments for first differences equation

Standard

D.(2012b.Year 2013.Year 2014.Year 2015.Year 2016.Year 2017.Year 2018.Year 2019.Year LnAGE)

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

L(1/6).(BSize Debt Tang)

Instruments for levels equation

Standard

2012b.Year 2013.Year 2014.Year 2015.Year 2016.Year 2017.Year 2018.Year 2019.Year LnAGE

_cons

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

D.(BSize Debt Tang)

Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -2.48 Pr > z = 0.013
Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = 1.10 Pr > z = 0.272

Sargan test of overid. restrictions: chi2(93) = 175.41 Prob > chi2 = 0.000
(Not robust, but not weakened by many instruments.)
Hansen test of overid. restrictions: chi2(93) = 76.61 Prob > chi2 = 0.891
(Robust, but weakened by many instruments.)

Kết quả hồi quy các công ty trong giai đoạn suy thoái của vòng đời doanh nghiệp

Mô hình 7a

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM

Group variable: MCK	Number of obs =	562
Time variable : Year	Number of groups =	220
Number of instruments = 80	Obs per group: min =	1
Wald chi2(12) = 3279.32	avg =	2.55
Prob > chi2 = 0.000	max =	7

ROA	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
ROA						
L1.	.0878393	.0428295	2.05	0.040	.0038952	.1717835
Block	.0354092	.0167855	2.11	0.035	.0025102	.0683081
Own_Board	-.0543592	.0199081	-2.73	0.006	-.0933783	-.0153401
CEO_Share	-.0238767	.0346399	-0.69	0.491	-.0917696	.0440162
BSize	-.0114634	.0151842	-0.75	0.450	-.041224	.0182972
Indep	-.006523	.0069169	-0.94	0.346	-.0200799	.0070339
Dual	.0104116	.0075157	1.39	0.166	-.0043189	.025142
Debt	-.0408596	.0157058	-2.60	0.009	-.0716424	-.0100767
Size	-.0001244	.0043269	-0.03	0.977	-.0086051	.0083562
Tang	-.0015269	.0232431	-0.07	0.948	-.0470826	.0440288
Risk	-.5476638	.1011443	-5.41	0.000	-.7459031	-.3494246
SaleGrowth	.0195224	.0043424	4.50	0.000	.0110115	.0280333
_cons	.0965092	.106542	0.91	0.365	-.1123094	.3053278

Instruments for first differences equation

Standard

D.(2012b.Year 2013.Year 2014.Year 2015.Year 2016.Year 2017.Year 2018.Year 2019.Year LnAGE)

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)
L(2/6).(L.ROA Block Dual)

Instruments for levels equation

Standard

2012b.Year 2013.Year 2014.Year 2015.Year 2016.Year 2017.Year 2018.Year 2019.Year LnAGE

_cons

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)
DL.(L.ROA Block Dual)

Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -1.74 Pr > z = 0.082
Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = -1.32 Pr > z = 0.187

Sargan test of overid. restrictions: chi2(67) = 89.88 Prob > chi2 = 0.033
(Not robust, but not weakened by many instruments.)

Hansen test of overid. restrictions: chi2(67) = 56.07 Prob > chi2 = 0.827
(Robust, but weakened by many instruments.)

Mô hình 7b

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM

Group variable: MCK	Number of obs =	562
Time variable : Year	Number of groups =	220
Number of instruments = 86	Obs per group: min =	1
Wald chi2(12) = 16138.42	avg =	2.55
Prob > chi2 = 0.000	max =	7

	TobinQ	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
TobinQ						
L1.		.718768	.0490294	14.66	0.000	.622672 .8148639
Block		.3390536	.1035742	3.27	0.001	.1360519 .5420553
Own_Board		-.230883	.1270938	-1.82	0.069	-.4799824 .0182163
CEO_Share		.1337013	.1325315	1.01	0.313	-.1260558 .3934583
BSize		.0919642	.0617014	1.49	0.136	-.0289684 .2128968
Indep		.0367117	.0351384	1.04	0.296	-.0321584 .1055817
Dual		-.0660069	.027719	-2.38	0.017	-.1203352 -.0116787
Debt		-.2684855	.1048439	-2.56	0.010	-.4739758 -.0629952
Size		-.0548984	.0292001	-1.88	0.060	-.1121297 .0023328
Tang		.0909491	.1390579	0.65	0.513	-.1815995 .3634977
Risk		-1.094728	.0262997	-1.18	0.237	-2.910241 .7207864
SaleGrowth		-.0974478	.0321652	-3.03	0.002	-.1604904 -.0344052
_cons		1.712789	.7297793	2.35	0.019	.2824484 3.143131

Instruments for first differences equation

Standard

D.(2012b.Year 2013.Year 2014.Year 2015.Year 2016.Year 2017.Year 2018.Year 2019.Year LnAGE)

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)
L(2/6).(Indep Dual CEO_Share)

Instruments for levels equation

Standard

2012b.Year 2013.Year 2014.Year 2015.Year 2016.Year 2017.Year 2018.Year 2019.Year LnAGE

_cons

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)
DL.(Indep Dual CEO_Share)

Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -2.24 Pr > z = 0.025

Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = -0.73 Pr > z = 0.466

Sargan test of overid. restrictions: chi2(73) = 62.39 Prob > chi2 = 0.808
(Not robust, but not weakened by many instruments.)

Hansen test of overid. restrictions: chi2(73) = 67.77 Prob > chi2 = 0.651
(Robust, but weakened by many instruments.)

Mô hình 8a

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM

Group variable: MCK	Number of obs	=	562
Time variable : Year	Number of groups	=	220
Number of instruments = 167	Obs per group: min	=	1
Wald chi2(13) = 1125.35	avg	=	2.55
Prob > chi2 = 0.000	max	=	7

ROA	Coef.	Corrected Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
ROA L1.	.3443459	.1073855	3.21	0.001	.1338742	.5548176
Block	-.0026375	.0312068	-0.08	0.933	-.0638016	.0585266
Own_Board	-.0104915	.0247738	-0.42	0.672	-.0590473	.0380642
CEO_Share	-.11763	.1401798	-0.84	0.401	-.3923774	.1571174
CEO_Share2	.2810949	.3220618	0.87	0.383	-.3501345	.9123243
BSize	.0003582	.0277726	0.01	0.990	-.0540751	.0547915
Indep	-.0150548	.0142806	-1.05	0.292	-.0430442	.0129347
Dual	-.0021669	.0126914	-0.17	0.864	-.0270416	.0227078
Debt	-.1041752	.0289547	-3.60	0.000	-.1609253	-.047425
Size	-.0032033	.0061033	-0.52	0.600	-.0151655	.0087589
Tang	.0093289	.0336512	0.28	0.782	-.0566263	.0752841
Risk	-.2441784	.2279844	-1.07	0.284	-.6910197	.2026629
SaleGrowth	.0239819	.00674	3.56	0.000	.0107717	.037192
_cons	.1863813	.1668209	1.12	0.264	-.1405816	.5133443

Instruments for first differences equation

Standard

D.(2012b.Year 2013.Year 2014.Year 2015.Year 2016.Year 2017.Year 2018.Year
2019.Year LnAGE)

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

L(1/6).(L.ROA Block Own_Board Dual Indep)

Instruments for levels equation

Standard

2012b.Year 2013.Year 2014.Year 2015.Year 2016.Year 2017.Year 2018.Year
2019.Year LnAGE

_cons

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

D.(L.ROA Block Own_Board Dual Indep)

Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -1.71 Pr > z = 0.087
Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = -1.50 Pr > z = 0.133

Sargan test of overid. restrictions: chi2(153) = 242.50 Prob > chi2 = 0.000
(Not robust, but not weakened by many instruments.)

Hansen test of overid. restrictions: chi2(153) = 152.65 Prob > chi2 = 0.493
(Robust, but weakened by many instruments.)

Mô hình 8b

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM

Group variable: MCK	Number of obs	=	562
Time variable : Year	Number of groups	=	220
Number of instruments = 101	Obs per group: min	=	1
Wald chi2(13) = 4260.29	avg	=	2.55
Prob > chi2 = 0.000	max	=	7

TobinQ	Coef.	Corrected Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
TobinQ						
L1.	.6478175	.1000644	6.47	0.000	.4516949	.8439402
Block	-.0909827	.3288194	-0.28	0.782	-.7354569	.5534914
Own_Board	.0808486	.212251	0.38	0.703	-.3351557	.496853
CEO_Share	-.8597949	1.389191	-0.62	0.536	-3.582559	1.86297
CEO_Share2	.3325442	2.92045	0.11	0.909	-5.391433	6.056522
BSize	.4719906	.2606414	1.81	0.070	-.0388571	.9828384
Indep	.1474812	.0932028	1.58	0.114	-.035193	.3301553
Dual	.0281103	.0727093	0.39	0.699	-.1143972	.1706178
Debt	.1561704	.2643528	0.59	0.555	-.3619515	.6742924
Size	.0132793	.0514807	0.26	0.796	-.0876211	.1141797
Tang	-.081022	.2203217	-0.37	0.713	-.5128446	.3508006
Risk	-3.038598	2.66654	-1.14	0.254	-8.26492	2.187724
SaleGrowth	-.103628	.0570335	-1.82	0.069	-.2154115	.0081555
_cons	-.6680806	1.466491	-0.46	0.649	-3.542351	2.20619

Instruments for first differences equation

Standard

D.(2012b.Year 2013.Year 2014.Year 2015.Year 2016.Year 2017.Year 2018.Year 2019.Year LnAGE)

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

L(1/6).(L.TobinQ CEO_Share Dual)

Instruments for levels equation

Standard

2012b.Year 2013.Year 2014.Year 2015.Year 2016.Year 2017.Year 2018.Year 2019.Year LnAGE

_cons

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

D.(L.TobinQ CEO_Share Dual)

Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -2.08 Pr > z = 0.038
Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = -1.03 Pr > z = 0.301

Sargan test of overid. restrictions: chi2(87) = 118.06 Prob > chi2 = 0.015
(Not robust, but not weakened by many instruments.)
Hansen test of overid. restrictions: chi2(87) = 96.09 Prob > chi2 = 0.237
(Robust, but weakened by many instruments.)

Mô hình kiểm định tác động của quản trị công ty đến thành quả công ty (ROE)
trong giai đoạn tăng trưởng của vòng đời doanh nghiệp.

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM

Group variable: MCK	Number of obs =	647
Time variable : Year	Number of groups =	236
Number of instruments = 144	Obs per group: min =	1
F(12, 235) =	37.52	avg = 2.74
Prob > F =	0.000	max = 7

ROE	Coef.	Corrected Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ROE						
L1.	.2721376	.0848457	3.21	0.002	.1049821	.439293
Block	.0963553	.0575221	1.68	0.095	-.0169696	.2096802
Own_Board	.1732649	.0814259	2.13	0.034	.012847	.3336829
CEO_Share	-.1860842	.1005843	-1.85	0.066	-.3842464	.012078
BSize	.0609743	.0391968	1.56	0.121	-.0162476	.1381963
Indep	-.0403147	.0321462	-1.25	0.211	-.1036463	.0230169
Dual	.0429092	.0201902	2.13	0.035	.0031322	.0826862
Debt	.0019963	.0831351	0.02	0.981	-.161789	.1657816
Size	-.0085485	.008878	-0.96	0.337	-.0260392	.0089422
Tang	-.0569751	.0760635	-0.75	0.455	-.2068285	.0928783
Risk	.3258909	.4503176	0.72	0.470	-.5612843	1.213066
SaleGrowth	.0324182	.0114585	2.83	0.005	.0098437	.0549926
_cons	.1610866	.2105019	0.77	0.445	-.2536252	.5757984

Instruments for first differences equation

Standard

D.(2012b.Year 2013.Year 2014.Year 2015.Year 2016.Year 2017.Year 2018.Year 2019.Year LnAGE)

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

L(1/4).(L.ROE CEO_Share Indep Dual BSize)

Instruments for levels equation

Standard

2012b.Year 2013.Year 2014.Year 2015.Year 2016.Year 2017.Year 2018.Year 2019.Year LnAGE

_cons

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

D.(L.ROE CEO_Share Indep Dual BSize)

Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -2.32 Pr > z = 0.020
Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = 0.31 Pr > z = 0.754

Sargan test of overid. restrictions: chi2(131) = 148.06 Prob > chi2 = 0.146
(Not robust, but not weakened by many instruments.)
Hansen test of overid. restrictions: chi2(131) = 123.58 Prob > chi2 = 0.665
(Robust, but weakened by many instruments.)

Mô hình kiểm định tác động của quản trị công ty đến thành quả công ty (ROE) trong giai đoạn trưởng thành của vòng đời doanh nghiệp.

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM						
Group variable: MCK			Number of obs		= 1696	
Time variable : Year			Number of groups		= 399	
Number of instruments = 132			Obs per group: min		= 1	
Wald chi2(12) = 1400.76			avg		= 4.25	
Prob > chi2 = 0.000			max		= 7	
ROE	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
ROE L1.	.1495564	.0356758	4.19	0.000	.0796331	.2194797
Block	.1050749	.038455	2.73	0.006	.0297046	.1804453
Own_Board	-.0566427	.0378185	-1.50	0.134	-.1307655	.0174801
CEO_Share	-.058133	.051025	-1.14	0.255	-.1581402	.0418742
BSize	.0587197	.0264694	2.22	0.027	.0068407	.1105986
Indep	-.0286303	.0130684	-2.19	0.028	-.0542438	-.0030167
Dual	-.0254968	.0117208	-2.18	0.030	-.0484693	-.0025244
Debt	-.0536014	.0338436	-1.58	0.113	-.1199335	.0127308
Size	-.0057616	.0045591	-1.26	0.206	-.0146973	.0031742
Tang	.0218105	.0487111	0.45	0.654	-.0736614	.1172824
Risk	-.6206139	.2164023	-2.87	0.004	-1.044755	-.1964732
SaleGrowth	.0397994	.0090456	4.40	0.000	.0220704	.0575284
_cons	.1664307	.1247821	1.33	0.182	-.0781378	.4109991
Instruments for first differences equation						
Standard						
D.(2012b.Year 2013.Year 2014.Year 2015.Year 2016.Year 2017.Year 2018.Year 2019.Year LnAGE)						
GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)						
L(2/6).(L.ROE CEO_Share BSize Dual Indep)						
Instruments for levels equation						
Standard						
2012b.Year 2013.Year 2014.Year 2015.Year 2016.Year 2017.Year 2018.Year 2019.Year LnAGE						
_cons						
GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)						
DL.(L.ROE CEO_Share BSize Dual Indep)						
Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -3.29 Pr > z = 0.001						
Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = -1.15 Pr > z = 0.249						
Sargan test of overid. restrictions: chi2(119) = 231.33 Prob > chi2 = 0.000						
(Not robust, but not weakened by many instruments.)						
Hansen test of overid. restrictions: chi2(119) = 131.58 Prob > chi2 = 0.203						
(Robust, but weakened by many instruments.)						

Mô hình kiểm định tác động của quản trị công ty đến thành quả công ty (ROE) trong giai đoạn suy thoái của vòng đời doanh nghiệp.

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM						
Group variable: MCK			Number of obs		=	562
Time variable : Year			Number of groups		=	220
Number of instruments = 80			Obs per group: min		=	1
Wald chi2(12) = 752.40			avg		=	2.55
Prob > chi2 = 0.000			max		=	7
ROE	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
ROE L1.	-.0359267	.0685835	-0.52	0.600	-.170348	.0984946
Block	.0506982	.0479167	1.06	0.290	-.0432168	.1446132
Own_Board	-.1252455	.0574723	-2.18	0.029	-.2378892	-.0126018
CEO_Share	.0786547	.0771004	1.02	0.308	-.0724592	.2297686
BSize	.0433545	.029419	1.47	0.141	-.0143057	.1010146
Indep	-.0232676	.0181708	-1.28	0.200	-.0588817	.0123466
Dual	.0006863	.0152641	0.04	0.964	-.0292308	.0306034
Debt	.1200661	.045307	2.65	0.008	.031266	.2088662
Size	-.0124446	.0108068	-1.15	0.250	-.0336255	.0087362
Tang	-.0785334	.0645829	-1.22	0.224	-.2051136	.0480468
Risk	-1.246563	.2526854	-4.93	0.000	-1.741817	-.7513085
SaleGrowth	.063166	.0102083	6.19	0.000	.043158	.083174
_cons	.3516108	.267358	1.32	0.188	-.1724012	.8756229
Instruments for first differences equation						
Standard						
D.(2012b.Year 2013.Year 2014.Year 2015.Year 2016.Year 2017.Year 2018.Year 2019.Year LnAGE)						
GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)						
L(2/6).(L.ROE Block Dual)						
Instruments for levels equation						
Standard						
2012b.Year 2013.Year 2014.Year 2015.Year 2016.Year 2017.Year 2018.Year 2019.Year LnAGE						
_cons						
GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)						
DL.(L.ROE Block Dual)						
Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -1.41 Pr > z = 0.158						
Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = -0.46 Pr > z = 0.646						
Sargan test of overid. restrictions: chi2(67) = 87.57 Prob > chi2 = 0.047						
(Not robust, but not weakened by many instruments.)						
Hansen test of overid. restrictions: chi2(67) = 58.02 Prob > chi2 = 0.775						
(Robust, but weakened by many instruments.)						

Phụ lục 7. Danh sách các công ty trong mẫu nghiên cứu

STT	MCK	Sàn
1	AAA	HSX
2	AAM	HSX
3	ABT	HSX
4	ACC	HSX
5	ACL	HSX
6	ADC	HNX
7	AGM	HSX
8	ALT	HNX
9	AMC	HNX
10	AME	HNX
11	ANV	HSX
12	APP	HNX
13	ARM	HNX
14	ASM	HSX
15	ASP	HSX
16	BBC	HSX
17	BBS	HNX
18	BCC	HNX
19	BCE	HSX
20	BDB	HNX
21	BED	HNX
22	BKC	HNX
23	BLF	HNX
24	BMC	HSX
25	BMP	HSX
26	BPC	HNX
27	BRC	HSX
28	BSC	HNX
29	BST	HNX
30	BTP	HSX
31	BTT	HSX
32	BXH	HNX
33	C32	HSX
34	C47	HSX
35	C92	HNX
36	CAN	HNX
37	CAP	HNX
38	CCI	HSX
39	CCL	HSX
40	CDC	HSX
41	CIG	HSX
42	CII	HSX
43	CJC	HNX
44	CKV	HNX

45	CLC	HSX
46	CLW	HSX
47	CMC	HNX
48	CMG	HSX
49	CMS	HNX
50	CMV	HSX
51	CMX	HSX
52	CNG	HSX
53	COM	HSX
54	CPC	HNX
55	CSC	HNX
56	CSM	HSX
57	CTB	HNX
58	CTD	HSX
59	CTI	HSX
60	CTX	HNX
61	CVT	HSX
62	CX8	HNX
63	D11	HNX
64	D2D	HSX
65	DAD	HNX
66	DAE	HNX
67	DAG	HSX
68	DBC	HSX
69	DBT	HNX
70	DC2	HNX
71	DC4	HNX
72	DCL	HSX
73	DHA	HSX
74	DHC	HSX
75	DHG	HSX
76	DHT	HNX
77	DIG	HSX
78	DIH	HNX
79	DL1	HNX
80	DLG	HSX
81	DMC	HSX
82	DNC	HNX
83	DNM	HNX
84	DNP	HNX
85	DPC	HNX
86	DPM	HSX
87	DPR	HSX
88	DQC	HSX
89	DRC	HSX

90	DRH	HSX
91	DRL	HSX
92	DST	HNX
93	DTA	HSX
94	DTL	HSX
95	DTT	HSX
96	DVP	HSX
97	DXG	HSX
98	DXP	HNX
99	DXV	HSX
100	DZM	HNX
101	EBS	HNX
102	ECI	HNX
103	EID	HNX
104	ELC	HSX
105	EMC	HSX
106	EVE	HSX
107	FCN	HSX
108	FPT	HSX
109	GAS	HSX
110	GDT	HSX
111	GIL	HSX
112	GLT	HNX
113	GMC	HSX
114	GMD	HSX
115	GMX	HNX
116	GSP	HSX
117	GTA	HSX
118	HAD	HNX
119	HAI	HSX
120	HAP	HSX
121	HAS	HSX
122	HAT	HNX
123	HAX	HSX
124	HBC	HSX
125	HCC	HNX
126	HDA	HNX
127	HDC	HSX
128	HGM	HNX
129	HHC	HNX
130	HHG	HNX
131	HJS	HNX
132	HLC	HNX
133	HMC	HSX
134	HMH	HNX

135	HOM	HNX
136	HOT	HSX
137	HPG	HSX
138	HQC	HSX
139	HRC	HSX
140	HSG	HSX
141	HT1	HSX
142	HTC	HNX
143	HTI	HSX
144	HTL	HSX
145	HTP	HNX
146	HTV	HSX
147	HU1	HSX
148	HU3	HSX
149	HUT	HNX
150	HVT	HNX
151	ICG	HNX
152	IDI	HSX
153	IDJ	HNX
154	IDV	HNX
155	IJC	HSX
156	IMP	HSX
157	INN	HNX
158	ITA	HSX
159	ITC	HSX
160	ITD	HSX
161	ITQ	HNX
162	KBC	HSX
163	KDC	HSX
164	KDH	HSX
165	KHP	HSX
166	KKC	HNX
167	KMR	HSX
168	KMT	HNX
169	KSB	HSX
170	KSD	HNX
171	KST	HNX
172	KT1	HNX
173	L10	HSX
174	L14	HNX
175	L18	HNX
176	L35	HNX
177	L43	HNX
178	L61	HNX
179	L62	HNX
180	LAF	HSX
181	LAS	HNX
182	LBE	HNX

183	LBM	HSX
184	LCD	HNX
185	LCG	HSX
186	LCM	HSX
187	LDP	HNX
188	LGC	HSX
189	LGL	HSX
190	LHC	HNX
191	LHG	HSX
192	LIG	HNX
193	LIX	HSX
194	LM7	HNX
195	LM8	HSX
196	LSS	HSX
197	LUT	HNX
198	MAC	HNX
199	MCC	HNX
200	MCF	HNX
201	MCG	HSX
202	MCO	HNX
203	MCP	HSX
204	MDC	HNX
205	MDG	HSX
206	MHC	HSX
207	MHL	HNX
208	MIM	HNX
209	MKV	HNX
210	MSN	HSX
211	NAG	HNX
212	NAV	HSX
213	NBB	HSX
214	NBC	HNX
215	NBP	HNX
216	NET	HNX
217	NHA	HNX
218	NHC	HNX
219	NKG	HSX
220	NNC	HSX
221	NST	HNX
222	NTL	HSX
223	NTP	HNX
224	NVT	HSX
225	OCH	HNX
226	ONE	HNX
227	OPC	HSX
228	PAC	HSX
229	PAN	HSX
230	PCG	HNX

231	PCT	HNX
232	PDC	HNX
233	PDN	HSX
234	PDR	HSX
235	PET	HSX
236	PGC	HSX
237	PGD	HSX
238	PGS	HNX
239	PHC	HSX
240	PHR	HSX
241	PIT	HSX
242	PJC	HNX
243	PJT	HSX
244	PLC	HNX
245	PMC	HNX
246	PMS	HNX
247	PNC	HSX
248	PNJ	HSX
249	POM	HSX
250	POT	HNX
251	PPC	HSX
252	PPP	HNX
253	PRC	HNX
254	PSC	HNX
255	PTB	HSX
256	PTC	HSX
257	PTL	HSX
258	PTS	HNX
259	PVC	HNX
260	PVD	HSX
261	PVG	HNX
262	PVS	HNX
263	PVT	HSX
264	PXI	HSX
265	PXS	HSX
266	QCG	HSX
267	QHD	HNX
268	QST	HNX
269	QTC	HNX
270	RAL	HSX
271	RCL	HNX
272	RDP	HSX
273	REE	HSX
274	S55	HNX
275	S99	HNX
276	SAF	HNX
277	SAM	HSX
278	SAV	HSX

279	SBA	HSX
280	SBT	HSX
281	SC5	HSX
282	SCD	HSX
283	SCR	HSX
284	SD2	HNX
285	SD4	HNX
286	SD5	HNX
287	SD6	HNX
288	SD9	HNX
289	SDA	HNX
290	SDC	HNX
291	SDG	HNX
292	SDN	HNX
293	SDT	HNX
294	SDU	HNX
295	SEB	HNX
296	SED	HNX
297	SFC	HSX
298	SFI	HSX
299	SFN	HNX
300	SGC	HNX
301	SGD	HNX
302	SGH	HNX
303	SGT	HSX
304	SHI	HSX
305	SIC	HNX
306	SJ1	HNX
307	SJD	HSX
308	SJE	HNX
309	SJS	HSX
310	SMA	HSX
311	SMC	HSX
312	SMT	HNX
313	SPI	HNX
314	SPM	HSX
315	SRC	HSX
316	SRF	HSX
317	SSM	HNX
318	ST8	HSX
319	STC	HNX
320	STG	HSX
321	STP	HNX
322	SVI	HSX
323	SVT	HSX
324	SZL	HSX

325	TAC	HSX
326	TCL	HSX
327	TCM	HSX
328	TCO	HSX
329	TCR	HSX
330	TDC	HSX
331	TDH	HSX
332	TDN	HNX
333	TDW	HSX
334	TET	HNX
335	THB	HNX
336	THG	HSX
337	THT	HNX
338	TIX	HSX
339	TKC	HNX
340	TKU	HNX
341	TLG	HSX
342	TLH	HSX
343	TMC	HNX
344	TMP	HSX
345	TMS	HSX
346	TMX	HNX
347	TNA	HSX
348	TNC	HSX
349	TNG	HNX
350	TPC	HSX
351	TPP	HNX
352	TRA	HSX
353	TRC	HSX
354	TSB	HNX
355	TSC	HSX
356	TST	HNX
357	TTC	HNX
358	TV2	HSX
359	TV3	HNX
360	TV4	HNX
361	TVD	HNX
362	TXM	HNX
363	TYA	HSX
364	UDC	HSX
365	UIC	HSX
366	V12	HNX
367	V21	HNX
368	VBC	HNX
369	VC1	HNX
370	VC2	HNX

371	VC3	HNX
372	VC6	HNX
373	VC7	HNX
374	VC9	HNX
375	VCC	HNX
376	VCF	HSX
377	VCG	HNX
378	VDL	HNX
379	VE1	HNX
380	VE2	HNX
381	VE3	HNX
382	VE4	HNX
383	VE8	HNX
384	VFG	HSX
385	VGS	HNX
386	VHC	HSX
387	VIC	HSX
388	VID	HSX
389	VIE	HNX
390	VIP	HSX
391	VIS	HSX
392	VIT	HNX
393	VKC	HNX
394	VMC	HNX
395	VMD	HSX
396	VNC	HNX
397	VNE	HSX
398	VNF	HNX
399	VNG	HSX
400	VNL	HSX
401	VNM	HSX
402	VNS	HSX
403	VNT	HNX
404	VOS	HSX
405	VPH	HSX
406	VSC	HSX
407	VSH	HSX
408	VSI	HSX
409	VTB	HSX
410	VTC	HNX
411	VTL	HNX
412	VTO	HSX
413	VTV	HNX
414	VXB	HNX
415	WCS	HNX