

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

TÓM TẮT LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ

Thành phố Hồ Chí Minh - Năm 2022

Công trình được hoàn thành tại:

Trường Đại học Tài chính – Marketing

Người hướng dẫn khoa học 1: TS. Phạm Quốc Việt

Người hướng dẫn khoa học 2: TS. Nguyễn Ngọc Ảnh

Phản biện 1:

.....

Phản biện 2:

.....

Phản biện 3:

.....

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

Vào hồi..... giờ.....Ngày tháng năm

Có thể tìm hiểu luận án tại thư viện:

Có thể tìm hiểu luận án tại thư viện:

- Thư viện.....

- Thư viện.....

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 – Bằng chứng 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.

MỤC LỤC

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.....	2
1.3. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu.....	2
1.4. Phương pháp nghiên cứu.....	3
1.5. Ý nghĩa khoa học và tính mới của luận án	3
1.6. Kết cấu của luận án	5

CHƯƠNG 2. CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ CÁC NGHIÊN CỨU TRƯỚC6

2.1. Tổng quan lý thuyết về quản trị công ty.....	6
2.1.1. Khái niệm về quản trị công ty.....	6
2.1.2. Các nguyên tắc quản trị công ty.....	6
2.2. Tổng quan về thành quả của công ty.....	6
2.2.1. Khái niệm về thành quả công ty.....	6
2.2.2. Các chỉ tiêu đo lường thành quả công ty	6
2.3. Các lý thuyết giải thích mối quan hệ giữa quản trị công ty và thành quả công ty	7
2.3.1. Lý thuyết bất cân xứng thông tin (Asymmetric Information Theory).....	7
2.3.2. Lý thuyết đại diện (Agency theory)	7
2.3.3. Lý thuyết quản lý (Stewardship theory)	7
2.3.4. Lý thuyết phụ thuộc nguồn lực (Resource dependency theory)8	
2.4. Tổng quan về vòng đời doanh nghiệp.....	8
2.4.1. Lý thuyết vòng đời doanh nghiệp	8
2.4.2. Các nghiên cứu về vòng đời doanh nghiệp.....	8
2.5. Tổng quan các nghiên cứu trước về mối quan hệ giữa quản trị công ty và thành quả công ty	9

2.5.1. Nghiên cứu về mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu và thành quả công ty.....	9
2.5.2. Cấu trúc HĐQT và thành quả công ty	10
2.6. Các nghiên cứu về quản trị công ty, thành quả của công ty và các giai đoạn vòng đời doanh nghiệp.....	10
2.6.1. Các nghiên cứu về quản trị công ty và vòng đời doanh nghiệp	10
2.6.2. Các nghiên cứu về quản trị công ty, thành quả của công ty và các giai đoạn vòng đời doanh nghiệp.....	11
2.7. Khe hở nghiên cứu	12
CHƯƠNG 3. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU	13
3.1. Giả thuyết nghiên cứu	13
3.1.1. Quản trị công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp	13
3.1.2. Quản trị công ty tác động đến thành quả công ty qua các giai đoạn vòng đời doanh nghiệp	13
3.2. Mô hình nghiên cứu	15
CHƯƠNG 4. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ THẢO LUẬN	16
4.1. Kết quả kiểm định sự khác biệt quản trị công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp.....	16
4.2. 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.....	16
4.2.1. 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	16
4.2.2. Kiểm định tính vững.....	19
CHƯƠNG 5. KẾT LUẬN VÀ GỢI Ý CHÍNH SÁCH	20
5.1. Kết luận	20
5.2. Một số hàm ý chính sách.....	21
5.3. Hạn chế của luận án và hướng nghiên cứu tiếp theo.....	24

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. 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, những gì thành công trong giai đoạn đầu có thể không thành công cho các giai đoạn tiếp theo do đó quản trị công ty cũng cần phải thay đổi cho phù hợp nhằm đảm bảo sự thành công lâu dài của công ty (Trần Ngọc Thơ, 2003).

Quản trị công ty được xem là một nhân 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 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. Liang và cộng sự (2011) cho rằng độ nhảy của mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu với 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). Song song 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 qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp là khác nhau bởi vì vai trò của HĐQT trong mỗi giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp là khác nhau.

Hiện nay, quản trị công ty là một trong những chủ đề được quan tâm bởi các học giả, cơ quan chính phủ, các nhà đầu tư 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. 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. 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.

1.2. Mục tiêu nghiên cứu và câu hỏi 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. Trên cơ sở các mục tiêu nghiên cứu đã nêu, luận án này 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 HĐQT và sự kiêm nhiệm chức vụ TGD của chủ tịch HĐQT 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

Đối tượng nghiên cứu: Đối tượng nghiên cứu là tác động của quản trị công ty đến thành quả công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp.

Phạm vi nghiên cứu: các công ty cổ phần niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán Việt Nam trong khoảng thời gian 8 năm, từ năm 2012 đến năm 2019.

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 và các phương pháp hồi quy dữ liệu bảng (OLS, FEM, REM, LOGISTIC, SGMM) nhằm làm rõ, làm nổi bật vấn đề nghiên cứu về tác động quản trị công ty đến thành quả công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp.

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. Nội dung ngắn gọn những đóng góp mới về mặt khoa học và thực tiễn rút ra được 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. 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.

Theo 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). Tuy nhiên, 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). 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 là vô cùng cần thiết nhằm mang lại thành quả công ty cao nhất.

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). 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. 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.

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 các doanh nghiệp Nhà nước và các công ty thu hút đầu tư nước ngoài do điều kiện kinh tế mở cửa. 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 môi liên hệ này được xem xét trong mỗi giai đoạn phát triển của doanh nghiệp. Luận án sẽ cung cấp thêm bằng chứng thực nghiệm về tác động của cấu trúc sở hữu đến thành quả công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp.

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. Jawahar và McLaughlin (2001) 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 đặc điểm 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.

Kế thừa nghiên cứu của Anthony và Ramesh (1992), Li và Zhang (2018) luận án 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: (1) Chương 1. Giới thiệu tổng quan về vấn đề nghiên cứu; (2) Chương 2. Cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu trước; (3) Chương 3. Phương pháp nghiên cứu; (4) Chương 4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận; (5) Chương 5. Kết luận và hàm ý đề xuất.

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

Theo “Các nguyên tắc quản trị công ty” của OECD (2004) đã đưa ra một định nghĩa chi tiết rằng 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.

2.1.2. Các nguyên tắc quản trị công ty

Bộ Nguyên tắc QTCT này bao gồm 10 Nguyên tắc, 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 Nam.

2.2. Tổng quan về thành quả của công ty

2.2.1. Khái niệm về thành quả công ty

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, thị phần cũng như mức độ hoàn thành mục tiêu chiến lược. Trên góc độ này, thành quả công ty đồng nhất với lợi nhuận của doanh nghiệp.

2.2.2. Các chỉ tiêu đo lường thành quả công ty

Những chỉ tiêu đo lường thành quả công ty trên góc độ sổ sách kế toán chủ yếu là các tỷ suất lợi nhuận như 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), tỷ suất lợi nhuận gộp... và ở khía cạnh thị trường gồm các chỉ tiêu Tobin's Q hoặc tỷ số thị giá/giá sổ sách (PBV – price to book value ratio).

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*)

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. 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 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*)

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 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.

2.3.4. Lý thuyết phụ thuộc nguồn lực (*Resource dependency theory*)

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 HĐQT đối với các hoạt động của công ty, có nghĩa là vai trò của HĐQT tập trung vào việc cung cấp nguồn lực như là tiếp cận các nguồn vốn, nhà cung cấp với chi phí giá rẻ, kiến thức, kỹ năng... nhằm hỗ trợ cho sự phát triển của công ty.

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. Kế thừa và phát triển về lý thuyết vòng đời doanh nghiệp, Miller và Friesen (1983) cho thấy 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 và đặc biệt nghiên cứu của Miller và Friesen (1984) cho 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.

2.4.2. Các nghiên cứu về vòng đời doanh nghiệp

Quinn và Cameron (1983) nhận thấy rằng trong các nghiên cứu về vòng đời tại thời điểm hiện tại có thể rút ra bốn giai đoạn chung, bao gồm: (1) giai đoạn khởi sự, (2) giai đoạn tăng trưởng, (3) giai đoạn trưởng thành và (4) giai đoạn suy thoái.

Miller và Friesen (1984) 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. Khác với Chandler (1962), Quinn và Cameron (1983) tác giả cho rằng các tổ chức không nhất thiết trải qua các giai đoạn theo cùng một trình tự.

Anthony và Ramesh (1992) là một trong những tác giả đầu tiên sử dụng các tỷ số tài chính nhằm định lượng và phân loại vòng đời doanh nghiệp, kết quả chỉ 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.

Li và Zhang (2018) kế thừa phương pháp phân loại vòng đời của Anthony và Ramesh (1992). Tác giả phân loại thành 3 giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp, bao gồm: tăng trưởng, trưởng thành và suy thoái.

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

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

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). 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 và khi tỷ lệ này gia tăng, lợi ích của HĐQT sẽ hội tụ cùng với lợi ích của các cổ đông, 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). Nghiên cứu của 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 vốn của cấp quản lý nhằm gia tăng thành quả của công ty là “con dao hai lưỡi”.

2.5.2. Cấu trúc HĐQT và thành quả công ty

Cấu trúc lãnh đạo phản ánh vị trí, vai trò của chủ tịch HĐQT và TGD, cấu trúc lãnh đạo hợp nhất diễn ra khi chủ tịch HĐQT đảm nhiệm cùng lúc hai vai trò là TGD và chủ tịch HĐQT, việc hợp nhất vai trò của giám đốc điều hành với 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; Gul và Leung, 2004; Rechner và Dalton, 1990). Ngược lại, cấu trúc lãnh đạo chủ tịch HĐQT và TGD được đảm nhiệm bởi hai người khác nhau được đề cập trong lý thuyết đại diện (Dalton và cộng sự, 1998) cho rằng 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). Ngoài ra, lý thuyết đại diện cho rằng 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 sẽ giám sát có hiệu quả đối với hoạt động quản lý của công ty (Dalton và cộng sự, 1998). Đồng thời, từ quan điểm lý thuyết phụ thuộc nguồn lực với 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.

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

Jawahar và McLaughlin (2001) cho rằng trong giai đoạn khởi sự, một công ty có thể là một công ty gia đình với tỷ lệ sở hữu tập trung cao sẽ giúp nâng cao hiệu quả ra quyết định và tính linh hoạt của doanh nghiệp. Ngoài ra, HĐQT trong giai đoạn tăng trưởng sẽ cung cấp các nguồn lực và chuyên môn nhằm thúc đẩy

và hỗ trợ sự tăng trưởng này. Trong khi đó ở giai đoạn trưởng thành, các công ty thường có dòng tiền mạnh và có thể tăng vốn bổ sung một cách dễ dàng 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 trong giai đoạn này chủ yếu tăng cường kiểm soát các hoạt động của ban quản lý. Trong giai đoạn suy thoái của vòng đời doanh nghiệp, yêu cầu về giám sát tăng lên và cả nhu cầu về chiến lược và nguồn lực đều tăng khi công ty cố gắng đổi mới hoặc tiếp tục theo cùng một hướng như trước.

O'Connor và Byrne (2015a) cho thấy rằng một mô hình quản trị công ty linh hoạt sẽ giúp công ty hoạt động hiệu quả hơn. Ủng hộ quan điểm này, Habib và cộng sự (2018) cho 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 có nghĩa là các công ty ở Úc đang trong giai đoạn trưởng thành vai trò HĐQT chủ yếu là giám sát (vai trò tư vấn thấp).

Y. Li và Zhang (2018) cho rằng quy mô HĐQT của các POE 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. Trong khi đó, sự kiêm nhiệm chức vụ TGD của chủ tịch HĐQT được xác định bởi lợi ích và chi phí của việc tách 2 vai trò này ra và sẽ có lợi cho các công ty nhỏ khi có cơ cấu lãnh đạo tập trung qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp, cấu trúc HĐQT được điều chỉnh qua các giai của vòng đời doanh nghiệp dựa trên các nguồn lực do HĐQT mới mang lại.

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

Nghiên cứu của Liang và cộng sự (2011) cho rằng 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. Ủng hộ quan điểm này, Sridharan và Joshi (2018) đã tìm thấy việc một công ty có cấu trúc tập trung sẽ mang lại thành quả cao hơn trong tất cả các giai đoạn của vòng đời. Thêm vào đó, Shyu và Chen (2009) 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. Trong khi đó, Liao và cộng sự (2014) 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 giai đoạn trưởng thành.

O'Connor & Byrne (2015b) tìm 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 và không tìm thấy sự hiệu quả về mặt giám sát đối với các công ty trưởng thành. Nghiên cứu của Harjoto và Jo (2009) tìm 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. Hơn nữa, Wahba và Elsayed (2014) cho rằng quy mô HĐQT ảnh hưởng tiêu cực đến thành quả công ty trong giai đoạn khởi sự, nhưng nó có ý nghĩa tích cực trong giai đoạn tăng trưởng, trưởng thành và tái cấu trúc của vòng đời doanh nghiệp. Trong khi đó, Amin và cộng sự (2021) cho rằng việc kết hợp nhiều thông lệ quản trị công ty 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.

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 trước đây hoặc là ủng hộ quan điểm lý thuyết đại diện hoặc là ủng hộ quan điểm lý thuyết quản lý. Tuy nhiên, sự kết hợp và bổ sung cho nhau giữa lý thuyết đại diện và lý thuyết quản lý nhằm giải thích các

vấn đề của quản trị công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp là một khoảng trống cần khai thác.

Thứ hai, quan điểm 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. Tuy nhiên, các nghiên cứu trước đây chưa đề cập đến các vấn đề liên quan lý thuyết phụ thuộc nguồn lực trong từng giai đoạn phát triển của doanh nghiệp.

Thứ ba, nghiên cứu về quản trị công ty 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 khai thác, đặc biệt đối với các công ty ở Việt Nam.

CHƯƠNG 3. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

3.1. Giả thuyết nghiên cứu

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

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

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.

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.

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

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

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.

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.

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.

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.

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.

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.

Giả thuyết H5a: Tỷ lệ sở hữu của TGD sẽ có mối quan hệ phi tuyến 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 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 với thành quả công ty trong giai đoạn suy thoái của vòng đời doanh nghiệp.

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.

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.

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, các mô hình được xây dựng như sau:

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

$$\text{Block}_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 \text{Mature}_{i,t} + \gamma_2 \text{Decline}_{i,t} + \gamma_3 \text{Controls}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1b)$$

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

$$\text{Own_Board}_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 \text{Mature}_{i,t} + \gamma_2 \text{Decline}_{i,t} + \gamma_3 \text{Controls}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2b)$$

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

$$\text{CEO_Share}_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 \text{Mature}_{i,t} + \gamma_2 \text{Decline}_{i,t} + \gamma_3 \text{Controls}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3b)$$

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

$$\text{BSize}_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 \text{Mature}_{i,t} + \gamma_2 \text{Decline}_{i,t} + \gamma_3 \text{Controls}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4b)$$

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

$$\text{Indep}_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 \text{Mature}_{i,t} + \gamma_2 \text{Decline}_{i,t} + \gamma_3 \text{Controls}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (5b)$$

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

$$\text{Dual}_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 \text{Mature}_{i,t} + \gamma_2 \text{Decline}_{i,t} + \gamma_3 \text{Controls}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (6b)$$

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 như sau:

$$\begin{aligned} \text{ROA}_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \text{ROA}_{i,t-1} + \beta_2 \text{BSize}_{i,t} + \beta_3 \text{Indep}_{i,t} + \beta_4 \text{Dual}_{i,t} + \beta_5 \text{Block}_{i,t} \\ & + \beta_6 \text{Own_Board}_{i,t} + \beta_7 \text{CEO_Share}_{i,t} + \beta_8 \text{Controls}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (7a) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{TobinQ}_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \text{TobinQ}_{i,t-1} + \beta_2 \text{BSize}_{i,t} + \beta_3 \text{Indep}_{i,t} + \beta_4 \text{Dual}_{i,t} + \beta_5 \text{Block}_{i,t} \\ & + \beta_6 \text{Own_Board}_{i,t} + \beta_7 \text{CEO_Share}_{i,t} + \beta_8 \text{Controls}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (7b) \end{aligned}$$

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

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

CHƯƠNG 4. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ THẢO LUẬN

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

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 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 cũng có nghĩa tối đa hóa lợi ích công ty và cổ đông. 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.

4.2. 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

4.2.1. 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

Từ kết quả của hệ số tương quan, kiểm định VIF cho thấy không có hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến giải thích xảy ra trong các mô hình. Đồng thời, kiểm định nội sinh cho thấy mô hình hồi quy là phù hợp. Kết quả như sau:

Bảng 4.1. Bảng tổng hợp kết quả nghiên cứu so với kỳ vọng đầu

	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

Kết quả hồi quy cho thấy có sự tác động của quản trị công ty đến thành quả công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp. Cụ thể:

Tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn nhất 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. 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 và làm giảm chi phí đại diện gia tăng thành quả công ty.

Tỷ lệ sở hữu của HĐQT (Own_Board) tác động tích cực đến thành quả công ty trong giai đoạn tăng trưởng của vòng đời doanh nghiệp. Có thể 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 suy thoái tỷ lệ sở hữu của HĐQT có tác động tiêu cực đến thành quả công ty có nghĩa là trong giai đoạn suy thoái sự gia tăng trong quyền sở hữu của HĐQT

sẽ có khả năng HĐQT được trao những quyền lực đủ lớn để theo đuổi những mục tiêu riêng nhằm tối đa hóa lợi ích của mình tại chi phí của các cổ đông thiểu số gây ảnh hưởng tiêu cực đến thành quả công ty.

Tỷ lệ sở hữu của TGD (CEO_Share) và thành quả công ty kết quả cho thấy 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 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. Tuy nhiên, 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 (34,69%) và giai đoạn trưởng thành (20,04%) là khác nhau do đó cho thấy hiệu ứng ngăn chặn sẽ sớm xuất hiện trong giai đoạn trưởng thành của vòng đời doanh nghiệp.

Quy mô HĐQT (BSize) có tác động tích cực đến thành quả công ty trong giai đoạn tăng trưởng và trưởng thành của vòng đời doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu 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 sẽ giúp doanh nghiệp nâng cao thành quả công ty.

Tính độc lập của HĐQT tác động tiêu cực đến thành quả công ty trong giai đoạn trưởng thành của vòng đời doanh nghiệp, nguyên nhân có thể 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 hoặc những thành viên HĐQT độc lập không quan tâm (hoặc mơ hồ) về vai trò của mình thì chức năng giám sát sẽ không được thực hiện hiệu quả, vì vậy không kiểm soát được hành vi của ban quản lý.

Sự kiêm nhiệm chức danh TGD của chủ tịch HĐQT tác động tích cực đến thành quả công ty trong giai đoạn tăng trưởng của vòng đời doanh nghiệp, có thể trong giai đoạn tăng trưởng 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. 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. Có nghĩa là 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 điều này ảnh hưởng tiêu cực đến thành quả công ty. Nguyen và Nguyen (2016) cho rằng chủ tịch đồng thời là 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 có chủ tịch HĐQT kiêm TGD dễ xảy hiện tượng “lạm quyền” làm giảm thành quả công ty.

4.2.2. 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. 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. 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, như vậy có thể nói kết quả của nghiên cứu không quá nhạy cảm với những điều chỉnh trong vấn đề lựa chọn biến.

CHƯƠNG 5. KẾT LUẬN VÀ GỢI Ý CHÍNH SÁCH

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. 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. Kết quả nghiên cứu cụ thể như sau:

- Tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn nhất 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.

- 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.

- Tỷ lệ sở hữu của TGD và thành quả công ty kết quả cho thấy 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.

- Quy mô HĐQT có tác động tích cực đến thành quả công ty trong giai đoạn tăng trưởng và trưởng thành của vòng đời doanh nghiệp.

- Tính độc lập của HĐQT tác động tiêu cực đến thành quả công ty trong giai đoạn trưởng thành của vòng đời doanh nghiệp.

- Sự kiêm nhiệm chức danh TGD của chủ tịch HĐQT tác động tích cực đến thành quả công ty trong giai đoạn tăng trưởng của vòng đời doanh nghiệp

5.2. Một số hàm 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 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.

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, 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. Do đó, việc duy trì một cơ cấu sở hữu tập trung đối với các công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp sẽ giúp công ty được điều hành hiệu quả, nhất quán và giảm thiểu được chi phí phát sinh từ mâu thuẫn nội bộ. Ngoài ra, việc nâng tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài trong các công ty ở Việt Nam sẽ giúp công ty khắc phục những hạn chế về trình độ khoa học, kỹ thuật và công nghệ giúp gia tăng thành quả công ty.

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.

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. Ngoài ra, đa dạng hóa HĐQT cần tính đến các đại diện cho chủ sở hữu, có nghĩa là thành viên HĐQT đại diện cho các cổ đông không phải là cổ đông lớn sẽ giúp HĐQT giám sát hiệu quả hành vi của nhà quản lý và hạn chế được hiện tượng lạm quyền của HĐQT. Muốn như vậy, cơ quan quản lý nhà nước cần hoàn thiện các quy định của pháp lý liên quan nhằm đảm bảo quyền lợi của cổ đông và 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 cũng phải có ý thức trong việc bảo vệ quyền lợi của mình, phải biết liên kết lại với nhau để giám sát có hiệu quả hành vi của HĐQT và nâng cao hiểu biết pháp luật của mình.

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 tỷ 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 là một trong những biện pháp hữu hiệu nhằm giữ chân được nhân sự tốt và nâng cao trách nhiệm của TGD khi đang là cổ đông của 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.

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.

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.

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 thành quả công ty và 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 và 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.

Thứ sáu, tách quyền sở hữu và quyền quản lý sẽ mang lại thành quả công ty trong giai đoạn trưởng thành và giai đoạn suy thoái của vòng đời doanh nghiệp.

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 (bao gồm cả Chủ tịch HĐQT kiêm TGD) có xung đột lợi ích rõ ràng. Như vậy, các công ty nên tách vị trí chủ tịch HĐQT và TGD và việc tách 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 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.

5.3. Hạn chế của luận án và hướng nghiên cứu tiếp theo

Hạn chế 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. Ngoài ra, 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 BGD, BKS. Đồng thời, luận án cũng chưa xem xét các yếu tố vĩ mô như lãi suất, lạm phát và các cú sốc ảnh hưởng đến thành quả công ty và phương pháp phân loại vòng đời đa dạng hơn. Do đó, đây cũng là hướng nghiên cứu mở rộng cho tác giả sau này khi nghiên cứu về tác động quản trị công ty đến thành quả công ty qua các giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp.