

BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
TRƯỜNG ĐẠI HỌC TÂY ĐÔ



TÓM TẮT LUẬN ÁN TIẾN SĨ

Ngành: Quản trị kinh doanh

Mã ngành: 9340101

PHAN TRI TUẤN ANH

**VAI TRÒ CỦA ĐẶC ĐIỂM NHÀ QUẢN TRỊ
ĐỐI VỚI ẢNH HƯỞNG CỦA CẤU TRÚC VỐN
VÀ KẾT QUẢ KINH DOANH
CỦA CÁC CÔNG TY BẤT ĐỘNG SẢN NIÊM YẾT
TRÊN SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN
THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH**

CẦN THƠ, NĂM 2026

**CÔNG TRÌNH ĐƯỢC HOÀN THÀNH TẠI
TRƯỜNG ĐẠI HỌC TÂY ĐÔ**

Người hướng dẫn 1: **PGS.TS. Bùi Văn Trịnh**

Người hướng dẫn 2: **TS. Nguyễn Thanh Liêm**

Luận án được bảo vệ trước Hội đồng đánh giá luận án tiến sĩ cấp Trường.

Họp tại: Phòng Luận án tiến sĩ (F22), Trường Đại học Tây Đô

Vào lúc: 14 giờ 00 phút, ngày 24 tháng 01 năm 2026

Phản biện 1: PGS.TS. Lưu Thanh Đức Hải

Phản biện 2: PGS.TS. Võ Văn Dứt

Phản biện 3: PGS.TS. Nguyễn Ngọc Duy Phương

Ủy Viên 1: PGS.TS. Huỳnh Thanh Nhã

Ủy viên 2: TS. Phan Văn Phùng

Thư ký: PGS.TS. Nguyễn Thị Mai

**Xác nhận đã xem lại của
Chủ tịch Hội đồng**

PGS.TS. Võ Khắc Thường

Có thể tìm hiểu luận án tại thư viện:

- Trường Đại học Tây Đô
- Quốc gia Việt Nam

DANH MỤC CÁC CÔNG TRÌNH ĐÃ CÔNG BỐ

Tạp chí quốc tế: Chưa có.

Tạp chí trong nước: đã đăng được các bài báo sau:

1. Phan Tri Tuấn Anh, & Bùi văn Trinh (2025). Xây dựng mô hình nghiên cứu cấu trúc vốn ảnh hưởng đến kết quả hoạt động kinh doanh thông qua đặc điểm nhà quản trị. *Tạp Chí Kinh Tế và Dự Báo*, 02(899), 114–117.

2. Phan Tri Tuấn Anh, & Bùi văn Trinh (2025). Ảnh hưởng từ cấu trúc vốn đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp thông qua đặc điểm nhà quản trị. *Tạp Chí Tài Chính, Kỳ 2-Tháng 3 (845)*, 78–81.

3. Tuan Anh Phan Tri, Trinh Bui Van, Liem Nguyen Thanh (2025). Capital Structure mediates the link between CEO Age and Firm Performance: A Formative Modeling Approach. *Review of Finance, Vol.7(Issue 2)*, 75-77.

4. Phan Tri Tuan Anh, Bui Van Trinh, Nguyen Thanh Liem (2025). Exploring the moderating effect of CEO Age on Capital structure and Firm performance: A Formative Model Approach. *Review of Finance, Vol.7(Issue 3)*, 116-119.

Kỷ yếu hội nghị quốc tế: có đăng bài nhưng không liên quan đến luận án.

Đề tài nghiên cứu khoa học: chưa có.

**VAI TRÒ CỦA ĐẶC ĐIỂM NHÀ QUẢN TRỊ
ĐỐI VỚI ẢNH HƯỞNG CỦA CẤU TRÚC VỐN
VÀ KẾT QUẢ KINH DOANH
CỦA CÁC CÔNG TY BẤT ĐỘNG SẢN NIÊM YẾT TRÊN
SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH**

TÓM TẮT

Luận án này nghiên cứu về vai trò của đặc điểm nhà quản trị đối với ảnh hưởng của cấu trúc vốn và kết quả kinh doanh của các công ty bất động sản niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh. Tác giả sử dụng phương pháp nghiên cứu hỗn hợp, phân tích dữ liệu từ 82 công ty trong 4 quý năm 2023, áp dụng mô hình PLS-SEM. Kết quả nghiên cứu cho thấy: (i) Tuổi CEO ảnh hưởng ngược chiều đến cấu trúc vốn nhưng thuận chiều với kết quả kinh doanh, đồng thời tác động trung gian trung gian một phần, thuận chiều đến kết quả kinh doanh và điều tiết tiêu cực lên mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và kết quả kinh doanh; (ii) CEO kiêm Chủ tịch HĐQT có tác động điều tiết tích cực; (iii) Cấu trúc vốn ảnh hưởng ngược chiều đến kết quả kinh doanh; (iv) Tăng trưởng, hiệu quả sử dụng tài sản và quy mô công ty đều tác động tích cực đến kết quả kinh doanh. Các hàm ý quản trị bao gồm: (i) Không nên để CEO quá lớn tuổi vì ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả sử dụng vốn và kết quả kinh doanh; (ii) Khuyến khích CEO kiêm nhiệm Chủ tịch HĐQT để tận dụng tác động điều tiết tích cực; (iii) Xác định cấu trúc vốn tối ưu, hạn chế tác động tiêu cực từ nợ; (iv) Khai thác lợi thế quy mô và nâng cao hiệu quả sử dụng tài nguyên; (v) Tăng hiệu quả sử dụng tài sản, đặc biệt đối với công ty nhỏ, cải thiện vòng quay tài sản; (vi) Đầu tư cho tăng trưởng để nâng cao kết quả kinh doanh và năng lực cạnh tranh dài hạn. Các hàm ý chính sách nghị cho các bên liên quan: (i) Đánh giá công ty dựa trên mối quan hệ giữa cấu trúc vốn, đặc điểm CEO và kết quả kinh doanh trước khi đầu tư hoặc cấp tín dụng; (ii) Xem xét tác động tuổi CEO và sự kiêm nhiệm Chủ tịch HĐQT khi lựa chọn lãnh đạo hoặc cấp tín dụng; (iii) Ưu tiên đầu tư vào công ty có hiệu quả sử dụng tài sản và chiến

lược tăng trưởng rõ ràng. Đối với nhà hoạch định chính sách: Cần xây dựng tiêu chí giám sát lãnh đạo các công ty niêm yết. Hạn chế của nghiên cứu là số mẫu hạn chế và chỉ tập trung vào ngành bất động sản. Nghiên cứu tiếp theo có thể mở rộng phạm vi khảo sát, bổ sung các yếu tố đo lường đặc điểm CEO hoặc HĐQT, và mở rộng sang các ngành khác. Luận án đã đạt mục tiêu nghiên cứu, có đóng góp mới về tác động điều tiết như trên và đã thu hẹp khoảng trống nghiên cứu trong lĩnh vực này.

Từ khóa: Cấu trúc vốn, Đặc điểm của CEO, Kết quả kinh doanh, Mô hình cấu thành, PLS-SEM.

MỤC LỤC

Trang

TÓM TẮT	iii
Chương 1. GIỚI THIỆU	1
1.1 LÝ DO CHỌN ĐỀ TÀI	1
1.2 MỤC TIÊU NGHIÊN CỨU	2
1.2.1 Mục tiêu chung	2
1.2.2 Mục tiêu cụ thể	2
1.3 CÂU HỎI NGHIÊN CỨU	2
1.4 ĐỐI TƯỢNG VÀ PHẠM VI NGHIÊN CỨU	3
1.4.1 Đối tượng nghiên cứu	3
1.4.2 Đối tượng khảo sát	3
1.4.3 Phạm vi nghiên cứu	3
1.5 PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU	4
1.5.1 Nguồn dữ liệu	4
1.5.2 Phương pháp thực hiện	4
1.6 ĐIỂM MỚI CỦA LUẬN ÁN	4
1.7 Ý NGHĨA CỦA NGHIÊN CỨU	5
1.7.1 Đóng góp về mặt lý thuyết	5
1.7.2 Đóng góp về phương pháp	5
1.7.3 Đóng góp về mặt thực tiễn	6
1.8 BỐ CỤC CỦA LUẬN ÁN	6
Chương 2. CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU	6
2.1 CÁC KHÁI NIỆM LIÊN QUAN ĐỐI TƯỢNG NGHIÊN CỨU	6
2.1.1 Kết quả kinh doanh	6
2.1.2 Nhà quản trị và đặc điểm nhà quản trị	7
2.1.3 Cấu trúc vốn	7

2.1.4 Tăng trưởng của công ty.....	8
2.1.5 Sử dụng tài sản của công ty	8
2.1.6 Công ty bất động sản và đặc điểm công ty.....	8
2.2 CÁC LÝ THUYẾT NỀN	9
2.3 KHUNG LÝ THUYẾT CỦA NGHIÊN CỨU	9
2.3.1 Vai trò của các lý thuyết giải thích cho mô hình nghiên cứu	9
2.3.2 Khung lý thuyết nền tảng của nghiên cứu	10
2.4 CÁC NGHIÊN CỨU THỰC NGHIỆM CÓ LIÊN QUAN.....	10
2.4.1 Lược khảo các nghiên cứu trước trong và ngoài nước	10
2.4.2 Tổng hợp các nghiên cứu gần với đề tài của luận án.....	13
2.5 KHOẢNG TRỐNG NGHIÊN CỨU	16
2.6 KHUNG KHÁI NIỆM CỦA NGHIÊN CỨU	17
2.7 GIẢ THUYẾT VÀ MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU	17
2.7.1 Các giả thuyết nghiên cứu	17
2.7.2 Mô hình nghiên cứu đề xuất	18
Chương 3. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU	19
3.1 THIẾT KẾ NGHIÊN CỨU.....	19
3.2 QUY TRÌNH NGHIÊN CỨU.....	19
3.3 PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU ĐỊNH TÍNH.....	20
3.3.1 Phương pháp thu thập dữ liệu phân tích định tính.....	20
3.3.2 Phương pháp phân tích dữ liệu định tính.....	21
3.4 PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU ĐỊNH LƯỢNG	21
3.4.1 Phương pháp thu thập dữ liệu phân tích định lượng.....	21
3.4.2 Phương pháp phân tích dữ liệu định lượng.....	22
3.5 THANG ĐO LÝ THUYẾT VÀ SƠ BỘ CỦA NGHIÊN CỨU.....	22
3.6 NGHIÊN CỨU ĐỊNH LƯỢNG SƠ BỘ VÀ THANG ĐO CHÍNH THỨC.....	23
Chương 4. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ THẢO LUẬN.....	23

4.1	MÔ TẢ ĐẶC ĐIỂM MẪU NGHIÊN CỨU.....	23
4.2	KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU ĐỊNH LƯỢNG CHÍNH THỨC	24
4.2.1	Kết quả kiểm định mô hình nghiên cứu.....	24
4.2.2	Kiểm định các giả thuyết của nghiên cứu.....	27
4.3	THẢO LUẬN KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU.....	29
4.3.1	Tác động của cấu trúc vốn đến KQKD.....	29
4.3.2	Tác động của đặc điểm giám đốc điều hành.....	29
	Chương 5. KẾT LUẬN VÀ HÀM Ý QUẢN TRỊ	33
5.1	KẾT LUẬN	33
5.1.1	Kết luận đối với mục tiêu và câu hỏi nghiên cứu số 1.....	33
5.1.2	Kết luận đối với mục tiêu và câu hỏi nghiên cứu số 2 và 3.....	34
5.2	HÀM Ý QUẢN TRỊ.....	36
5.2.1	Đối với các công ty kinh doanh bất động sản.....	36
5.2.2	Đối với các công ty đa quốc gia	40
5.2.3	Đối với các bên liên quan	41
5.3	ĐÓNG GÓP MỚI CỦA LUẬN ÁN.....	41
5.3.1	Đóng góp về mặt lý thuyết	41
5.3.2	Đóng góp về phương pháp	44
5.3.3	Đóng góp về mặt thực tiễn	45
5.4	HẠN CHẾ VÀ HƯỚNG NGHIÊN CỨU TIẾP THEO	47
5.4.1	Hạn chế của nghiên cứu.....	47
5.4.2	Hướng nghiên cứu tiếp theo	48

Chương 1

GIỚI THIỆU

1.1 LÝ DO CHỌN ĐỀ TÀI

Thị trường bất động sản Việt Nam trong những năm qua đã trải qua biến động mạnh mẽ, với nhiều công ty, từng đạt tốc độ tăng trưởng ấn tượng, đến nay lại phải đối mặt với khủng hoảng tài chính, doanh thu và lợi nhuận suy giảm mạnh. Thực tiễn cho thấy, không ít công ty bất động sản dù từng đạt tốc độ tăng trưởng mạnh mẽ nhưng lại nhanh chóng sụp đổ do lựa chọn cấu trúc vốn không phù hợp hoặc do các quyết định quản trị kém hiệu quả từ phía CEO và ban lãnh đạo. Ngành BĐS vốn có đặc điểm chu kỳ rõ rệt và phụ thuộc lớn vào nguồn vốn vay, trong khi các quyết định tài chính chiến lược thường chịu ảnh hưởng đáng kể bởi năng lực cũng như đặc điểm cá nhân của đội ngũ lãnh đạo. Từ thực trạng này, đặt ra yêu cầu rất cấp thiết cần phải có nghiên cứu làm rõ mối quan hệ giữa cấu trúc vốn, đặc điểm của nhà quản trị và kết quả kinh doanh của các công ty BĐS trong bối cảnh Việt Nam hiện nay.

Tuy nhiên, các nghiên cứu trong nước trước đây chủ yếu tập trung xem xét từng cặp yếu tố riêng lẻ, chẳng hạn như mối quan hệ giữa *cấu trúc vốn* và *kết quả kinh doanh*, giữa *đặc điểm giám đốc điều hành* và *cấu trúc vốn*, giữa *đặc điểm giám đốc điều hành* và *kết quả kinh doanh*. Có rất ít nghiên cứu thực hiện phân tích đồng thời mối quan hệ giữa ba yếu tố là cấu trúc vốn, đặc điểm giám đốc điều hành và kết quả kinh doanh (Naseem và c.s., 2020; Supriyanto & Kho, 2022). Tuy nhiên, các nghiên cứu này vẫn chưa nhất quán về tác động trung gian của cấu trúc vốn trong mối quan hệ này. Ngoài ra, cho đến thời điểm tiến hành nghiên cứu luận án này, tác giả chưa tìm thấy công trình nào tại Việt Nam đã thực hiện phân tích đồng thời cả ba yếu tố nêu trên đặc biệt là áp dụng cho ngành bất động sản. Từ đây cho thấy một nhu cầu cũng rất cấp thiết về việc thu hẹp khoảng trống nghiên cứu này.

Trong bối cảnh trên, việc thực hiện đề tài “*Vai trò của đặc điểm nhà quản trị đối với ảnh hưởng của cấu trúc vốn và kết quả kinh doanh*”

của các công ty bất động sản niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh” là rất cấp thiết, có nhiều ý nghĩa về cả khoa học lẫn thực tiễn cũng như đối với ngành bất động sản tại Việt Nam.

1.2 MỤC TIÊU NGHIÊN CỨU

1.2.1 Mục tiêu chung

Phân tích và khám phá vai trò của đặc điểm giám đốc điều hành trong mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và kết quả kinh doanh của các công ty bất động sản niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh, bao gồm tác động trực tiếp, vai trò trung gian của cấu trúc vốn và vai trò điều tiết của đặc điểm giám đốc điều hành. Trên cơ sở đó, nghiên cứu đề xuất các hàm ý quản trị nhằm nâng cao kết quả kinh doanh của các công ty bất động sản và cung cấp luận cứ khoa học phục vụ hoạch định và ra quyết định của các bên liên quan.

1.2.2 Mục tiêu cụ thể

Để đạt được mục tiêu chung, luận án đặt ra bốn mục tiêu cụ thể như sau:

(1) Xác định các đặc điểm giám đốc điều hành có tác động đến cấu trúc vốn và kết quả kinh doanh của các công ty bất động sản niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh;

(2) Kiểm định tác động trực tiếp của đặc điểm giám đốc điều hành đến kết quả kinh doanh, đồng thời kiểm định vai trò trung gian của cấu trúc vốn trong mối quan hệ giữa đặc điểm giám đốc điều hành và kết quả kinh doanh;

(3) Kiểm định tác động trực tiếp của cấu trúc vốn đến kết quả kinh doanh, đồng thời kiểm định vai trò điều tiết của đặc điểm giám đốc điều hành đối với mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và kết quả kinh doanh;

(4) Đề xuất các hàm ý quản trị nhằm nâng cao kết quả kinh doanh của các công ty bất động sản và cung cấp các luận cứ khoa học phục vụ việc hoạch định, ra quyết định của các bên liên quan.

1.3 CÂU HỎI NGHIÊN CỨU

Thực hiện các mục tiêu nghiên cứu cụ thể nêu trên, luận án cần phải trả lời bốn câu hỏi nghiên cứu sau:

(1) Đặc điểm nào của nhà quản trị có ảnh hưởng đến cấu trúc vốn và kết quả kinh doanh của các công ty bất động sản niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh?

(2) Đặc điểm giám đốc điều hành ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh thông qua tác động trực tiếp và cơ chế trung gian của cấu trúc vốn như thế nào, và mức độ của các tác động trực tiếp và gián tiếp này ra sao?

(3) Cấu trúc vốn tác động trực tiếp đến kết quả kinh doanh ở mức độ nào, và đặc điểm giám đốc điều hành điều tiết mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và kết quả kinh doanh với cường độ ra sao?

(4) Từ kết quả nghiên cứu, có thể đưa ra những hàm ý quản trị gì cho các công ty bất động sản niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh và các bên liên quan?

1.4 ĐỐI TƯỢNG VÀ PHẠM VI NGHIÊN CỨU

1.4.1 Đối tượng nghiên cứu

Đối tượng nghiên cứu của luận án là “Vai trò của đặc điểm nhà quản trị đối với ảnh hưởng của cấu trúc vốn và kết quả kinh doanh của các công ty bất động sản niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh”.

1.4.2 Đối tượng khảo sát

Các đối tượng được khảo sát là các công ty bất động sản niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh.

1.4.3 Phạm vi nghiên cứu

a. Nội dung nghiên cứu

Luận án tập trung tìm kiếm bằng chứng thực nghiệm (nếu có) về mối quan hệ và chiều hướng, mức độ tác động của đặc điểm nhà quản trị (giám đốc điều hành), cấu trúc vốn và kết quả kinh doanh, dựa trên dữ liệu của các doanh nghiệp được khảo sát. Trên cơ sở đó, nghiên cứu đề xuất các hàm ý quản trị phù hợp với bối cảnh các công ty bất động sản tại Việt Nam.

b. Không gian nghiên cứu

Luận án tập trung vào nghiên cứu các công ty bất động sản niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh.

c. Thời gian nghiên cứu

Dữ liệu được thu thập trong bốn quý của năm 2023 nhằm đảm bảo tính đầy đủ, cập nhật và đã được công bố, kiểm toán đúng theo quy định, qua đó nâng cao độ tin cậy của kết quả phân tích. Việc giới hạn trong một năm còn giúp loại trừ sự biến động về số lượng các công ty khảo sát do thay đổi giám đốc điều hành qua các năm, từ đó đảm bảo tính nhất quán và ổn định bộ dữ liệu để nghiên cứu.

Thời gian thực hiện luận án từ tháng 08 năm 2022 đến tháng 08 năm 2025.

1.5 PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

1.5.1 Nguồn dữ liệu

Luận án được sử dụng nguồn dữ liệu được khai thác từ các nguồn thông tin công bố chính thống trong báo cáo về các công ty trên sàn chứng khoán Việt Nam.

1.5.2 Phương pháp thực hiện

Luận án lựa chọn phương pháp tiếp cận hỗn hợp (mixed-methods approach), kết hợp nghiên cứu định tính và định lượng theo mô hình tuần tự khám phá (sequential exploratory design). Nghiên cứu được triển khai tuần tự gồm: (i) Nghiên cứu định tính khám phá; (ii) Nghiên cứu định lượng: nghiên cứu định lượng sơ bộ để xác định mô hình và thang đo chính thức; nghiên cứu định lượng chính thức nhằm kiểm định mô hình và các giả thuyết nghiên cứu. Sử dụng kỹ thuật phân tích PLS-SEM bằng phần mềm SmartPLS 4.

1.6 ĐIỂM MỚI CỦA LUẬN ÁN

Về lý thuyết: Luận án sử dụng hình nghiên cứu dạng trung gian có điều tiết (Moderated mediation), bên cạnh tác động trực tiếp và gián tiếp (trung gian) như các nghiên cứu đã có trước đây (Naseem et al., 2020; Supriyanto và Kho, 2022), mô hình này còn “nghiên cứu khám phá” thêm “tác động điều tiết (nếu có) của biến đặc điểm giám đốc điều hành lên mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và kết quả hoạt động kinh doanh”. Nghiên cứu kỳ vọng sẽ đóng góp mới về mối quan hệ này cho lý thuyết.

Về các biến trong mô hình: (i) *Biến kiểm soát mới*: Nghiên cứu bổ sung thêm hai biến kiểm soát mới so với nghiên cứu nghiên cứu tương tự của Naseem et al. (2020) và Supriyanto và Kho (2022) là: biến chỉ số sử dụng tài sản (UTI) và biến tăng trưởng (GROW); (ii) *Biến đo lường mới*: *Kết quả hoạt động kinh doanh - PFM*, nghiên cứu lựa chọn biến đo lường cho thang đo kết quả kinh doanh là ROA, ROS khác với hai nghiên cứu trên là Tobin's Q; *Đặc điểm giám đốc điều hành - CEO*, bổ sung mới các biến Sở hữu cổ phần của CEO; *Cấu trúc vốn - CSV*, bổ sung các biến mới là: Nợ trên vốn chủ sở hữu (DER), Nợ ngắn hạn trên tổng TS (SDA), Nợ dài hạn trên tổng TS (LDA); *Sử dụng tài sản - UTI (mới)*, sử dụng biến đo lường là: Tài sản hữu hình trên tổng TS (TAS), Tài sản cố định trên tổng tài sản – FTA (mới), Chỉ số sử dụng tài sản – TAT (mới); *Tăng trưởng – GROW (mới)*, sử dụng biến đo lường là: tăng trưởng tổng tài sản – ASG (mới), tăng trưởng tài sản cố định – FAG (mới).

1.7 Ý NGHĨA CỦA NGHIÊN CỨU

1.7.1 Đóng góp về mặt lý thuyết

Luận án nghiên cứu đóng góp, bổ sung cho lý thuyết về: (i) Khám phá mới thu hẹp khoảng trống học thuật về vai trò điều tiết của đặc điểm giám đốc điều hành đối với ảnh hưởng của cấu trúc vốn và kết quả kinh doanh; (ii) Thu hẹp khoảng trống ngành và địa lý; (iii) Áp dụng mô hình trung gian có điều tiết (moderated mediation model) là mô hình vừa có tác động trung gian cả tác động điều tiết khác biệt so với mô hình nghiên cứu của các nghiên cứu trước; (iv) Bổ sung thêm hai biến kiểm soát là chỉ số sử dụng tài sản (UTI) và tăng trưởng (GROW); (v) Đề xuất thêm các biến đo lường mới so với các nghiên cứu trước; (vi) Cung cấp bằng chứng thực nghiệm để khẳng định quan điểm Lý thuyết thượng tầng lãnh đạo; bổ sung góc nhìn khác cho Lý thuyết người ủy thác, Lý thuyết đại diện trong bối cảnh đặc biệt; củng cố thêm quan điểm của Lý thuyết người quản thác.

1.7.2 Đóng góp về phương pháp

Luận án đã áp dụng phương pháp phân tích dữ liệu cho một mô hình dạng cấu thành – một loại mô hình còn rất ít được nghiên cứu trong

bối cảnh tại Việt Nam. Cụ thể là: (i) Sử dụng phương pháp phân tích dữ liệu PLS-SEM để kiểm định mô hình trung gian có điều tiết (moderated mediation model), trong đó các biến đo lường dạng cấu thành bao gồm cả biến liên tục và biến nhị phân; (ii) Sử dụng phương pháp kiểm định mô hình dạng cấu thành theo nghiên cứu của Hafiz Hanafiah (2020) và Joseph F. Hair et al. (2017); (iii) Áp dụng khung lập luận bảy bước của Andersson et al. (2014), và khung lập luận sáu bước của Vũ Hữu Thành và Nguyễn Minh Hà (2023) để đề xuất giả thuyết về tác động điều tiết.

1.7.3 Đóng góp về mặt thực tiễn

Kết quả nghiên cứu cung cấp luận cứ khoa học đóng góp cho thực tiễn quản trị của các công ty bất động sản: (i) Hoạch định chiến lược nhân sự và cấu trúc vốn, hướng đến việc lựa chọn và phát triển lãnh đạo cấp cao phù hợp; (ii) Cung cấp khung phân tích áp dụng được trong thực tế, giúp công ty nâng cao chất lượng ra quyết định và cải thiện kết quả kinh doanh, đặc biệt trong ngành bất động sản. Bên cạnh đó luận án cũng cung cấp cơ sở tham khảo hữu ích cho bên liên quan trong việc đánh giá rủi ro, năng lực điều hành, xây dựng tiêu chí đánh giá và giám sát liên quan đến giám đốc điều hành, cấu trúc vốn của doanh nghiệp.

1.8 BỐ CỤC CỦA LUẬN ÁN

Cấu trúc của luận án bao gồm 05 chương gồm:

Chương 1: Giới thiệu

Chương 2: Cơ sở lý thuyết và mô hình nghiên cứu

Chương 3: Phương pháp nghiên cứu

Chương 4: Kết quả nghiên cứu và thảo luận

Chương 5: Kết luận và hàm ý quản trị

Chương 2

CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU

2.1 CÁC KHÁI NIỆM LIÊN QUAN ĐỐI TƯỢNG NGHIÊN CỨU

2.1.1 Kết quả kinh doanh

Kết quả kinh doanh (Firm performance) của công ty là khái niệm đại diện cho khả năng sinh lời của các công ty bất động sản và thường

được đo lường thông qua các biến sau: *Suất sinh lời của tài sản – ROA* (Abor, 2007; Ahmed và c.s., 2018; Ahmed Sheikh & Wang, 2013; Alfisah và c.s., 2022; Amal và c.s., 2012; Assenga và c.s., 2018; Buyl và c.s., 2011; Darmadi, 2013; Debnath và c.s., 2021; Elsayed, 2007; Gupta & Mahakud, 2020; Lam & Lee, 2008; Liargovas & Skandalis, 2008; Nguyễn Thu Hiền và c.s., 2016; Park và c.s., 2018; Sajid Nazir và c.s., 2012a; Ting và c.s., 2015); *Suất sinh lời của vốn chủ sở hữu – ROE* (Ahmed và c.s., 2018; Alfisah và c.s., 2022; Assenga và c.s., 2018; Gupta & Mahakud, 2020; Lam & Lee, 2008); *Suất sinh lời của doanh thu thuần - ROS* (Liargovas & Skandalis, 2008); *Hệ số Q của Tobin* (Kho & Yazar Soyadı, 2022; Mokhtar và c.s., 2023; Naseem và c.s., 2020; Vintila & Gherghina, 2012; Zeitun & Gang Tian, 2007).

2.1.2 Nhà quản trị và đặc điểm nhà quản trị

2.1.2.1 Khái niệm về nhà quản trị

Nhà quản trị được lựa chọn trong nghiên cứu này là giám đốc điều hành, giám đốc hay tổng giám đốc của công ty (CEO), thuộc đối tượng khảo sát của nghiên cứu là các công ty kinh doanh bất động sản niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (HoSE), Việt Nam.

2.1.2.2 Đặc điểm về nhà quản trị

Trong nghiên cứu này, đặc điểm giám đốc điều hành là những đặc điểm cá nhân của Giám đốc điều hành (CEO) về tuổi, giới tính, kinh nghiệm (Neeraj Gupta & Mahakud, 2020; Ting và c.s., 2015); học vấn (Education), nhiệm kỳ (Tenure), người sáng lập. Nghiên cứu lược khảo hệ thống của Altarawneh và cộng sự (2020) và De Silva & Weerakoon Banda (2021) cho thấy hầu hết các đặc điểm của CEO như tuổi, giới tính, nhiệm kỳ, trình độ học vấn, tỷ lệ sở hữu vốn (Elsayed, 2007); kiêm nhiệm chức chủ tịch (Elsayed, 2007; Neeraj Gupta & Mahakud, 2020; Lam & Lee, 2008; Nazir và c.s., 2012; Nguyễn Thu Hiền và c.s., 2016; Song & Kang, 2019).

2.1.3 Cấu trúc vốn

Có rất nhiều khái niệm về cấu trúc vốn, tuy nhiên theo Nguyễn Thu Hiền và c.s. (2016), cấu trúc vốn hay đòn bẩy tài chính (Leverage), được

đo lường theo giá trị thị trường hoặc giá trị bút toán của tỉ lệ nợ vay trên tổng tài sản của công ty. Theo Boodhoo & Roshan (2009), cấu trúc vốn là sự kết hợp giữa nợ và vốn chủ sở hữu được duy trì bởi một công ty. Đồng thời cấu trúc vốn còn được gọi là cấu trúc tài chính của một công ty. Chua và c.s. (2022) cũng phát biểu rằng, trong một công ty hiện đại, việc sử dụng đòn bẩy hay cấu trúc vốn là một trong những quyết định chiến lược để tối đa hóa giá trị của công ty.

2.1.4 Tăng trưởng của công ty

Tăng trưởng (Growth) của công ty có thể quan sát thông qua tăng trưởng lợi nhuận biên – NPM (Andy & Megawati, 2019; Pokharel và c.s., 2020; Sukesti và c.s., 2021); tỷ lệ tăng trưởng của doanh thu thuần (Đỗ Thị Vân Trang, 2019; Ekadjaja và c.s., 2021; Lam & Lee, 2008; Rami Zeitun & Gary Gang Tian, 2007); tỷ lệ tăng trưởng tài sản cố định (Ahmed Sheikh & Wang, 2013). Ngoài ra, nghiên cứu của Ghazouani (2013) lại sử dụng biến đo lường cho tăng trưởng là cơ hội tăng trưởng (Growth opportunities) thông qua xác định sự thay đổi của tài sản hữu hình. Trong khi đó, nghiên cứu của Ramli và c.s. (2020) thì chọn sử dụng biến đo lường cho tăng trưởng là cơ hội tăng trưởng (Growth opportunities) và là tỷ lệ tăng trưởng của tổng tài sản.

2.1.5 Sử dụng tài sản của công ty

Chỉ số sử dụng tài sản (Asset Utilization) đo lường mức độ năng lực tài sản có thể sản xuất được và những gì thực tế sản xuất ra. Các biến đo lường thường được dùng trong nghiên cứu là tài sản hữu hình trên tổng tài sản (Ahmed Sheikh & Wang, 2013); tài sản cố định trên tổng tài sản (Nazir và c.s., 2012; Quan Minh Nhựt & Lý Thị Phương Thảo, 2014); chỉ số sử dụng tài sản hay là doanh thu thuần trên tổng tài sản (Xu & Wanrapee, 2014).

2.1.6 Công ty bất động sản và đặc điểm công ty

2.1.6.1 Khái niệm về công ty kinh doanh bất động sản

Trong nghiên cứu này, công ty kinh doanh bất động sản là các công ty cổ phần có hoạt động kinh doanh bất động sản theo luật doanh nghiệp

Việt Nam. Các công ty cổ phần hoạt động đa ngành nhưng lĩnh vực kinh doanh chính là ngành bất động sản.

2.1.6.2 Đặc điểm công ty bất động sản trên HoSE

Trong nghiên cứu này, công ty kinh doanh bất động sản là các công ty cổ phần có hoạt động kinh doanh bất động sản theo luật doanh nghiệp Việt Nam, niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HoSE), Việt Nam (Quan Minh Nhựt & Lý Thị Phương Thảo, 2014). *Đặc điểm công ty (Firm characteristics)*, là khái niệm định nghĩa cho biến nghiên cứu bao gồm hai biến đo lường là quy mô (FSIZE) và thời gian hoạt động (FAGE) của công ty.

2.2 CÁC LÝ THUYẾT NỀN

Nghiên cứu này dựa trên một số quan điểm lý thuyết liên quan đến mục tiêu nghiên cứu và các biến khái niệm của nghiên cứu. Về đặc điểm giám đốc điều hành gồm: Lý thuyết thượng tầng lãnh đạo hay Lý thuyết nhà quản trị cấp cao (UET); Lý thuyết người đại diện (Agency theory); Lý thuyết người quản thác (Stewardship theory); Về cấu trúc vốn gồm: Lý thuyết cấu trúc vốn (Capital structure theory), Lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn (Trade-off theory of capital structure), Lý thuyết trật tự phân hạng (Pecking order theory); Về đặc điểm công ty, tăng trưởng, sử dụng tài sản: Lý thuyết về lợi thế kinh tế theo quy mô (Economies of Scale), Lý thuyết nguồn lực (RBV).

2.3 KHUNG LÝ THUYẾT CỦA NGHIÊN CỨU

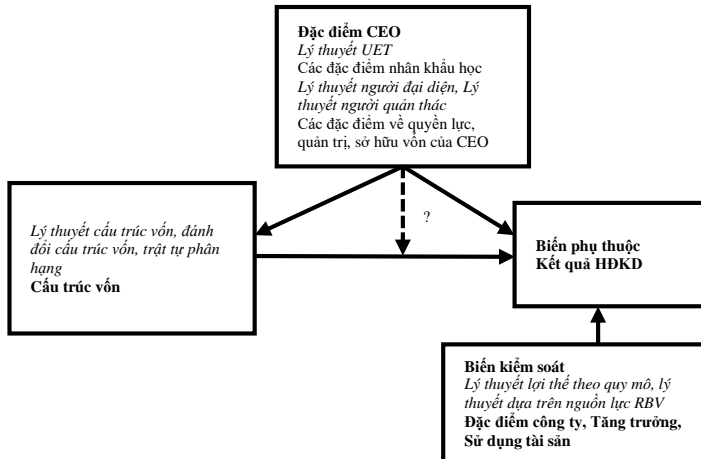
2.3.1 Vai trò của các lý thuyết giải thích cho mô hình nghiên cứu

Luận án này vận dụng tổng hợp các lý thuyết nền nhằm xây dựng khung lý thuyết cho mô hình và giả thuyết nghiên cứu. Các lý thuyết này không chỉ liên quan đến các cấu trúc vốn và kết quả kinh doanh mà còn gắn với những tác động phức tạp của đặc điểm CEO trong mối quan hệ này. Cụ thể là: Lý thuyết thượng tầng lãnh đạo, Lý thuyết người đại diện, Lý thuyết người quản thác, Lý thuyết cấu trúc vốn, Lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn, Lý thuyết trật tự phân hạng, Lý thuyết lợi thế kinh tế theo quy mô, Lý thuyết dựa trên nguồn lực. Các lý thuyết giữ vai trò trung tâm giải thích bổ sung cho nhau về tác động của đặc điểm giám đốc điều hành

đến hành vi quản trị và kết quả hoạt động doanh nghiệp, bao gồm: Lý thuyết thượng tầng lãnh đạo (Upper Echelons Theory), Lý thuyết đại diện (Agency Theory) và Lý thuyết người quản thác (Stewardship Theory).

2.3.2 Khung lý thuyết nền tảng của nghiên cứu

Trên cơ sở các lý thuyết nền tảng nêu trên, tác giả xây dựng khung lý thuyết của nghiên cứu như Hình 2.2 dưới đây:



Hình 2.2: Khung lý thuyết của nghiên cứu
 Nguồn: Tác giả tổng hợp từ lược khảo tổng quan

2.4 CÁC NGHIÊN CỨU THỰC NGHIỆM CÓ LIÊN QUAN

2.4.1 Lược khảo các nghiên cứu trước trong và ngoài nước

2.4.1.1 Đặc điểm giám đốc điều hành và KQKD

Bảng 2.5 Tác động của đặc điểm CEO đến KQKD

Tên biến	Loại biến	Tác động	Tác giả, năm
Sở hữu của CEO, Ownership ratio	Độc lập	+	Elsayed (2007)
Kinh nghiệm CEO, Experience	Độc lập	+	Gupta & Mahakud (2020); Ting và c.s. (2015)
Tuổi CEO	Độc lập	-	Gupta & Mahakud (2020)
Giới tính CEO (Nữ = 0, Nam = 1)	Độc lập	+	Gupta & Mahakud (2020)
Học vấn chuyên môn, Edu.	Độc lập	+	Gupta & Mahakud (2020)

Tên biến	Loại biến	Tác động	Tác giả, năm
CEO kiêm chủ tịch, duality	Độc lập	+	Elsayed (2007); Gupta & Mahakud (2020); Lam & Lee (2008)
	Điều tiết	+	Song & Kang (2019)
Thời gian tại nhiệm CEO, tenure	Độc lập	+	Gupta & Mahakud (2020)

Nguồn: tác giả lược khảo từ các nghiên cứu nêu trên

2.4.1.2 Đặc điểm giám đốc điều hành và cấu trúc vốn

Bảng 2.6: Tác động của đặc điểm CEO đến cấu trúc vốn

Tên biến	Loại biến	Tác động	Tác giả, năm
Giới tính CEO (Nữ = 0, Nam = 1)	Độc lập	+	De Silva & Banda (2022); Nilmawati và c.s. (2021)
Học vấn chuyên môn, Edu.	Độc lập	+	Rakhmayil & Yuce (2009); Ting và c.s. (2015)
CEO kiêm chủ tịch, duality	Độc lập	+	Kaur & Singh (2021); Sajid Nazir và c.s. (2012)
Thời gian tại nhiệm CEO, tenure	Độc lập	+	Kaur & Singh (2021); Ting và c.s. (2015)
Sở hữu của CEO, Ownership ratio	Độc lập	-	Butt & Hasan (2009); Kaur & Singh (2021)
Kinh nghiệm CEO, Experience	Độc lập	-/+	Matemilola và c.s. (2018); Rakhmayil & Yuce (2009); Ting và c.s. (2015)
Tuổi CEO	Độc lập	-/+	De Silva & Banda (2022); Ting và c.s. (2015); Vintila & Toader (2020)

Nguồn: Tác giả lược khảo từ các nghiên cứu nêu trên

2.4.1.3 Cấu trúc vốn và kết quả kinh doanh

Bảng 2.7 Tác động của cấu trúc vốn đến kết quả kinh doanh

Tên biến	Loại biến	Tác động	Tác giả, năm
Tổng nợ / VCSH	Độc lập	-	Abor (2007); Ahmed và c.s. (2018); Ahmed Sheikh & Wang (2013)
	Độc lập	không có ý nghĩa	Quan Minh Nhựt & Lý Thị Phương Thảo (2014)
	Độc lập	+	Amal và c.s. (2012)
Tổng nợ/ Tổng TS	Độc lập	-	Xu & Wanrapee (2014)

Tên biến	Loại biến	Tác động	Tác giả, năm
Nợ ngắn hạn / Tổng TS	Độc lập	không có ý nghĩa	Ahmed và c.s. (2018)
	Độc lập	–	Abor (2007); Ahmed Sheikh & Wang (2013); Elsayed (2007)
Nợ dài hạn / Tổng TS	Độc lập	không có ý nghĩa	Ahmed và c.s. (2018)
	Độc lập	–	Abor (2007); Ahmed Sheikh & Wang (2013); Elsayed (2007)
Vay NH/tổng nợ	Độc lập	–	Quan Minh Nhựt & Lý Thị Phương Thảo (2014)

Nguồn: tác giả lược khảo từ các nghiên cứu nêu trên

2.4.1.4 Chỉ số tăng trưởng và kết quả kinh doanh

Bảng 2.8: Tác động của tăng trưởng đến kết quả kinh doanh

Tên biến	Loại biến	Tác động	Tác giả, năm
Tỷ lệ tăng trưởng TSCĐ	Độc lập	+	Ahmed Sheikh & Wang (2013)
Lợi nhuận biên (NPM)	Độc lập	+	Andy & Megawati (2019); Sukesti và c.s. (2021)
Ln (Doanh thu thuần)	Kiểm soát, độc lập	+/-	Abor (2007); Lam & Lee (2008)
Tỷ lệ TT Doanh thu thuần	Độc lập	+/-	Đỗ Thị Vân Trang (2019); Ekadjaja và c.s. (2021); Zeitun & Gang Tian (2007)
Tỷ lệ doanh thu thuần hai kỳ liên kế	Độc lập	không có ý nghĩa	Nguyễn Hoàng Nam (2021)

Nguồn: tác giả lược khảo từ các nghiên cứu nêu trên

2.4.1.5 Chỉ số sử dụng tài sản và kết quả kinh doanh

Bảng 2.9: Tác động của sử dụng tài sản đến kết quả kinh doanh

Tên biến	Loại biến	Tác động	Tác giả, năm
Tài sản hữu hình trên tổng tài sản	Kiểm soát	–	Ahmed Sheikh & Wang (2013)
Tài sản cố định trên tổng tài sản	Độc lập	–	Quan Minh Nhựt & Lý Thị Phương Thảo (2014)
Chỉ số sử dụng tài sản (TAT) Doanh TT/ tổng TS	Độc lập	+	Xu & Wanrapee (2014)

Nguồn: Tác giả lược khảo từ các nghiên cứu nêu trên

2.4.1.6 Đặc điểm công ty và kết quả kinh doanh

Bảng 2.10: Tác động của đặc điểm công ty đến KQKD

Tên biến	Loại biến	Tác động	Tác giả, năm
Quy mô công ty	Kiểm soát	+/-	Abor (2007); Ahmed Sheikh & Wang (2013); Gupta & Mahakud (2020)
	Kiểm soát	không có ý nghĩa	Elsayed (2007)
	Độc lập	+	Darmadi (2013)
Thời gian hoạt động của công ty	Độc lập	không có ý nghĩa	Amal và c.s. (2012); Ekadjaja và c.s. (2021); Liargovas & Skandalis (2008)
	Độc lập	+	Quan Minh Nhựt & Lý Thị Phương Thảo (2014)
	Kiểm soát	+	Gupta & Mahakud (2020)

Nguồn: Tác giả lược khảo từ các nghiên cứu nêu trên

2.4.1.7 Các nghiên cứu gần với đề tài nghiên cứu của luận án

Lược khảo tài liệu đã tìm được hai nghiên cứu về mối quan hệ của ba biến này (Naseem và c.s., 2020; Supriyanto & Kho, 2022). Tuy nhiên, kết quả của hai nghiên cứu lại chưa có sự thống nhất về tác động giữa các biến. Tác giả cũng đã tìm được một góc nhìn khác của Mokhtar và c.s. (2023), trong đó nghiên cứu về “*tác động điều tiết*” của biến “*đặc điểm của Hội đồng quản trị*” lên mối quan hệ giữa biến độc lập là cấu trúc vốn và biến phụ thuộc là kết quả kinh doanh.

2.4.2 Tổng hợp các nghiên cứu gần với đề tài của luận án

2.4.2.1 Các biến sử dụng trong các nghiên cứu gần với luận án

Bảng 2.12: Tổng hợp các biến nghiên cứu và đề xuất

Biến nghiên cứu và biến đo lường	Loại biến	Nguồn
Kết quả kinh doanh		
Tobin’s Q	Phụ thuộc	Naseem et al. (2020); Supriyanto và Kho (2022); Mokhtar et al. (2023)
ROA	Phụ thuộc	Chưa được nghiên cứu
ROS	Phụ thuộc	Chưa được nghiên cứu
Đặc điểm giám đốc điều hành		
CEO kiêm chủ tịch HĐQT	Độc lập	Naseem et al. (2020)
	Kiểm soát	Mokhtar et al. (2023)

Biến nghiên cứu và biến đo lường	Loại biến	Nguồn
Tuổi	Điều tiết Độc lập	<i>Chưa được nghiên cứu</i> Naseem et al. (2020); Supriyanto và Kho (2022);
Sở hữu cổ phần của CEO	Điều tiết Độc lập	<i>Chưa được nghiên cứu</i> <i>Chưa được nghiên cứu</i>
Giới tính của CEO	Điều tiết Độc lập	<i>Chưa được nghiên cứu</i> Naseem et al. (2020); Supriyanto và Kho (2022);
Học vấn của CEO	Độc lập	Naseem et al. (2020); Supriyanto và Kho (2022);
Thời gian tại nhiệm của CEO	Độc lập	Naseem et al. (2020); Supriyanto và Kho (2022);
Sự độc lập của HĐQT	Điều tiết	Mokhtar et al. (2023)
Cấu trúc vốn		
Nợ trên vốn chủ sở hữu	Trung gian	Naseem et al. (2020); Supriyanto và Kho (2022)
Tổng nợ trên tổng tài sản	Độc lập	Mokhtar et al. (2023)
Nợ ngắn hạn trên tổng TS	Trung gian	<i>Chưa được nghiên cứu</i>
Nợ dài hạn trên tổng TS	Trung gian	<i>Chưa được nghiên cứu</i>
Đặc điểm công ty		
Tổng số cổ phiếu	Kiểm soát	Naseem et al. (2020); Supriyanto và Kho (2022);
Quy mô công ty	Kiểm soát	Naseem et al. (2020); Supriyanto và Kho (2022);
Sở hữu nhà nước	Kiểm soát	Naseem et al. (2020); Supriyanto và Kho (2022);
Sở hữu của cổ đông lớn	Kiểm soát	Mokhtar et al. (2023)
Quy mô HĐQT	Kiểm soát	Mokhtar et al. (2023)
Thời gian hoạt động	Kiểm soát	Mokhtar et al. (2023)
Sử dụng tài sản		
Tài sản hữu hình trên tổng TS	Kiểm soát	<i>Chưa được nghiên cứu</i>
Tài sản cố định trên tổng TS	Kiểm soát	<i>Chưa được nghiên cứu</i>
Chỉ số sử dụng tài sản	Kiểm soát	<i>Chưa được nghiên cứu</i>
Tăng trưởng		
Tăng trưởng doanh thu thuần	Kiểm soát	<i>Chưa được nghiên cứu</i> Mokhtar et al. (2023)
Tăng trưởng tổng tài sản	Kiểm soát	<i>Chưa được nghiên cứu</i>
Tăng trưởng tài sản cố định	Kiểm soát	<i>Chưa được nghiên cứu</i>
Chi phí		
Tổng chi phí trên tổng tài sản	Kiểm soát	Naseem et al. (2020); Supriyanto và Kho (2022)

Nguồn: Tác giả lược khảo từ các nghiên cứu trên và đề xuất xem xét

Trên cơ sở tổng hợp các nghiên cứu gần với đề tài, tác giả nhận thấy một số biến chưa được nghiên cứu có thể xem xét để phát triển mô hình nghiên cứu cho luận án được trình bày trong Bảng 2.12 như trên.

2.4.2.2 Bối cảnh trong các nghiên cứu gần với luận án

Bảng 2.13: Bối cảnh ngành, quốc gia nghiên cứu và đề xuất

Nội dung	Nguồn
Ngành nghiên cứu	
Phi tài chính	Mokhtar et al. (2023)
Sản xuất	Supriyanto và Kho (2022)
Đa ngành	Naseem et al. (2020)
<i>Bất động sản</i>	<i>Chưa được nghiên cứu</i>
Quốc gia nghiên cứu	
Malaysia	Mokhtar et al. (2023)
Indonesia	Supriyanto và Kho (2022)
Pakistan	Naseem et al. (2020)
<i>Việt Nam</i>	<i>Chưa được nghiên cứu</i>

Nguồn: Tác giả lược khảo từ các nghiên cứu trên và đề xuất xem xét

Các nghiên cứu của Naseem et al. (2020), Supriyanto và Kho (2022) và Mokhtar et al. (2023) nghiên cứu ở nước ngoài và chưa nghiên cứu áp dụng cho ngành bất động sản tại Việt Nam.

2.4.2.3 Dữ liệu và phương pháp phân tích được sử dụng trong các nghiên cứu gần với luận án

Bảng 2.14: Dữ liệu và phương pháp phân tích được sử dụng

Dữ liệu	Phương pháp phân tích	Nguồn
Dữ liệu bảng	PLS-SEM	Supriyanto và Kho (2022)
Dữ liệu bảng	FEM, GMM	Naseem et al. (2020)
Dữ liệu bảng	POLS, REM, FEM	Mokhtar et al. (2023)

Nguồn: Tác giả lược khảo từ các nghiên cứu trên

Bảng 2.14 cho thấy, phương pháp phân tích phân tích dữ liệu PLS-SEM được sử dụng để phân tích dữ liệu bảng.

2.4.2.4 Lý thuyết sử dụng trong các nghiên cứu gần với luận án

Bảng 2.15: Tổng hợp các lý thuyết sử dụng và đề xuất

Lý thuyết sử dụng	Giải thích	Nguồn
Lý thuyết thượng tầng lãnh đạo	Đặc điểm giám đốc điều hành	Naseem et al. (2020);
Lý thuyết đại diện	Đặc điểm giám đốc điều hành	Naseem et al. (2020); Supriyanto và Kho (2022); Mokhtar et al. (2023)
Lý thuyết người quản thác	Đặc điểm giám đốc điều hành	Mokhtar et al. (2023)
Lý thuyết trật tự phân hạng	Cấu trúc vốn	Naseem et al. (2020); Supriyanto và Kho (2022); Mokhtar et al. (2023)
Lý thuyết cầu trúc vốn	Cấu trúc vốn	Mokhtar et al. (2023)
Lý thuyết đánh đổi cầu trúc vốn	Cấu trúc vốn	Mokhtar et al. (2023)
<i>Lý thuyết lợi thế kinh tế theo quy mô</i>	Đặc điểm công ty, sử dụng tài sản, tăng trưởng	<i>Chưa được sử dụng</i>
<i>Lý thuyết dựa trên nguồn lực</i>	Đặc điểm công ty, sử dụng tài sản, tăng trưởng	<i>Chưa được sử dụng</i>

Nguồn: Tác giả lược khảo từ các nghiên cứu trên và đề xuất xem xét

Các điểm chưa được nghiên cứu nêu trên là các mảnh ghép còn thiếu và là cơ sở để xác định khoảng trống nghiên cứu được trình bày trong Mục 2.5 của luận án.

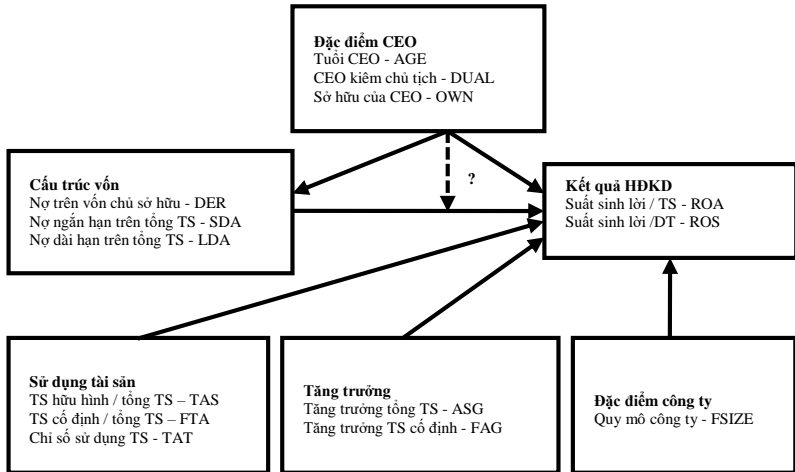
2.5 KHOẢNG TRỐNG NGHIÊN CỨU

Khoảng trống nghiên cứu về phương diện lý thuyết: (i) Về mối quan hệ giữa ba biến, hướng nghiên cứu của đề tài này nhằm “khám phá tác động điều tiết của đặc điểm giám đốc điều hành (CEO) lên mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và kết quả kinh doanh”; (ii) Bổ sung các biến đo lường và nghiên cứu tác động mới: *Cấu trúc vốn*: nợ trên vốn chủ sở hữu (DER), nợ ngắn hạn trên tổng tài sản (SDA), nợ dài hạn trên tổng tài sản (LDA); *Đặc điểm giám đốc điều hành*: xem xét thêm tác động điều tiết và tác động trung gian của đặc điểm giám đốc điều hành; *Kết quả kinh doanh*: sử dụng biến ROA, ROS, khác với Naseem và c.s. (2020) và Supriyanto & Kho (2022); (iii) Bổ sung biến kiểm soát mới: *Chỉ số sử dụng tài sản – UTI; Tăng trưởng – GROW*.

Khoảng trống nghiên cứu về phương diện thực tiễn: Thứ nhất, về khoảng trống ngành, tác giả chưa tìm thấy nghiên cứu về mối quan hệ của ba biến này với đối tượng là các công ty bất động sản; Thứ hai, về khoảng trống địa lý, tác giả chưa tìm thấy nghiên cứu về đề tài này tại Việt Nam.

2.6 KHUNG KHÁI NIỆM CỦA NGHIÊN CỨU

Xuất phát từ khung lý thuyết và kết quả lược khảo tổng quan các nghiên cứu thực nghiệm có liên quan như Mục 2.3 và Mục 2.4, Luận án xây dựng khung khái niệm cho mô hình và giả thuyết nghiên cứu như sau:



Hình 2.9: Khung khái niệm của nghiên cứu
Nguồn: tác giả tổng hợp từ lược khảo tổng quan

2.7 GIẢ THUYẾT VÀ MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU

2.7.1 Các giả thuyết nghiên cứu

Giả thuyết về cấu trúc vốn:

H_{CSV} : Cấu trúc vốn (CSV) có tác động ngược chiều (-) đến kết quả kinh doanh (FPM).

Giả thuyết về tuổi giám đốc điều hành:

H_{AGE1} : Tuổi của CEO (AGE) có tác động ngược chiều (-) đến cấu trúc vốn (CSV) của công ty;

H_{AGE2} : Tuổi của CEO (AGE) có tác động thuận chiều (+) đến kết quả kinh doanh của công ty (FPM);

H_{AGE3} : Tuổi của CEO (AGE) có tác động thuận chiều (+) đến kết quả kinh doanh (FPM) của công ty thông qua biến trung gian là cấu trúc vốn (CSV);

H_{AGE4} : Tuổi của CEO (AGE) có tác động điều tiết tiêu cực (-), khi AGE tăng thì làm mạnh lên mối quan hệ tiêu cực (-) giữa cấu trúc vốn (CSV) và kết quả kinh doanh (FPM) của công ty.

Giả thuyết về sự kiêm nhiệm chủ tịch của giám đốc điều hành:

H_{DUAL1} : CEO kiêm nhiệm chủ tịch (DUAL) có tác động thuận chiều (+) đến cấu trúc vốn (CSV) của công ty;

H_{DUAL2} : CEO kiêm nhiệm chủ tịch (DUAL) có tác động thuận chiều (+) đến kết quả kinh doanh của công ty (FPM);

H_{DUAL3} : CEO kiêm nhiệm chủ tịch (DUAL) có tác động thuận chiều (+) đến kết quả kinh doanh (FPM) của công ty thông qua biến trung gian là cấu trúc vốn (CSV);

H_{DUAL4} : CEO kiêm nhiệm chủ tịch (DUAL) có tác động điều tiết tích cực (+), khi CEO có kiêm nhiệm (DUAL tăng) thì làm yếu đi mối quan hệ tiêu cực (-) giữa cấu trúc vốn (CSV) và kết quả kinh doanh (FPM) của công ty.

Giả thuyết về sở hữu vốn của giám đốc điều hành:

H_{OWN1} : Sở hữu cổ phần của CEO (OWN) có tác động ngược chiều (-) đến cấu trúc vốn (CSV) của công ty;

H_{OWN2} : Sở hữu cổ phần của CEO (OWN) có tác động thuận chiều (+) đến kết quả kinh doanh (FPM) của công ty;

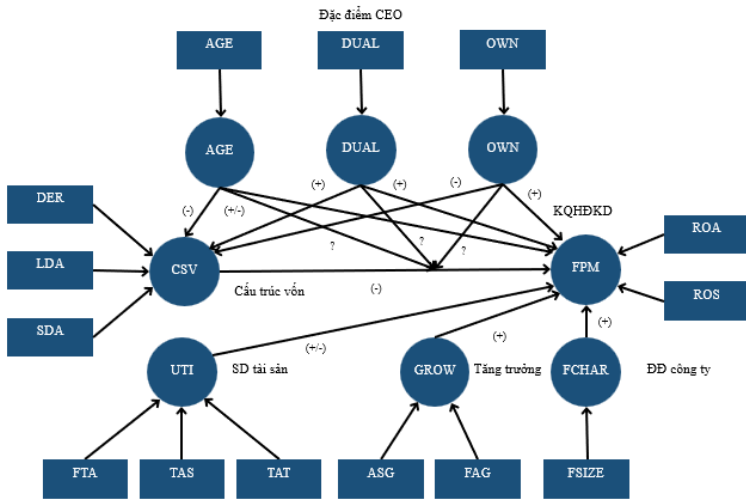
H_{OWN3} : Sở hữu cổ phần của CEO (OWN) có tác động thuận chiều (+) đến kết quả kinh doanh (FPM) thông qua cấu trúc vốn (CSV) của công ty;

H_{OWN4} : Sở hữu cổ phần của CEO (OWN) có tác động điều tiết tích cực (+), khi CEO có sở hữu vốn (OWN tăng) thì làm yếu đi mối quan hệ tiêu cực (-) giữa cấu trúc vốn (CSV) và kết quả kinh doanh (FPM) của công ty.

2.7.2 Mô hình nghiên cứu đề xuất

Theo nghiên cứu của Naseem và c.s. (2020) và nghiên cứu của Supriyanto & Kho (2022) và Mokhtar và c.s. (2023), cơ sở lý thuyết (Mục 2.2), khung lý thuyết (Mục 2.5), khung khái niệm (Mục 2.6), các giả

thuyết nghiên cứu (Mục 2.7.1) và nghiên cứu sơ bộ, tác giả đề xuất mô hình nghiên cứu chính thức như hình 2.10:



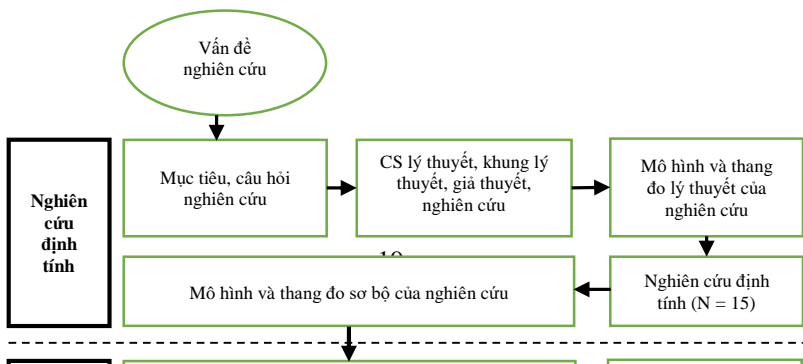
Hình 2.10: Mô hình nghiên cứu
 Nguồn: Tác giả nghiên cứu và đề xuất

Chương 3 PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

3.1 THIẾT KẾ NGHIÊN CỨU

Nghiên cứu này được triển khai theo loại hình khám phá (*exploratory research*). Hướng tiếp cận theo phương pháp hỗn hợp (*mixed-methods approach*) kết hợp định tính và định lượng. Thiết kế nghiên cứu được triển khai qua ba giai đoạn: Nghiên cứu định tính khám phá; Nghiên cứu định lượng; Tổng hợp và báo cáo kết quả.

3.2 QUY TRÌNH NGHIÊN CỨU



Hình 3.1: Sơ đồ mô tả quy trình nghiên cứu

Nguồn: Tác giả nghiên cứu và đề xuất

3.3 PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU ĐỊNH TÍNH

3.3.1 Phương pháp thu thập dữ liệu phân tích định tính

3.3.1.1 Phương pháp xác định cỡ mẫu

Nghiên cứu định tính lựa chọn phỏng vấn là 15 chuyên gia và nhà quản lý gồm: thành viên ban giám đốc công ty; nhà quản trị tài chính, kinh doanh cấp trung; chuyên gia phân tích hoạt động của các công ty.

3.3.1.2 Phương pháp chọn và phân bổ mẫu khảo sát

Phân bổ mẫu cho nghiên cứu định tính gồm: chọn 5 giám đốc hoặc phó giám đốc công ty; 5 nhà quản trị tài chính, kinh doanh cấp trung; 5 chuyên gia phân tích hoạt động của các công ty.

3.3.1.3 Phương pháp khảo sát số liệu

Trên cơ sở mẫu thiết kế, tác giả tiến hành khảo sát thu thập dữ liệu cho nghiên cứu định tính bằng bảng hỏi có cấu trúc và kết hợp sử dụng mẫu khảo sát Google áp dụng cho các chuyên gia và nhà quản lý có khoảng cách địa lý xa.

3.3.1.4 Bảng hỏi để khảo sát ý kiến chuyên gia

Bảng hỏi được thiết kế nhằm thu thập ý kiến từ các chuyên gia và nhà quản trị của các công ty trong giai đoạn nghiên cứu định tính, với mục tiêu đánh giá mức độ phù hợp giữa cơ sở lý thuyết và thực tiễn đối với các thang đo và biến đo lường lý thuyết được đề xuất dựa trên kết quả nghiên cứu lược khảo các nghiên cứu trước. Sử dụng thang điểm Likert 5 bậc để đo lường ý kiến đánh giá của chuyên gia và nhà quản lý.

3.3.2 Phương pháp phân tích dữ liệu định tính

Đối với phân tích định tính, tác giả sử dụng thống kê mô tả điểm đánh giá của các nhà quản trị, kết hợp phân tích và so sánh điểm trung bình để lựa chọn thang đo sơ bộ. Việc chấp nhận hoặc loại bỏ các biến đo lường dựa trên hai tiêu chí định lượng: (i) điểm trung bình đánh giá của chuyên gia và (ii) chỉ số giá trị nội dung ở cấp độ biến quan sát (I-CVI) theo Yusoff (2019). Cách tiếp cận này giúp lượng hóa mức độ đồng thuận của chuyên gia trong giai đoạn hiệu chỉnh thang đo. Cụ thể, biến quan sát được giữ lại khi thỏa mãn đồng thời hai điều kiện: điểm trung bình $\geq 3,00$ và $I-CVI \geq 0,70$. Ngưỡng trung bình $\geq 3,00$ trên thang Likert 5 điểm phản ánh mức đánh giá từ “trung lập” đến “đồng ý” (Hsu và Sandford, 2007). Phương pháp này phù hợp với quy trình phát triển thang đo trong nghiên cứu khoa học xã hội, trong đó ý kiến chuyên gia được lượng hóa để sàng lọc và hiệu chỉnh biến trước khi kiểm định định lượng (Boateng et al., 2018).

3.4 PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU ĐỊNH LƯỢNG

3.4.1 Phương pháp thu thập dữ liệu phân tích định lượng

3.4.1.1 Phương pháp xác định cỡ mẫu

Theo Hair và c.s. (2017), kích thước mẫu tối thiểu trong phân tích PLS-SEM phải bằng giá trị lớn hơn trong hai giá trị sau (quy tắc 10 lần): (i) Cỡ mẫu của nghiên cứu định lượng sơ bộ là 280 quan sát (70 công ty x 4 quý năm 2022 = 280 quan sát); (ii) Cỡ mẫu của nghiên cứu định lượng chính thức là 328 quan sát (82 công ty x 4 quý năm 2023 = 328 quan sát).

3.4.1.2 Phương pháp chọn và phân bố mẫu khảo sát

Nghiên cứu được sử dụng phương pháp chọn mẫu thuận tiên, phi xác suất (Bùi Nhất Vương & Hà Nam Khánh Giao, 2024).

3.4.1.3 Phương pháp khảo sát số liệu

Tác giả thu thập dữ liệu thứ cấp của các công ty. Nguồn dữ liệu từ các công ty chứng khoán tại Việt Nam.

3.4.2 Phương pháp phân tích dữ liệu định lượng

3.4.2.1 Thống kê mô tả đặc trưng mẫu dữ liệu khảo sát

Sau khi thu thập và sàng lọc dữ liệu hợp lệ được đưa vào phân tích đảm bảo các điều kiện thiết kế và chọn mẫu. Tác giả sẽ tiến hành thực hiện thống kê mô tả đặc trưng mẫu nghiên cứu (Vũ Hữu Thành và Nguyễn Minh Hà, 2021), với các giá trị gồm: (1) Các đại lượng mô tả mức độ tập trung: giá trị trung bình (mean), trung vị (median), yếu vị (mode); (2) Các đại lượng mô tả mức độ phân tán: Phương sai (variance), độ lệch chuẩn (standard deviation), khoảng biến thiên (range) của dữ liệu phân tích. Thống kê mô tả đặc trưng mẫu được thực hiện cho các biến của mô hình nghiên cứu.

3.4.2.2 Phân tích định lượng theo mô hình PLS-SEM

Phương pháp phân tích được sử dụng trong nghiên cứu là mô hình phương trình cấu trúc tuyến tính dựa trên bình phương tối thiểu từng phần (PLS-SEM). Đây là một kỹ thuật phân tích mô hình cấu trúc hiện đại, cho phép xử lý hiệu quả các mô hình phức tạp, bao gồm sự hiện diện đồng thời của biến trung gian, biến điều tiết, cũng như các mối quan hệ giữa các khái niệm tiềm ẩn. Nghiên cứu này áp dụng phương pháp PLS-SEM theo hướng tiếp cận của Hafiz Hanafiah (2020), phù hợp với đặc điểm mô hình có biến đo lường dạng cấu thành và dữ liệu nghiên cứu.

3.5 THANG ĐO LÝ THUYẾT VÀ SƠ BỘ CỦA NGHIÊN CỨU

Trên cơ sở kết quả lược khảo các nghiên cứu trước, Tác giả tiến hành xây dựng hệ thống thang đo lý thuyết cho các biến trong mô hình nghiên cứu. Tiếp đó, dựa trên kết quả nghiên cứu định tính, các thang đo này được hiệu chỉnh và phát triển thành thang đo sơ bộ nhằm phục vụ cho giai đoạn nghiên cứu định lượng sơ bộ.

3.6 NGHIÊN CỨU ĐỊNH LƯỢNG SƠ BỘ VÀ THANG ĐO CHÍNH THỨC

Trên cơ sở thang đo sơ bộ được xây dựng tại Mục 3.5, tác giả tiến hành nghiên cứu định lượng sơ bộ với cỡ mẫu gồm 280 quan sát (dữ liệu năm 2022). Kết quả của nghiên cứu này được sử dụng để đánh giá độ tin cậy và giá trị của các thang đo, đồng thời thực hiện hiệu chỉnh cần thiết nhằm hoàn thiện hệ thống thang đo. Trên cơ sở đó, thang đo chính thức được hình thành để phục vụ cho nghiên cứu định lượng chính thức. Nghiên cứu định lượng chính thức được thực hiện với cỡ mẫu gồm 328 quan sát (dữ liệu năm 2023), và các kết quả phân tích được trình bày chi tiết trong Chương 4.

Chương 4 KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ THẢO LUẬN

4.1 MÔ TẢ ĐẶC ĐIỂM MẪU NGHIÊN CỨU

Mẫu khảo sát có tổng số quan sát là 328 (82 công ty x 4 quý) với đặc trưng mẫu tương ứng với các biến đo lường của thang đo chính thức như bảng 4.1; bảng 4.2; bảng 4.3 dưới đây.

Bảng 4.1: Đặc trưng mẫu dữ liệu nghiên cứu

	N	Nhỏ nhất	Lớn nhất	Trung bình	Độ lệch chuẩn	≤ Trung bình (%)	> Trung bình (%)
FSIZE (tỷ đồng)	328	198	669,617	24.445,550	85.044,110	83,840	16,160
ROS (%)	328	-22.449,560	11.713,400	-56,570	1.574,410	4,570	95,430
ROA (%)	328	-7,340	19,720	0,560	1,510	64,630	35,37
SDA (%)	328	0,370	86,580	37,320	19,920	53,660	46,340
LDA (%)	328	0,000	69,610	16,720	16,030	57,010	42,990
DER (%)	328	0,440	3.788,250	186,260	282,120	67,070	32,930
ASG (%)	328	-32,060	95,540	1,440	14,880	57,320	42,680
FAG (%)	328	-6,230	29,120	0,020	1,800	83,840	16,160
TAS (%)	328	0,000	84,420	8,340	14,970	73,170	26,830
FTA (%)	328	0,000	84,440	10,320	16,980	73,480	26,520
TAT (lần)	328	-0,500	48,610	6,030	6,820	65,850	34,150
N hợp lệ	328						

Nguồn: Tác giả thống kê từ dữ liệu

Bảng 4.2: Đặc điểm về tuổi giám đốc điều hành

	N	Nhỏ nhất	Lớn nhất	Trung bình	Độ lệch chuẩn	≤ Trung bình (%)	> Trung bình (%)
AGE - Tuổi (năm)	328	29	75	49,590	8,448	54,880	45,120
N hợp lệ	328						

Nguồn: Tác giả thống kê từ dữ liệu

Bảng 4.3: Đặc điểm CEO về kiêm nhiệm chủ tịch và sở hữu vốn

Đặc điểm giám đốc điều hành của mẫu khảo sát	1 (%)	0 (%)
DUAL - Kiêm chủ tịch (1 = kiêm nhiệm, 0 = không kiêm)	4,880	95,120
OWN - Sở hữu vốn của giám đốc điều hành (1: sở hữu >=5%, 0: không có)	19,510	80,490

Nguồn: Tác giả thống kê từ dữ liệu

4.2 KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU ĐỊNH LƯỢNG CHÍNH THỨC

4.2.1 Kết quả kiểm định mô hình nghiên cứu

Kết quả kiểm định mô hình cấu trúc (structural model path coefficients) cho thấy mối quan hệ giữa các biến cấu trúc như sau:

(i) Tác động trực tiếp của cấu trúc vốn (CSV) đến KQKD (FPM)

CSV → FPM: có hệ số tác động là -0,429 với p-value là 0,000 (nhỏ hơn 0,05), cho thấy CSV có tác động ngược chiều (-) và có ý nghĩa thống kê đến FPM.

(ii) Tác động trực tiếp của đặc điểm CEO đến KQKD (FPM)

AGE → CSV: có hệ số tác động là -0,131, với p-value là 0,036 (nhỏ hơn 0,05), cho thấy AGE tác động ngược chiều (-) đến cấu trúc vốn (CSV) và có ý nghĩa thống kê; AGE → FPM: có hệ số tác động (Original sample) là 0,134, với p-value là 0,009 (nhỏ hơn 0,05), cho thấy tuổi giám đốc điều hành (AGE) tác động thuận chiều (+) đến kết quả kinh doanh (FPM) và có ý nghĩa thống kê; DUAL → CSV: có hệ số tác động là -0,194 và p-value là 0,572 (lớn hơn 0,05), cho thấy tác động của DUAL đến CSV là ngược chiều (-) nhưng không có ý nghĩa thống kê. Nghĩa là chưa tìm thấy đủ bằng chứng để khẳng định mối quan hệ giữa DUAL và CSV; DUAL → FPM: có hệ số tác động là 0,189, nhưng với p-value là 0,484 (lớn hơn 0,05), nên tác động của sự kiêm nhiệm chủ tịch DUAL đến FPM là thuận chiều (+) nhưng không có ý nghĩa thống kê. Nghĩa là

chưa tìm thấy đủ bằng chứng để khẳng định mối quan hệ giữa DUAL và FPM; OWN → CSV: có hệ số tác động là 0,259 và p-value là 0,276 (lớn hơn 0,05), cho thấy OWN có tác động thuận chiều (+) nhưng không có ý nghĩa thống kê đến CSV. Nghĩa là chưa tìm thấy đủ bằng chứng để khẳng định mối quan hệ giữa OWN và CSV; OWN → FPM: có hệ số tác động là -0,192 và p-value là 0,321 (lớn hơn 0,05), cho thấy sở hữu của giám đốc điều hành (OWN) có tác động ngược chiều (-) nhưng không có ý nghĩa thống kê đến FPM. Nghĩa là chưa tìm thấy đủ bằng chứng để khẳng định mối quan hệ giữa OWN và FPM; FCHAR → FPM: có hệ số tác động là 0,127, với p-value là 0,008 (nhỏ hơn 0,05), cho thấy đặc điểm (quy mô tài sản) của công ty (FCHAR) có tác động thuận chiều (+) và có ý nghĩa thống kê đến FPM; GROW → FPM: có hệ số tác động là 0,190 và p-value là 0,019 (nhỏ hơn 0,05), cho thấy tăng trưởng của công ty (GROW) có tác động thuận chiều (+) và có ý nghĩa thống kê đến FPM; UTI → FPM: có hệ số tác động là 0,459 với p-value là 0,000 (nhỏ hơn 0,05), cho thấy UTI có tác động thuận chiều (+) và có ý nghĩa thống kê đến FPM.

(iii) Tác động gián tiếp của đặc điểm giám đốc điều hành đến KQKD

AGE → CSV → FPM: có hệ số tác động gián tiếp là $(-0,131) \times (-0,429) = 0,056$ với p-value là 0,047 (nhỏ hơn 0,05), cho thấy tác động gián tiếp thuận chiều (+) của AGE đến FPM thông qua CSV là có ý nghĩa thống kê; DUAL → CSV → FPM: có hệ số tác động gián tiếp là $(-0,194) \times (-0,429) = 0,083$, với p-value là 0,567 (lớn hơn 0,05), cho thấy tác động gián tiếp của DUAL đến FPM thông qua CSV là không có ý nghĩa thống kê; OWN → CSV → FPM: có hệ số tác động gián tiếp là $(0,259) \times (-0,429) = -0,111$, với p-value là 0,292 (lớn hơn 0,05), cho thấy tác động gián tiếp của OWN đến FPM thông qua CSV là không có ý nghĩa thống kê.

(iv) Tác động điều tiết của đặc điểm giám đốc điều hành

AGE x CSV → FPM: có hệ số tương tác giữa AGE x CSV và FPM là -0,260 với p-value là 0,001 (nhỏ hơn 0,05), cho thấy tuổi của CEO

(AGE) có tác động điều tiết tiêu cực (-) lên mối quan hệ giữa CSV và FPM và có ý nghĩa thống kê; DUAL x CSV → FPM: có hệ số tương tác giữa DUAL x CSV và FPM là 0,824 với p-value là 0,027 (nhỏ hơn 0,05), cho thấy sự kiêm nhiệm chủ tịch (DUAL) có tác động điều tiết tích cực (+) lên mối quan hệ giữa CSV và FPM và có ý nghĩa thống kê; OWN x CSV → FPM: có hệ số tương tác giữa OWN x CSV và FPM là 0,121 với p-value là 0,537 (lớn hơn 0,05).

4.2.2 Kiểm định các giả thuyết của nghiên cứu

a. Kiểm định các giả thuyết về tác động của cấu trúc vốn

Bảng 4.11: Kiểm định các giả thuyết về cấu trúc vốn và KQKD

Ký hiệu	Giả thuyết nghiên cứu	Hệ số hồi quy chuẩn hóa (β)	Giá trị p (p-value)	Kết quả kiểm định giả thuyết
H _{CSV}	Cấu trúc vốn (CSV) có tác động ngược chiều (-) đến kết quả kinh doanh (FPM).	-0,429	0,000	Chấp nhận

Nguồn: Kết quả phân tích mô hình PLS-SEM bằng SmartPLS4

b. Kiểm định các giả thuyết về tác động của đặc điểm giám đốc điều hành

(i) Giả thuyết về tác động của tuổi giám đốc điều hành

Bảng 4.12: Kiểm định các giả thuyết về tuổi CEO

Ký hiệu	Giả thuyết nghiên cứu	Hệ số hồi quy chuẩn hóa (β)	Giá trị p (p-value)	KQ kiểm định giả thuyết
H _{AGE1}	Tuổi của CEO (AGE) có tác động ngược chiều (-) đến cấu trúc vốn (CSV) của công ty.	-0,131	0,036	Chấp nhận
H _{AGE2}	Tuổi của CEO (AGE) có tác động tích cực (+) đến kết quả kinh doanh của công ty (FPM).	0,134	0,009	Chấp nhận
H _{AGE3}	Tuổi của CEO (AGE) có tác động thuận chiều (+) đến kết quả kinh doanh (FPM) của công ty thông qua biến trung gian là cấu trúc vốn (CSV).	0,056	0,047	Chấp nhận
H _{AGE4}	Tuổi của CEO (AGE) có tác động điều tiết tiêu cực (-), khi AGE tăng thì làm mạnh lên mối quan hệ tiêu cực (-) giữa cấu trúc vốn (CSV) và kết quả kinh doanh (FPM).	-0,260	0,001	Chấp nhận

Nguồn: Kết quả phân tích mô hình PLS-SEM bằng SmartPLS4

(ii) Giả thuyết về tác động của sự kiêm nhiệm chủ tịch của giám đốc điều hành

Bảng 4.13: Kiểm định các giả thuyết về sự kiêm nhiệm chủ tịch

Ký hiệu	Giả thuyết nghiên cứu	Hệ số hồi quy chuẩn hóa (β)	Giá trị p (p-value)	KQ kiểm định giả thuyết
H _{DUAL1}	CEO kiêm nhiệm chủ tịch (DUAL) có tác động thuận chiều (+) đến cấu trúc vốn (CSV) của công ty.	-0,194	0,572	Bác bỏ
H _{DUAL2}	CEO kiêm nhiệm chủ tịch (DUAL) có tác động thuận chiều (+) đến kết quả kinh doanh của công ty (FPM).	0,193	0,474	Bác bỏ
H _{DUAL3}	CEO kiêm nhiệm chủ tịch (DUAL) có tác động thuận chiều (+) đến kết quả kinh doanh (FPM) của công ty thông qua biến trung gian là cấu trúc vốn (CSV).	0,083	0,567	Bác bỏ
H _{DUAL4}	CEO kiêm nhiệm chủ tịch (DUAL) có tác động điều tiết tích cực (+), khi CEO có kiêm nhiệm (DUAL tăng) thì làm yếu đi mối quan hệ tiêu cực (-) giữa cấu trúc vốn (CSV) và kết quả kinh doanh (FPM).	0,824	0,027	Chấp nhận

Nguồn: Kết quả phân tích mô hình PLS-SEM bằng SmartPLS4

(iii) Giả thuyết về tác động của tỷ lệ sở hữu vốn của CEO

Bảng 4.14: Kiểm định các giả thuyết về sở hữu vốn của CEO

Ký hiệu	Giả thuyết nghiên cứu	Hệ số hồi quy chuẩn hóa (β)	Giá trị p (p-value)	KQ kiểm định giả thuyết
H _{OWN1}	Sở hữu cổ phần của CEO (OWN) có tác động ngược chiều (-) đến cấu trúc vốn (CSV) của công ty.	0,259	0,276	Bác bỏ
H _{OWN2}	Sở hữu cổ phần của CEO (OWN) có tác động thuận chiều (+) đến kết quả kinh doanh (FPM) của công ty.	-0,192	0,321	Bác bỏ
H _{OWN3}	Sở hữu cổ phần của CEO (OWN) có tác động thuận chiều (+) đến kết quả kinh doanh (FPM) thông qua cấu trúc vốn (CSV) của công ty.	-0,111	0,292	Bác bỏ

Ký hiệu	Giả thuyết nghiên cứu	Hệ số hồi quy chuẩn hóa (β)	Giá trị p (p-value)	KQ kiểm định giả thuyết
H _{OWN4}	Sở hữu cổ phần của CEO (OWN) có tác động điều tiết tích cực (+), khi CEO có sở hữu vốn (OWN tăng) thì làm yếu đi mối quan hệ tiêu cực (-) giữa cấu trúc vốn (CSV) và kết quả kinh doanh (FPM).	0,121	0,537	Bác bỏ

Nguồn: Kết quả phân tích mô hình PLS-SEM bằng SmartPLS4

4.3 THẢO LUẬN KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

4.3.1 Tác động của cấu trúc vốn đến KQKD

So với quan điểm của các lý thuyết

Theo *Lý thuyết cấu trúc vốn*, *Lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn*, *Lý thuyết trật tự phân hạng* thì cấu trúc vốn nếu không được kiểm soát dưới ngưỡng tối ưu, là điểm mà lợi ích thu được từ việc tăng nợ bị triệt tiêu hết bởi chi phí khánh kiệt tài chính mà công ty phải gánh chịu thêm (Ekadjaja và c.s., 2021) thì khi đó việc tăng vốn vay hay cấu trúc vốn sẽ tác động tiêu cực đến kết quả kinh doanh. Điều này phù hợp với kết quả nghiên cứu và cũng cho thấy có thể nhiều công ty trong mẫu khảo sát đã sử dụng vốn vay trên ngưỡng cấu trúc vốn tối ưu của công ty.

So với các nghiên cứu thực nghiệm trước đó

Kết quả nghiên cứu của luận án này hoàn toàn phù hợp với nghiên cứu của Abor (2007). Nghiên cứu của Ahmed Sheikh & Wang (2013), cũng cho thấy mối liên quan nghịch chiều này. Ngoài ra, nghiên cứu của Ekadjaja và c.s. (2021) một lần nữa xác nhận cấu trúc vốn có tác động ngược chiều (-) đến kết quả kinh doanh tương tự như kết quả nghiên cứu của luận án.

4.3.2 Tác động của đặc điểm giám đốc điều hành

4.3.2.1 Tác động của tuổi giám đốc điều hành

Kết quả nghiên cứu cho thấy rằng: (i) Tuổi giám đốc điều hành có tác động ngược chiều (-) đến cấu trúc vốn của công ty; (ii) Tuổi giám đốc điều hành có tác động thuận chiều (+) đến kết quả kinh doanh của

công ty; (iii) Tuổi giám đốc điều hành có tác động trung gian một phần, thuận chiều (+) đến kết quả kinh doanh thông qua biến trung gian là cấu trúc vốn của công ty; (iv) Tuổi giám đốc điều hành có tác động điều tiết tiêu cực (-) lên mối quan hệ giữa cấu trúc vốn với kết quả kinh doanh của công ty.

So với quan điểm của lý thuyết

Lý thuyết UET nhấn mạnh mối liên kết giữa đặc điểm cá nhân của giám đốc điều hành và quyết định lựa chọn cấu trúc vốn, chiến lược, ảnh hưởng trực tiếp đến kết quả kinh doanh của công ty. Điều này cũng giải thích phù hợp cho tác động của tuổi giám đốc điều hành với cấu trúc vốn và kết quả kinh doanh như kết quả nghiên cứu của luận án.

So với các nghiên cứu thực nghiệm trước đó

(i) Tuổi giám đốc điều hành có tác động nghịch chiều (-) đến cấu trúc vốn của công ty. Điều này phù hợp với kết quả nghiên cứu của Vintilă và Toader (2020) và Ting et al. (2015) nhưng ngược với nghiên cứu của De Silva và Banda (2022).

(ii) Tuổi giám đốc điều hành có tác động cùng chiều (+) đến kết quả kinh doanh của công ty. Điều này phù hợp với nghiên cứu của G. Wang et al. (2016) nhưng ngược với nghiên cứu của Gupta và Mahakud (2020). Điều này cho thấy còn có sự thiếu nhất quán về chiều hướng tác động của tuổi giám đốc điều hành đến kết quả kinh doanh của công ty và cần có thêm nhiều nghiên cứu để đánh giá.

Kết quả nghiên cứu cho thấy tuổi CEO có tác động cùng chiều đến kết quả kinh doanh trong bối cảnh bất động sản Việt Nam năm 2023, khác biệt với các nghiên cứu quốc tế ghi nhận tác động ngược chiều. Sự khác biệt này có thể được lý giải bởi đặc thù chu kỳ suy giảm và khủng hoảng thanh khoản của ngành bất động sản Việt Nam trong năm 2023. Trong điều kiện bất định cao, năng lực quản trị rủi ro, kinh nghiệm xử lý khủng hoảng và vốn quan hệ tích lũy của các CEO lớn tuổi có thể trở thành lợi thế quan trọng giúp doanh nghiệp duy trì hoạt động và ổn định kết quả kinh doanh. Bên cạnh đó, trong môi trường thể chế mang tính quan hệ như Việt Nam, tuổi CEO có thể phản ánh mức độ tích lũy vốn xã hội và

uy tín thị trường, qua đó cải thiện khả năng tiếp cận nguồn lực và xử lý các rào cản pháp lý. Do đó, tác động cùng chiều của tuổi CEO trong nghiên cứu này phản ánh tính phụ thuộc bối cảnh (context-dependence) của mối quan hệ giữa đặc điểm cá nhân nhà quản trị và kết quả kinh doanh.

(iii) Tuổi giám đốc điều hành có tác động trung gian một phần, thuận chiều (+) đến kết quả kinh doanh thông qua biến trung gian là cấu trúc vốn của công ty. Điều này cũng có thêm bằng chứng thực nghiệm phù với kết quả nghiên cứu của Naseem và c.s. (2020)

(iv) Tuổi giám đốc điều hành có **tác động điều tiết tiêu cực** (-) lên mối quan hệ giữa cấu trúc vốn với kết quả kinh doanh của công ty. Kết quả này có thể nói là một **“phát hiện mới của nghiên cứu này”**. Vì tác giả chưa tìm thấy nghiên cứu nào chỉ ra tác động điều tiết của Tuổi giám đốc điều hành lên mối quan hệ giữa cấu trúc vốn với kết quả kinh doanh.

4.3.2.2 Tác động của giám đốc điều hành kiêm nhiệm chủ tịch

Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng, sự kiêm nhiệm chủ tịch của giám đốc điều hành có **tác động điều tiết tích cực** (+) lên mối quan hệ giữa cấu trúc vốn với kết quả kinh doanh.

So với quan điểm của lý thuyết

Theo lý thuyết người đại diện thì, vấn đề ông chủ và người đại diện (nhà quản trị như CEO), hay còn gọi là vấn đề người ủy thác và người nhận ủy thác là một ví dụ điển hình của rủi ro đạo đức. Sự tách biệt giữa quyền sở hữu và quyền quản trị đã gây nên một vấn đề là nhà quản trị có thể hành động theo lợi ích riêng của họ nhiều hơn so với lợi ích của người sở hữu. Khi giám đốc điều hành kiêm nhiệm chủ tịch hội đồng quản trị, nghĩa là mang thêm trọng trách của chủ hay đại diện cho lợi ích đa số chủ sở hữu vốn của công ty. Tuy nhiên, các phát hiện của nghiên cứu ủng hộ quan điểm của Lý thuyết lãnh đạo (Stewardship Theory).

So với các nghiên cứu thực nghiệm trước đó:

Đây có thể được xem là **“phát hiện mới của nghiên cứu”** vì tác giả cũng chưa tìm thấy nghiên cứu nào trước đây có phát hiện về sự kiêm nhiệm chủ tịch của giám đốc điều hành có tác động điều tiết tích cực (+)

lên mối quan hệ giữa cấu trúc vốn với kết quả kinh doanh như kết quả của nghiên cứu này.

Chương 5

KẾT LUẬN VÀ HÀM Ý QUẢN TRỊ

5.1 KẾT LUẬN

5.1.1 Kết luận đối với mục tiêu và câu hỏi nghiên cứu số 1

Từ kết quả phân tích dữ liệu và kiểm định các giả thuyết của mô hình nghiên cứu, luận án đã tìm thấy bằng chứng thực nghiệm cho thấy rằng: (1) Tuổi (AGE) và sự kiêm nhiệm chủ tịch của giám đốc điều hành (DUAL) có tác động điều tiết lên mối quan hệ giữa cấu trúc vốn (CSV) và kết quả kinh doanh (FPM) tại các công ty bất động sản trên sàn HoSE, Việt Nam (mục 4.2.3.2); (2) Tuổi (AGE) có tác động nghịch chiều (-) đến cấu trúc vốn (CSV) tại các công ty bất động sản trên sàn HoSE, Việt Nam (mục 4.2.3.2); (3) Tuổi của CEO (AGE) có tác động cùng chiều đến kết quả kinh doanh của công ty (FPM) tại các công ty bất động sản trên sàn HoSE, Việt Nam (mục 4.2.3.2); (4) Tuổi của CEO (AGE) có tác động trung gian một phần, cùng chiều (+) đến kết quả kinh doanh (FPM) thông qua biến trung gian là cấu trúc vốn (CSV) tại các công ty bất động sản trên sàn HoSE, Việt Nam (mục 4.2.3.2); (5) Không tìm thấy bằng chứng thực nghiệm về tác động của sự sở hữu trên 5% vốn cổ phần của giám đốc điều hành (OWN) lên mối quan hệ giữa cấu trúc vốn (CSV) và kết quả kinh doanh (FPM) tại các công ty bất động sản trên sàn HoSE, Việt Nam (mục 4.2.3.2).

Ngoài ra, nghiên cứu còn tìm thấy bằng chứng thực nghiệm đối với các biến kiểm soát trong mô hình chỉ ra rằng: (1) Tăng trưởng (GROW) có tác động cùng chiều (+) đến kết quả kinh doanh (FPM) tại các công ty bất động sản trên sàn HoSE, Việt Nam (mục 4.2.3.3); Sử dụng tài sản (UTI) có tác động cùng chiều (+) đến kết quả kinh doanh (FPM) tại các công ty bất động sản trên sàn HoSE, Việt Nam (mục 4.2.3.3); (2) Đặc điểm công ty về quy mô (FSIZE) có tác động cùng chiều (+) đến kết quả kinh doanh (FPM) tại các công ty bất động sản trên sàn HoSE, Việt Nam (mục 4.2.3.3); (3) Cấu trúc vốn (CSV) có mối quan hệ với kết quả kinh doanh (FPM) tại các công ty bất động sản trên sàn HoSE, Việt Nam (mục 4.2.3.1).

Tóm lại, thực hiện mục tiêu và trả lời cho câu hỏi nghiên cứu số 1, nghiên cứu đã chỉ ra rằng: (1) Tuổi (AGE) của giám đốc điều hành có tác động trực tiếp đến kết quả kinh doanh (FPM); (2) Tuổi (AGE) của giám đốc điều hành có tác động gián tiếp một phần đến kết quả kinh doanh (FPM) thông qua cấu trúc vốn (CSV); (3) Tuổi (AGE) và sự kiêm nhiệm chủ tịch của giám đốc điều hành (DUAL) có tác động điều tiết lên mối quan hệ giữa cấu trúc vốn (CSV) và kết quả kinh doanh (FPM).

Kết luận, đặc điểm về tuổi (AGE) và sự kiêm nhiệm chủ tịch (DUAL) của CEO có tác động điều tiết lên mối quan hệ giữa cấu trúc vốn (CSV) và kết quả kinh doanh (FPM) tại các công ty bất động sản trên sàn HoSE, Việt Nam. Khám phá này là một “phát hiện mới” so với nghiên cứu của Naseem et al. (2020) và Supriyanto và Kho (2022).

5.1.2 Kết luận đối với mục tiêu và câu hỏi nghiên cứu số 2 và 3

(1) Tác động trực tiếp của cấu trúc vốn đến kết quả kinh doanh

Kết quả nghiên cứu cho thấy cấu trúc vốn có tác động trực tiếp nghịch chiều (-) đến kết quả kinh doanh với hệ số $\beta = -0,429$, phản ánh rằng việc gia tăng đòn bẩy tài chính làm suy giảm kết quả kinh doanh của các công ty bất động sản niêm yết trên HoSE.

(2) Tác động trực tiếp và trung gian của đặc điểm giám đốc điều hành

Kết quả nghiên cứu cho thấy đặc điểm giám đốc điều hành, đại diện bởi tuổi của CEO (AGE), ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh (FPM) cả tác động trực tiếp và gián tiếp thông qua cấu trúc vốn (CSV).

Thứ nhất, AGE có tác động trực tiếp cùng chiều (+) đến kết quả kinh doanh, với hệ số $\beta = 0,134$, cho thấy CEO lớn tuổi có xu hướng nâng cao hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Đồng thời, AGE tác động nghịch chiều (-) đến cấu trúc vốn với hệ số là $\beta = -0,131$, CEO lớn tuổi có xu hướng thận trọng hơn trong việc sử dụng đòn bẩy tài chính.

Thứ hai, thông qua cơ chế trung gian của cấu trúc vốn, AGE tạo ra tác động gián tiếp cùng chiều (+) đến kết quả kinh doanh với hệ số $\beta = 0,056$. Kết quả này xác nhận vai trò trung gian một phần của cấu trúc vốn trong mối quan hệ giữa tuổi CEO và kết quả kinh doanh. Như vậy, ảnh

hưởng của tuổi CEO đến kết quả kinh doanh không chỉ đến từ năng lực quản trị và kinh nghiệm tích lũy (trực tiếp), mà còn thông qua quyết định tài chính liên quan đến cấu trúc vốn (gián tiếp).

Tóm lại, đặc điểm về tuổi của CEO vừa tạo ra tác động trực tiếp đến kết quả kinh doanh, vừa thông qua cơ chế trung gian của cấu trúc vốn.

(3) Tác động điều tiết của đặc điểm giám đốc điều hành

Kết quả nghiên cứu cho thấy, đặc điểm giám đốc điều hành còn đóng vai trò điều tiết đối với mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và kết quả kinh doanh cụ thể như sau:

Tuổi CEO (AGE) có tác động điều tiết tiêu cực (-) với hệ số $\beta = -0,260$, cho thấy khi CEO lớn tuổi hơn, mối quan hệ nghịch chiều giữa cấu trúc vốn và kết quả kinh doanh trở nên mạnh hơn. Điều này cho thấy các CEO lớn tuổi có xu hướng khuếch đại tác động bất lợi của đòn bẩy tài chính đến kết quả kinh doanh.

Ngược lại, sự kiêm nhiệm chức danh Chủ tịch HĐQT của CEO (DUAL) có tác động điều tiết tích cực (+) với hệ số $\beta = 0,824$. Khi CEO đồng thời giữ vai trò Chủ tịch HĐQT, tác động nghịch chiều (-) của cấu trúc vốn đến kết quả kinh doanh được làm suy giảm. Nói cách khác, cơ chế tập trung quyền lực có thể giúp doanh nghiệp kiểm soát tốt hơn rủi ro tài chính và giảm thiểu ảnh hưởng bất lợi của đòn bẩy tài chính.

Nhìn chung, cấu trúc vốn có tác động trực tiếp nghịch chiều (-) đến kết quả kinh doanh; tuy nhiên, cường độ tác động này phụ thuộc vào đặc điểm của giám đốc điều hành, thể hiện rõ thông qua các hiệu ứng điều tiết của AGE và DUAL.

(4) Tăng trưởng (GROW) có tác động trực tiếp và cùng chiều (+) đến kết quả kinh doanh (FPM) của công ty với hệ số tác động $\beta = 0,190$.

(5) Sử dụng tài sản (UTI) có tác động trực tiếp và cùng chiều (+) đến kết quả kinh doanh (FPM) của công ty với hệ số tác động $\beta = 0,459$.

(6) Đặc điểm công ty về quy mô (FSIZE) có tác động trực tiếp và cùng chiều (+) đến kết quả kinh doanh (FPM) của công ty với hệ số tác động $\beta = 0,127$.

5.2 HÀM Ý QUẢN TRỊ

Dựa trên kết quả nghiên cứu, thực hiện mục tiêu và để trả lời cho câu hỏi nghiên cứu số 4, tác giả đề xuất một số hàm ý như sau:

5.2.1 Đối với các công ty kinh doanh bất động sản

Một số hàm ý liên quan đến kết quả nghiên cứu cho các công ty kinh doanh bất động sản như mục 5.2.1.1 đến mục 5.2.1.3 dưới đây.

5.2.1.1 Hàm ý quản trị liên quan đến cấu trúc vốn

Theo thống kê từ dữ liệu nghiên cứu, nợ trên vốn chủ sở hữu (DER) trung bình là 186,26%. Trong đó có 32,93% công ty bất động sản trong mẫu khảo sát có DER cao hơn mức trung bình. Hiện nay, nhà nước và các ngân hàng chưa có quy định mức tỷ lệ cho vay theo nợ trên vốn chủ sở hữu. Các ngân hàng thương mại thường áp dụng khoảng mức cho vay khoảng 50% giá trị dự án, tương đương với 100% nguồn vốn đầu tư của công ty cho dự án. Vì vậy, mức trung bình của DER đối với mẫu khảo sát là 186,26% vốn chủ sở hữu được xem là có thể tiềm ẩn rủi ro liên quan đến cấu trúc vốn được sử dụng. Đặc biệt là đối với 32,93% công ty có DER cao hơn mức trung bình thì mức độ rủi ro này lại càng đáng quan ngại. Nếu thị trường có sức mua yếu đi, thì nguy cơ mất thanh khoản và rủi ro khánh kiệt sẽ là rất đáng quan ngại.

Về giả thuyết H_{CSV} : Cấu trúc vốn có tác động nghịch chiều (-) đến kết quả kinh doanh. Tác giả đề xuất các công ty cần lưu ý xác định cấu trúc tối ưu, phù hợp với năng lực sử dụng vốn hiệu quả của công ty, để hạn chế tác động nghịch chiều của vốn vay đến kết quả kinh doanh. Cụ thể là: (i) *Xây dựng cấu trúc vốn tối ưu*: Cần nhắc tỷ lệ nợ vay phù hợp với mức độ tăng trưởng và quy mô công ty; Công ty tăng trưởng nhanh cần ưu tiên vốn dài hạn để duy trì dòng tiền ổn định; Công ty quy mô nhỏ nên hạn chế đòn bẩy tài chính để giảm rủi ro phá sản. Tuy nhiên, hàm ý này cần được nghiên cứu, kiểm định trong các nghiên cứu chuyên sâu về tài chính công ty; (ii) *Xây dựng công cụ để kiểm soát quản trị giúp chủ sở hữu kiểm soát chặt hơn về hành vi của CEO có xu hướng chấp nhận rủi ro cao*: Chủ sở hữu (Đại hội đồng cổ đông) thông qua Hội đồng Quản trị và Ban kiểm soát, có thể sử dụng quy chế kiểm soát các giới hạn của

cấu trúc vốn như một phương tiện trọng yếu để duy trì sự kiểm soát an toàn chung cho công ty; (iii) *Tối ưu hóa chi phí sử dụng vốn*: Đánh giá hiệu quả sử dụng tài sản trước khi mở rộng quy mô hoặc gia tăng nợ vay; Sử dụng nguồn vốn ngắn hạn để đáp ứng nhu cầu vốn lưu động, tránh áp lực lãi suất dài hạn; (iv) *Điều chỉnh chiến lược cấu trúc vốn theo giai đoạn tăng trưởng*: Trong giai đoạn tăng trưởng nhanh, công ty có thể chấp nhận cấu trúc vốn nợ cao hơn nhưng cần quản lý rủi ro chặt chẽ; Ở giai đoạn ổn định, cần ưu tiên vốn chủ sở hữu để giảm áp lực nợ vay.

5.2.1.2 Hàm ý quản trị liên quan đến tuổi của giám đốc điều hành

Về giả thuyết H_{AGE1} : Tuổi của CEO (AGE) có tác động nghịch chiều (-) đến cấu trúc vốn (CSV) của công ty. Hàm ý quản trị là: Công ty cần thiết kế các chính sách khuyến khích phù hợp để cân bằng xu hướng thận trọng do tuổi tác cao của CEO. Đối với các CEO lớn tuổi, công ty nên áp dụng các cơ chế khuyến khích gắn với hiệu quả dài hạn nhằm tránh việc quá thận trọng dẫn đến bỏ lỡ cơ hội nâng cao giá trị doanh nghiệp thông qua việc sử dụng đòn bẩy tài chính hợp lý.

Về giả thuyết H_{AGE2} : Tuổi của CEO (AGE) có tác động cùng chiều (+) đến kết quả kinh doanh của công ty (FPM). Hàm ý quản trị là: Các CEO lớn tuổi có xu hướng mang lại kết quả kinh doanh tốt hơn nhờ kinh nghiệm, sự từng trải và khả năng ra quyết định ổn định. Vì vậy, các công ty nên: (i) Tận dụng kinh nghiệm của các CEO lớn tuổi trong các quyết định chiến lược dài hạn hoặc các nhiệm vụ đòi hỏi tầm nhìn và khả năng kiểm soát rủi ro; (ii) Khai thác nguồn tri thức tổ chức thông qua việc xây dựng cơ chế chia sẻ kinh nghiệm giữa CEO lớn tuổi và đội ngũ kế thừa như các công ty Nhật Bản thường áp dụng; (iii) Tránh bố trí lãnh đạo chủ chốt quá trẻ, bởi kinh nghiệm tăng theo độ tuổi có thể đóng góp tích cực cho kết quả kinh doanh.

Về giả thuyết H_{AGE3} : Tuổi của CEO (AGE) có tác động cùng chiều (+) đến kết quả kinh doanh (FPM) của công ty thông qua biến trung gian là cấu trúc vốn (CSV). Tác giả đề xuất Hội đồng quản trị công ty cần xây dựng cơ chế kiểm soát chiến lược sử dụng nợ (CSV) phù hợp với đặc điểm nhân khẩu học về tuổi của CEO, thay vì áp dụng một khuôn mẫu

đòn bẩy tài chính đồng nhất. Khuynh hướng thận trọng của CEO lớn tuổi cần được tính đến trong việc thiết lập giới hạn nợ tối ưu và thông qua đó có thể cải thiện kết quả kinh doanh của công ty.

Về giả thuyết H_{AGE4} : Tuổi của CEO (AGE) có tác động điều tiết tiêu cực (-), khi AGE tăng thì làm mạnh lên mối quan hệ nghịch chiều (-) giữa cấu trúc vốn (CSV) và kết quả kinh doanh (FPM). Hàm ý quản trị là: Trong bối cảnh doanh nghiệp được điều hành bởi CEO lớn tuổi, cần thận trọng hơn trong việc thiết kế cấu trúc vốn, đặc biệt là kiểm soát mức độ đòn bẩy tài chính, nhằm hạn chế tác động điều tiết tiêu cực của tuổi CEO lên mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và kết quả kinh doanh.

Tóm lại, tuổi của CEO (AGE) có ảnh hưởng tích cực đến kết quả kinh doanh (FPM), bao gồm cả tác động trực tiếp và tác động gián tiếp thông qua cấu trúc vốn, với tổng mức tác động ước lượng là $\beta = 0,190$. Điều này cho thấy doanh nghiệp có CEO lớn tuổi hơn thường đạt hiệu quả hoạt động cao hơn. Tuy nhiên, mức độ ảnh hưởng này không giống nhau trong mọi trường hợp mà phụ thuộc vào mức độ sử dụng cấu trúc vốn của công ty. Cụ thể, AGE có vai trò điều tiết theo hướng tiêu cực trong mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và kết quả kinh doanh. Khi mức độ cấu trúc vốn tăng, tác động tích cực của tuổi CEO đến kết quả kinh doanh có xu hướng suy giảm. Nói cách khác, trong những doanh nghiệp sử dụng đòn bẩy tài chính cao, lợi thế từ kinh nghiệm và độ tuổi của CEO được thể hiện yếu hơn. Nghĩa là, trong bối cảnh công ty được điều hành bởi CEO lớn tuổi, cần kiểm soát mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính, nhằm hạn chế tác động điều tiết tiêu cực của tuổi CEO lên mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và kết quả kinh doanh.

5.2.1.3 Hàm ý quản trị liên quan đến sự kiêm nhiệm chức danh chủ tịch của giám đốc điều hành

Đối với giả thuyết H_{DUAL4} : CEO kiêm nhiệm chủ tịch (DUAL) có tác động điều tiết tích cực (+), khi CEO có kiêm nhiệm (DUAL tăng) thì làm yếu đi mối quan hệ nghịch chiều (-) giữa cấu trúc vốn (CSV) và kết quả kinh doanh (FPM). Hàm ý quản trị là: Sự kiêm nhiệm có ý nghĩa thực tiễn tích cực ở khía cạnh làm suy yếu tác động nghịch chiều của cấu trúc

vốn lên kết quả kinh doanh. Kết quả này gợi ý rằng công ty không nên kỳ vọng vào việc tách biệt chức danh Chủ tịch và Giám đốc điều hành như một giải pháp trực tiếp cải thiện kết quả kinh doanh, mà cần tập trung vào nâng cao chất lượng quản trị. Việc kiêm nhiệm nên được xem như một điều kiện, phù hợp và có thể giúp nâng cao hiệu quả sử dụng vốn của công ty. Vì vậy, tác giả đề xuất các công ty nên xem xét bố trí Chủ tịch HĐQT kiêm nhiệm CEO trên cơ sở có cơ chế kiểm soát rủi ro về sự kiêm nhiệm, để phát huy được tác động điều tiết tích cực đến hiệu quả sử dụng vốn và kết quả kinh doanh.

5.2.1.4 Các hàm ý quản trị khác có liên quan đến kết quả nghiên cứu

Về quy mô của công ty: Kết quả nghiên cứu của luận án cũng cho thấy, đặc điểm công ty về quy mô có tác động cùng chiều (+) đến kết quả kinh doanh của công ty. Tác giả đề xuất hàm ý quản trị là: các công ty cần chú ý khai thác lợi thế về quy mô, đồng thời nâng cao năng lực sử dụng nguồn lực hiệu quả để phát huy tác động tích cực của lợi thế quy mô đến kết quả kinh doanh.

Về sử dụng tài sản: Kết quả nghiên cứu của luận án cũng cho thấy, sử dụng tài sản có tác động cùng chiều (+) đến kết quả kinh doanh. Từ đây, tác giả đề xuất về hiệu quả sử dụng tài sản là: Cần tối ưu hóa hiệu quả sử dụng tài sản để tránh lãng phí nguồn lực; Công ty có quy mô nhỏ nên tập trung vào cải thiện tỷ lệ quay vòng tài sản để nâng cao kết quả kinh doanh của công ty.

Về tăng trưởng: Kết quả nghiên cứu này cho thấy, tăng trưởng của công ty có tác động cùng chiều (+) đến kết quả kinh doanh của công ty. Vì vậy, tác giả đề xuất các công ty cần chú trọng đầu tư cho tăng trưởng, qua đó góp phần nâng cao kết quả kinh doanh, về dài hạn sẽ giúp tăng thêm sức mạnh và lợi thế cạnh tranh thông qua tăng trưởng nguồn lực và quy mô của công ty.

Tóm lại, hàm ý quản trị tổng quát rút ra đối với các công ty bất động sản là việc xác định cấu trúc vốn tối ưu phù hợp với năng lực hoạt động giữ vai trò quan trọng trong việc tối đa hóa kết quả kinh doanh. Bằng

chúng thực nghiệm cho thấy doanh nghiệp được điều hành bởi CEO có độ tuổi cao hơn có xu hướng đạt hiệu quả hoạt động cao hơn. Tuy nhiên, tác động này không mang tính đồng nhất mà phụ thuộc vào mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính. Nói cách khác, tuổi CEO đóng vai trò điều tiết trong mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và kết quả kinh doanh; do đó, trong bối cảnh doanh nghiệp do CEO lớn tuổi điều hành, việc kiểm soát mức độ đòn bẩy tài chính có ý nghĩa quan trọng nhằm hạn chế khả năng phát sinh tác động điều tiết theo hướng bất lợi. Bên cạnh đó, CEO kiêm nhiệm chức danh Chủ tịch Hội đồng quản trị được ghi nhận có khả năng góp phần nâng cao hiệu quả sử dụng vốn. Tuy nhiên, tác động này phụ thuộc đáng kể vào bối cảnh hoạt động (khó khăn, thách thức, khủng hoảng, cơ hội chiến lược cần được nắm bắt kịp thời), nhu cầu quản trị và mức độ hiệu quả của cơ chế giám sát nội bộ. Vì vậy, việc tổ chức mô hình Chủ tịch Hội đồng quản trị kiêm nhiệm CEO cần được cân nhắc trên cơ sở bối cảnh cần thiết và thiết lập các cơ chế kiểm soát rủi ro thích hợp nhằm hạn chế xung đột lợi ích và bảo đảm hiệu quả giám sát. Khi được vận hành trong một bối cảnh và cấu trúc quản trị phù hợp, sự kiêm nhiệm này có thể phát huy tốt tác động điều tiết tích cực đối với mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và kết quả kinh doanh.

5.2.2 Đối với các công ty đa quốc gia

Từ kết quả nghiên cứu, có thể rút ra một số định hướng quản trị cốt lõi cho các công ty đa quốc gia (MNCs): (i) Cấu trúc vốn cần được thiết kế linh hoạt theo từng quốc gia, nhưng được kiểm soát ở cấp độ tập đoàn nhằm hạn chế rủi ro hệ thống; (ii) Tuổi CEO mang lại lợi thế về kinh nghiệm và ổn định chiến lược, song cần kiểm soát đòn bẩy tài chính trong môi trường đa quốc gia để tránh khuếch đại rủi ro; (iii) CEO kiêm nhiệm chủ tịch có thể phát huy tác động tích cực nếu được đặt trong khuôn khổ quản trị minh bạch và giám sát độc lập hiệu quả; (iv) Lợi thế quy mô và tăng trưởng quốc tế chỉ thực sự chuyển hóa thành kết quả kinh doanh khi đi kèm với năng lực quản trị tài chính và quản trị rủi ro xuyên biên giới.

Như vậy, đối với MNCs, cấu trúc vốn không chỉ là vấn đề tài chính đơn thuần mà còn gắn chặt với đặc điểm nhân khẩu học của CEO và cấu

trúc quản trị cấp cao. Sự tương tác giữa các yếu tố này quyết định khả năng tối ưu hóa kết quả kinh doanh trong môi trường cạnh tranh toàn cầu.

5.2.3 Đối với các bên liên quan

Đối với cổ đông, nhà đầu tư: Căn cứ kết quả của theo nghiên cứu này, đánh giá công ty dựa trên mối quan hệ giữa cấu trúc vốn, đặc điểm CEO và kết quả kinh doanh, khả năng tăng trưởng của công ty trước khi đầu tư hay cung cấp tín dụng; Chú ý đến tác động của tuổi Giám đốc Điều hành và tác động điều tiết tích cực của sự kiêm nhiệm Chủ tịch Hội đồng Quản trị đến hiệu quả sử dụng vốn và kết quả kinh doanh, để xem xét ra quyết định lựa chọn Giám đốc Điều hành và Chủ tịch Hội đồng Quản trị hoặc xem xét cung cấp tín dụng cho công ty; Nên ưu tiên lựa chọn các công ty sử dụng tài sản hiệu quả, có chiến lược rõ ràng về tăng trưởng và có lợi thế về quy mô để đầu tư.

Đối với tổ chức cung cấp tín dụng và nhà hoạch định chính sách: Gọi mở các tiêu chí lựa chọn, giám sát lãnh đạo các công ty niêm yết, đặc biệt trong ngành mang tính nhạy cảm với nền kinh tế và có nhu cầu sử dụng vốn cao như bất động sản; Nghiên cứu ban hành chính sách kiểm soát rủi ro tín dụng và tài chính thông qua ban hành mức giới hạn tối đa của chỉ báo nợ trên vốn chủ sở hữu để cho phép cấp vốn tín dụng cho các công ty bất động sản nói riêng và các ngành khác nói chung, có thể khác nhau theo đặc thù rủi ro của từng ngành. Đến thời điểm hiện tại, vẫn chưa có chính sách nào của ngân hàng nhà nước quy định kiểm soát rủi ro cho vay theo tỷ lệ này.

5.3 ĐÓNG GÓP MỚI CỦA LUẬN ÁN

Từ kết quả nghiên cứu và đối chiếu với các khoảng trống nghiên cứu (mục 2.3.3) và các điểm mới của nghiên cứu (mục 4.3.6), luận án có một số đóng góp sau:

5.3.1 Đóng góp về mặt lý thuyết

5.3.1.1 Phát hiện mới và thu hẹp khoảng trống nghiên cứu

Một đóng góp mới và nổi bật của nghiên cứu là việc xác định được “vai trò điều tiết của tuổi CEO (AGE) và kiêm nhiệm Chủ tịch HĐQT (DUAL) trong mối quan hệ giữa cấu trúc vốn (CSV) và kết quả kinh doanh

(FPM)”. Phát hiện này chưa được đề cập trong các nghiên cứu trước đây như của Naseem et al. (2020) và Supriyanto và Kho (2022). Ngoài ra, nghiên cứu đã làm rõ mối quan hệ trực tiếp và gián tiếp giữa tuổi CEO và kết quả kinh doanh thông qua cấu trúc vốn đóng vai trò là biến trung gian. Nghiên cứu đã xây dựng một mô hình tích hợp gồm các quan hệ trực tiếp, gián tiếp và điều tiết, qua đó bổ sung một khung lý thuyết toàn diện hơn so với các mô hình trước. Điều này góp phần thu hẹp khoảng trống lý thuyết đã được xác định tại Mục 2.4, đồng thời mở rộng hiểu biết về cơ chế tác động của đặc điểm lãnh đạo cấp cao đối với kết quả kinh doanh so với các mô hình nghiên cứu trước đó. Những đóng góp của luận án giúp mở rộng tri thức khoa học đã có trước đây. Cụ thể là: (i) *Phát hiện mới đóng góp cho lý thuyết*: Nghiên cứu xác nhận *phát hiện mới về tác động điều tiết (moderation)* của đặc điểm giám đốc điều hành (tuổi, nhiệm vụ chủ tịch) lên mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và kết quả KQKD (*thu hẹp khoảng trống tri thức liên quan đến đề tài*), và tác động trung gian một phần (partial mediation) của đặc điểm giám đốc điều hành (tuổi) đến KQKD đối với các công ty thuộc ngành bất động sản; (ii) *Thu hẹp khoảng trống ngành và địa lý*: Luận án cũng áp dụng cho các công ty bất động sản tại Việt Nam qua đó cũng đã “thu hẹp khoảng trống về ngành và địa lý” đối với các nghiên cứu tương tự về chủ đề này;

5.3.1.2 Sử dụng mô hình trung gian có điều tiết (moderated mediation model)

Nghiên cứu đã áp dụng mô hình trung gian có điều tiết (moderated mediation model) là mô hình vừa có tác động trung gian cả tác động điều tiết khác biệt so với mô hình nghiên cứu của Naseem et al. (2020), Supriyanto và Kho (2022) chỉ có tác động trung gian, và mô hình nghiên cứu của Mokhtar (2023) chỉ có tác động điều tiết. Trong mô hình nghiên cứu của luận án, đặc điểm CEO đóng vai trò “*điều tiết ở giai đoạn hai của tiến trình trung gian*” (*second-stage moderation*). Đây là một trong những công trình nghiên cứu ít thấy tại Việt Nam áp dụng mô hình này;

5.3.1.3 Đề xuất mới các biến kiểm soát

Nghiên cứu bổ sung thêm hai biến kiểm soát mới so với nghiên cứu nghiên cứu tương tự của Naseem et al. (2020) và Supriyanto và Kho (2022) là: biến chỉ số sử dụng tài sản (UTI) và biến tăng trưởng (GROW);

5.3.1.4 Đề xuất mới các biến đo lường

So với các nghiên cứu trước đây của Naseem et al. (2020) và Supriyanto và Kho (2022), nghiên cứu này đề xuất một số chỉ báo đo lường mới cho các biến cấu trúc trong mô hình nghiên cứu: *Đối với biến kết quả hoạt động kinh doanh - PFM*, nghiên cứu lựa chọn biến đo lường cho thang đo kết quả kinh doanh là ROA, ROS khác với hai nghiên cứu trên là Tobin's Q; *Đối với biến cấu trúc vốn - CSV*, bổ sung các biến mới là: Nợ ngắn hạn trên tổng TS (SDA), Nợ dài hạn trên tổng TS (LDA); *Đối với biến sử dụng tài sản - UTI (mới)*, sử dụng biến đo lường là: Tài sản hữu hình trên tổng TS (TAS), Tài sản cố định trên tổng tài sản – FTA (mới), Chỉ số sử dụng tài sản – TAT (mới); *Đối với biến tăng trưởng – GROW (mới)*, sử dụng biến đo lường là: tăng trưởng tổng tài sản – ASG (mới), tăng trưởng tài sản cố định – FAG (mới)

5.3.1.5 Củng cố và bổ sung cho lý thuyết

Nghiên cứu này góp phần củng cố và bổ sung cho hai lý thuyết nền tảng:

Lý thuyết thượng tầng lãnh đạo (Upper Echelons Theory): Nghiên cứu khẳng định rằng các đặc điểm cá nhân của giám đốc điều hành, như tuổi và vai trò kiêm nhiệm Chủ tịch HĐQT, có tác động điều tiết đến mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và kết quả kinh doanh qua các quyết định chiến lược và điều hành hoạt động kinh doanh của công ty. Kết quả này làm sâu sắc thêm quan điểm cốt lõi của lý thuyết, rằng đặc điểm nhân khẩu học và tâm lý của lãnh đạo cấp cao định hình hành vi tổ chức và kết quả kinh doanh của công ty.

Lý thuyết đại diện (Agency Theory): Thông qua phân tích vai trò điều tiết của sự kiêm nhiệm Chủ tịch HĐQT của CEO (DUAL), nghiên

cứu bổ sung tác động tích cực của sự tập trung quyền lực trong bối cảnh phù hợp. Kết quả cho thấy, mặc dù lý thuyết truyền thông cảnh báo nguy cơ xung đột lợi ích và thiếu minh bạch, trong một số bối cảnh phù hợp nhất định, việc tập trung quyền lực có thể cải thiện hiệu quả ra quyết định và chiến lược sử dụng cấu trúc vốn. Điều này cho thấy cách tiếp cận linh hoạt hơn của Lý thuyết đại diện.

Lý thuyết người quản thác (Stewardship Theory): sự kiêm nhiệm chức danh Chủ tịch HĐQT của CEO (DUAL) không chỉ là một đặc điểm quản trị mà còn thể hiện sự tập trung quyền lực và thống nhất chiến lược. Với vai trò điều tiết tích cực, DUAL có thể làm giảm tác động nghịch chiều của cấu trúc vốn và kết quả kinh doanh thông qua cơ chế giảm xung đột nội bộ, rút ngắn quá trình ra quyết định và bảo đảm tính nhất quán trong thực thi. Khi quyền hạn và trách nhiệm được hội tụ vào một nhà lãnh đạo có định hướng gắn bó dài hạn, chi phí phối hợp và giám sát giảm xuống, đồng thời tính linh hoạt được nâng cao. Cơ chế này phù hợp và củng cố thêm cho quan điểm của Lý thuyết người quản thác về hành vi vì lợi ích tổ chức, đồng thời đối lập với quan điểm của Lý thuyết đại diện về nguy cơ tư lợi do tập trung quyền lực.

5.3.2 Đóng góp về phương pháp

Luận án đã áp dụng phương pháp phân tích dữ liệu cho một mô hình dạng cấu thành – một loại mô hình còn rất ít được nghiên cứu trong bối cảnh tại Việt Nam. Cụ thể là: (i) Sử dụng phương pháp phân tích dữ liệu PLS-SEM để kiểm định mô hình trung gian có điều tiết (moderated mediation model), trong đó các biến đo lường dạng cấu thành bao gồm cả biến liên tục và biến nhị phân; (ii) Áp dụng kỹ thuật tách cấu trúc đặc điểm CEO thành các biến cấu trúc đơn chỉ báo để phù hợp với phần mềm SmartPLS4; (iii) Sử dụng phương pháp kiểm định mô hình dạng cấu thành theo nghiên cứu của Hafiz Hanafiah (2020) (xem mục b, Mục 3.4.2.2), đồng thời tuân thủ quy trình đánh giá các biến theo hướng dẫn của Joseph F. Hair et al. (2017) như trình bày trong Phụ lục F và Phụ lục G; (iv) Áp dụng khung lập luận bảy bước của Andersson et al. (2014), đồng thời đối chiếu với khung lập luận sáu bước của Vũ Hữu Thành và

Nguyễn Minh Hà (2023) nhằm đề xuất giả thuyết về tác động điều tiết. Bên cạnh đó, nghiên cứu cũng tham khảo tám dạng mô hình chứa biến điều tiết có tương quan với cả biến độc lập và biến phụ thuộc theo Söderlund (2023), qua đó đề xuất nghiên cứu khám phá tác động điều tiết của đặc điểm CEO, là khác biệt mới so với các nghiên cứu tương tự của Supriyanto và Kho (2022) và Naseem et al. (2020); (v) Xây dựng được một khung lý thuyết và khung phân tích khá chặt chẽ cho mô hình PLS-SEM dạng cấu thành (formative model), có thể được tham khảo và kế thừa trong các nghiên cứu tiếp theo.

5.3.3 Đóng góp về mặt thực tiễn

Bên cạnh đóng góp học thuật, luận án cũng mang lại giá trị thực tiễn quan trọng, cung cấp thêm cơ sở khoa học hữu ích cho các bên liên quan để ứng dụng vào thực tiễn.

5.3.3.1 Đóng góp cho thực tiễn quản trị của các công ty BĐS

Nghiên cứu không chỉ mang lại những đóng góp lý thuyết, mà còn cung cấp cho các công ty bất động sản và các nhà quản trị cái nhìn sâu sắc hơn về mối quan hệ giữa CEO, cấu trúc vốn và hiệu quả kinh doanh. Nghiên cứu cũng đã đóng góp một số khía cạnh có giá trị thực tiễn quan trọng cho công tác quản trị. Cụ thể bao gồm: (i) *Mở ra hướng quản trị tài chính theo đặc điểm nhân sự cấp cao*: Nghiên cứu chỉ ra rằng CEO có ảnh hưởng quan trọng đến quyết định về cấu trúc vốn và kết quả kinh doanh. Khi lựa chọn người đứng đầu, các công ty cần lưu ý cân nhắc đến tuổi tác và vai trò kiêm nhiệm chủ tịch HĐQT của CEO, bên cạnh các nhân tố khác như kinh nghiệm và chuyên môn. Điều này giúp các công ty có chiến lược sử dụng vốn và quản trị nhân sự hợp lý hơn; (ii) *Hỗ trợ công ty trong tuyển chọn và bố trí nhân sự cấp cao*: Các công ty, đặc biệt là trong ngành bất động sản, có thể áp dụng kết quả nghiên cứu này để xây dựng chính sách, chiến lược, mục tiêu, quy trình tuyển chọn, bố trí và giám sát nhân sự cấp cao (CEO và Chủ tịch HĐQT), sao cho phù hợp với chiến lược tài chính và quản trị của công ty. Điều này giúp tối ưu hóa hiệu quả hoạt động và giảm thiểu rủi ro liên quan đến mối quan hệ giữa

cấu trúc vốn, đặc điểm CEO và KQKD. Đồng thời gọi mở xem xét khía cạnh lợi ích và rủi ro bố trí CEO kiêm nhiệm Chủ tịch HĐQT; (iii) *Khung phân tích ứng dụng cho việc ra quyết định của công ty*: Mô hình nghiên cứu của luận án đã gọi mở một Khung phân tích ứng dụng cho xây dựng chính sách, ra quyết định của công ty liên quan đến mối quan hệ giữa các nhân tố tác động đến KQKD trong mô hình, đặc biệt là về cấu trúc vốn và quản lý nhân sự lãnh đạo cấp cao để nâng cao KQKD và hiệu quả quản trị công ty. Mô hình nghiên cứu có thể chuyển hóa thành một công cụ thực tiễn, hỗ trợ hoạch định chính sách về cấu trúc vốn và bố trí nhân sự cấp cao trong bối cảnh kinh tế và ngành nhiều biến động.

5.3.3.2 Đóng góp cho thực tiễn quản trị của các bên liên quan

Nghiên cứu này cung cấp cơ sở tham khảo hữu ích cho các nhà đầu tư, cổ đông và tổ chức tín dụng trong việc hiểu rõ hơn vai trò của Giám đốc điều hành (CEO) đối với quyết định cấu trúc vốn, chiến lược đầu tư và đánh giá rủi ro tín dụng, cũng như trong công tác giám sát hiệu quả quản trị công ty. Bên cạnh đó, kết quả nghiên cứu cũng góp phần gọi mở cho nhà hoạch định chính sách và các cơ quan quản lý trong việc xây dựng tiêu chí đánh giá năng lực quản trị của công ty, đặc biệt là trong các ngành có mức độ rủi ro cao và sử dụng đòn bẩy tài chính lớn như bất động sản. Ngoài ra, nghiên cứu còn đề xuất hàm ý quản trị và chính sách cụ thể để áp dụng vào thực tiễn, và là nguồn tài liệu tham khảo rất hữu ích cho các bên liên quan trong việc xây dựng chính sách quản trị công ty, đặc biệt liên quan đến cấu trúc vốn và cơ cấu nhân sự lãnh đạo cấp cao như CEO và Chủ tịch Hội đồng quản trị (Mục 5.2).

Tóm lại, nghiên cứu đã đề xuất một mô hình lý thuyết tích hợp, phát hiện các tác động điều tiết mới có giá trị học thuật và cung cấp các gợi ý thực tiễn hữu ích. Những đóng góp này không chỉ thu hẹp khoảng trống tri thức hiện tại mà còn thúc đẩy kết nối giữa lý thuyết và thực tiễn trong quản trị cấu trúc vốn và nhân sự lãnh đạo cấp cao, đặc biệt trong ngành bất động sản tại Việt Nam.

5.4 HẠN CHẾ VÀ HƯỚNG NGHIÊN CỨU TIẾP THEO

5.4.1 Hạn chế của nghiên cứu

Nghiên cứu này có một số hạn chế là: (i) Việc thu thập dữ liệu về đặc điểm giám đốc điều hành chỉ có thể thu thập dữ liệu ổn định trong bốn quý của năm 2023. Dữ liệu được thu thập tại bốn thời điểm khác nhau trong năm 2023. Đây là hạn chế xuất phát nguyên nhân khách quan nhằm vừa đảm bảo tính nhất quán về đặc điểm CEO (tránh biến động do thay đổi lãnh đạo) vừa cho phép kiểm soát phần nào nhân tố thời gian. Việc giới hạn thu thập dữ liệu trong năm 2023 nhằm phản ánh một bối cảnh kinh tế - chính sách đặc thù của nghiên cứu, khi thị trường bất động sản Việt Nam đối mặt với nhiều khó khăn và đồng thời xuất hiện hàng loạt biện pháp can thiệp nhằm tháo gỡ vấn đề về vốn và hỗ trợ doanh nghiệp từ Chính phủ. Đây là giai đoạn quan trọng giúp làm nổi bật hơn bối cảnh về quản lý rủi ro và các quyết định chiến lược của các công ty, từ đó tăng tính thực tiễn và ý nghĩa của nghiên cứu. Dữ liệu được thu thập trong năm 2023, các quan sát tại mỗi thời điểm được xem là độc lập và không khai thác khía cạnh thời gian. Mặc dù cách tiếp cận này chịu một số hạn chế khách quan, song nó góp phần đảm bảo tính nhất quán của mẫu nghiên cứu (tránh sai lệch do thay đổi lãnh đạo, tái cấu trúc doanh nghiệp hoặc biến động về số lượng công ty), đồng thời giảm thiểu ảnh hưởng của các cú sốc theo thời gian, từ đó nâng cao độ tin cậy của nghiên cứu. Việc sử dụng nhiều thời điểm thu thập dữ liệu trong cùng một năm không nhằm xem xét khía cạnh thời gian, mà chỉ đóng vai trò tăng tính đại diện của mẫu trong một bối cảnh kinh tế - chính sách tương đối đồng nhất; (ii) Số lượng các công ty có hoạt động kinh doanh bất động sản niêm yết trên sàn chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HoSE) còn hạn chế. Vì vậy, nghiên cứu chỉ được thực hiện với với số lượng quan sát chưa lớn. Điều này có thể là một hạn chế về mức độ khái quát của kết quả nghiên cứu đối với các chu kỳ kinh tế kỳ khác của ngành bất động sản; (iii) Phương pháp phân tích mô hình PLS-SEM dạng cấu thành theo Hafiz Hanafiah (2020), với biến đo lường là các số thực (có thể có giá trị âm hoặc dương) chưa được áp dụng phổ biến tại Việt Nam; (iv) Các biến nghiên cứu cũng chưa

xem xét các nhân tố ngoại sinh có thể tác động đến kết quả kinh doanh; (v) Phương thức đo lường của các biến chủ yếu dựa theo các nghiên cứu đã có trước đó, chưa thử nghiệm cách đo lường mới cho một số biến đo lường trong mô hình; (vi) Nghiên cứu chỉ giới hạn trong ngành bất động sản nên còn hạn chế về tính khái quát của kết quả; (vii) Hạn chế về phương pháp chọn mẫu thuận tiện là đặc điểm của công ty được khảo sát có thể không phản ánh đầy đủ tổng thể đối tượng khảo sát, dẫn đến có thể hạn chế khả năng khái quát hóa kết quả. Do đó, cần quan tâm khắc phục hạn chế này trong các nghiên cứu tiếp theo; (viii) Về giả định độc lập của các quan sát, mặc dù mỗi công ty được quan sát ở nhiều quý, các quan sát này được xem xét gần như độc lập vì các quyết định chiến lược và quản lý rủi ro thường được các công ty hoạch định và triển khai theo từng quý, phụ thuộc chủ yếu vào điều kiện hoạt động và bối cảnh kinh tế riêng của quý đó. Do vậy, giả định về sự độc lập giữa các quan sát được xem là cơ bản được đáp ứng, phù hợp với yêu cầu của PLS-SEM, vốn linh hoạt với cỡ mẫu nhỏ và dữ liệu không yêu cầu phân phối chuẩn. Đây cũng có thể được xem là một trong các giới hạn của nghiên cứu cần được quan tâm giải quyết trong các nghiên cứu tiếp theo.

5.4.2 Hướng nghiên cứu tiếp theo

Xuất phát từ hạn chế nêu trên, tác giả đề xuất hướng nghiên cứu tiếp theo liên quan đến đề tài này là: Lựa chọn đối tượng khảo sát rộng hơn; Xem xét thêm các biến đo lường khác về đặc điểm giám đốc điều hành; Xem xét nghiên cứu đặc điểm của chủ tịch hội đồng quản trị hoặc đặc điểm của hội đồng quản trị; Mở rộng nghiên cứu tại các thị trường mới nổi hoặc các ngành công nghiệp khác có đòn bẩy cao như ngân hàng, sản xuất công nghiệp lớn.

Kết luận chung của luận án

Luận án đã đưa ra những đóng góp đáng ghi nhận cả về mặt lý thuyết và thực tiễn. Các đóng góp này không chỉ góp phần nâng cao chất lượng và hiệu quả quản trị trong lĩnh vực bất động sản, mà còn mang lại giá trị tham khảo hữu ích cho các bên liên quan tại Việt Nam. Qua đó, luận án đã đáp ứng được các yêu cầu cấp thiết cả về mặt lý luận lẫn thực

tiền. Luận án đã xây dựng được một nền tảng nghiên cứu có thể được kế thừa và phát triển trong các nghiên cứu tiếp theo. Từ những kết quả đạt được, có thể khẳng định rằng luận án đã hoàn thành mục tiêu nghiên cứu đã đề ra một cách đầy đủ và khoa học, trong phạm vi giới hạn của nghiên cứu. Luận án vẫn còn tồn tại một số hạn chế và đã có các đề xuất để mở ra hướng nghiên cứu tiếp theo như trình bày ở Mục 5.4 ở trên

