

**BỘ CÔNG THƯƠNG
ĐẠI HỌC CÔNG NGHIỆP HÀ NỘI**



NGUYỄN THỊ THU THẢO

**ẢNH HƯỞNG CỦA CÁC YẾU TỐ QUẢN TRỊ CÔNG TY VÀ NĂM
GIỮ TIỀN ĐẾN GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP CỦA CÁC CÔNG TY
PHI TÀI CHÍNH NIÊM YẾT TRÊN
THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

Ngành: Kế toán

Mã số: 9340301

TÓM TẮT LUẬN ÁN TIẾN SĨ

Hà Nội - 2026

Công trình được hoàn thành tại:

ĐẠI HỌC CÔNG NGHIỆP HÀ NỘI – BỘ CÔNG THƯƠNG

Người hướng dẫn khoa học:

1. PGS.TS. Đỗ Đức Tài

2. PGS. TS. Nguyễn Thị Xuân Hồng

Phản biện 1: GS.TS. Chúc Anh Tú

Phản biện 2: PGS.TS. Đoàn Ngọc Phi Anh

Phản biện 3: TS. Hoàng Thị Việt Hà

Luận án được bảo vệ tại Hội đồng đánh giá luận án tiến sĩ cấp Trường và họp tại Đại học Công nghiệp Hà Nội vào hồi... giờ, ngày ... tháng ... năm ...

Có thể tìm hiểu luận án tại:

- Thư viện Đại học Công nghiệp Hà Nội
- Thư viện Quốc gia Việt Nam

MỞ ĐẦU

1. Tính cấp thiết của luận án nghiên cứu

Giá trị doanh nghiệp là một trong những chỉ tiêu quan trọng phản ánh kỳ vọng của thị trường đối với khả năng tạo ra lợi ích kinh tế trong tương lai của doanh nghiệp. Đối với các công ty niêm yết, giá trị doanh nghiệp không chỉ chịu ảnh hưởng bởi kết quả hoạt động mà còn gắn với cơ chế quản trị, các quyết định tài chính và cách thức doanh nghiệp phân bổ, sử dụng nguồn lực. Trong đó, quản trị công ty và chính sách nắm giữ tiền là hai nội dung nhận được nhiều sự quan tâm trong các nghiên cứu về tài chính doanh nghiệp.

Về mặt lý thuyết, quản trị công ty có thể ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp thông qua khả năng giám sát nhà quản lý, hạn chế chi phí đại diện, nâng cao hiệu quả phân bổ nguồn lực và củng cố niềm tin của nhà đầu tư. Đồng thời, cơ chế quản trị cũng có thể ảnh hưởng đến các quyết định tài chính của doanh nghiệp, trong đó có quyết định nắm giữ tiền. Nắm giữ tiền giúp doanh nghiệp duy trì khả năng thanh khoản, chủ động trước các cơ hội đầu tư và hạn chế rủi ro thiếu hụt nguồn tài trợ. Tuy nhiên, lượng tiền vượt quá nhu cầu cần thiết có thể làm gia tăng chi phí cơ hội và chi phí đại diện. Vì vậy, tác động của nắm giữ tiền đến giá trị doanh nghiệp có thể không chỉ mang tính tuyến tính.

Các nghiên cứu trước đã xem xét khá rộng rãi mối quan hệ giữa quản trị công ty và giá trị doanh nghiệp, giữa quản trị công ty và nắm giữ tiền, cũng như giữa nắm giữ tiền và giá trị doanh nghiệp. Tuy nhiên, kết quả thực nghiệm còn chưa thống nhất giữa các bối cảnh nghiên cứu. Đặc biệt, bằng chứng về cơ chế mà các yếu tố quản trị công ty ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp thông qua nắm giữ tiền còn hạn chế. Bên cạnh đó, quan hệ phi tuyến giữa nắm giữ tiền và giá trị doanh nghiệp vẫn cần tiếp tục được kiểm định trong những điều kiện thị trường khác nhau.

Trong bối cảnh Việt Nam, các công ty phi tài chính niêm yết hoạt động trong môi trường thị trường vốn đang phát triển, với sự khác biệt về cấu trúc sở hữu, đặc điểm hội đồng quản trị và khả năng tiếp cận nguồn tài trợ. Điều này tạo ra bối cảnh phù hợp để xem xét đồng thời các mối quan hệ giữa quản trị công ty, nắm giữ tiền và giá trị doanh nghiệp.

Xuất phát từ những vấn đề trên, luận án lựa chọn đề tài “Ảnh hưởng của các yếu tố quản trị công ty và nắm giữ tiền đến giá trị doanh nghiệp của các công ty phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam”, nhằm cung cấp thêm bằng chứng thực nghiệm về ảnh hưởng trực tiếp của các yếu tố quản trị công ty và nắm giữ tiền đến giá trị doanh nghiệp, đồng thời làm rõ vai trò trung gian của nắm giữ tiền và kiểm định khả năng tồn tại mối quan hệ phi tuyến giữa nắm giữ tiền và giá trị doanh nghiệp trong bối cảnh Việt Nam.

2. Mục tiêu và câu hỏi nghiên cứu

2.1. Mục tiêu nghiên cứu

Mục tiêu nghiên cứu bao gồm mục tiêu chung và mục tiêu cụ thể như sau:

Mục tiêu chung: Đánh giá ảnh hưởng của các yếu tố quản trị công ty và nắm giữ tiền đến giá trị doanh nghiệp của các công ty phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam; đồng thời xem xét vai trò trung gian của nắm giữ tiền và khả năng tồn tại mối quan hệ phi tuyến giữa nắm giữ tiền và giá trị doanh nghiệp.

Mục tiêu cụ thể: Luận án tập trung:

- (i) đánh giá ảnh hưởng của các yếu tố quản trị công ty đến giá trị doanh nghiệp;
- (ii) đánh giá ảnh hưởng của nắm giữ tiền đến giá trị doanh nghiệp và kiểm định khả năng tồn tại quan hệ phi tuyến;
- (iii) đánh giá ảnh hưởng của các yếu tố quản trị công ty đến nắm giữ tiền; và
- (iv) kiểm định vai trò trung gian của nắm giữ tiền trong mối quan hệ giữa các yếu tố quản trị công ty và giá trị doanh nghiệp.

2.2. Câu hỏi nghiên cứu

Từ mục tiêu nghiên cứu đề ra, tác giả xác định các câu hỏi nghiên cứu như sau:

Câu hỏi 1: Các yếu tố QTCT ảnh hưởng như thế nào đến giá trị doanh nghiệp của các công ty phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam?

Câu hỏi 2: Nắm giữ tiền ảnh hưởng như thế nào đến giá trị doanh nghiệp và mối quan hệ giữa nắm giữ tiền với giá trị doanh nghiệp có mang tính phi tuyến hay không?

Câu hỏi 3: Các yếu tố QTCT ảnh hưởng như thế nào đến nắm giữ tiền của doanh nghiệp?

Câu hỏi 4: Nắm giữ tiền có đóng vai trò trung gian trong mối quan hệ giữa các yếu tố QTCT và giá trị doanh nghiệp của các công ty phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam hay không?

3. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu

Đối tượng nghiên cứu: là các mối quan hệ giữa các yếu tố quản trị công ty, nắm giữ tiền và giá trị doanh nghiệp, bao gồm ảnh hưởng trực tiếp của các yếu tố quản trị công ty đến giá trị doanh nghiệp và nắm giữ tiền; ảnh hưởng của nắm giữ tiền đến giá trị doanh nghiệp; và vai trò trung gian của nắm giữ tiền.

Phạm vi nghiên cứu:

+ *Về không gian:* Nghiên cứu được thực hiện đối với các công ty phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, bao gồm các ngành như sản xuất CN, HTD, NVL, BĐS và DV.

+ *Về thời gian:* Dữ liệu nghiên cứu được thu thập trong giai đoạn từ năm 2019 đến năm 2024.

4. Phương pháp nghiên cứu

Luận án sử dụng phương pháp nghiên cứu định lượng làm phương pháp chính. Phương pháp nghiên cứu định tính được sử dụng với vai trò hỗ trợ trong quá trình tổng quan tài liệu, xây dựng cơ sở lý thuyết, xác định mô hình và giải thích kết quả nghiên cứu. Đối với phân tích định lượng, luận án sử dụng dữ liệu bảng của các công ty phi tài chính niêm yết trên HOSE và HNX giai đoạn 2019–2024. Các mô hình Pooled OLS, FEM và REM được ước lượng và lựa chọn trên cơ sở các kiểm định phù hợp. Các khuyết tật của mô hình được kiểm tra và FGLS được sử dụng khi cần thiết nhằm nâng cao độ tin cậy của kết quả ước lượng. Bên cạnh đó, phân tích đường dẫn trên các biến quan sát được sử dụng như một phương pháp bổ trợ để đối chiếu vai trò trung gian của năm giữ tiền.

Để xem xét tính ổn định của kết quả, luận án sử dụng các cách đo giá trị doanh nghiệp thay thế và thực hiện một số phân tích bổ sung. Đối với quan hệ phi tuyến giữa năm giữ tiền và giá trị doanh nghiệp, luận án đưa đồng thời CL và CL² vào mô hình để kiểm định dạng thức của mối quan hệ.

5. Đóng góp mới của luận án

5.1. Về mặt lý luận

+ Thứ nhất, luận án xây dựng khung nghiên cứu tích hợp các mối quan hệ QTCT → giá trị doanh nghiệp, QTCT → năm giữ tiền, năm giữ tiền → giá trị doanh nghiệp và QTCT → năm giữ tiền → giá trị doanh nghiệp, qua đó xem xét quản trị công ty và năm giữ tiền trong cùng một cơ chế phân tích thay vì tách biệt từng mối quan hệ.

+ Thứ hai, luận án bổ sung bằng chứng thực nghiệm về vai trò trung gian của năm giữ tiền trong một số mối quan hệ giữa các yếu tố quản trị công ty và giá trị doanh nghiệp tại các công ty phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

+ Thứ ba, luận án kiểm định khả năng tồn tại quan hệ phi tuyến giữa năm giữ tiền và giá trị doanh nghiệp.

Kết quả cho thấy bằng chứng về quan hệ phi tuyến chưa ổn định giữa các mô hình, vì vậy chưa đủ cơ sở để khẳng định tồn tại một mức năm giữ tiền tối ưu chung cho các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu, trong đó CL² không còn có ý nghĩa thống kê trong mô hình đa biến chính.

5.2. Về mặt thực tiễn

Kết quả của luận án cung cấp thêm cơ sở thực nghiệm để các công ty niêm yết xem xét mối liên hệ giữa cơ chế QTCT, quyết định năm giữ tiền và giá trị doanh nghiệp. Các hàm ý của nghiên cứu tập trung vào những yếu tố QTCT có ảnh hưởng được xác nhận từ kết quả thực nghiệm và việc xác định mức năm giữ tiền phù hợp với nhu cầu thanh khoản, đầu tư và sử dụng nguồn lực của doanh nghiệp. Đối với nhà đầu tư, kết quả nghiên cứu cho thấy việc

đánh giá doanh nghiệp cần xem xét đồng thời đặc điểm QTCT và chính sách nắm giữ tiền thay vì xem đây là các yếu tố tách biệt.

6. Ý nghĩa của luận án

- Ý nghĩa lý luận

+ Luận án góp phần hệ thống hóa và kết nối các lập luận lý thuyết để giải thích mối quan hệ giữa các yếu tố QTCT, nắm giữ tiền và giá trị doanh nghiệp.

+ Việc xem xét nắm giữ tiền với vai trò trung gian giúp mở rộng cách lý giải mối quan hệ giữa QTCT và giá trị doanh nghiệp. Theo đó, ảnh hưởng của QTCT đến giá trị doanh nghiệp không chỉ được xem xét qua cơ chế giám sát và kiểm soát trực tiếp mà còn thông qua quyết định phân bổ nguồn lực tài chính, cụ thể là quyết định nắm giữ tiền của doanh nghiệp.

+ Việc kiểm định đồng thời tác động tuyến tính và phi tuyến của nắm giữ tiền đến giá trị doanh nghiệp góp phần làm rõ hơn tính hai mặt của quyết định nắm giữ tiền.

Ý nghĩa thực tiễn

+ Các kết quả thực nghiệm có thể được sử dụng làm tài liệu tham khảo khi doanh nghiệp xem xét các đặc điểm QTCT có liên quan đến giá trị doanh nghiệp, đồng thời hoạch định mức nắm giữ tiền phù hợp với nhu cầu thanh khoản, cơ hội đầu tư và yêu cầu sử dụng nguồn lực có hiệu quả.

+ Việc xem xét đồng thời các đặc điểm QTCT, mức nắm giữ tiền và giá trị doanh nghiệp có thể bổ sung cho các chỉ tiêu tài chính truyền thống trong quá trình phân tích và ra quyết định đầu tư.

+ Luận án có thể được sử dụng làm tài liệu tham khảo cho hoạt động nghiên cứu và giảng dạy về QTCT, tài chính doanh nghiệp, nắm giữ tiền và giá trị doanh nghiệp, đồng thời là cơ sở tham khảo cho các nghiên cứu tiếp theo trong bối cảnh Việt Nam.

7. Kết cấu của luận án

Ngoài các trang bìa, mục lục, danh mục bảng, hình và sơ đồ, danh mục chữ viết tắt, phần mở đầu, kết luận, các phụ lục và tài liệu tham khảo, luận án có kết cấu 5 chương:

Chương 1- Tổng quan nghiên cứu

Chương 2- Cơ sở lý thuyết của nghiên cứu

Chương 3- Mô hình và phương pháp nghiên cứu

Chương 4- Kết quả nghiên cứu

Chương 5- Kết luận và hàm ý chính sách

CHƯƠNG 1. TỔNG QUAN NGHIÊN CỨU

1.1. Tổng quan nghiên cứu về các yếu tố QTCT, nắm giữ tiền và giá trị doanh nghiệp

Trong luận án này, tác giả thực hiện tổng quan các nghiên cứu trong và ngoài nước theo các mối quan hệ giữa các yếu tố quản trị công ty (QTCT), nắm giữ tiền và giá trị doanh nghiệp. Các nghiên cứu được tổng hợp theo từng nhóm quan hệ nhằm làm rõ kết quả đã đạt được, những kết quả còn khác biệt và cơ sở xác định khoảng trống nghiên cứu.

1.1.1. Các nghiên cứu về ảnh hưởng của các yếu tố QTCT đến giá trị doanh nghiệp

Các nghiên cứu về QTCT và giá trị doanh nghiệp tập trung vào hai nhóm yếu tố chính là đặc điểm Hội đồng quản trị và cấu trúc sở hữu. Trong luận án, các yếu tố QTCT được xem xét gồm quy mô HĐQT, cấu trúc lãnh đạo giữa Chủ tịch HĐQT và Tổng giám đốc, sự tham gia của nữ giới trong HĐQT, sở hữu nước ngoài và sở hữu tổ chức.

Các nghiên cứu trước cho thấy QTCT có thể ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp thông qua cơ chế giám sát, hạn chế xung đột đại diện, hỗ trợ tiếp cận nguồn lực và nâng cao hiệu quả các quyết định của doanh nghiệp. Tuy nhiên, kết quả thực nghiệm về chiều hướng và mức độ tác động của từng yếu tố QTCT đến giá trị doanh nghiệp chưa hoàn toàn thống nhất. Sự khác biệt này có thể liên quan đến bối cảnh thị trường, cấu trúc sở hữu, đặc điểm mẫu nghiên cứu và phương pháp đo lường được sử dụng.

Vì vậy, luận án tiếp tục xem xét ảnh hưởng của các yếu tố QTCT đến giá trị doanh nghiệp trong bối cảnh các công ty phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

1.1.2. Các nghiên cứu về ảnh hưởng của các yếu tố QTCT đến nắm giữ tiền:

Một hướng nghiên cứu khác tập trung vào mối quan hệ giữa QTCT và chính sách nắm giữ tiền của doanh nghiệp. Các nghiên cứu cho rằng cơ chế QTCT có thể ảnh hưởng đến quyết định duy trì và sử dụng tiền thông qua khả năng giám sát nhà quản lý, hạn chế chi phí đại diện và kiểm soát việc phân bổ nguồn lực.

Các nghiên cứu tiêu biểu như Dittmar và Mahrt-Smith (2007), Harford và cộng sự (2008), Lee và Lee (2009), Nikolov và Whited (2014) cho thấy mối quan hệ giữa cơ chế quản trị, hành vi của nhà quản lý và quyết định nắm giữ hoặc sử dụng tiền của doanh nghiệp. Tuy nhiên, ảnh hưởng của từng đặc điểm QTCT đến mức nắm giữ tiền không hoàn toàn đồng nhất giữa các nghiên cứu.

Trên cơ sở đó, luận án xem xét ảnh hưởng của các yếu tố QTCT thuộc đặc điểm HĐQT và cấu trúc sở hữu đến nắm giữ tiền, qua đó tạo cơ sở để tiếp tục kiểm định vai trò của nắm giữ tiền trong mối quan hệ giữa QTCT và giá trị doanh nghiệp.

1.1.3. Các nghiên cứu về ảnh hưởng của nắm giữ tiền đến giá trị doanh nghiệp

Nắm giữ tiền có thể đem lại cả lợi ích và chi phí đối với doanh nghiệp. Ở khía cạnh tích cực, tiền giúp doanh nghiệp duy trì thanh khoản, đáp ứng nhu cầu giao dịch, phòng ngừa rủi ro và tận dụng các cơ hội đầu tư mà không phải phụ thuộc hoàn toàn vào nguồn tài trợ bên ngoài. Ngược lại, lượng tiền lớn có thể làm phát sinh chi phí cơ hội và gia tăng vấn đề đại diện khi nhà quản lý có nhiều nguồn lực tự do để sử dụng. Các nghiên cứu như

Faulkender và Wang (2006), Dittmar và Mahrt-Smith (2007), Pinkowitz và Williamson (2007), Harford và cộng sự (2008) đã cung cấp bằng chứng về giá trị của tiền và vai trò của cơ chế quản trị đối với giá trị mà doanh nghiệp thu được từ nguồn tiền nắm giữ.

Bên cạnh quan hệ tuyến tính, một số nghiên cứu tiếp cận theo hướng phi tuyến, cho rằng lợi ích cận biên của tiền có thể lớn khi doanh nghiệp nắm giữ tiền ở mức thấp nhưng giảm dần khi lượng tiền gia tăng; trong khi chi phí cơ hội và chi phí đại diện có thể tăng lên khi doanh nghiệp duy trì lượng tiền quá lớn. Các nghiên cứu như Martínez-Sola và cộng sự (2013) và một số nghiên cứu tiếp theo đã cung cấp bằng chứng về khả năng tồn tại quan hệ phi tuyến giữa nắm giữ tiền và giá trị doanh nghiệp.

Tại Việt Nam cũng đã có nghiên cứu xem xét mối quan hệ này. Vì vậy, luận án không xác định quan hệ phi tuyến giữa nắm giữ tiền và giá trị doanh nghiệp là vấn đề hoàn toàn chưa được nghiên cứu, mà tiếp tục kiểm định mức độ tồn tại và tính ổn định của quan hệ này trong mẫu các công ty phi tài chính niêm yết giai đoạn 2019–2024.

1.1.4. Các nghiên cứu về vai trò trung gian của nắm giữ tiền

Các nghiên cứu trước đã cung cấp bằng chứng cho từng mắt xích của mối quan hệ QTCT → nắm giữ tiền → giá trị doanh nghiệp. Một mặt, cơ chế QTCT có thể ảnh hưởng đến quyết định nắm giữ và sử dụng tiền của doanh nghiệp. Mặt khác, nắm giữ tiền có thể ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp thông qua khả năng tài trợ đầu tư, duy trì thanh khoản, phòng ngừa rủi ro cũng như các chi phí đại diện phát sinh từ nguồn tiền tự do.

Các nghiên cứu như Dittmar và Mahrt-Smith (2007), Harford và cộng sự (2008), Nikolov và Whited (2014) góp phần làm rõ mối liên hệ giữa QTCT, chính sách tiền và giá trị doanh nghiệp. Tuy nhiên, phần lớn các nghiên cứu tập trung vào từng mối quan hệ riêng biệt; bằng chứng kiểm định trực tiếp vai trò trung gian của nắm giữ tiền trong mối quan hệ giữa các yếu tố QTCT và giá trị doanh nghiệp còn hạn chế, đặc biệt trong bối cảnh Việt Nam. Do đó, luận án kế thừa bằng chứng của từng mắt xích và tiếp tục kiểm định vai trò trung gian của nắm giữ tiền trong một khung nghiên cứu tích hợp.

1.2. Tổng hợp kết quả các nghiên cứu trước

Từ tổng quan các nghiên cứu trong và ngoài nước, có thể nhận thấy ba mối quan hệ QTCT – giá trị doanh nghiệp, QTCT – nắm giữ tiền và nắm giữ tiền – giá trị doanh nghiệp đã nhận được sự quan tâm tương đối rộng rãi. Tuy nhiên, kết quả thực nghiệm về chiều hướng và mức độ tác động chưa hoàn toàn thống nhất giữa các nghiên cứu.

Đối với QTCT, ảnh hưởng của từng đặc điểm HĐQT và cấu trúc sở hữu phụ thuộc vào bối cảnh nghiên cứu, đặc điểm doanh nghiệp và cách thức đo lường. Đối với nắm giữ tiền, các nghiên cứu cho thấy tiền vừa mang lại lợi ích về thanh khoản, khả năng phòng ngừa và tài trợ đầu tư, vừa có thể phát sinh chi phí cơ hội và chi phí đại diện. Vì vậy, tác động của nắm giữ tiền đến giá trị doanh nghiệp có khả năng thay đổi theo mức tiền mà doanh nghiệp duy trì.

Đặc biệt, mặc dù các nghiên cứu trước cung cấp bằng chứng cho từng mối quan hệ riêng lẻ, việc xem xét đồng thời ảnh hưởng trực tiếp của QTCT đến giá trị doanh nghiệp, ảnh hưởng của QTCT đến nắm giữ tiền và cơ chế tác động gián tiếp từ QTCT đến giá trị doanh nghiệp thông qua nắm giữ tiền vẫn còn hạn chế.

1.3. Khoảng trống nghiên cứu

Trên cơ sở tổng quan và đối chiếu các nghiên cứu trước, luận án xác định ba khoảng trống nghiên cứu chính.

Thứ nhất, khoảng trống về cách tiếp cận tích hợp. Các mối quan hệ giữa QTCT, nắm giữ tiền và giá trị doanh nghiệp đã được nghiên cứu, nhưng phần lớn được xem xét riêng lẻ. Việc đặt các mối quan hệ QTCT - giá trị doanh nghiệp, QTCT - nắm giữ tiền và nắm giữ tiền - giá trị doanh nghiệp trong cùng một khung nghiên cứu giúp đánh giá đầy đủ hơn mối liên hệ giữa cơ chế quản trị, quyết định tài chính và giá trị doanh nghiệp.

Thứ hai, khoảng trống về cơ chế trung gian của nắm giữ tiền. Các nghiên cứu trước đã cung cấp bằng chứng cho từng mắt xích giữa QTCT, nắm giữ tiền và giá trị doanh nghiệp, nhưng bằng chứng kiểm định trực tiếp vai trò trung gian của nắm giữ tiền còn hạn chế, đặc biệt đối với các công ty phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Do đó, luận án kiểm định cơ chế QTCT - nắm giữ tiền - giá trị doanh nghiệp nhằm làm rõ hơn cách thức các yếu tố QTCT có thể tác động đến giá trị doanh nghiệp.

Thứ ba, khoảng trống về bằng chứng đối với quan hệ giữa nắm giữ tiền và giá trị doanh nghiệp. Các nghiên cứu cho thấy nắm giữ tiền có cả lợi ích và chi phí, do đó tác động đến giá trị doanh nghiệp có thể không hoàn toàn tuyến tính. Mặc dù đã có nghiên cứu kiểm định quan hệ phi tuyến, kể cả trong bối cảnh Việt Nam, bằng chứng thực nghiệm chưa hoàn toàn thống nhất. Vì vậy, luận án tiếp tục kiểm định quan hệ này trong mẫu các công ty phi tài chính niêm yết trên HOSE và HNX giai đoạn 2019–2024, đồng thời xem xét tính ổn định của kết quả khi đưa các yếu tố QTCT và biến kiểm soát vào mô hình.

Ba khoảng trống trên là cơ sở để luận án xây dựng khung nghiên cứu, hệ thống giả thuyết và kiểm định đồng thời các tác động trực tiếp, tác động gián tiếp thông qua nắm giữ tiền và khả năng tồn tại quan hệ phi tuyến giữa nắm giữ tiền và giá trị doanh nghiệp.

Tóm tắt Chương 1

Chương 1 tổng quan các nghiên cứu trong và ngoài nước về mối quan hệ giữa các yếu tố QTCT, nắm giữ tiền và giá trị doanh nghiệp. Kết quả tổng quan cho thấy các mối quan hệ riêng lẻ đã được nghiên cứu khá rộng rãi nhưng kết quả thực nghiệm còn khác biệt giữa các bối cảnh. Bằng chứng về vai trò trung gian của nắm giữ tiền còn hạn chế, trong khi kết quả về quan hệ phi tuyến giữa nắm giữ tiền và giá trị doanh nghiệp chưa hoàn toàn thống nhất. Trên cơ sở đó, luận án xác định ba khoảng trống về cách tiếp cận tích hợp, cơ chế trung gian của nắm giữ tiền và bằng chứng về quan hệ giữa nắm giữ tiền với giá trị doanh nghiệp, làm cơ sở cho việc xây dựng cơ sở lý thuyết, mô hình và giả thuyết nghiên cứu ở các chương tiếp theo.

CHƯƠNG 2. CƠ SỞ LÝ THUYẾT CỦA NGHIÊN CỨU

2.1. Các khái niệm và đo lường các biến nghiên cứu

2.1.1. Quản trị công ty

- Quản trị công ty (QTCT) là hệ thống các cơ chế, nguyên tắc và mối quan hệ nhằm định hướng, giám sát và kiểm soát hoạt động của doanh nghiệp, qua đó góp phần bảo vệ quyền lợi của cổ đông và các bên có liên quan. QTCT có thể được tiếp cận qua nhiều khía cạnh khác nhau như cấu trúc sở hữu, đặc điểm Hội đồng quản trị (HĐQT), cơ chế giám sát và cấu trúc lãnh đạo.

- Trên cơ sở tổng quan lý thuyết, các nghiên cứu trước và khả năng thu thập dữ liệu của các công ty phi tài chính niêm yết tại Việt Nam, luận án tập trung vào hai nhóm đặc điểm QTCT là cấu trúc sở hữu và đặc điểm HĐQT. Các yếu tố được sử dụng gồm: sở hữu nước ngoài, sở hữu tổ chức, quy mô HĐQT, cấu trúc lãnh đạo giữa Chủ tịch HĐQT và Tổng giám đốc và sự tham gia của nữ giới trong HĐQT.

- Các yếu tố này được lựa chọn nhằm phản ánh những khía cạnh khác nhau của cơ chế giám sát, cấu trúc quyền lực, khả năng tiếp cận nguồn lực và sự đa dạng trong HĐQT; từ đó có thể ảnh hưởng đến quyết định nắm giữ tiền và giá trị doanh nghiệp.

2.1.2. Nắm giữ tiền

- Nắm giữ tiền phản ánh lượng tiền và các khoản tương đương tiền mà doanh nghiệp duy trì để phục vụ hoạt động kinh doanh, đáp ứng nhu cầu thanh khoản, dự phòng trước các rủi ro và tận dụng cơ hội đầu tư.

- Doanh nghiệp có động cơ nắm giữ tiền xuất phát từ nhu cầu giao dịch, phòng ngừa, tài trợ cho các cơ hội đầu tư và hạn chế sự phụ thuộc vào nguồn vốn bên ngoài. Tuy nhiên, nắm giữ tiền cũng phát sinh chi phí cơ hội và có thể làm gia tăng chi phí đại diện nếu nguồn tiền không được sử dụng hiệu quả.

- Trong luận án, nắm giữ tiền được đo lường bằng tỷ lệ tiền và các khoản tương đương tiền trên tổng tài sản. Chỉ tiêu này được biểu thị dưới dạng tỷ lệ; chẳng hạn $CL = 0,05$ có nghĩa là tiền và các khoản tương đương tiền chiếm 5% tổng tài sản.

- Nắm giữ tiền được xem xét với các vai trò khác nhau tùy theo mối quan hệ nghiên cứu: là biến phụ thuộc khi xem xét ảnh hưởng của các yếu tố QTCT đến nắm giữ tiền; là biến giải thích khi xem xét ảnh hưởng của nắm giữ tiền đến giá trị doanh nghiệp; và là biến trung gian khi kiểm định ảnh hưởng của các yếu tố QTCT đến giá trị doanh nghiệp thông qua nắm giữ tiền.

2.1.3. Giá trị doanh nghiệp

Giá trị doanh nghiệp có thể được tiếp cận từ nhiều góc độ khác nhau. Luận án tổng hợp các cách tiếp cận chủ yếu gồm phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF), mô hình thu nhập thặng dư (Residual Income Model), phương pháp quyền chọn thực và phương pháp định giá tương đối.

Trong nghiên cứu thực nghiệm, giá trị doanh nghiệp có thể được phản ánh thông qua các thước đo dựa trên thị trường. Luận án sử dụng Tobin's Q làm thước đo chính vì chỉ tiêu này phản ánh đánh giá của thị trường đối với giá trị doanh nghiệp trong mối tương quan với nguồn lực doanh nghiệp đang sử dụng. Tobin's Q trong các nghiên cứu thực nghiệm thường được sử dụng dưới các dạng xấp xỉ do giá trị thay thế của tài sản khó xác định trực tiếp. Luận án sử dụng TQ2 làm thước đo chính, đồng thời sử dụng TQ1 và TQ3 như các thước đo thay thế để kiểm tra mức độ ổn định của kết quả. Trong đó, TQ3 mang đặc điểm của chỉ số Market-to-Book và được sử dụng như một thước đo dựa trên thị trường thay thế, không được đồng nhất hoàn toàn với Tobin's Q nguyên gốc. Bên cạnh đó, ROA và ROE là các chỉ tiêu phản ánh hiệu quả hoạt động dựa trên số liệu kế toán, không được xem là thước đo trực tiếp của giá trị doanh nghiệp trong luận án.

2.2. Các lý thuyết nền tảng

Luận án sử dụng năm lý thuyết nền tảng để giải thích các mối quan hệ giữa QTCT, nắm giữ tiền và giá trị doanh nghiệp, gồm lý thuyết đại diện, lý thuyết dòng tiền tự do, lý thuyết đánh đổi, lý thuyết trật tự phân hạng và lý thuyết tín hiệu.

- Lý thuyết đại diện (Agency Theory) của Jensen và Meckling (1976) giải thích xung đột lợi ích giữa người quản lý và chủ sở hữu khi quyền sở hữu và quyền điều hành doanh nghiệp tách biệt. Cơ chế QTCT có vai trò giám sát và hạn chế hành vi cơ hội của nhà quản lý, qua đó có thể tác động đến quyết định tài chính, sử dụng nguồn lực và giá trị doanh nghiệp.

- Lý thuyết dòng tiền tự do (Free Cash Flow Theory) của Jensen (1986) cho rằng khi doanh nghiệp có lượng tiền tự do lớn, nhà quản lý có thể sử dụng nguồn lực vào các dự án không tối đa hóa lợi ích của cổ đông. Vì vậy, chất lượng của cơ chế QTCT có thể ảnh hưởng đến cách thức doanh nghiệp nắm giữ và sử dụng tiền, từ đó tác động đến giá trị doanh nghiệp.

- Lý thuyết đánh đổi (Trade-off Theory) giải thích quyết định nắm giữ tiền dựa trên sự cân bằng giữa lợi ích và chi phí. Tiền giúp doanh nghiệp giảm rủi ro thiếu thanh khoản, hạn chế chi phí huy động vốn bên ngoài và duy trì khả năng đầu tư; nhưng nắm giữ quá nhiều tiền có thể làm tăng chi phí cơ hội và chi phí đại diện. Lý thuyết này cung cấp cơ sở cho việc xem xét khả năng tồn tại mối quan hệ phi tuyến giữa nắm giữ tiền và giá trị doanh nghiệp.

- Lý thuyết trật tự phân hạng (Pecking Order Theory) của Myers và Majluf (1984) cho rằng do bất cân xứng thông tin, doanh nghiệp có xu hướng ưu tiên nguồn tài trợ nội bộ trước khi sử dụng nợ và phát hành vốn chủ sở hữu. Vì vậy, tiền có thể được tích lũy như một nguồn tài trợ nội bộ nhằm đáp ứng nhu cầu đầu tư và hạn chế sự phụ thuộc vào thị trường vốn bên ngoài.

- Lý thuyết tín hiệu (Signaling Theory) của Spence (1973) giải thích cách thị trường tiếp nhận và phản ứng đối với các thông tin do doanh nghiệp cung cấp. Các đặc điểm QTCT và quyết định tài chính, trong đó có chính sách nắm giữ tiền, có thể truyền tải thông tin về

chất lượng quản trị, triển vọng và rủi ro của doanh nghiệp, từ đó ảnh hưởng đến đánh giá của nhà đầu tư và giá trị thị trường.

Các lý thuyết trên không được sử dụng tách biệt mà bổ sung cho nhau. Lý thuyết đại diện và dòng tiền tự do tập trung giải thích cơ chế giám sát, hành vi nhà quản lý và việc sử dụng nguồn tiền; lý thuyết đánh đổi giải thích lợi ích và chi phí của nắm giữ tiền; lý thuyết trật tự phân hạng giải thích nhu cầu duy trì nguồn tài trợ nội bộ; trong khi lý thuyết tín hiệu làm rõ phản ứng của thị trường trước các quyết định quản trị và tài chính. Đây là cách liên kết các lý thuyết đã được xác lập trong bản luận án hiện tại.

2.3. Khung lý thuyết nghiên cứu

Trên cơ sở các lý thuyết nền tảng, luận án xây dựng khung lý thuyết theo 5 nội dung chính.

2.3.1. QTCT và giá trị doanh nghiệp

Các yếu tố QTCT có thể ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp thông qua cơ chế giám sát nhà quản lý, hạn chế chi phí đại diện, cải thiện chất lượng quyết định, tăng khả năng tiếp cận nguồn lực và cung cấp tín hiệu cho thị trường. Tuy nhiên, chiều hướng và mức độ tác động của từng yếu tố QTCT có thể khác nhau tùy thuộc vào đặc điểm của doanh nghiệp và môi trường thể chế.

2.3.2. QTCT và nắm giữ tiền

QTCT có thể tác động đến chính sách nắm giữ tiền thông qua khả năng kiểm soát hành vi của nhà quản lý và việc phân bổ nguồn lực. Cơ chế quản trị hiệu quả có thể hạn chế việc tích lũy hoặc sử dụng tiền vì lợi ích cá nhân của nhà quản lý; đồng thời mức nắm giữ tiền còn phụ thuộc vào nhu cầu thanh khoản, tài trợ và đặc điểm của doanh nghiệp.

2.3.3. Nắm giữ tiền và giá trị doanh nghiệp

Nắm giữ tiền có thể tác động tích cực đến giá trị doanh nghiệp thông qua việc bảo đảm thanh khoản, tăng khả năng chủ động tài trợ cho đầu tư và giảm chi phí huy động vốn bên ngoài. Ngược lại, lượng tiền lớn cũng có thể phát sinh chi phí cơ hội và làm gia tăng vấn đề đại diện. Vì vậy, tác động của nắm giữ tiền đến giá trị doanh nghiệp cần được xem xét đồng thời từ cả khía cạnh lợi ích và chi phí.

2.3.4. Vai trò trung gian của nắm giữ tiền trong mối quan hệ giữa các yếu tố QTCT và giá trị doanh nghiệp

Khung lý thuyết của luận án xác định nắm giữ tiền là một kênh truyền dẫn mà qua đó các yếu tố QTCT có thể ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp. Theo cơ chế này, QTCT trước hết có thể tác động đến quyết định nắm giữ và sử dụng tiền; sau đó mức nắm giữ tiền tác động đến khả năng đầu tư, thanh khoản, chi phí tài trợ, chi phí đại diện và cuối cùng là giá trị doanh nghiệp.

2.3.5. Mối quan hệ phi tuyến giữa nắm giữ tiền và giá trị doanh nghiệp

- Lý thuyết đánh đổi và lý thuyết dòng tiền tự do cho thấy tác động của nắm giữ tiền đến giá trị doanh nghiệp có thể thay đổi theo mức tiền mà doanh nghiệp duy trì. Khi lượng

tiền thấp, việc tăng nắm giữ tiền có thể tạo ra lợi ích thông qua cải thiện thanh khoản, khả năng phòng ngừa và tài trợ cho các cơ hội đầu tư. Tuy nhiên, khi lượng tiền tăng cao, lợi ích cận biên có thể giảm trong khi chi phí cơ hội và chi phí đại diện gia tăng.

- Trên cơ sở đó, luận án xem xét khả năng tồn tại mối quan hệ phi tuyến dạng chữ U ngược giữa nắm giữ tiền và giá trị doanh nghiệp. Việc quan hệ này có thực sự tồn tại hay không được xác định trên cơ sở kết quả kiểm định thực nghiệm, thay vì mặc nhiên giả định có một mức nắm giữ tiền tối ưu.

- Khung lý thuyết của luận án vì vậy được hình thành theo chuỗi: các yếu tố QTCT tác động đến giá trị doanh nghiệp và quyết định nắm giữ tiền; nắm giữ tiền tác động đến giá trị doanh nghiệp và tác động này có thể mang tính phi tuyến; đồng thời nắm giữ tiền có thể tạo thành kênh truyền dẫn ảnh hưởng của các yếu tố QTCT đến giá trị doanh nghiệp.

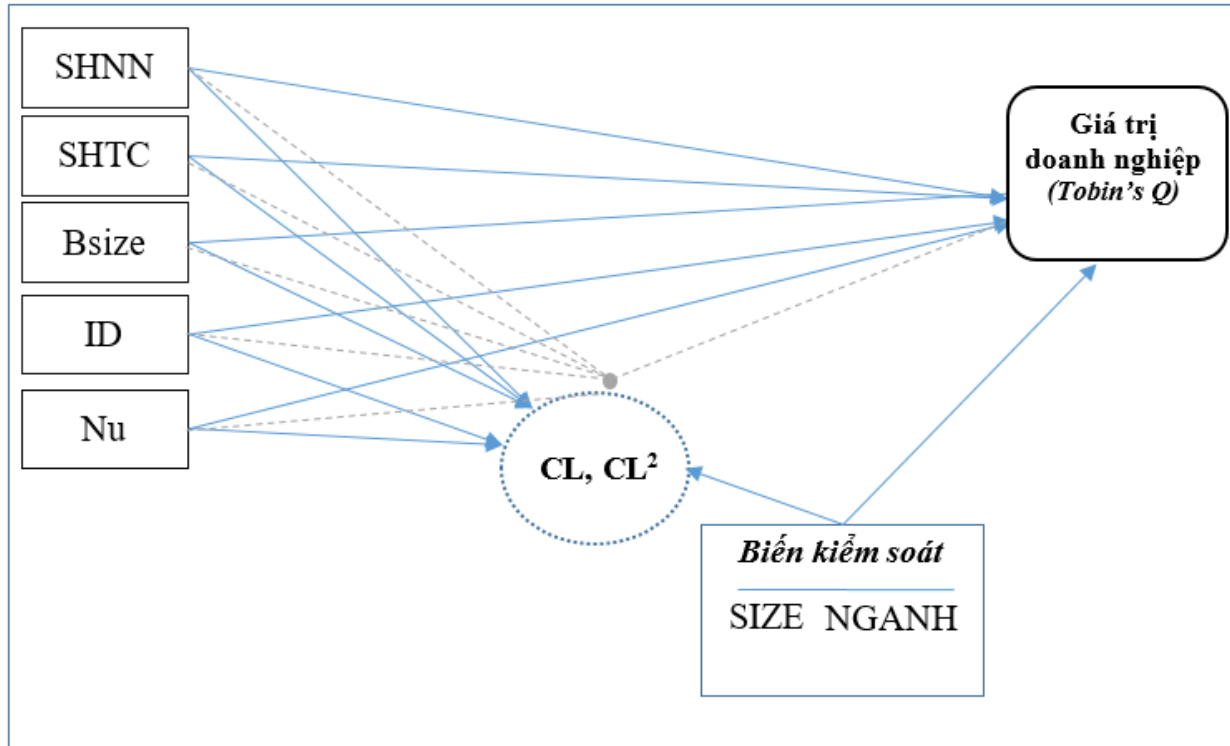
Tóm tắt Chương 2

Chương 2 trình bày cơ sở lý luận và khung lý thuyết của nghiên cứu. Trước hết, chương làm rõ khái niệm và cách đo lường các yếu tố QTCT, nắm giữ tiền và giá trị doanh nghiệp. Tiếp theo, nêu lý thuyết nền tảng gồm lý thuyết đại diện, lý thuyết dòng tiền tự do, lý thuyết đánh đổi, lý thuyết trật tự phân hạng và lý thuyết tín hiệu được sử dụng bổ sung cho nhau để giải thích cơ chế tác động giữa các biến nghiên cứu. Trên cơ sở đó, khung lý thuyết được xây dựng theo các mối quan hệ giữa QTCT và giá trị doanh nghiệp; QTCT và nắm giữ tiền; nắm giữ tiền và giá trị doanh nghiệp; đồng thời xem xét ảnh hưởng của QTCT đến giá trị doanh nghiệp thông qua vai trò trung gian của nắm giữ tiền và khả năng tồn tại mối quan hệ phi tuyến giữa nắm giữ tiền và giá trị doanh nghiệp. Khung lý thuyết này là cơ sở để xây dựng mô hình và phát triển các giả thuyết nghiên cứu tại Chương 3.

CHƯƠNG 3. MÔ HÌNH VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

3.1. Mô hình nghiên cứu và giả thuyết nghiên cứu

3.1.1. Mô hình nghiên cứu



Hình 3.1. Mô hình nghiên cứu

(Nguồn: Tác giả tự xây dựng)

Giải thích mô hình:

($\longrightarrow$) là tác động trực tiếp đến TQ

($\dashrightarrow$) là tác động gián tiếp đến TQ thông qua CL

CL là nắm giữ tiền (biến phụ thuộc, biến độc lập và biến trung gian tùy theo mô hình kiểm định)

CL² là Bình phương của nắm giữ tiền (biến độc lập dùng để kiểm định quan hệ phi tuyến)

3.1.2. Giải thuyết nghiên cứu

Trên cơ sở các lý thuyết nền tảng và kết quả tổng quan nghiên cứu, luận án xây dựng hệ thống giả thuyết nhằm kiểm định bốn nhóm quan hệ chính giữa các yếu tố QTCT, nắm giữ tiền và giá trị doanh nghiệp. Các nghiên cứu trước cho thấy QTCT có thể tác động đến giá trị doanh nghiệp thông qua cơ chế giám sát, hạn chế xung đột lợi ích và nâng cao hiệu quả sử dụng nguồn lực; đồng thời, các yếu tố QTCT cũng có thể ảnh hưởng đến chính sách nắm giữ tiền của doanh nghiệp. Nắm giữ tiền vừa mang lại lợi ích về thanh khoản và tính linh hoạt tài chính, vừa có thể phát sinh chi phí cơ hội và chi phí đại diện khi được duy trì ở mức cao.

Thứ nhất, về ảnh hưởng của các yếu tố QTCT đến giá trị doanh nghiệp, luận án xem xét năm yếu tố gồm sở hữu nước ngoài, sở hữu tổ chức, quy mô HĐQT, cấu trúc lãnh đạo

giữa Chủ tịch HĐQT và Tổng giám đốc và tỷ lệ thành viên nữ trong HĐQT. Trên cơ sở lý thuyết đại diện, lý thuyết tín hiệu và các bằng chứng thực nghiệm trước, luận án xây dựng các giả thuyết H1 đến H5. Theo đó, sở hữu nước ngoài, sở hữu tổ chức, sự tách biệt giữa Chủ tịch HĐQT và Tổng giám đốc và tỷ lệ thành viên nữ trong HĐQT được kỳ vọng có ảnh hưởng tích cực đến giá trị doanh nghiệp; quy mô HĐQT được kỳ vọng có ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp

Thứ hai, về ảnh hưởng của các yếu tố QTCT đến nắm giữ tiền, luận án cho rằng cấu trúc sở hữu và đặc điểm HĐQT có thể ảnh hưởng đến quyết định nắm giữ và sử dụng tiền thông qua cơ chế giám sát và quá trình ra quyết định tài chính. Do bằng chứng thực nghiệm trước chưa thống nhất về chiều tác động, luận án không xác định trước chiều ảnh hưởng đối với nhóm quan hệ này. Các giả thuyết H6a đến H6e lần lượt kiểm định ảnh hưởng của sở hữu nước ngoài, sở hữu tổ chức, quy mô HĐQT, cấu trúc lãnh đạo giữa Chủ tịch HĐQT và Tổng giám đốc và tỷ lệ thành viên nữ trong HĐQT đến nắm giữ tiền.

Thứ ba, về ảnh hưởng của nắm giữ tiền đến giá trị doanh nghiệp, lý thuyết đánh đổi cho rằng doanh nghiệp phải cân đối giữa lợi ích và chi phí của việc nắm giữ tiền. Ở mức phù hợp, tiền giúp giảm rủi ro thanh khoản, tăng tính linh hoạt tài chính và hỗ trợ các cơ hội đầu tư. Tuy nhiên, khi lượng tiền quá lớn, chi phí cơ hội và chi phí đại diện có thể gia tăng, làm giảm lợi ích của việc nắm giữ tiền. Trên cơ sở đó, luận án xây dựng giả thuyết H7 về mối quan hệ phi tuyến dạng chữ U ngược giữa nắm giữ tiền và giá trị doanh nghiệp.

Thứ tư, về vai trò trung gian của nắm giữ tiền, luận án cho rằng các yếu tố QTCT không chỉ có thể ảnh hưởng trực tiếp đến giá trị doanh nghiệp mà còn tác động đến quyết định nắm giữ và sử dụng tiền, từ đó ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp. Vì vậy, nắm giữ tiền được xem xét như một cơ chế truyền dẫn giữa QTCT và giá trị doanh nghiệp. Trên cơ sở đó, giả thuyết H8 được xây dựng với kỳ vọng nắm giữ tiền đóng vai trò trung gian trong mối quan hệ giữa các yếu tố QTCT và giá trị doanh nghiệp. Hệ thống giả thuyết của luận án được tổng hợp như sau:

Bảng 3.1. Tổng hợp các giả thuyết nghiên cứu

Giả thuyết	Nội dung giả thuyết	Lý thuyết hỗ trợ	Cơ chế tác động	Kỳ vọng
H1	SHNN có ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp	Lý thuyết đại diện; Lý thuyết tín hiệu	Tăng cường giám sát, minh bạch thông tin và giảm chi phí đại diện	(+)
H2	SHTC có ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp	Lý thuyết đại diện	Tăng cường giám sát của cổ đông tổ chức, hạn chế hành vi cơ hội của nhà quản lý	(+)

H3	Quy mô HĐQT (Bsize) có ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp	Lý thuyết đại diện	Ảnh hưởng đến khả năng giám sát, nguồn lực của HĐQT và chi phí phối hợp	(-)
H4	Sự tách biệt giữa Chủ tịch HĐQT và Tổng giám đốc (ID) có ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp	Lý thuyết đại diện	Hạn chế tập trung quyền lực, tăng cường chức năng giám sát của HĐQT	(-)
H5	Tỷ lệ thành viên nữ trong HĐQT (Nu) có ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp	Lý thuyết tín hiệu	Tăng tính đa dạng, hỗ trợ giám sát và nâng cao chất lượng ra quyết định	(+)
H6a	SHNN có ảnh hưởng đến nắm giữ tiền (CL)	Lý thuyết đại diện; Lý thuyết dòng tiền tự do	Ảnh hưởng đến chính sách nắm giữ tiền thông qua cơ chế giám sát	(±)
H6b	SHTC có ảnh hưởng đến nắm giữ tiền (CL)	Lý thuyết đại diện; Lý thuyết dòng tiền tự do	Giám sát việc nắm giữ và sử dụng tiền của doanh nghiệp	(±)
H6c	Quy mô HĐQT (Bsize) có ảnh hưởng đến nắm giữ tiền (CL)	Lý thuyết đại diện	Ảnh hưởng đến quá trình ra quyết định tài chính và quản trị thanh khoản	(±)
H6d	Sự tách biệt giữa Chủ tịch HĐQT và Tổng giám đốc (ID) có ảnh hưởng đến nắm giữ tiền (CL)	Lý thuyết đại diện	Ảnh hưởng đến cơ chế giám sát các quyết định nắm giữ và sử dụng tiền	(±)
H6e	Tỷ lệ thành viên nữ trong HĐQT (Nu) có ảnh hưởng đến nắm giữ tiền (CL)	Lý thuyết tín hiệu, Lý thuyết đại diện	Ảnh hưởng đến giám sát, mức độ thận trọng và quyết định nắm giữ tiền	(±)
H7	Nắm giữ tiền có ảnh hưởng phi tuyến đến giá trị doanh nghiệp	Lý thuyết đánh đổi	Lợi ích thanh khoản chiếm ưu thế ở mức nắm giữ thấp, trong khi	CL (+), CL ² (-)

			chi phí cơ hội và chi phí đại diện gia tăng khi nắm giữ tiền ở mức cao	
H8	Nắm giữ tiền đóng vai trò trung gian trong mối quan hệ giữa QTCT và giá trị doanh nghiệp	Lý thuyết đại diện; Lý thuyết dòng tiền tự do	Các yếu tố QTCT tác động đến quyết định nắm giữ tiền, từ đó tác động đến giá trị doanh nghiệp	Trung gian

Nguồn: Tác giả tổng hợp và đề xuất

3.2. Dữ liệu nghiên cứu

3.2.1. Mẫu nghiên cứu

Nghiên cứu được thực hiện đối với các công ty phi tài chính niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) trong giai đoạn 2019–2024. Các công ty thuộc lĩnh vực tài chính như ngân hàng, chứng khoán, bảo hiểm và công ty tài chính được loại khỏi mẫu do có sự khác biệt về đặc điểm tài chính, cơ chế quản lý vốn và yêu cầu thanh khoản. Các công ty trên thị trường UPCoM cũng không thuộc phạm vi nghiên cứu.

Mẫu được lựa chọn theo phương pháp có chủ đích, với điều kiện doanh nghiệp có đầy đủ dữ liệu tài chính, dữ liệu thị trường và thông tin QTCT để đo lường các biến nghiên cứu. Sau quá trình thu thập và sàng lọc, mẫu nghiên cứu gồm 200 công ty với 1.139 quan sát trong giai đoạn 2019–2024, thuộc năm nhóm ngành: công nghiệp, bất động sản, hàng tiêu dùng, nguyên vật liệu và dịch vụ. Do một số công ty không có đầy đủ dữ liệu trong tất cả các năm, bộ dữ liệu được tổ chức dưới dạng dữ liệu bảng không cân bằng (unbalanced panel).

3.2.2. Nguồn dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu nghiên cứu được thu thập từ các nguồn thứ cấp công khai, gồm báo cáo tài chính đã được kiểm toán, báo cáo thường niên, báo cáo quản trị công ty, dữ liệu thị trường và các công bố thông tin trên HOSE, HNX và Ủy ban Chứng khoán Nhà nước. Các thông tin về sở hữu nước ngoài (SHNN), sở hữu tổ chức (SHTC), quy mô HĐQT (Bsize), cấu trúc lãnh đạo giữa Chủ tịch HĐQT và Tổng giám đốc (ID) và tỷ lệ thành viên nữ trong HĐQT (Nu) được thu thập thủ công từ báo cáo thường niên và báo cáo quản trị công ty.

Giai đoạn 2019–2024 được lựa chọn nhằm bảo đảm tính cập nhật của dữ liệu và số năm quan sát cần thiết cho phân tích dữ liệu bảng. Đây cũng là giai đoạn có những thay đổi trong khuôn khổ pháp lý về QTCT và công bố thông tin trên thị trường chứng khoán Việt Nam, đáng chú ý là Bộ nguyên tắc quản trị công ty theo thông lệ tốt nhất dành cho công ty đại chúng tại Việt Nam năm 2019 (Ủy ban Chứng khoán Nhà nước và IFC, 2019) và Luật Chứng khoán số 54/2019/QH14, có hiệu lực từ ngày 01/01/2021 (Quốc hội, 2019). Giai đoạn

ngiên cứu đồng thời bao gồm thời kỳ Covid-19 và những năm sau đại dịch; luận án xem đây là đặc điểm của bối cảnh nghiên cứu và không tách riêng ảnh hưởng của Covid-19 trong mô hình thực nghiệm.

3.2.3. Phương pháp thu thập dữ liệu

Dữ liệu được thu thập theo phương pháp dữ liệu thứ cấp kết hợp tổng hợp và chuẩn hóa thủ công. Dữ liệu tài chính được thu thập từ báo cáo tài chính đã kiểm toán; dữ liệu QTCT được tổng hợp từ báo cáo thường niên và báo cáo quản trị công ty; dữ liệu thị trường được sử dụng để xác định các chỉ tiêu giá trị doanh nghiệp. Sau khi thu thập, dữ liệu được kiểm tra, làm sạch và loại bỏ các quan sát không đủ thông tin để tính toán các biến nghiên cứu. Dữ liệu sau xử lý được tổ chức dưới dạng bảng không cân bằng và được phân tích bằng Stata 17.

Bảng 3.2. Phân bố các quan sát theo nhóm ngành

Nhóm ngành	Số quan sát	Tỷ lệ quan sát (%)
Công nghiệp (CN)	228	20,02
Bất động sản (BDS)	210	18,44
Hàng tiêu dùng (HTD)	233	20,46
Nguyên vật liệu (NVL)	240	21,07
Dịch vụ (DV)	228	20,02
Tổng cộng	1.139	100%

Nguồn: Tác giả tổng hợp từ dữ liệu nghiên cứu.

3.3. Tóm tắt các biến nghiên cứu

Việc lựa chọn các biến đại diện cho QTCT trong luận án được thực hiện trên cơ sở tổng hợp các nghiên cứu thực nghiệm quốc tế và trong nước, đồng thời phù hợp với đặc điểm công bố thông tin của các công ty niêm yết tại Việt Nam. Các biến được lựa chọn bao gồm SHNN, SHTC, quy mô HĐQT (Bsize), sự tách biệt giữa Chủ tịch HĐQT và Tổng giám đốc (ID) và tỷ lệ thành viên nữ trong HĐQT (Nu).

Các biến này phản ánh hai nhóm cơ chế QTCT chủ yếu gồm: (i) cơ chế giám sát từ cấu trúc sở hữu (SHNN, SHTC) và (ii) cơ chế giám sát nội bộ thông qua đặc điểm HĐQT (Bsize, ID, Nu). Đây là các chỉ tiêu được sử dụng phổ biến trong các nghiên cứu về QTCT tại các thị trường mới nổi (Claessens & Yurtoglu, 2013; Guizani, 2017; Batten & Vo, 2019), đồng thời có tính khả thi cao trong quá trình thu thập dữ liệu từ báo cáo thường niên và báo cáo QTCT của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam. Công thức đo lường chi tiết của từng biến được trình bày tại Mục 2.1 của Chương 2. Bảng 3.2 trình bày tóm tắt các biến nghiên cứu, cách đo lường và cơ sở lựa chọn biến trong mô hình nghiên cứu.

Bảng 3.3. Bảng tóm tắt các biến nghiên cứu và cơ sở lựa chọn

Nhóm biến	Ký hiệu	Cách đo lường	Cơ sở lựa chọn
Biến phụ thuộc			
Giá trị doanh nghiệp	TQ1	Giá trị thị trường của doanh nghiệp	Thước đo thay thế được sử dụng để kiểm tra tính vững của kết quả nghiên cứu
Giá trị doanh nghiệp	TQ2	Giá trị thị trường của doanh nghiệp	Thước đo cơ sở của luận án
Giá trị doanh nghiệp	TQ3	Giá trị thị trường của doanh nghiệp	Thước đo thay thế được sử dụng để kiểm tra tính vững của kết quả nghiên cứu
Biến độc lập (QTCT)			
Sở hữu nước ngoài	SHNN	Tỷ lệ cổ phần do nhà đầu tư nước ngoài nắm giữ	Đại diện cho cơ chế giám sát bên ngoài; phản ánh mức độ hội nhập và minh bạch thông tin (Lý thuyết đại diện, Lý thuyết tín hiệu)
Sở hữu tổ chức	SHTC	Tỷ lệ cổ phần do các tổ chức nắm giữ	Đại diện cho khả năng giám sát của cổ đông tổ chức đối với nhà quản lý (Lý thuyết đại diện)
Quy mô HĐQT	Bsize	Tổng số thành viên HĐQT	Đại diện cho năng lực giám sát và nguồn lực quản trị của HĐQT (Lý thuyết đại diện)
Sự tách biệt giữa Chủ tịch HĐQT và Tổng giám đốc	ID	Biến giả, nhận giá trị =1 khi Chủ tịch HĐQT đồng thời là Tổng giám đốc và =0 khi hai chức danh được tách biệt	Đại diện cho mức độ độc lập trong quản trị và giám sát (Lý thuyết đại diện)
Tỷ lệ thành viên nữ trong HĐQT	Nu	Số thành viên nữ trong HĐQT/Tổng số thành viên HĐQT	Đại diện cho tính đa dạng của HĐQT và chất lượng quản trị (Lý thuyết tín hiệu)
Biến trung gian			
Nắm giữ tiền	CL	Tiền và các khoản tương đương tiền/Tổng tài sản	Được xem xét với vai trò là biến phụ thuộc, biến độc lập hoặc biến trung gian tùy theo phương trình kiểm định
Bình phương nắm giữ tiền	CL ²	Bình phương của biến CL	Biến độc lập được sử dụng để kiểm định mối quan hệ phi tuyến giữa nắm giữ tiền và giá trị doanh nghiệp
Biến kiểm soát			
Quy mô doanh nghiệp	SIZE	Logarit tự nhiên của tổng tài sản	Kiểm soát ảnh hưởng của quy mô doanh nghiệp đến giá trị doanh nghiệp và nắm giữ tiền
Ngành nghề kinh doanh	IND	Biến giả ngành nghề theo nhóm ngành nghiên cứu	Kiểm soát sự khác biệt đặc thù giữa các ngành

Nguồn: Tác giả tổng hợp.

3.4. Quy trình phân tích và kiểm định

3.4.1. Thống kê mô tả và phân tích tương quan

Luận án sử dụng thống kê mô tả để phản ánh đặc điểm của các biến nghiên cứu thông qua giá trị trung bình, độ lệch chuẩn, giá trị nhỏ nhất và lớn nhất; đồng thời sử dụng tần số và tỷ lệ phần trăm đối với các biến phân loại. Phân tích phương sai một yếu tố (ANOVA) được thực hiện nhằm xem xét sự khác biệt về năm giữ tiền và giá trị doanh nghiệp giữa các nhóm ngành. Hệ số tương quan Pearson được sử dụng để đánh giá sơ bộ mức độ và chiều hướng tương quan giữa các biến. Hiện tượng đa cộng tuyến được kiểm tra thông qua hệ số phóng đại phương sai (VIF), trong đó VIF dưới 5 được xem là chưa cho thấy đa cộng tuyến nghiêm trọng (Kutner và cộng sự, 2005; Wooldridge, 2010). Các phân tích này có tính chất kiểm tra dữ liệu ban đầu và không được sử dụng để khẳng định quan hệ nhân quả. Pasted text

3.4.2. Phương trình hồi quy và kiểm định giả thuyết nghiên cứu

Trên cơ sở mô hình và hệ thống giả thuyết nghiên cứu, luận án xây dựng các phương trình hồi quy để kiểm định ảnh hưởng của các yếu tố QTCT đến giá trị doanh nghiệp; ảnh hưởng của các yếu tố QTCT đến năm giữ tiền; ảnh hưởng của năm giữ tiền đến giá trị doanh nghiệp; vai trò trung gian của năm giữ tiền; và khả năng tồn tại mối quan hệ phi tuyến giữa năm giữ tiền và giá trị doanh nghiệp (Wooldridge, 2010; Hair và cộng sự, 2019). Pasted text

Phương trình kiểm định ảnh hưởng của các yếu tố QTCT đến giá trị doanh nghiệp:

$$TQ_{it} = \beta_0 + \beta_1 SHNN_{it} + \beta_2 SHTC_{it} + \beta_3 Bsize_{it} + \beta_4 ID_{it} + \beta_5 Nu_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 CN_{it} + \beta_8 BDS_{it} + \beta_9 DV_{it} + \beta_{10} HTD_{it} + \epsilon_{it}$$

Trong đó, giá trị doanh nghiệp được đo lường lần lượt bằng TQ1, TQ2 và TQ3, với TQ2 là thước đo cơ sở. Phương trình kiểm định ảnh hưởng của các yếu tố QTCT đến năm giữ tiền:

$$CL_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 SHNN_{it} + \alpha_2 SHTC_{it} + \alpha_3 Bsize_{it} + \alpha_4 ID_{it} + \alpha_5 Nu_{it} + \alpha_6 SIZE_{it} + \alpha_7 CN_{it} + \alpha_8 BDS_{it} + \alpha_9 DV_{it} + \alpha_{10} HTD_{it} + \epsilon_{it}$$

Trong phương trình này, năm giữ tiền (CL) là biến phụ thuộc, đồng thời là biến trung gian trong khung nghiên cứu tổng thể.

Để kiểm định ảnh hưởng của năm giữ tiền và khả năng tồn tại quan hệ phi tuyến với giá trị doanh nghiệp, luận án sử dụng phương trình:

$$TQ_{it} = \beta_0 + \beta_1 CL_{it} + \beta_2 CL_{it}^2 + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 CN_{it} + \beta_5 BDS_{it} + \beta_6 DV_{it} + \beta_7 HTD_{it} + \epsilon_{it}$$

Biến CL^2 được sử dụng để kiểm định quan hệ phi tuyến. Dấu hiệu của quan hệ chữ U ngược được ghi nhận khi hệ số của CL dương, hệ số của CL^2 âm và có ý nghĩa thống kê; điểm ngoặt đồng thời được đối chiếu với phạm vi quan sát thực tế của CL.

Đối với vai trò trung gian, luận án xem xét đồng thời ảnh hưởng trực tiếp của các yếu tố QTCT đến giá trị doanh nghiệp và ảnh hưởng gián tiếp thông qua năm giữ tiền. CL^2 chỉ được sử dụng để kiểm định quan hệ phi tuyến và không được xem là biến trung gian.

3.4.3. Phương pháp ước lượng mô hình

Các mô hình dữ liệu bảng được ước lượng lần lượt bằng Pooled OLS, mô hình tác động cố định (FEM) và mô hình tác động ngẫu nhiên (REM). Việc lựa chọn mô hình được thực hiện thông qua các kiểm định phù hợp. Sau đó, luận án kiểm tra các khuyết tật của mô hình; khi tồn tại phương sai sai số thay đổi hoặc tự tương quan, FGLS được sử dụng để khắc phục và kết quả FGLS được sử dụng làm cơ sở chính để kiểm định các giả thuyết (Baltagi, 2008; Wooldridge, 2010). Bên cạnh đó, mô hình SEM được sử dụng như một phân tích bổ trợ để xem xét tác động trực tiếp và gián tiếp trong kiểm định vai trò trung gian của năm giữ tiền.

3.4.4. Các kiểm định mô hình

Luận án thực hiện kiểm định Hausman để lựa chọn giữa FEM và REM, đồng thời kiểm định phương sai sai số thay đổi và tự tương quan. Khi mô hình tồn tại các khuyết tật này, FGLS được sử dụng nhằm nâng cao hiệu quả của ước lượng (Baltagi, 2008; Wooldridge, 2010). Vai trò trung gian của năm giữ tiền được kiểm định thông qua việc đánh giá ảnh hưởng của các yếu tố QTCT đến năm giữ tiền, ảnh hưởng của năm giữ tiền đến giá trị doanh nghiệp và tác động gián tiếp của các yếu tố QTCT đến giá trị doanh nghiệp thông qua năm giữ tiền. SEM được sử dụng như phương pháp phân tích bổ sung để đối chiếu các tác động trực tiếp và gián tiếp. Quan hệ phi tuyến được kiểm định thông qua CL và CL². Khi các điều kiện về dấu và ý nghĩa thống kê được đáp ứng, điểm ngoặt được xác định và đối chiếu với phạm vi quan sát của CL trước khi kết luận về dấu hiệu của quan hệ chữ U ngược (Chen và cộng sự, 2012). Độ vững của kết quả được kiểm tra bằng cách thay thế thước đo giá trị doanh nghiệp. TQ2 được sử dụng làm thước đo cơ sở, trong khi TQ1 và TQ3 được sử dụng làm các thước đo thay thế nhằm đánh giá mức độ ổn định của chiều tác động và các kết luận chính của nghiên cứu (Cameron & Trivedi, 2010; Petersen, 2009).

Tóm tắt chương 3

Chương 3 đã trình bày *mô hình nghiên cứu và phương pháp nghiên cứu* được sử dụng trong luận án nhằm kiểm định mối quan hệ giữa QTCT, năm giữ tiền và giá trị doanh nghiệp của các công ty phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Trên cơ sở các lập luận lý thuyết và các nghiên cứu thực nghiệm trước đây, chương đã xây dựng mô hình nghiên cứu, cơ chế tác động giữa các biến và hệ thống giả thuyết nghiên cứu liên quan đến tác động trực tiếp, tác động trung gian và khả năng tồn tại mối quan hệ phi tuyến giữa năm giữ tiền và giá trị doanh nghiệp.

CHƯƠNG 4. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ THẢO LUẬN

4.1. Thống kê mô tả và phân tích tương quan

4.1.1. Thống kê mô tả các biến nghiên cứu

Sau khi tiến hành thu thập và làm sạch dữ liệu luận án thu được bộ dữ liệu hoàn chỉnh với 1139 quan sát, trong đó 586 quan sát thuộc các doanh nghiệp niêm yết trên HOSE (51,45%) và 553 quan sát thuộc các doanh nghiệp niêm yết trên HNX (48,55%)(Bảng 4.1). Các doanh nghiệp được phân bố ở 5 nhóm ngành nghề kinh doanh chính là lĩnh vực CN, lĩnh vực BDS, lĩnh vực HTD, lĩnh vực NVL và DV. Tỷ lệ phân bố giữa các ngành khá đồng đều (dao động từ 18,44% đến 21,07%), bảo đảm tính đại diện và phù hợp với mục tiêu đánh giá sự khác biệt giữa các đặc thù ngành. Về loại hình báo cáo tài chính, dữ liệu bao gồm 671 quan sát từ các doanh nghiệp lập báo cáo tài chính hợp nhất (58,91%), phản ánh đặc trưng của các tập đoàn; và 468 quan sát từ doanh nghiệp lập báo cáo tài chính riêng lẻ (41,09%).

Bảng 4.1: Phân bố các quan sát trong mẫu nghiên cứu theo một số đặc điểm

STT	Nhóm	Số lượng	Tỷ lệ%
1	<i>Phân nhóm theo ngành nghề</i>		
1.1	Công nghiệp	228	20,02
1.2	BDS	210	18,44
1.3	Tiêu dùng	233	20,46
1.4	Nguyên vật liệu	240	21,07
1.5	Dịch Vụ	228	20,02
2	<i>Phân nhóm theo tính tách biệt của HĐQT</i>		
2.1	Tách biệt	906	79,54
2.2	Kiểm nhiệm	233	20,46
3	<i>Phân nhóm theo Loại hình BCTC</i>		
3.1	Đơn lẻ	468	41,09
3.2	Hợp nhất	671	58,91
4	<i>Phân nhóm theo sàn</i>		
4.1	HNX	553	48,55
4.2	HOSE	586	51,45

Nguồn: Số liệu phân tích từ Stata 17

Bảng 4.2 trình bày thống kê mô tả của các biến sử dụng trong mô hình nghiên cứu. Kết quả cho thấy giá trị doanh nghiệp đo lường theo TQ1, TQ2 và TQ3 có sự khác biệt tương đối lớn giữa các công ty trong mẫu nghiên cứu, thể hiện qua khoảng dao động khá rộng giữa giá trị nhỏ nhất và lớn nhất.

Bảng 4.2: Thống kê mô tả các biến nghiên cứu (N=1139)

Biến	N	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Nhỏ nhất	Lớn nhất
TQ1	1139	9,12	12,02	0,03	59,80
TQ2	1139	1,29	1,04	0,07	13,17
TQ3	1139	1,50	1,69	0,02	25,30
CL	1139	0,08	0,10	0,00	0,98
SHNN	1139	0,08	0,13	0,00	0,85
SHTC	1139	0,29	0,31	0,00	1,00
Bsize	1139	5,81	1,52	3,00	14,00
ID	1139	0,20	0,40	0,00	1,00
Nu	1139	0,18	0,19	0,00	1,00
SIZE	1139	27,77	1,77	23,34	33,04

Nguồn: Số liệu phân tích từ Stata 17

Bảng 4.3 trình bày giá trị doanh nghiệp và năm giữ tiền của các công ty phi tài chính niêm yết theo năm nhóm ngành trong mẫu nghiên cứu.

Bảng 4.3. Giá trị doanh nghiệp và năm giữ tiền theo ngành nghề

Nhóm ngành	TQ1	TQ2	TQ3	CL
	<i>Mean (SD)</i>	<i>Mean (SD)</i>	<i>Mean (SD)</i>	<i>Mean (SD)</i>
Công nghiệp	7,34 (8,91)	1,29 (1,25)	1,47 (2,16)	0,07 (0,07)
Bất động sản	18,68 (16,38)	1,12 (0,55)	1,42 (1,42)	0,06 (0,09)
Tiêu dùng	6,69 (9,83)	1,49 (1,06)	1,78 (1,54)	0,08 (0,09)
Nguyên vật liệu	3,84 (5,75)	1,12 (0,64)	1,16 (0,92)	0,07 (0,06)
Dịch Vụ	10,17 (11,86)	1,42 (1,36)	1,67 (2,05)	0,12 (0,14)

Nguồn: Số liệu phân tích từ Stata 17

Ghi chú: Giá trị trong bảng được trình bày dưới dạng trung bình (độ lệch chuẩn); CL là tỷ lệ năm giữ tiền.

4.1.2 Phân tích tương quan

Phân tích tương quan được thực hiện nhằm xem xét mối quan hệ tuyến tính giữa các biến trong mô hình nghiên cứu, đồng thời hỗ trợ đánh giá sơ bộ hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến giải thích trước khi thực hiện hồi quy dữ liệu bảng. Bảng 4.4 trình bày ma trận hệ số tương quan giữa các biến QTCT, năm giữ tiền, giá trị doanh nghiệp và các biến kiểm soát trong mô hình nghiên cứu. Kết quả phân tích cho thấy biến năm giữ tiền (CL) có mối tương quan cùng chiều và có ý nghĩa thống kê với các thước đo giá trị doanh nghiệp gồm TQ1, TQ2 và TQ3. Đối với biến ID, kết quả cho thấy ID tương quan cùng chiều với TQ1 nhưng tương quan ngược chiều với TQ2 và CL; các mối tương quan này có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Ngoài ra, tỷ lệ thành viên nữ trong HĐQT (Nu) tương quan cùng chiều với TQ1 ở mức ý nghĩa 0,1%, trong khi sở hữu tổ chức (SHTC) tương quan ngược chiều với TQ1 ở mức ý nghĩa 1%.

Bảng 4.4. Kết quả phân tích tương quan (N=1139)

	TQ1	TQ2	TQ3	CL	SHNN	SHTC	Bsize	ID	Nu	SIZE	BDS	HTD	DV
CL	0,116 ***	0,127 ***	0,105 ***	1,000									
SHNN	0,051 †	0,149 ***	0,104 ***	0,104 ***	1,000								
SHTC	-0,095 **	0,038	0,032	0,171 ***	0,099 **	1,000							
Bsize	-0,017	0,152 ***	0,141 ***	0,014	0,247 ***	0,000	1,000						
ID	0,099 **	-0,080 **	-0,033	-0,093 **	-0,039	-0,097 **	0,011	1,000					
Nu	0,138 ***	-0,023	-0,048	0,063 *	0,056 †	-0,032	-0,045	-0,020	1,000				
SIZE	0,057†	-0,024	0,012	-0,170 ***	0,211 ***	-0,014	0,318 ***	-0,030	-0,063 *	1,000			
BDS	0,378 ***	-0,078 **	-0,021	-0,108 ***	-0,083 **	-0,199 **	0,057 †	0,157	0,014	0,279 ***	1,000		
HTD	-0,103 **	0,097 **	0,085 **	0,005	0,066 **	0,134 ***	0,078 **	-0,155 ***	0,143 ***	0,151 ***	-0,241 ***	1,000	
DV	0,044	0,063 *	0,051 †	0,223 ***	0,008	-0,025	-0,093 **	-0,047	0,181 ***	-0,458 ***	-0,238 ***	-0,254 ***	1,000
CN	-0,075 *	0,001	-0,010	-0,042	0,110 ***	-0,077 **	0,082 **	0,160 ***	-0,210 ***	-0,010	-0,238 ***	-0,254 ***	-0,25 ***

Nguồn: Kết quả số liệu phân tích từ Stata 17

4.1.3. Kiểm định đa cộng tuyến

Để đánh giá hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến giải thích trong mô hình nghiên cứu, luận án sử dụng hệ số phóng đại phương sai (VIF). Kết quả phân tích tương quan ở Bảng 4.4 cho thấy hệ số tương quan giữa các biến độc lập và biến kiểm soát nhìn chung không lớn, qua đó cho thấy chưa có dấu hiệu đa cộng tuyến nghiêm trọng. Tuy nhiên, để tăng độ tin cậy của kết quả đánh giá, nghiên cứu tiếp tục thực hiện kiểm định VIF đối với các biến trong mô hình hồi quy. Kết quả kiểm định VIF được trình bày tại Bảng 4.5 cho thấy giá trị VIF của các biến dao động từ 1,09 đến 1,97 và giá trị VIF trung bình đạt 1,41. Tất cả các giá trị VIF đều nhỏ hơn 5, là ngưỡng được sử dụng trong luận án để đánh giá hiện tượng đa cộng tuyến. Giá trị VIF lớn nhất là 1,97 đối với biến giả ngành DV, thấp hơn đáng kể so với ngưỡng này. Vì vậy, kết quả chưa cho thấy hiện tượng đa cộng tuyến nghiêm trọng giữa các biến giải thích trong mô hình.

Bảng 4.5 Kết quả phân tích VIF (N=1139)

STT	Variable	VIF	1/VIF
1	DV	1,97	0,51
2	BDS	1,73	0,58
3	CN	1,72	0,58
4	HTD	1,66	0,60
5	SIZE	1,58	0,63
6	Bsize	1,18	0,85
7	SHNN	1,17	0,85
8	SHTC	1,12	0,89
9	CL	1,12	0,89
10	Nu	1,11	0,90
11	ID	1,09	0,92
<i>Mean VIF</i>		1,41	

Nguồn: Số liệu phân tích từ Stata 17

4.2. Kết quả hồi quy của các mô hình nghiên cứu

4.2.1. Kết quả hồi quy ảnh hưởng của các yếu tố QTCT đến giá trị doanh nghiệp

Bảng 4.6 trình bày kết quả mô hình hồi quy cơ sở với TQ2 là thước đo giá trị doanh nghiệp, trong đó các yếu tố QTCT được xem xét đồng thời với nắm giữ tiền và các biến kiểm soát. Kết quả cho thấy các yếu tố QTCT có mức độ và chiều tác động khác nhau đến giá trị doanh nghiệp. Kết quả hồi quy cho thấy các yếu tố QTCT và nắm giữ tiền có mức độ ảnh hưởng khác nhau đến giá trị doanh nghiệp của các công ty phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Trong mô hình cơ sở, CL có hệ số dương và có ý nghĩa thống kê ($\beta = 1,5454$; $p = 0,014$), trong khi CL² mang dấu âm nhưng không có ý nghĩa thống kê ($\beta = -1,2157$; $p = 0,254$).

Bảng 4.6: Kết quả hồi quy ảnh hưởng của các yếu tố QTCT đến giá trị DN

Biến	Hệ số	Sai số chuẩn	t	P> t
CL	1,5454	0,6276	2,46	0,014
CL ²	-1,2157	1,0641	-1,14	0,254

SHNN	0,8561***	0,2448	3,50	0,000
SHTC	-0,0206	0,1026	-0,20	0,841
Bsize	0,0922***	0,0214	4,32	0,000
ID	-0,1466*	0,0769	-1,91	0,057
Nu	-0,3210*	0,1649	-1,95	0,052
SIZE	-0,0382*	0,0212	-1,81	0,071
CN	0,0682	0,0974	0,70	0,484
BDS	0,0395	0,1010	0,39	0,696
HTD	0,2971***	0,0948	3,13	0,002
DV	0,1864*	0,1042	1,79	0,074
_cons	1,6195***	0,5803	2,79	0,005
Số quan sát (N)	1.139			
F-statistic	7,26			
Prob > F	0,000			
R ²	0,0718			
R ² hiệu chỉnh	0,0619			

Nguồn: Kết quả phân tích từ Stata 17.

4.2.2. Kết quả hồi quy ảnh hưởng của các yếu tố QTCT đến nắm giữ tiền

Kết quả hồi quy cho thấy một số đặc điểm QTCT có tác động có ý nghĩa thống kê đến nắm giữ tiền của các công ty phi tài chính niêm yết trong giai đoạn nghiên cứu. Bảng 4.7 trình bày kết quả ước lượng mô hình với nắm giữ tiền (CL) là biến phụ thuộc.

Theo Bảng 4.7, biến SHNN có tác động cùng chiều và có ý nghĩa thống kê đến nắm giữ tiền ($\beta = 0,0697$; $p = 0,002$). Kết quả cho thấy các công ty có tỷ lệ SHNN cao hơn có gắn với mức nắm giữ tiền cao hơn. Điều này có thể phản ánh xu hướng thận trọng hơn trong chính sách tài chính và nhu cầu duy trì tính linh hoạt tài chính của các doanh nghiệp có sự tham gia của nhà đầu tư nước ngoài. Kết quả này sẽ được đối chiếu với các nghiên cứu trước và lý thuyết đại diện trong phần thảo luận.

Bảng 4.7. Kết quả hồi quy ảnh hưởng của QTCT đến nắm giữ tiền

Biến	Hệ số	Sai số chuẩn	P-value
SHNN	0,0697***	0,0221	0,002
SHTC	0,0517***	0,0092	0,000
Bsize	0,0026	0,0019	0,174
ID	-0,0181**	0,0070	0,010
Nu	0,0102	0,0150	0,495
SIZE	-0,0072***	0,0019	0,000
CN	0,0116	0,0089	0,191
BDS	0,0128	0,0092	0,164
HTD	0,0130	0,0086	0,131
DV	0,0482***	0,0094	0,000
β_0	0,2295***	0,0518	0,000

Nguồn: Số liệu phân tích từ Stata 17

Ghi chú: *** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$, * $p < 0,10$

4.2.3. Kết quả hồi quy ảnh hưởng của nắm giữ tiền đến giá trị doanh nghiệp

Nhằm đánh giá tác động của nắm giữ tiền đến giá trị doanh nghiệp, nghiên cứu tiến hành ước lượng mô hình hồi quy với biến phụ thuộc là giá trị doanh nghiệp và biến giải thích chính là nắm giữ tiền (CL), đồng thời đưa CL^2 vào mô hình để kiểm định mối quan hệ phi tuyến giữa nắm giữ tiền và giá trị doanh nghiệp.

Bảng 4.8: Kết quả hồi quy ảnh hưởng của nắm giữ tiền đến giá trị doanh nghiệp.

Biến	TQ1	TQ2	TQ3
CL	7,17	2,47***	3,20***
P-value	(0,316)	(0,000)	(0,002)
CL^2	14,61	-2,25**	-2,77
P-value	(0,242)	(0,036)	(0,114)
Hằng số	8,32***	1,13***	1,29*
P-value	(0,000)	(0,000)	(0,000)
Số quan sát (N)	1.139	1.139	1.139

Nguồn: Kết quả phân tích từ Stata 17.

Kết quả hồi quy cho thấy hệ số của biến nắm giữ tiền (CL) mang dấu dương đối với cả ba thước đo giá trị doanh nghiệp là TQ1, TQ2 và TQ3. Tuy nhiên, ảnh hưởng của nắm giữ tiền chỉ có ý nghĩa thống kê đối với TQ2 và TQ3. Cụ thể, hệ số của CL đối với TQ2 đạt 2,47 ($p < 0,01$) và đối với TQ3 đạt 3,20 ($p < 0,01$), cho thấy nắm giữ tiền có mối quan hệ cùng chiều với giá trị doanh nghiệp khi đo lường bằng TQ2 và TQ3. Trong khi đó, hệ số của CL đối với TQ1 mặc dù mang dấu dương nhưng không có ý nghĩa thống kê ($p = 0,316$).

4.3 Kiểm định vai trò trung gian của nắm giữ tiền

Trên cơ sở kết quả hồi quy dữ liệu bảng Bảng 4.10, Bảng 4.11 và Bảng 4.12, luận án tiếp tục xem xét vai trò trung gian của nắm giữ tiền trong mối quan hệ giữa các yếu tố QTCT và giá trị doanh nghiệp của các công ty phi tài chính niêm yết. Việc kiểm định vai trò trung gian được thực hiện thông qua việc đánh giá đồng thời tác động trực tiếp của các yếu tố QTCT đến giá trị doanh nghiệp và tác động gián tiếp thông qua nắm giữ tiền trong các mô hình sử dụng TQ1, TQ2 và TQ3. Trong đó, TQ2 được sử dụng là thước đo cơ sở của giá trị doanh nghiệp trong luận án.

4.3.1. Kiểm định vai trò trung gian với TQ1

Bảng 4.9 trình bày kết quả kiểm định vai trò trung gian của nắm giữ tiền trong mối quan hệ giữa các yếu tố QTCT và giá trị doanh nghiệp được đo lường bằng TQ1. Kết quả cho thấy nắm giữ tiền có tác động cùng chiều và có ý nghĩa thống kê đến giá trị doanh nghiệp, qua đó tạo cơ sở để xem xét vai trò trung gian của biến này trong mô hình nghiên cứu.

Bảng 4.9: Kết quả hồi quy của các yếu tố QTCT, nắm giữ tiền và TQ1

STT	Biến ĐL	CL	TQ1 (1)		
			Trực tiếp	Gián tiếp	Tổng tác động
1	CL		16,77**		16,77***
2	SHNN	0,07**	6,02*	1,17**	7,19**
3	SHTC	0,05***	-0,83	0,84***	0,03
4	Bsize	0,003	-0,52*	0,04	-0,48*
5	ID(y)	-0,02*	1,30	-0,30*	0,99
6	Nu	0,01	6,59**	0,17	6,76***
7	SIZE	-0,01***	0,20	-0,12**	0,08
8	CN(y)	0,01	3,23**	0,19	3,42**
9	BDS(y)	0,01	14,23***	0,21	14,44***
10	HTD(y)	0,01	1,94†	0,22	2,16*
11	DV(y)	0,05***	4,67***	0,81***	5,48***
12	B ₀	0,23***	1,01		

Kiểm định độ phù hợp dựa trên mô hình bão hòa (LR test model vs. saturated) = Chi2 (0) = 0

Kiểm định sự phù hợp dựa trên mô hình cơ sở (LR test baseline vs. saturated) = P(chi (21) < 0,001

Nguồn: Số liệu phân tích từ Stata 17

4.3.2. Kiểm định vai trò trung gian với TQ2 (mô hình cơ sở)

Bảng 4.10 trình bày kết quả kiểm định vai trò trung gian của nắm giữ tiền trong mối quan hệ giữa các yếu tố QTCT và giá trị doanh nghiệp được đo lường bằng TQ2 là thước đo cơ sở của giá trị doanh nghiệp trong luận án. Kết quả cho thấy nắm giữ tiền có tác động cùng chiều và có ý nghĩa thống kê đến giá trị doanh nghiệp, qua đó tạo cơ sở để xem xét vai trò trung gian của biến này trong mô hình nghiên cứu.

Bảng 4.10: Kết quả hồi quy của QTCT, nắm giữ tiền và TQ2

STT	Biến ĐL	CL	TQ2 (1)		
			Trực tiếp	Gián tiếp	Tổng tác động
1	CL		0,93**		0,93**
2	SHNN	0,07**	0,88***	0,07*	0,94***
3	SHTC	0,05***	-0,02	0,05*	0,03
4	Bsize	0,003	0,09***	0,002	0,10***
5	ID(y)	-0,02*	-0,15†	-0,02†	-0,16*
6	Nu	0,01	-0,32†	0,01	-0,31†
7	SIZE	-0,01***	-0,04*	-0,01*	-0,05*
8	CN(y)	0,01	0,07	0,01	0,08
9	BDS(y)	0,01	0,03	0,01	0,05
10	HTD(y)	0,01	0,30**	0,01	0,31**
11	DV(y)	0,05***	0,18†	0,04*	0,23*
12	B ₀	0,23***	1,71**		

Kiểm định độ phù hợp dựa trên mô hình bão hòa (LR test model vs. saturated) = Chi2 (0) = 0

Kiểm định sự phù hợp dựa trên mô hình cơ sở (LR test baseline vs. saturated) = P(chi (21) < 0,001

Nguồn: Số liệu phân tích từ Stata 17

4.3.3 Kiểm định vai trò trung gian với TQ3

Bảng 4.11 trình bày kết quả kiểm định vai trò trung gian của nắm giữ tiền trong mối quan hệ giữa các yếu tố QTCT và giá trị doanh nghiệp được đo lường bằng TQ3. Kết quả được sử dụng để đối chiếu với mô hình cơ sở sử dụng TQ2 nhằm đánh giá mức độ nhất quán của vai trò trung gian khi thay đổi thước đo giá trị doanh nghiệp. Kết quả cho thấy nắm giữ tiền có tác động cùng chiều và có ý nghĩa thống kê đến giá trị doanh nghiệp, tạo cơ sở để xem xét vai trò trung gian của biến này trong mô hình nghiên cứu.

Kết quả kiểm định với TQ3 tiếp tục cung cấp bằng chứng cho thấy nắm giữ tiền là một cơ chế truyền dẫn quan trọng trong một số mối quan hệ giữa các yếu tố QTCT và giá trị doanh nghiệp. Đồng thời, sự tương đồng giữa kết quả của mô hình TQ2 và TQ3 góp phần khẳng định tính ổn định của vai trò trung gian của nắm giữ tiền trong mô hình nghiên cứu.

Bảng 4.11: Kết quả hồi quy của QTCT, nắm giữ tiền và TQ3

STT	Biến DL	CL	TQ3		
			Trực tiếp	Gián tiếp	Tổng tác động
1	CL		1,38*		1,38*
2	SHNN	0,07**	0,84*	0,10*	0,94*
3	SHTC	0,05***	0,05	0,07*	0,12
4	Bsize	0,003	0,13***	0,004	0,14***
5	ID(y)	-0,02*	-0,07	-0,02†	-0,09
6	Nu	0,01	-0,75**	0,01	-0,73**
7	SIZE	-0,01***	-0,02	-0,01*	-0,03
8	CN(y)	0,01	0,16	0,02	0,18
9	BDS(y)	0,01	0,28†	0,02	0,29†
10	HTD(y)	0,01	0,56***	0,02	0,58***
11	DV(y)	0,05***	0,45**	0,07*	0,52**
12	B ₀	0,23***	0,93		
<i>Kiểm định độ phù hợp dựa trên mô hình bão hòa (LR test model vs. saturated) =</i>					
<i>Chi2(0)=0</i>					
<i>Kiểm định sự phù hợp dựa trên mô hình cơ sở (LR test baseline vs. saturated) =P(chi</i>					
<i>(21)<0,001</i>					

Nguồn: Số liệu phân tích từ Stata 17

4.3.4. Kết quả đối chiếu vai trò trung gian bằng mô hình SEM

Bên cạnh các mô hình hồi quy được sử dụng trong phân tích chính, luận án sử dụng mô hình cấu trúc tuyến tính (SEM) trên các biến quan sát như một phương pháp bổ trợ để xem xét đồng thời tác động trực tiếp và tác động gián tiếp của các yếu tố QTCT đến giá trị doanh nghiệp thông qua nắm giữ tiền. SEM trong luận án không được sử dụng để xây dựng mô hình đo lường hay phân tích các biến tiềm ẩn, mà được sử dụng để hỗ trợ phân tích đường dẫn và đối chiếu kết quả kiểm định vai trò trung gian của nắm giữ tiền.

Các mô hình hồi quy sử dụng TQ2 làm thước đo cơ sở của giá trị doanh nghiệp, trong khi TQ1 và TQ3 được sử dụng nhằm kiểm tra tính vững của kết quả nghiên cứu. Trên cơ sở đó, mô hình SEM được xây dựng theo hướng xem xét đồng thời mối quan hệ giữa các yếu tố

QTCT, nắm giữ tiền và giá trị doanh nghiệp, cùng với các biến kiểm soát về quy mô doanh nghiệp và ngành nghề kinh doanh. Kết hợp với kết quả xác định mối quan hệ tuyến tính của CL và giá trị doanh nghiệp cũng như kết quả xác nhận có sự khác biệt về ngành nghề.

4.4. Thảo luận kết quả nghiên cứu

Kết quả thực nghiệm cho thấy các yếu tố QTCT có ảnh hưởng khác nhau đến nắm giữ tiền và giá trị doanh nghiệp; đồng thời, nắm giữ tiền có thể đóng vai trò là kênh truyền dẫn tác động của một số yếu tố QTCT đến giá trị doanh nghiệp. Kết quả này cho thấy cần xem xét riêng từng cơ chế QTCT thay vì giả định các yếu tố quản trị có tác động đồng nhất.

Thứ nhất, về ảnh hưởng của các yếu tố QTCT đến giá trị doanh nghiệp, sở hữu nước ngoài (SHNN) có tác động cùng chiều và có ý nghĩa thống kê đối với giá trị doanh nghiệp theo cả ba thước đo TQ1, TQ2 và TQ3. Kết quả này phù hợp với lý thuyết đại diện và tương đồng với các nghiên cứu cho rằng sự tham gia của nhà đầu tư nước ngoài có thể tăng cường giám sát, cải thiện tính minh bạch và nâng cao hiệu quả QTCT (Batten & Vo, 2019; Lutz và cộng sự, 2020; Nguyễn Phan Thùy Dương và cộng sự, 2021). Trong khi đó, SHTC chưa cho thấy tác động trực tiếp có ý nghĩa thống kê đến giá trị doanh nghiệp; Bsize và ID chưa có tác động ổn định; ảnh hưởng của tỷ lệ thành viên nữ trong HĐQT thay đổi giữa các thước đo giá trị doanh nghiệp. Những kết quả này cho thấy ảnh hưởng của QTCT đến giá trị doanh nghiệp phụ thuộc vào từng đặc điểm quản trị và cách thức đo lường giá trị doanh nghiệp.

Thứ hai, về ảnh hưởng của các yếu tố QTCT đến nắm giữ tiền, kết quả cho thấy SHNN và SHTC có tác động cùng chiều đến nắm giữ tiền, trong khi ID có tác động ngược chiều và có ý nghĩa thống kê; Bsize và Nu chưa cho thấy tác động có ý nghĩa thống kê. Kết quả về các yếu tố sở hữu tương đồng với các nghiên cứu cho rằng cổ đông nước ngoài và cổ đông tổ chức có khả năng giám sát và tác động đến các quyết định tài chính của doanh nghiệp (Jiang & Kim, 2004; Al-Najjar & Clark, 2017; Hapsari & Norris, 2022). Điều này cho thấy chính sách nắm giữ tiền không chỉ là một quyết định tài chính mà còn có liên hệ với đặc điểm QTCT của doanh nghiệp.

Thứ ba, về ảnh hưởng của nắm giữ tiền đến giá trị doanh nghiệp, kết quả mô hình đa biến cho thấy nắm giữ tiền có tác động cùng chiều và có ý nghĩa thống kê đối với giá trị doanh nghiệp. Kết quả này phù hợp với lập luận cho rằng tiền giúp doanh nghiệp duy trì thanh khoản, tăng khả năng tự tài trợ và tính linh hoạt tài chính, qua đó hỗ trợ hoạt động đầu tư và tạo lập giá trị (Subramaniam và cộng sự, 2011; Adrian và cộng sự, 2012; Edwards và cộng sự, 2016).

Đối với quan hệ phi tuyến, phân tích đơn biến với TQ2 cho thấy dấu hiệu ban đầu của quan hệ chữ U ngược, tương đối phù hợp với các nghiên cứu của Opler và cộng sự (1999), Faulkender và Wang (2006) và Martínez-Sola và cộng sự (2013). Tuy nhiên, khi đưa đồng thời các yếu tố QTCT và biến kiểm soát vào mô hình đa biến, CL² không còn ý nghĩa thống kê đối với TQ1, TQ2 và TQ3. Vì vậy, kết quả nghiên cứu chưa cung cấp bằng chứng đủ mạnh để khẳng định sự tồn tại của quan hệ phi tuyến dạng chữ U ngược và giả thuyết H7

không được chấp nhận. Kết quả chủ yếu ủng hộ tác động cùng chiều của nắm giữ tiền đến giá trị doanh nghiệp trong phạm vi mẫu nghiên cứu.

Thứ tư, về vai trò trung gian của nắm giữ tiền, kết quả cho thấy nắm giữ tiền là kênh truyền dẫn trong một số mối quan hệ giữa các yếu tố QTCT và giá trị doanh nghiệp, nhưng vai trò này không đồng nhất giữa các yếu tố. SHNN thể hiện tác động trực tiếp đến giá trị doanh nghiệp và đồng thời có tác động gián tiếp thông qua nắm giữ tiền; trong khi SHTC chủ yếu thể hiện tác động gián tiếp thông qua nắm giữ tiền. Kết quả này phù hợp với các nghiên cứu cho rằng cấu trúc sở hữu có thể ảnh hưởng đến chính sách tài chính của doanh nghiệp (Jiang & Kim, 2004; Vo, 2018; Brown và cộng sự, 2012; Al-Najjar & Clark, 2017). Đối với Bsize, ID và Nu, bằng chứng về vai trò trung gian chưa ổn định giữa các mô hình và các thước đo giá trị doanh nghiệp.

Tóm lại, kết quả nghiên cứu cho thấy ảnh hưởng của QTCT đến giá trị doanh nghiệp được thể hiện qua cả tác động trực tiếp và tác động gián tiếp thông qua nắm giữ tiền, nhưng khác nhau giữa từng yếu tố QTCT. Kết quả đồng thời bổ sung bằng chứng thực nghiệm về mối liên hệ giữa QTCT, nắm giữ tiền và giá trị doanh nghiệp trong bối cảnh các công ty phi tài chính niêm yết tại Việt Nam giai đoạn 2019–2024; trong khi bằng chứng về quan hệ phi tuyến giữa nắm giữ tiền và giá trị doanh nghiệp chưa đủ ổn định khi các yếu tố QTCT và biến kiểm soát được xem xét đồng thời.

Tóm tắt chương 4

Chương 4 trình bày kết quả nghiên cứu thực nghiệm về ảnh hưởng của các yếu tố QTCT và nắm giữ tiền đến giá trị doanh nghiệp tại các công ty phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2019 - 2024. Kết quả cho thấy các yếu tố QTCT có mức độ và chiều tác động khác nhau đến nắm giữ tiền và giá trị doanh nghiệp. Nắm giữ tiền có tác động cùng chiều đến giá trị doanh nghiệp, đồng thời đóng vai trò trung gian trong một số mối quan hệ giữa các yếu tố QTCT và giá trị doanh nghiệp. Đối với quan hệ phi tuyến, mặc dù TQ2 cho thấy dấu hiệu chữ U ngược trong phân tích đơn biến, kết quả này không được duy trì trong mô hình đa biến khi CL^2 không có ý nghĩa thống kê. Các kiểm định bổ sung bằng mô hình SEM, sàn niêm yết và loại hình báo cáo tài chính được sử dụng để xem xét mức độ ổn định của kết quả. Những kết quả này là cơ sở để luận án đưa ra kết luận, hàm ý quản trị và kiến nghị trong chương 5.

CHƯƠNG 5. KẾT LUẬN VÀ HÀM Ý CHÍNH SÁCH

5.1. Kết luận nghiên cứu

Kết quả nghiên cứu cho thấy nắm giữ tiền có tác động cùng chiều đến giá trị doanh nghiệp tại các công ty phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Mặc dù phân tích ban đầu cho thấy dấu hiệu của mối quan hệ phi tuyến dạng chữ U ngược, kết quả hồi quy đa biến chưa cung cấp đủ bằng chứng để khẳng định sự tồn tại ổn định của mối quan hệ này. Vì vậy, luận án chưa có đủ cơ sở để xác định một mức nắm giữ tiền tối ưu mà tại đó giá trị doanh nghiệp đạt cực đại.

Đối với các yếu tố QTCT, kết quả cho thấy ảnh hưởng đến nắm giữ tiền và giá trị doanh nghiệp khác nhau giữa từng yếu tố. SHNN có tác động trực tiếp đến giá trị doanh nghiệp và tác động gián tiếp thông qua nắm giữ tiền; đối với SHTC, tác động gián tiếp thông qua nắm giữ tiền được ghi nhận rõ hơn tác động trực tiếp. Các đặc điểm HĐQT có kết quả khác nhau giữa các mô hình và thước đo giá trị doanh nghiệp. Qua đó, kết quả nghiên cứu cho thấy ảnh hưởng của QTCT đến giá trị doanh nghiệp cần được xem xét đồng thời qua tác động trực tiếp và tác động gián tiếp thông qua nắm giữ tiền.

5.2. Hàm ý quản trị

5.2.1. Hàm ý đối với các công ty phi tài chính niêm yết

Kết quả nghiên cứu cho thấy các công ty phi tài chính niêm yết cần tiếp tục nâng cao chất lượng QTCT theo hướng tăng cường minh bạch thông tin, hiệu quả giám sát và trách nhiệm giải trình. Đối với SHNN và SHTC, doanh nghiệp cần tạo điều kiện phát huy vai trò giám sát của các cổ đông này, đặc biệt đối với các quyết định liên quan đến đầu tư, quản trị dòng tiền và rủi ro tài chính. Đối với cấu trúc HĐQT, doanh nghiệp cần chú trọng hiệu quả hoạt động thực chất, sự phân định trách nhiệm giữa HĐQT và ban điều hành cũng như năng lực và mức độ tham gia của các thành viên, thay vì chỉ chú trọng các đặc điểm hình thức của cơ cấu quản trị.

Về chính sách nắm giữ tiền, kết quả nghiên cứu cho thấy nắm giữ tiền có mối quan hệ cùng chiều với giá trị doanh nghiệp, đồng thời đóng vai trò là kênh truyền dẫn trong một số mối quan hệ giữa các yếu tố QTCT và giá trị doanh nghiệp. Tuy nhiên, do chưa có đủ bằng chứng về một mức nắm giữ tiền tối ưu, doanh nghiệp cần xác định mức tiền phù hợp với nhu cầu thanh khoản, cơ hội đầu tư, khả năng tiếp cận vốn và đặc điểm hoạt động, thay vì theo đuổi chính sách tích trữ hoặc cắt giảm tiền một cách cực đoan. Đồng thời, cần tăng cường công bố thông tin về dòng tiền, khả năng thanh toán và kế hoạch sử dụng tiền nhằm nâng cao tính minh bạch và hỗ trợ thị trường đánh giá doanh nghiệp.

Bên cạnh đó, các công ty niêm yết cần tăng cường hệ thống kiểm soát nội bộ, giám sát dòng tiền và quản trị rủi ro tài chính; phân định rõ trách nhiệm giữa HĐQT, ban điều hành và các bộ phận chuyên trách. Việc quản trị dòng tiền cần gắn với khả năng thanh toán, nhu cầu đầu tư và cơ cấu nguồn vốn, qua đó nâng cao hiệu quả sử dụng vốn và hạn chế rủi ro tài chính.

5.2.2. Hàm ý đối với cơ quan quản lý

Đối với Bộ Tài chính và UBCKNN, kết quả nghiên cứu hàm ý cần tiếp tục hoàn thiện khuôn khổ pháp lý về QTCT, công bố thông tin và trách nhiệm giải trình theo hướng tiệm cận thông lệ quốc tế; đồng thời tăng cường giám sát việc tuân thủ các quy định về QTCT và công bố thông tin của các công ty niêm yết. Các thông tin liên quan đến quản trị và sử dụng dòng tiền cũng cần được chú trọng nhằm nâng cao tính minh bạch và bảo vệ quyền lợi nhà đầu tư. Đối với HOSE và HNX, cần tiếp tục tăng cường giám sát việc thực hiện các yêu cầu về QTCT và công bố thông tin; đồng thời hỗ trợ doanh nghiệp nâng cao chất lượng QTCT, quản trị rủi ro tài chính và minh bạch thông tin, qua đó góp phần nâng cao chất lượng thị trường chứng khoán Việt Nam.

5.2.3. Hàm ý đối với nhà đầu tư

Nhà đầu tư cần đánh giá doanh nghiệp một cách toàn diện, không chỉ dựa trên các chỉ tiêu tài chính ngắn hạn mà còn xem xét cơ cấu sở hữu, đặc điểm QTCT, mức nắm giữ tiền, khả năng thanh khoản và mức độ minh bạch thông tin. Đặc biệt, QTCT và chính sách nắm giữ tiền cần được xem xét trong mối quan hệ với nhau, bởi các cơ chế quản trị có thể ảnh hưởng đến cách thức doanh nghiệp nắm giữ và sử dụng nguồn lực tài chính, từ đó liên quan đến giá trị doanh nghiệp.

5.3. Hạn chế của nghiên cứu và định hướng nghiên cứu tiếp theo

5.3.1. Hạn chế của nghiên cứu

Luận án còn một số hạn chế.

Thứ nhất, mẫu nghiên cứu chỉ bao gồm các công ty phi tài chính niêm yết trên HOSE và HNX giai đoạn 2019–2024 đáp ứng đầy đủ yêu cầu về dữ liệu, do đó cần thận trọng khi khái quát kết quả cho toàn bộ doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Thứ hai, các biến QTCT mới phản ánh một số đặc điểm về cấu trúc sở hữu và HĐQT, chưa bao quát đầy đủ các khía cạnh như thành viên HĐQT độc lập, Ủy ban kiểm toán, sở hữu nhà nước và mức độ tập trung sở hữu; đồng thời, những thay đổi của quy định pháp luật trong giai đoạn nghiên cứu có thể ảnh hưởng đến khả năng phản ánh của biến ID.

Thứ ba, dữ liệu QTCT phụ thuộc vào mức độ công bố thông tin của các doanh nghiệp nên chưa phản ánh đầy đủ chất lượng quản trị thực tế.

Thứ tư, do sử dụng dữ liệu quan sát, nghiên cứu chưa xử lý đầy đủ vấn đề nội sinh và quan hệ nhân quả hai chiều; vì vậy, kết quả chủ yếu được diễn giải dưới góc độ mối quan hệ thực nghiệm thay vì khẳng định quan hệ nhân quả tuyệt đối.

Thứ năm, nghiên cứu chưa phân tách ảnh hưởng của Covid-19, các biến động kinh tế vĩ mô, địa chính trị và những thay đổi của môi trường thể chế trong giai đoạn nghiên cứu.

5.3.2. Định hướng nghiên cứu tiếp theo

Các nghiên cứu tiếp theo có thể mở rộng quy mô mẫu và thời gian nghiên cứu; phân tích sự khác biệt giữa các nhóm ngành; bổ sung các chỉ tiêu phản ánh chất lượng QTCT theo chiều sâu; đồng thời xem xét thêm các yếu tố kinh tế vĩ mô, môi trường thể chế và các cú sốc

bên ngoài. Các nghiên cứu sau cũng có thể áp dụng các phương pháp ước lượng nâng cao như GMM hệ thống, mô hình dữ liệu bảng động hoặc các kỹ thuật kiểm soát nội sinh khác để đánh giá sâu hơn các mối quan hệ nghiên cứu. Ngoài ra, quan hệ phi tuyến giữa nắm giữ tiền và giá trị doanh nghiệp có thể tiếp tục được kiểm định theo từng ngành, quy mô doanh nghiệp hoặc các giai đoạn kinh tế khác nhau.

Tóm tắt chương 5

Chương 5 tổng hợp các kết luận chính về ảnh hưởng của các yếu tố QTCT và nắm giữ tiền đến giá trị doanh nghiệp. Kết quả cho thấy ảnh hưởng của các yếu tố QTCT có sự khác nhau giữa từng yếu tố và nắm giữ tiền đóng vai trò là kênh truyền dẫn trong một số mối quan hệ giữa QTCT và giá trị doanh nghiệp. Nắm giữ tiền có tác động cùng chiều đến giá trị doanh nghiệp, trong khi bằng chứng về mối quan hệ phi tuyến chưa được xác nhận trong mô hình đa biến. Trên cơ sở kết quả nghiên cứu, luận án đề xuất các hàm ý đối với doanh nghiệp, cơ quan quản lý và nhà đầu tư, chỉ ra những hạn chế và hướng nghiên cứu tiếp theo.

DANH MỤC CÁC CÔNG TRÌNH LIÊN QUAN ĐẾN LUẬN ÁN

[1] Thao, N. T. T., Hai, L. T. T., Thao, N. T. P., Bac, D. T., Hong, N. T. X., & Tai, D. D. (2026). Cash holdings, corporate governance, and firm value: Nonlinear evidence from real estate firms. *Multidisciplinary Science Journal*, 8(11), 2026864.

<https://doi.org/10.31893/multiscience.2026864>

[2] Thao, N. T. T., Dung, V. Q., Hieu, P. V., Mai, N. T. T., Hong, N. T. X., & Tai, D. D. (2026). Corporate governance and firm value: Empirical evidence from listed consumer goods companies. *Multidisciplinary Science Journal*, 8(9), 2026735.

<https://doi.org/10.31893/multiscience.2026735>

[3] Thao, N. T. T., Linh, F. T. M., Hien, D. K., & Tai, D. D. (2026). The Impact Of Corporate Governance On Firm Value: Data On Trading And Service Enterprises Traded On The Vietnam Stock Exchange. *Financial and Credit Activity Problems of Theory and Practice*, 1 (66), 216–235.

[4] Nguyễn Thị Thu Thảo, Đỗ Đức Tài, Phạm Văn Đăng, & Vũ Văn Hóa (2025). Ảnh hưởng của nắm giữ tiền và cơ cấu vốn đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp bảo hiểm niêm yết. *Tạp chí Nghiên cứu Tài chính – Kế toán*, Số 2(298), 54.

<https://doi.org/10.71374/jfarv.v25.i298.13>

[5] Nguyễn Thị Thu Thảo & Đỗ Đức Tài (2025). Ảnh hưởng của tỷ lệ tiền và tương đương tiền nắm giữ đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp công nghệ niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Kinh tế – Luật và Ngân hàng*, (284), tháng 11.

[6] Thao, N.T.T, Hong, N.T.X (2024). The impact of cash holdings on firm value: Evidence from listed companies on the stock market in Vietnam. In *Proceedings of the 7th International Conference on Finance, Accounting and Auditing (ICFAA 2024)* (pp. 2273–2287).