



Vốn đầu tư nước ngoài tác động đến quản trị công ty và ảnh hưởng tới hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán TP. Hồ Chí Minh

HÀ XUÂN THẠCH ^{a,*}, TRẦN THỊ THU ^b

^a Trường Đại học Kinh tế TP. Hồ Chí Minh

^b Trường Đại học Giao thông vận tải

| THÔNG TIN | TÓM TẮT |
|---|---|
| <p>Ngày nhận: 15/02/2022 Ngày nhận lại: 14/04/2022 Duyệt đăng: 27/04/2022</p> <p>Mã phân loại JEL: M41.</p> <p>Từ khóa: Vốn đầu tư nước ngoài; Quản trị công ty; Hiệu quả kinh doanh</p> <p>Keywords: Foreign ownership; Corporate governance; Firm performance.</p> | <p>Nghiên cứu kiểm tra ảnh hưởng của vốn đầu tư nước ngoài tới hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp thông qua vai trò trung gian của quản trị công ty (QTCT) và điều tiết của chiến lược cạnh tranh. Dữ liệu của 128 công ty niêm yết trên sàn chứng khoán TP.HCM được thu thập thông qua phần mềm Thomson - Reuters và các báo cáo liên quan từ năm 2017 đến năm 2019. Kết quả nghiên cứu chứng minh vốn đầu tư nước ngoài tác động ngược chiều tới hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp thông qua vai trò trung gian của QTCT. Tương tự, chiến lược cạnh tranh (đo lường qua chiến lược dẫn đầu về chi phí) điều tiết âm tới mối quan hệ giữa vốn đầu tư nước ngoài và hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp, tuy nhiên, khi chiến lược cạnh tranh (đo lường qua chiến lược khác biệt hóa) cho kết quả ngược lại. Nghiên cứu cung cấp bằng chứng và hàm ý các chính sách liên quan nhằm hỗ trợ nhà quản trị và nhà lập pháp đưa ra các quyết định phù hợp giúp tối đa hóa hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp.</p> <p>Abstract</p> <p>The study aims to examine foreign ownership on firm performance through the mediating role of corporate governance. In addition, the study determines the moderating role of business strategy on the relationship between foreign ownership and firm performance. The</p> |

* Tác giả liên hệ.

Email: hxt@ueh.edu.vn (Hà Xuân Thạch), thutt_ph@utc.edu.vn (Trần Thị Thu).

Trích dẫn bài viết: Hà Xuân Thạch, & Trần Thị Thu. (2022). Vốn đầu tư nước ngoài tác động đến quản trị công ty và ảnh hưởng tới hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh. *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế và Kinh doanh Châu Á*, 33(7), 103–119.

research data of 128 companies listed on the Ho Chi Minh stock market is collected through Thomson - Reuters DataStream and financial reports published over the years from 2017 to 2019. The results proved that foreign ownership has a negative impact on firm performance through the mediating role of corporate governance. Similarly, business strategy (measured by cost leadership strategy) has a negative impact on the relationship between foreign ownership and firm performance, however, business strategy (measured through product differentiation strategy) is the opposite. The results of the study provide empirical evidence and suggest policies for corporate administrators and State management agencies.

1. Giới thiệu

Doanh nghiệp là một thành phần quan trọng trong hệ thống kinh tế và hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp góp phần nâng cao tiềm lực tài chính của quốc gia. Vì vậy, các giải pháp nhằm cải thiện hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp luôn là chủ đề thu hút sự quan tâm của các nhà khoa học và nhà quản trị. Trong những năm gần đây, Việt Nam không ngừng mở rộng liên kết với các quốc gia trên thế giới bằng việc tham gia vào các tổ chức kinh tế lớn như: Hiệp định Đối tác Kinh tế Toàn diện Khu vực (Regional Comprehensive Economic Partnership – RCEP), Hiệp định Đối tác Toàn diện và Tiến bộ xuyên Thái Bình Dương (CPTPP) nhằm thu hút sự quan tâm của nhà đầu tư nước ngoài vào thị trường trong nước, với mong muốn cải thiện hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp nói riêng và phát triển đất nước nói chung. Xuất phát từ bối cảnh hiện tại, các nghiên cứu kiểm chứng mối quan hệ giữa vốn đầu tư nước ngoài và hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp tăng lên đáng kể và phần lớn cho thấy mối quan hệ là thuận chiều, kết quả này cũng được rất nhiều nghiên cứu trên thế giới ủng hộ như nghiên cứu của Chari và cộng sự (2009), Wijaya và cộng sự (2020). Tuy nhiên, nhà đầu tư nước ngoài có những yêu cầu khắt khe khi họ đầu tư vốn, đặc biệt liên quan tới hệ thống quản trị công ty (QTCT) (Min & Bowman, 2015) vì QTCT là một cơ chế giúp họ kiểm soát hoạt động kinh doanh và đảm bảo minh bạch, công bằng giữa các bên liên quan. Một số nghiên cứu trên thế giới nhận thấy vốn đầu tư nước ngoài có ảnh hưởng cùng chiều tới QTCT như nghiên cứu của Mangena và Taurigana (2007), Tunaya và Yüksel (2017). Câu hỏi nghiên cứu đặt ra lúc này: Vốn đầu tư nước ngoài có ảnh hưởng tới hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp thông qua vai trò trung gian của QTCT không? Bài nghiên cứu sẽ trả lời câu hỏi này dựa trên sự kế thừa thành quả của nghiên cứu trước và sự hỗ trợ của lý thuyết đại diện. Jensen và Meckling (1976) cho rằng vốn đầu tư nước ngoài không chỉ đơn thuần là vốn mà nó còn có thể góp phần cải tổ hệ thống QTCT và nâng cao hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp vì bản thân nhà đầu tư nước ngoài có những ưu điểm nổi bật về khả năng quản trị, trình độ chuyên môn.

Đồng thời, nghiên cứu bổ sung thêm vai trò điều tiết của chiến lược cạnh tranh ảnh hưởng tới mối quan hệ tác động của vốn đầu tư nước ngoài đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp, vì theo Porter (1985), chiến lược cạnh tranh đúng đắn sẽ thu hút các nhà đầu tư nước ngoài tham gia vào doanh nghiệp nhằm gia tăng hiệu quả hoạt động kinh doanh. Tại Việt Nam, rất nhiều bằng chứng thực tế ở

các doanh nghiệp đã cho thấy hiệu quả của mối quan hệ tác động này như: Công ty cổ phần sữa Việt Nam, Công ty cổ phần Thế Giới Di Động...

Nghiên cứu được thực hiện thu thập dữ liệu của 128 công ty niêm yết trên sàn chứng khoán TP.HCM (HOSE) từ năm 2017 đến năm 2019, đây là một trong hai sàn chứng khoán lớn nhất ở Việt Nam. Bên cạnh đó, môi trường kinh doanh, nguồn nhân lực cũng như các chính sách mở cửa của chính quyền đang ngày một hoàn thiện khiến TP.HCM trở thành điểm đến hấp dẫn với nhà đầu tư nước ngoài. Kết quả nghiên cứu đạt được cung cấp những hàm ý về lý luận cho các nghiên cứu trong tương lai và ý nghĩa thực tiễn đối với doanh nghiệp cũng như cơ quan quản lý nhà nước.

2. Cơ sở lý thuyết

2.1. Lý thuyết đại diện

Jensen và Meckling (1976) lần đầu tiên đề cập tới sự ủy quyền của chủ sở hữu cho nhà quản lý trong điều hành doanh nghiệp có thể gây ra vấn đề đại diện. Khi vấn đề đại diện càng tăng sẽ làm giảm hiệu quả sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp (Bebchuk & Fried, 2003). Lý thuyết đại diện ra đời hướng tới việc tìm ra giải pháp hạn chế vấn đề này bằng cách tạo ra cơ chế kiểm soát hữu hiệu nhằm hướng nhà quản lý hoạt động vì mục tiêu chung của doanh nghiệp. Một số nghiên cứu như Stulz (1999), Sakawa và Watanabel (2020) đã vận dụng lý thuyết đại diện chứng minh việc bổ sung nhà đầu tư nước ngoài trong cấu trúc sở hữu vốn là một giải pháp hữu hiệu nhằm giảm tác động tiêu cực của vấn đề đại diện vì nhà đầu tư nước ngoài có kinh nghiệm quản trị, kiến thức và chuyên môn sâu sẽ góp phần kiểm soát tốt hơn nhà quản lý, nâng cao công tác QTCT thông qua các hoạt động như: Tăng cường kiểm toán định kỳ, minh bạch thông tin cũng như trách nhiệm giải trình... và thúc đẩy hiệu quả đầu ra của doanh nghiệp (Shleifer & Vishny, 1986). Ở khía cạnh khác, lý thuyết đại diện cho rằng QTCT trong các doanh nghiệp là một công cụ kiểm soát độc lập thông qua sự hiện diện của hội đồng quản trị, ban kiểm soát, kiểm toán điều tiết hành vi của nhà quản lý; các chế độ, chính sách đãi ngộ nhà quản lý nhằm hướng tới dung hòa vấn đề đại diện. Nghiên cứu điển hình của Akbar và cộng sự (2020) đã vận dụng thành công lý thuyết đại diện trong việc giải thích vai trò của QTCT giúp hạn chế vấn đề đại diện, và qua đó góp phần cải thiện hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Qua những phân tích trên cho thấy lý thuyết đại diện hỗ trợ giải thích các mối quan hệ giữa vốn đầu tư nước ngoài, QTCT và hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp.

2.2. Phát triển giả thuyết

2.2.1. Ảnh hưởng của vốn đầu tư nước ngoài tới QTCT

Một số nghiên cứu đã khám phá mối quan hệ tác động của vốn đầu tư nước ngoài tới QTCT, như Chevalier và cộng sự (2006) thực hiện tại Indonesia, Ananchotikul (2007) phân tích dữ liệu 365 công ty niêm yết tại Thái Lan cho thấy vốn đầu tư nước ngoài thuộc sở hữu cá nhân giúp cải thiện QTCT. Kết quả tương tự cũng được tìm thấy trong nghiên cứu của Shubita và Shubita (2019) khi thực hiện kiểm chứng ở Jordan. Trong khi đó, nghiên cứu của Mangena và Tauringana (2007), Bhatta và cộng sự (2021) tìm thấy hệ thống QTCT hiệu quả góp phần thu hút nhà đầu tư nước ngoài.

Theo quan điểm của lý thuyết đại diện, nguồn vốn trong doanh nghiệp là của chủ sở hữu nhưng giao cho nhà quản lý sử dụng, vì vậy, gây ra sự tách rời quyền sở hữu và quyền quản lý trong doanh

nghiệp. Nhà quản lý có thể sử dụng vốn vì mục đích cá nhân mà không mang lại lợi ích cho chủ sở hữu nên gây ra tâm lý nghi ngờ của chủ sở hữu. Chính những lý do này làm nảy sinh xung đột giữa chủ sở hữu và nhà quản lý. Việc gia tăng tỷ lệ vốn thuộc sở hữu nước ngoài là giải pháp hữu hiệu giúp thúc đẩy cơ chế giám sát và kiểm tra bên ngoài cao hơn, từ đó, tạo áp lực cho nhà quản lý cần thực hiện tốt nhiệm vụ điều hành doanh nghiệp nhằm đảm bảo lợi ích của các bên liên quan.

Dựa trên lý thuyết nền hỗ trợ và xuất phát từ kết quả nghiên cứu trước còn nhiều mâu thuẫn, nhóm tác giả đưa ra giả thuyết như sau:

Giả thuyết H1: Vốn đầu tư nước ngoài ảnh hưởng cùng chiều với QTCT.

2.2.2. Ảnh hưởng của vốn đầu tư nước ngoài tới hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp

Mối quan hệ giữa vốn đầu tư nước ngoài và hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp được nhiều nghiên cứu trong và ngoài nước thực hiện. Nghiên cứu đầu tiên của Douma và cộng sự (2006) sử dụng dữ liệu của 1.005 công ty niêm yết tại Ấn Độ cho thấy hiệu quả kinh doanh đo lường qua chỉ số ROA và Tobin's Q được cải thiện rõ rệt khi có sự bổ sung vốn đầu tư nước ngoài. Các nghiên cứu sau này của Chari và cộng sự (2009), Vo Xuan Vinh (2014), Wijaya và cộng sự (2020), Thạch và Thu (2020) cũng đồng nhất với kết quả này. Tuy nhiên, một số nghiên cứu như nghiên cứu của Aitken và Harrison (1999) không tìm thấy mối quan hệ trên. Theo quan điểm của lý thuyết đại diện, sự hiện diện của nhà đầu tư nước ngoài trong các doanh nghiệp nội địa ngoài việc gia tăng khả năng về vốn còn góp phần giảm sự xung đột trong vấn đề đại diện, gia tăng sự kiểm tra và kiểm soát, từ đó cải thiện hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp.

Xuất phát từ sự chưa đồng nhất về kết quả nghiên cứu trước và dựa trên lý thuyết đại diện, nhóm tác giả đề xuất giả thuyết nghiên cứu:

Giả thuyết H2: Vốn đầu tư nước ngoài ảnh hưởng cùng chiều với hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp.

2.2.3. Ảnh hưởng của QTCT tới hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp

Các nghiên cứu trên thế giới tập trung khá nhiều về xem xét đồng thời các thành phần về hội đồng quản trị, ban kiểm soát, đơn vị kiểm toán... ảnh hưởng tới hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp (Pillai & Al-Malkawi, 2018), hoặc xem xét từng thành phần riêng lẻ như: Sự hiện diện của nữ giới trong hội đồng quản trị ảnh hưởng tới hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp (Shehata và cộng sự, 2017). Các nghiên cứu xem xét ảnh hưởng của chỉ số quản trị công ty (Corporate Governance Index – CGI) tới hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp được thực hiện nhiều ở các quốc gia phát triển (Arora & Bodhanwala, 2018). Gompers và cộng sự (2003) đã xây dựng CGI gồm 24 nội dung liên quan tới quản trị thông qua số liệu thu thập từ 1.500 công ty ở Mỹ trong những năm đầu 1990, nghiên cứu của Gompers và cộng sự (2003) khẳng định rằng CGI tác động cùng chiều tới hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Tiếp theo, Khanchel (2007) vận dụng bộ chỉ số của Gillan và cộng sự (2003) để xây dựng chỉ số CGI chung cho 624 công ty niêm yết, hoạt động phi tài chính ở Mỹ giai đoạn 1994–2003 và cho kết quả tương tự. Ngoài ra, còn một số cách xây dựng CGI khác như: Arora và Bodhanwala (2018) tự thiết kế CGI cho các công ty niêm yết ở Ấn Độ dựa trên những đặc điểm bối cảnh nghiên cứu và nhận thấy CGI cũng cho tác động dương tới hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Tại Việt Nam, nghiên cứu của Dao và Nguyen (2020) xây dựng CGI theo hướng dẫn thể điểm cân bằng ASEAN cũng nhận được kết quả tương đồng khi sử dụng dữ liệu của 60 công ty niêm yết

trong lĩnh vực Xây dựng, Thực phẩm và Đồ uống qua 3 năm gồm: Năm 2015, năm 2017 và năm 2018.

Xét trên góc độ lý thuyết đại diện, QTCT có nhiệm vụ điều tiết mối quan hệ giữa chủ sở hữu với nhà quản lý dựa trên tầm ảnh hưởng của hội đồng quản trị (HĐQT), ban kiểm soát, ủy ban kiểm toán... Đồng thời, QTCT đảm bảo công bằng về lợi ích và thông tin với mọi chủ thể liên quan trong doanh nghiệp. Có thể thấy, QTCT giúp giảm chi phí đại diện, và qua đó góp phần gia tăng kết quả đầu ra trong doanh nghiệp.

Quá trình tổng hợp các nghiên cứu trước, nhóm tác giả nhận thấy sự khác biệt trong cách xây dựng CGI, môi trường nghiên cứu cũng tạo ra những ảnh hưởng về kết quả khác nhau. Trong nghiên cứu này, nhóm tác giả tiếp tục kiểm chứng tiếp mối quan hệ trên nhưng tiếp cận theo cách xây dựng CGI dựa trên nghiên cứu của Singareddy và cộng sự (2018) với giả thuyết xây dựng như sau:

Giả thuyết H3: QTCT có ảnh hưởng với hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp.

2.2.4. Vai trò trung gian của QTCT trong mối quan hệ giữa vốn đầu tư nước ngoài và hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp

Xuất phát từ những giả thuyết về các mối quan hệ tác động trực tiếp đã xây dựng ở trên và sự hỗ trợ của lý thuyết đại diện, nhóm tác giả đề xuất giả thuyết như sau:

Giả thuyết H4: Vốn đầu tư nước ngoài có ảnh hưởng tới hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp thông qua vai trò trung gian của QTCT.

2.2.5. Vai trò điều tiết của chiến lược cạnh tranh trong mối quan hệ giữa vốn đầu tư nước ngoài và hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp

Chiến lược cạnh tranh được biết đến là nhân tố ảnh hưởng lớn tới mọi mặt hoạt động của doanh nghiệp và góp phần đáng kể cải thiện kết quả đầu ra (Barton & Gordon, 1988; O'Brien, 2003). Porter (1985) nhận định việc doanh nghiệp lựa chọn chiến lược cạnh tranh sẽ góp phần tạo lợi thế dẫn đầu mà các doanh nghiệp khác rất khó bắt chước. Nghiên cứu điển hình của O'Brien (2003) cho rằng chiến lược cạnh tranh, cụ thể là chiến lược khác biệt hóa sản phẩm gây ra ảnh hưởng âm tới mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp, vì ông cho rằng công ty theo đuổi chiến lược cần bỏ ra nhiều chi phí liên quan, rủi ro về các khoản vay luôn tiềm ẩn và nó gây áp lực cho nhà quản lý trước sự giám sát chặt chẽ của các chủ sở hữu. Chiến lược cạnh tranh thể hiện hướng phát triển của công ty trong dài hạn, đây cũng là một nhân tố thu hút đầu tư nước ngoài. Dựa trên những mâu thuẫn của kết quả nghiên cứu trước và bối cảnh kinh tế, nhóm tác giả đề xuất giả thuyết như sau:

Giả thuyết H5: Chiến lược cạnh tranh điều tiết tới mối quan hệ ảnh hưởng của vốn đầu tư nước ngoài tới hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Cỡ mẫu

Nhóm tác giả sử dụng dữ liệu bảng từ năm 2017 đến năm 2019 của 128 công ty niêm yết trên sàn chứng khoán Hồ Chí Minh ở nhiều lĩnh vực kinh doanh khác nhau. Việc phân loại theo hướng dẫn

của Chuẩn phân ngành toàn cầu (Global Industry Classification Standard – GICS)¹ được phát triển bởi tổ chức MSCI và S&P Dow Jones Indexes gồm: Công nghiệp, bất động sản, hàng tiêu dùng, hàng tiêu dùng thiết yếu, nguyên vật liệu, năng lượng, tài chính, dịch vụ tiện ích, chăm sóc sức khỏe, công nghệ thông tin, dịch vụ viễn thông. Chi tiết mẫu nghiên cứu được trình bày trong Bảng 1 với số lượng doanh nghiệp trong lĩnh vực công nghiệp chiếm tới 36,720%, hàng tiêu dùng thiết yếu 12,500% và các loại hình khác. Tuy nhiên, trong mẫu nghiên cứu không bao gồm các công ty tài chính nhằm tránh sự khác biệt về sản phẩm, dịch vụ, hệ thống quản trị... Số liệu về vốn đầu tư nước ngoài, hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp, chiến lược cạnh tranh được thu thập thông qua phần mềm Thomson Reuter - Datastream. Dữ liệu về QTCT không có sẵn, vì vậy, nhóm tác giả thu thập bằng tay dựa trên các báo cáo tài chính, báo cáo quản trị và báo cáo thường niên hằng năm của doanh nghiệp.

Bảng 1.

Tổng hợp số lượng mẫu nghiên cứu qua các năm

| STT | Ngành nghề kinh doanh | Số lượng công ty | Tỷ lệ (%) |
|-----|--------------------------|------------------|-----------|
| 1 | Công nghiệp | 47 | 36,720 |
| 2 | Bất động sản | 15 | 11,720 |
| 3 | Hàng tiêu dùng | 15 | 11,720 |
| 4 | Hàng tiêu dùng thiết yếu | 16 | 12,500 |
| 5 | Nguyên vật liệu | 8 | 6,250 |
| 6 | Năng lượng | 11 | 8,590 |
| 7 | Dịch vụ tiện ích | 7 | 5,470 |
| 8 | Chăm sóc sức khỏe | 5 | 3,900 |
| 9 | Công nghệ thông tin | 3 | 2,340 |
| 10 | Dịch vụ viễn thông | 1 | 0,790 |
| | Tổng | 128 | 100% |

¹ Truy cập từ http://www.ssc.gov.vn/ubck/faces/prinpage?dDocName=APPSSCGOVVN162099773&_afLoop=5046938219880000&_afWindowMode=0&_afWindowId=null#%40%3F_afWindowId%3Dnull%26_afLoop%3D504693821988000%26dDocName%3DAPPSSCGOVVN162099773%26_afWindowMode%3D0%26_adf.ctrl-state%3D12z0j2nvcp_4

3.2. Đo lường biến trong nghiên cứu

Bảng 2.

Thang đo lường các biến trong nghiên cứu

| Biến nghiên cứu | Ký hiệu biến | Thang đo lường | Nguồn tham khảo |
|--------------------------------------|--------------|---|---|
| Vốn đầu tư nước ngoài | OWN | $\text{Tỷ lệ vốn đầu tư nước ngoài} = \frac{\text{Tổng số cổ phiếu nhà đầu tư hoặc tổ chức nước ngoài nắm giữ}}{\text{Tổng số cổ phiếu đang lưu hành của doanh nghiệp}}$ | Sakawa và Watanabel (2020) |
| Hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp | FP | $ROA = \frac{\text{Tổng lợi nhuận sau thuế}}{\text{Tổng tài sản}}$ $\text{Tobin's } Q \text{ (TOBINQ)} = \frac{\text{Giá trị thị trường của vốn}}{\text{Giá trị sổ sách của vốn}}$ | Saidat và cộng sự (2019) |
| Chiến lược cạnh tranh | BS | Chiến lược dẫn đầu về chi phí: $(AUE) = \frac{\text{Tổng doanh thu}}{\text{Tổng tài sản}}$ Chiến lược về khác biệt hóa sản phẩm: $(PPC) = \frac{\text{Tổng chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp}}{\text{Tổng doanh thu}}$ | Jermias (2008), Singh và Agarwal (2002) |

Nhóm tác giả sử dụng biến QTCT đại diện là CGI đóng vai trò biến trung gian trong nghiên cứu này. Trên thế giới có nhiều cách xây dựng CGI như: Nghiên cứu của Gompers và cộng sự (2003), Gillan và cộng sự (2003), hay hướng dẫn xây dựng CGI của Công ty Tài chính Quốc tế (International Finance Corporation – IFC), Hiệp hội các Quốc gia Đông Nam Á (Association of South East Asian Nations – ASEAN). Tuy nhiên, thông tin về QTCT tại các doanh nghiệp tại Việt Nam còn khá hạn chế, chưa có sự nhất quán khi trình bày thông tin trên báo cáo. Vì vậy, nhóm tác giả quyết định lựa chọn việc xây dựng CGI theo Gompers và cộng sự (2003) nhưng được giản lược dựa trên nghiên cứu của Singareddy và cộng sự (2018). Theo Khanchel (2007), việc xây dựng CGI tại các quốc gia có những điểm khác biệt, tuy nhiên, khi xây dựng cần đảm bảo có những thông tin mang tính trọng yếu, quyết định đối với hệ thống QTCT như: Quy mô của HĐQT, Giám đốc điều hành (Chief Executive Officer – CEO) kiêm nhiệm chủ tịch HĐQT, số lượng thành viên độc lập trong HĐQT, cá nhân độc lập trong ban kiểm soát, số lượng cuộc họp của HĐQT, công ty kiểm toán, số lần họp của ban kiểm soát. Tuy nhiên, trong quá trình thu thập số liệu để xây dựng CGI trên báo cáo của các công ty còn có một số số liệu chưa có sự nhất quán giữa các báo cáo như: Số lượng cuộc họp của HĐQT và của ban kiểm soát. Vì vậy, nhóm tác giả quyết định loại bỏ các thông tin không đảm bảo độ tin cậy. Chi tiết các thông tin thu thập xây dựng CGI của các công ty niêm yết trên HOSE thể hiện qua bảng dưới đây:

Bảng 3.

Nội dung thu thập để xây dựng chỉ tiêu CGI

| Tên biến | Cách thu thập | Diễn giải | Công thức tính |
|--|---------------|--|---|
| Quy mô HĐQT | Đếm | Số lượng thành viên trong HĐQT. | Số lượng thành viên ≥ 5 nhận giá trị 1, và ngược lại nhận giá trị 0. |
| Số lượng thành viên độc lập trong HĐQT | Tỷ lệ | HĐQT với phần lớn các thành viên độc lập về quyền và lợi ích với doanh nghiệp. | Tỷ lệ thành viên độc lập $\geq 50\%$ nhận giá trị 1, và ngược lại nhận giá trị 0. |
| Số lượng nữ giới trong HĐQT | Đếm | Số lượng thành viên HĐQT là nữ. | Số lượng nữ giới ≥ 1 nhận giá trị 1, và ngược lại nhận giá trị 0. |
| CEO kiêm nhiệm chủ tịch HĐQT | Có/Không | CEO kiêm nhiệm vai trò chủ tịch HĐQT. | Không kiêm nhiệm nhận giá trị 1; Có kiêm nhiệm nhận giá trị 0. |
| Quy mô ban kiểm soát | Đếm | Số lượng thành viên trong Ban kiểm soát. | Số lượng người ≥ 3 nhận giá trị 1, và ngược lại nhận giá trị 0. |
| Đơn vị kiểm toán | Có/Không | Đơn vị kiểm toán có phải là Big 4 hay không. | Đơn vị kiểm toán là Big 4 nhận giá trị 1, và ngược lại nhận giá trị 0. |
| CGI | | | Tổng cộng các con số thu được từ các biến. |

3.3. Mô hình nghiên cứu

Mô hình nghiên cứu đề xuất như sau:

$$CGI_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 OWN_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$FP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 OWN_{i,t} + \beta_2 CGI_{i,t} + \beta_3 BS_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Trong đó:

 $CGI_{i,t}$: Biến QTCT (đo lường qua chỉ số CGI) của doanh nghiệp i trong năm t ; $FP_{i,t}$: Hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp i trong năm t (đo lường qua ROA, Tobin's Q); $OWN_{i,t}$: Vốn đầu tư nước ngoài của doanh nghiệp i trong năm t ; β_0 : Tham số chặn; $\beta_1, \beta_2, \beta_3$: Các tham số chưa biết; ε : Các sai số ngẫu nhiên;

$BS_{i,t}$: Chiến lược cạnh tranh của doanh nghiệp điều tiết mối quan hệ ảnh hưởng của vốn đầu tư nước ngoài tới hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp i trong năm t . Vì chiến lược cạnh tranh đo lường qua chiến lược dẫn đầu về chi phí và chiến lược khác biệt hóa sản phẩm nên bài báo xây dựng hai biến gồm:

$BS1_{i,t}$: Chiến lược dẫn đầu về chi phí điều tiết mối quan hệ ảnh hưởng của vốn đầu tư nước ngoài tới hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp i trong năm t ;

$BS2_{i,t}$: Chiến lược khác biệt hóa sản phẩm điều tiết mối quan hệ ảnh hưởng của vốn đầu tư nước ngoài tới hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp i trong năm t .

Để tránh hiện tượng đa cộng tuyến xảy ra giữa biến độc lập và biến điều tiết, nghiên cứu sử dụng kỹ thuật Mean Centering (Cohen và cộng sự, 2003) bằng cách tạo biến mới = giá trị biến đó – giá trị trung bình của biến. Trong mô hình biến độc lập là Vốn đầu tư nước ngoài (OWN), biến phụ thuộc là Hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp (FP), biến điều tiết là Chiến lược dẫn đầu về chi phí (BS1) và Chiến lược khác biệt hóa sản phẩm (BS2) được xây dựng ảnh hưởng tới mối quan hệ giữa vốn đầu tư nước ngoài và hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Các bước tính toán như sau:

Bước 1: Tính giá trị $OWN'_{i,t} = OWN_{i,t} - \text{Giá trị trung bình của OWN}$

$AUE'_{i,t} = AUE_{i,t} - \text{Giá trị trung bình của AUE}$

$PPC'_{i,t} = PPC_{i,t} - \text{Giá trị trung bình của PPC}$

Bước 2: Tính giá trị biến điều tiết gồm: $BS1_{i,t} = OWN'_{i,t} \times AUE'_{i,t}$; và $BS2_{i,t} = OWN'_{i,t} \times PPC'_{i,t}$. Các biến này sử dụng như biến khác trong mô hình.

3.4. Phương pháp phân tích

Dữ liệu nghiên cứu thứ cấp là dạng bảng dữ liệu cân bằng (Balance Table) gồm: Một chiều là tên công ty, một chiều là thời gian (năm). Đầu tiên, dữ liệu nhiều có thể tồn tại do quá trình thu thập dữ liệu, tính toán con số, vì vậy, bước đầu tiên cần làm sạch dữ liệu trước khi tiến hành các bước khác. Theo Gujarati (2004), dữ liệu nhiều có thể quan sát được hoặc không, và nó sẽ ảnh hưởng tới mô hình hồi quy áp dụng. Tiếp theo, nghiên cứu lựa chọn mô hình hồi quy phù hợp để ước lượng các mối quan hệ trong mô hình. Các nghiên cứu trước thường sử dụng mô hình hồi quy bình phương nhỏ nhất (Pooled OLS), mô hình hồi quy tác động ngẫu nhiên (Random Effect Model – REM) và mô hình hồi quy tác động cố định (Fixed Effect Model – FEM) để phục vụ cho kiểm tra và phân tích dữ liệu (Conyon & He, 2017; Al-Matari & Al-Hebry, 2019). Ước lượng OLS thường được sử dụng nếu mô hình không tồn tại các vấn đề như: Hiện tượng đa cộng tuyến, phương sai sai số thay đổi, tự tương quan. Khi đó, ước lượng bằng REM, FEM có thể thay thế. Để lựa chọn giữa mô hình REM và FEM, nhóm tác giả sử dụng kiểm định Hausman. Sau khi lựa chọn được mô hình tối ưu, bài báo thực hiện kiểm tra các khuyết tật của mô hình như: Hiện tượng đa cộng tuyến, phương sai sai số thay đổi, tự tương quan; trường hợp xảy ra các hiện tượng này thì phương pháp bình phương nhỏ nhất tổng quát (Generalized Ordinary Least Squares – GLS) được vận dụng để khắc phục. Nghiên cứu sử dụng kỹ thuật kiểm định Sobel (Mehmetoglu, 2018) để đánh giá vai trò của biến trung gian trong mô hình.

4. Kết quả

4.1. Thống kê mô tả

Bảng 4 dưới đây là kết quả thống kê về các biến trong mô hình với giá trị trung bình của vốn đầu tư nước ngoài (OWN) với giá trị 3,677 cho thấy tỷ lệ vốn đầu tư nước ngoài trong các doanh nghiệp niêm yết trên sàn HOSE không cao, các doanh nghiệp có tỷ lệ vốn đầu tư nước ngoài từ 20% trở lên chỉ khoảng 15% trên tổng mẫu nghiên cứu. Tiếp theo là giá trị trung bình của ROA bằng 7,433 thể hiện kết quả kinh doanh về mặt giá trị sổ sách, TOBINQ là 0,885 thể hiện kết quả kinh doanh về mặt giá trị thị trường. Giá trị trung bình của CGI là 3,156 dao động trong khoảng từ 1 đến 5 cho thấy các công ty đã thực hiện nội dung về QTCT nhằm kiểm soát và điều hành tốt mọi hoạt động sản xuất kinh doanh. Chiến lược cạnh tranh thể hiện qua giá trị của chiến lược dẫn đầu về chi phí (AUE)

và Chiến lược về khác biệt hóa sản phẩm (PPC) với mức trung bình lần lượt là 1,082 và 0,116; qua đó cho thấy công tác này chưa được chú trọng ở phần lớn các doanh nghiệp.

Bảng 4.

Thống kê mô tả các biến

| Tên biến | Số quan sát | Giá trị trung bình | Độ lệch chuẩn | Giá trị nhỏ nhất | Giá trị lớn nhất |
|----------|-------------|--------------------|---------------|------------------|------------------|
| OWN | 384 | 3,677 | 9,472 | 0 | 80 |
| ROA | 384 | 7,433 | 8,772 | -48,860 | 50,760 |
| TOBINQ | 384 | 0,885 | 0,799 | 0,070 | 8,144 |
| AUE | 384 | 1,082 | 1,143 | 0,003 | 8,167 |
| PPC | 384 | 0,116 | 0,173 | 0,001 | 2,481 |
| CGI | 384 | 3,156 | 0,967 | 1 | 5 |

Ghi chú: OWN: Vốn đầu tư nước ngoài; ROA, TOBINQ: Hiệu quả kinh doanh; AUE: Chiến lược dẫn đầu về chi phí; PPC: Chiến lược khác biệt hóa sản phẩm; CGI: Chỉ số QTCT.

4.2. Hệ số tương quan giữa các biến

Bảng 5 cho thấy kết quả tương quan giữa các biến trong mô hình, điểm đầu tiên cần chú ý đó là hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp đo lường qua ROA và TOBINQ có tương quan với nhau với mức ý nghĩa < 5%. Tiếp đến, kết quả này cũng cho thấy ở biến chiến lược cạnh tranh điều tiết mối quan hệ ảnh hưởng của vốn đầu tư nước ngoài tới hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp đo lường BS1 và BS2, vì vậy, khi kiểm tra mối quan hệ hồi quy các biến trong mô hình sẽ được kiểm định độc lập để tránh đa cộng tuyến xảy ra. Biến OWN có tương quan với CGI và CGI có tương quan với ROA, cho thấy dự đoán vai trò trung gian của QTCT trong mối quan hệ tác động của vốn đầu tư nước ngoài tới hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp là khả thi.

Bảng 5.

Hệ số tương quan giữa các biến

| | TOBINQ | ROA | CGI | OWN | BS1 | BS2 | VIF |
|--------|---------|---------|--------|--------|---------|-----|-------|
| TOBINQ | 1 | | | | | | |
| ROA | 0,641* | 1 | | | | | |
| CGI | -0,059 | -0,148* | 1 | | | | 1,020 |
| OWN | 0,084 | -0,022 | 0,144* | 1 | | | 1,050 |
| BS1 | -0,051 | -0,022 | 0,008 | 0,141* | 1 | | 1,240 |
| BS2 | 0,183 * | 0,131* | 0,061 | 0,018 | -0,417* | 1 | 1,220 |

Ghi chú: *, **, *** lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%;

OWN: Vốn đầu tư nước ngoài; ROA, TOBINQ: Hiệu quả kinh doanh; BS1: Biến chiến lược dẫn đầu về chi phí điều tiết ảnh hưởng của vốn đầu tư nước ngoài tới hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp; BS2: Biến chiến lược khác biệt hóa sản phẩm điều tiết ảnh hưởng của vốn đầu tư nước ngoài tới hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp; CGI: Chỉ số QTCT.

4.3. Phân tích kết quả hồi quy

Khi thực hiện chạy dữ liệu theo ước lượng OLS, nhóm tác giả nhận thấy không tồn tại hiện tượng đa cộng tuyến vì $VIF < 2$ cho thấy các biến độc lập không có tương quan với nhau. Tuy nhiên, mô hình có tồn tại hiện tượng phương sai sai số thay đổi và tự tương quan, vì vậy, ước lượng FEM và REM được sử dụng thay thế cho OLS. Tác giả sử dụng kiểm định Hausman để lựa chọn giữa mô hình FEM và REM. Thông qua kết quả kiểm định, tác giả nhận thấy giá trị $Prob > Chi2$ lớn hơn p-value đã khẳng định mô hình REM là phù hợp. Để đánh giá mô hình REM là tối ưu, nghiên cứu kiểm tra hiện tượng phương sai sai số thay đổi và tự tương quan đều xảy ra khi ước lượng các biến độc lập với biến phụ thuộc là ROA, đối với biến phụ thuộc là Tobin's Q thì chỉ xảy ra hiện tượng phương sai sai số thay đổi. Chính vì vậy, nhóm tác giả sử dụng phương pháp bình phương nhỏ nhất tổng quát để hỗ trợ xử lý các khuyết tật này.

Sau khi lựa chọn được mô hình ước lượng, bước tiếp theo thực hiện kiểm tra tương quan hồi quy giữa các biến nhằm đánh giá sự ảnh hưởng của vốn đầu tư nước ngoài tới hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp thông qua vai trò trung gian của QTCT. Đồng thời, kiểm tra vai trò điều tiết của chiến lược cạnh tranh tới mối quan hệ tác động của vốn đầu tư nước ngoài tới hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Chi tiết kết quả thể hiện qua Bảng 6 dưới đây:

Bảng 6.

Kết quả hồi quy

| | Mô hình 1 | | | Mô hình 2 | | | |
|-----|---------------------|-----------------------|---------------------|----------------------|---------------------|-----------------------|------------------------|
| | OLS | | | REM | | GLS | |
| | CGI | ROA | TOBINQ | ROA | TOBINQ | ROA | TOBINQ |
| CGI | | -1,350*** [-2,910] | -0,061 [-1,430] | -1,102** [-2,060] | 0,019 [0,520] | -0,968*** [-5,980] | -0,045*** [-7,200] |
| OWN | 0,015*** [2,850] | 0,002 [-0,030] | 0,009** [2,000] | -0,009 [-0,450] | 0,003 [1,100] | -0,010 [-0,540] | 0,009*** [8,340] |
| BS1 | | -0,019 [-0,420] | -0,005 [-1,260] | 0,006 [0,160] | -0,001 [-0,500] | 0,022*** [2,590] | -0,007*** [-10,400] |
| BS2 | | 1,090*** [2,800] | 0,131*** [3,710] | 0,807*** [2,850] | 0,131*** [3,710] | 0,473*** [2,630] | 0,092*** [5,400] |

Ghi chú: *, **, *** lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%;

OWN: Vốn đầu tư nước ngoài; ROA, TOBINQ: Hiệu quả kinh doanh; BS1: Biến chiến lược dẫn đầu về chi phí điều tiết ảnh hưởng của vốn đầu tư nước ngoài tới hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp; BS2: Biến chiến lược khác biệt hóa sản phẩm điều tiết ảnh hưởng của vốn đầu tư nước ngoài tới hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp; CGI: Chỉ số QTCT;

Giá trị trong ngoặc vuông [] là giá trị z.

Thông qua kết quả hồi quy mô hình 1 cho thấy vốn đầu tư nước ngoài (OWN) có ảnh hưởng cùng chiều tới CGI với hệ số hồi quy là $\beta = 0,015$ và mức ý nghĩa thống kê $\alpha = 1\%$, như vậy, giả thuyết H_1 được hỗ trợ và kết quả này đồng nhất với nghiên cứu của Ananchotikul (2007), Chevalier và cộng sự (2006).

Mô hình 2 cho thấy giả thuyết H_2 được khẳng định khi vốn đầu tư nước ngoài (OWN) ảnh hưởng cùng chiều tới hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp (FP) đo lường qua Tobin's Q với hệ số hồi quy $\beta = 0,009$ ở mức ý nghĩa thống kê $\alpha = 1\%$, kết quả này đồng nhất với quan điểm của Zraiq và Fadzil (2018). Mối quan hệ giữa CGI và hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp (FP) (đo lường qua Tobin's Q và ROA) trong Bảng 5 cho thấy giả thuyết H_3 đạt được vì có tương quan cùng chiều với mức ý nghĩa thống kê $\alpha = 1\%$, và đây cũng là kết quả tìm thấy trong nghiên cứu của Saidat và cộng sự (2019). Thông qua kết quả hồi quy ở giả thuyết H_1 và H_3 có thể khẳng định giả thuyết H_4 đã chứng minh tồn tại ảnh hưởng của vốn đầu tư nước ngoài tới hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp thông qua vai trò trung gian của QTCT.

Kết quả phân tích còn cho thấy vai trò điều tiết của chiến lược cạnh tranh. Tuy nhiên, tác động của chiến lược khác nhau cho ra kết quả hồi quy khác biệt, cụ thể, khi sử dụng biến BS1 cho thấy tác động điều tiết âm lên mối quan hệ của vốn đầu tư nước ngoài ảnh hưởng tới hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp, và kết quả ngược lại khi sử dụng biến BS2 cho tác động điều tiết dương.

4.4. Kiểm tra tính vững của mô hình

Bảng 7 dưới đây nhóm tác giả sử dụng kiểm định Sobel nhằm khẳng định vai trò trung gian của QTCT trong mối quan hệ ảnh hưởng của vốn đầu tư nước ngoài tới hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu cho thấy tồn tại vai trò trung gian của QTCT với giá trị p-value < 0,005.

Bảng 7.

Kết quả kiểm tra Sobel test

| Dữ liệu đầu vào | Thống kê kiểm định | Độ lệch chuẩn | p-value |
|-----------------|-------------------------|---------------|---------|
| a 0,015 | Kiểm định Sobel | -2,786 | 0,000 |
| b -0,045 | Kiểm định Aroian | -2,765 | 0,000 |
| s_a 0,005 | Kiểm định Goodman | -2,807 | 0,000 |
| s_b 0,006 | Làm mới lại (Reset all) | Tính toán | |

Ghi chú: a, s_a lần lượt là hệ số hồi quy chưa chuẩn hóa và sai số chuẩn của biến OWN trong phương trình hồi quy biến OWN tác động tới CGI;

b, s_b lần lượt là hệ số hồi quy chưa chuẩn hóa và sai số chuẩn của biến CGI trong phương trình hồi quy bội với biến CGI tác động tới TOBINCQ.

Tổng quát lại kết quả phân tích định lượng mô hình nghiên cứu mà nhóm tác giả đề xuất được trình bày trong Bảng 8 dưới đây.

Bảng 8.

Kết quả kiểm định các giả thuyết nghiên cứu

| Mối quan hệ | Giả thuyết | Hệ số hồi quy | Mức ý nghĩa thống kê | Kết luận |
|--|------------|---------------|----------------------|-----------|
| Vốn đầu tư nước ngoài -> QTCT | H_1 | 0,015 | 0,005 | Chấp nhận |
| Vốn đầu tư nước ngoài -> Hiệu quả kinh doanh (Tobin's Q) | H_2 | 0,009 | 0,000 | Chấp nhận |

| Mối quan hệ | Giả thuyết | Hệ số hồi quy | Mức ý nghĩa thống kê | Kết luận |
|--|----------------|---------------|----------------------|-----------|
| QTCT -> Hiệu quả kinh doanh | H ₃ | -0,045 | 0,000 | Chấp nhận |
| Vốn đầu tư nước ngoài -> QTCT -> Hiệu quả kinh doanh (Tobin's Q) | H ₄ | -2,786 | 0,000 | Chấp nhận |
| Chiến lược dẫn đầu về chi phí | H ₅ | -0,007 | 0,000 | Chấp nhận |
| Chiến lược khác biệt hóa sản phẩm | | 0,092 | 0,000 | Chấp nhận |

5. Bàn luận và hàm ý chính sách

Đầu tiên, giả thuyết H₁ về vốn đầu tư nước ngoài ảnh hưởng thuận chiều tới QTCT được ủng hộ rất tương đồng với các nghiên cứu nước ngoài như nghiên cứu của Chevalier và cộng sự (2006) thực hiện ở Indonesia, nghiên cứu của Ananchotikul (2007) thực hiện ở Thái Lan, nghiên cứu của Shubita và Shubita (2019) tại Jordan. Kết quả cho thấy ở những nền kinh tế đang phát triển như Việt Nam, ảnh hưởng của dòng vốn đầu tư nước ngoài vô cùng quan trọng, nó không chỉ gia tăng tiềm lực về vốn mà còn góp phần nâng cao năng lực quản trị, kiểm tra, kiểm soát quá trình hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp. Tiếp đến, giả thuyết H₂ đạt được minh chứng cho ảnh hưởng cùng chiều của vốn đầu tư nước ngoài tới hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán HOSE. Kết quả này không chỉ nhất quán với nghiên cứu trong nước như nghiên cứu của Vo Xuan Vinh (2014) mà còn được khẳng định trong nghiên cứu của Chari và cộng sự (2009), Kao và cộng sự (2019). Lý thuyết đại diện đã chỉ rõ sự gia tăng lượng vốn đầu tư nước ngoài giúp hạn chế vấn đề đại diện và qua đó cải thiện được hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Chính vì vậy, kết quả nghiên cứu một lần nữa khẳng định tầm quan trọng của dòng vốn đầu tư nước ngoài tại nền kinh tế đang phát triển như Việt Nam. Tương tự, giả thuyết H₃ được chấp nhận nhưng lúc này QTCT ảnh hưởng âm tới hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp, vì đặc điểm mẫu dữ liệu có phần lớn các công ty thuộc sở hữu gia đình nên trong cấu trúc QTCT, tỷ lệ thành viên độc lập trong HĐQT rất hạn chế, CEO kiêm nhiệm vai trò chủ tịch HĐQT khá nhiều, 2/3 công ty sử dụng dịch vụ kiểm toán không phải Big 4. Kết quả này tương đồng với kết quả trong nghiên cứu của Saidat và cộng sự (2019) thực hiện tại Jordan đã lập luận rằng việc doanh nghiệp thuộc sở hữu gia đình làm giảm vai trò của QTCT trong việc điều hành và đưa ra các quyết định liên quan. Đặc biệt, nghiên cứu này khám phá được ảnh hưởng ngược chiều của vốn đầu tư nước ngoài tới hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp thông qua vai trò trung gian của QTCT mà giả thuyết H₄ đã đề ra, kết quả một lần nữa cho thấy tác động tổng thể của QTCT tới hiệu quả kinh doanh là vô cùng lớn.

Ngoài ra, kết quả thống kê cho thấy tác động cùng chiều của vốn đầu tư nước ngoài tới hiệu quả kinh doanh nếu doanh nghiệp tập trung vào chiến lược khác biệt hóa sản phẩm, hay nói cách khác, việc đa dạng mẫu mã, kiểu dáng, chất lượng... nhằm đáp ứng kịp thời sự thay đổi của thị trường sẽ góp phần giúp doanh nghiệp tạo được sự khác biệt và có được lợi thế trong kinh doanh. Tại thị trường Việt Nam đã có rất nhiều doanh nghiệp thành công với chiến lược này như: Vinamilk sẵn sàng bỏ ra

các khoản chi phí cho nghiên cứu và phát triển sản phẩm mới để tạo hướng đi khác biệt so với đối thủ. Tuy nhiên, kết quả trái ngược nếu doanh nghiệp sử dụng chiến lược dẫn đầu về chi phí dẫn tới vốn đầu tư nước ngoài ảnh hưởng âm tới hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp, vì phần lớn các công ty Việt Nam ở mức vừa và nhỏ, nguồn vốn huy động bị hạn chế. Minh chứng thực tế có thể đưa ra với trường hợp Công ty Cổ phần Ti Ki trong giai đoạn 2016–2019 đón nhận nguồn vốn đầu tư lớn từ trong và ngoài nước nhưng kết quả kinh doanh vẫn không khả thi do các khoản chi phí phải bỏ ra quá lớn để tạo được giá cả sản phẩm, dịch vụ thấp nhất có thể nhằm chiếm lĩnh thị phần.

Kết quả nghiên cứu mang hàm ý khoa học: Nghiên cứu này giúp kết nối mối quan hệ giữa vốn đầu tư nước ngoài và hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp thông qua vai trò trung gian của QTCT và vai trò điều tiết của chiến lược cạnh tranh vốn còn hạn chế khi lược khảo các nghiên cứu trước. Đồng thời, nhóm tác giả vận dụng lý thuyết đại diện xuyên suốt nghiên cứu nhằm đưa ra lập luận chặt chẽ hỗ trợ cho những giả thuyết và kết quả đạt được để từ đó cung cấp hàm ý liên quan có giá trị hơn.

Bên cạnh đó, nghiên cứu cung cấp một số hàm ý về mặt quản trị đối với các bên liên quan: Kết quả nghiên cứu nhấn mạnh tầm quan trọng của vốn đầu tư nước ngoài khi tham gia vào các doanh nghiệp niêm yết ở HOSE. Chính vì vậy, các doanh nghiệp cần có giải pháp phù hợp nhằm thu hút dòng vốn này. Bên cạnh đó, nghiên cứu cho thấy ảnh hưởng mạnh mẽ của hệ thống QTCT trong doanh nghiệp nên việc hoàn thiện cơ chế, chính sách nhằm gia tăng sự kiểm tra, kiểm soát và độc lập, khách quan là vấn đề cấp thiết. Ngoài ra, chiến lược cạnh tranh trong doanh nghiệp là vô cùng cần thiết, việc lựa chọn chiến lược nào phụ thuộc vào đặc thù của doanh nghiệp và trong một giai đoạn cụ thể, doanh nghiệp nên lựa chọn một chiến lược sẽ đem lại hiệu quả kinh doanh tốt hơn so với việc kết hợp cùng lúc nhiều chiến lược (Porter, 1985).

Nghiên cứu bị hạn chế về cơ mẫu thu thập vì nhóm tác giả không thể điều kiện các công ty cần có thời gian niêm yết từ 7 năm trở lên. Đồng thời, số liệu liên quan tới QTCT nhằm xây dựng CGI chưa đầy đủ vì sự không thống nhất các thông tin trình bày trên các báo cáo của công ty như: Số lượng cuộc họp của hội đồng quản trị, ban kiểm soát...

Chú thích

Bài báo này được trích từ một phần trong đề tài cấp Trường Đại học Kinh tế TP. Hồ Chí Minh theo Quyết định số 1775/QĐ-ĐHKT-QLKHHTQT ban hành ngày 28 tháng 06 năm 2021.

Tài liệu tham khảo

- Aitken, B. J., & Harrison, A. E. (1999). Do domestic firms benefit from direct foreign investment? Evidence from Venezuela. *American Economic Review*, 89(3), 605–618.
- Akbar, M., Hussain, S., Ahmad, T., & Hassan, S. (2020). *Corporate governance and firm performance in Pakistan: Dynamic panel estimation*. Working Paper 6. Centre for Applied Finance and Economics (CAFE), Birmingham City Business School, Birmingham City University.

- Al-Matari, E. M., & Al-Hebry, A. A. (2019). The impact of government, foreign and institutional ownership and firm performance on audit quality using regression analysis. *Industrial Engineering & Management Systems*, 18(3), 395–406.
- Ananchotikul, N. (2007). *Does foreign direct investment really improve corporate governance? Evidence from Thailand*. Unpublished Working Paper. Berkeley, CA: University of California.
- Arora, A., & Bodhanwala, S. (2018). Relationship between corporate governance index and firm performance: Indian evidence. *Global Business Review*, 19(3), 675–689.
- Barton, S. L., & Gordon, P. J. (1988). Corporate strategy and capital structure. *Strategic Management Journal*, 9(6), 623–632.
- Bebchuk, L. A., & Fried, J. M. (2003). Executive compensation as an agency problem. *The Journal of Economic Perspectives*, 17(3), 71–92.
- Bhatta, B., Marshall, A., Neupane, S., & Thapa, C. (2021). Foreign ownership and the enforcement of corporate governance reforms. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 1–40. doi: 10.1007/s11156-021-01002-2
- Chari, A., Chen, W., & Dominguez, K. M. (2009). *Foreign ownership and firm performance: emerging-market acquisitions in the United States* (NBER Working Paper No. w14786). Retrieved from the National Bureau of Economic Research: <https://www.nber.org/papers/w14786>
- Chevalier, A., Prasetyantoko, A., & Rokhim, R. (2006). *Foreign ownership and corporate governance practices in Indonesia*. Proceedings of the conference “Mondialisation et recomposition des gouvernances – à la recherche d’une approche commune”, Université Paris-Dauphine, 21–22 September 2006.
- Cohen, J., Cohen, P., West, S. G., & Aiken, L. S. (2003). *Applied Multiple Regression/Correlation Analysis for the Behavioral Sciences*. New York: Routledge.
- Conyon, M. J., & He, L. (2017). Firm performance and boardroom gender diversity: A quantile regression approach. *Journal of Business Research*, 79, 198–211.
- Dao, T. T. B., & Nguyen, P. H. C. (2020). Analysis of corporate governance index using ASEAN balanced score card and firm performance. *Research Journal of Finance and Accounting*, 11(6), 11–20.
- Douma, S., George, R., & Kabir, R. (2006). Foreign and domestic ownership, business groups, and firm performance: Evidence from a large emerging market. *Strategic Management Journal*, 27(7), 637–657.
- Gillan, S., Hartzell, J. C., & Starks, L. T. (2003). *Explaining corporate governance: Boards, bylaws, and charter provisions*. Proceedings of the 2003 Western Finance Association meetings, the 2003 Corporate Governance Symposium, University of Delaware.
- Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107–156.
- Gujarati, D. N. (2004). *Basic Econometrics* (4th Ed.). New York: McGraw-Hill Companies.

- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Jermias, J. (2008). The relative influence of competitive intensity and business strategy on the relationship between financial leverage and performance. *The British Accounting Review*, 40(1), 71–86.
- Kao, M. F., Hodgkinson, L., & Jaafar, A. (2019). Ownership structure, board of directors and firm performance: Evidence from Taiwan. *Corporate Governance*, 19(1), 189–216. doi: 10.1108/CG-04-2018-0144
- Khanchel, I. (2007). Corporate governance: Measurement and determinant analysis. *Managerial Auditing Journal*, 22(8), 740–760.
- Mangena, M., & Tauringana, V. (2007). Disclosure, corporate governance and foreign share ownership on the Zimbabwe stock exchange. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 18(2), 53–85.
- Mehmetoglu, M. (2018). Medsem: A Stata package for statistical mediation analysis. *International Journal of Computational Economics and Econometrics*, 8(1), 63–78.
- Min, B. S., & Bowman, R. G. (2015). Corporate governance, regulation and foreign equity ownership: Lessons from Korea. *Economic Modelling*, 47, 145–155.
- Nandakumar, M. K., Ghobadian, A., & O'Regan, N. (2011). Generic strategies and performance: Evidence from manufacturing firms. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 60(3), 222–251.
- O'Brien, J. P. (2003). The capital structure implications of pursuing a strategy of innovation. *Strategic Management Journal*, 24(5), 415–431.
- Pillai, R., & Al-Malkawi, H.-A. N. (2018). On the relationship between corporate governance and firm performance: Evidence from GCC countries. *Research in International Business and Finance*, 44(C), 394–410.
- Porter, M. E. (1985). *Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance*. New York: Free Press.
- Saidat, Z., Silva, M., & Seaman, C. (2019). The relationship between corporate governance and financial performance. *Journal of Family Business Management*, 9(1), 54–78.
- Sakawa, H., & Watanabel, N. (2020). Institutional ownership and firm performance under stakeholder-oriented corporate governance. *Sustainability*, 12(3), 1021. doi: 10.3390/su12031021
- Shehata, N., Salhin, A., & El-Helaly, M. (2017). Board diversity and firm performance: Evidence from the UK SMEs. *Applied Economics*, 49(48), 4817–4832.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, 94(3, Part 1), 461–488.
- Shubita, R., & Shubita, M. F. (2019). The impact of foreign ownership on corporate governance: Evidence from an emerging market. *Investment Management and Financial Innovations*, 16(2), 101–115.
- Singareddy, R. R., Chandrasekaran, S., Annamalai, B., & Ranjan, P. (2018). Corporate governance data of 6 ASIAN economies (2010–2017). *Data in Brief*, 20, 53–56.

- Singh, P., & Agarwal, N. C. (2002). The effects of firm strategy on the level and structure of executive compensation. *Canadian Journal of Administrative Sciences/Revue Canadienne des Sciences de l'Administration*, 19(1), 42–56.
- Stulz, R. M. (1999). International portfolio flows and security markets. In Martin Feldstein (ed), *International Capital Flows* (pp. 257–293). Chicago: University Chicago Press.
- Thach, H. X., & Thu, T. T. (2020). *Applying quantile regression model to evaluate the effect of foreign ownership to firm performance in Vietnam*. Proceedings of the International Conference on Business and Finance 2020, University of Economics Ho Chi Minh City, 27–28 August, 2020 (pp. 288–306).
- Tunaya, K. B., & Yüksel, S. (2017). The relationship between corporate governance and foreign ownership of the banks in developing countries. *Contaduría y Administración*, 62(5), 25–26.
- Vo Xuan Vinh. (2014). Foreign ownership and firm performance - Evidence in Vietnam. *Journal of Economic Development*, 221, 85–104.
- Wijaya, L. I., Welson, W., & Murhadi, W. R. (2020). *Ownership structure, good corporate governance, and firm performance in the Indonesian capital market*. Proceedings of the 17th International Symposium on Management (INSYMA 2020), Ba Ria Vung Tau University, Vietnam, 19–21 February, 2020 (pp. 256–260).
- Zrai, M. A. A., & Fadzil, F. H. B. (2018). The impact of ownership structure on firm performance: Evidence from Jordan. *International Journal of Accounting, Finance and Risk Management*, 3(1), 1–4.