

SỰ ĐỘC LẬP CỦA HỘI ĐỒNG QUẢN TRỊ, TẬP TRUNG QUYỀN SỞ HỮU VÀ HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG DOANH NGHIỆP

Lê Thị Phương Vy

Khoa Tài Chính, Trường Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh

Email: phuongvyqt@ueh.edu.vn

Trần Hoàng Sơn

Công Ty Cổ Phần Tư Vấn Đầu Tư Dự Án Việt

Email: tuvanduanviet@gmail.com

Ngày nhận: 29/5/2019

Ngày nhận bản sửa: 03/7/2019

Ngày duyệt đăng: 05/12/2019

Tóm tắt:

Nghiên cứu kiểm tra tác động của tập trung quyền sở hữu đến mối quan hệ giữa hội đồng quản trị độc lập và hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2010 đến 2017. Bằng cách sử dụng nhiều phương pháp hồi quy khác nhau OLS, FEM, REM, FGLS và GMM để kiểm soát vấn đề nội sinh, nhóm nghiên cứu nhận thấy rằng tính độc lập của hội đồng quản trị có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Đặc biệt, tác động tích cực của sự độc lập của hội đồng quản trị độc lập đối với hiệu quả hoạt động doanh nghiệp tăng lên khi sự tập trung quyền sở hữu giảm xuống sau khi kiểm soát các yếu tố quyết định khác ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp được sử dụng trong các nghiên cứu trước đây. Ngoài ra, nghiên cứu cũng phát hiện ra rằng các kết quả này có ý nghĩa thống kê cao hơn ở những doanh nghiệp tư nhân kiểm soát so với doanh nghiệp nhà nước kiểm soát.

Từ khóa: Hội đồng quản trị độc lập, tập trung quyền sở hữu, hiệu quả hoạt động doanh nghiệp.

Mã JEL: G30

Independence board, ownership concentration and firm performance

Abstract:

This study is conducted to examine the impact of ownership concentration on the relationship between independent board and firm performance in listed firms on Vietnam Stock Exchange during the period 2010 to 2017. Using OLS, FEM, REM, FGLS regression methods and GMM to control endogenous problems, the research finds out a positive impact of independent Board of Directors (BOD) on firm performance. In addition, the result reveals that ownership concentration decreases the positive effect of independent Board of Directors on firm performance. Furthermore, these results have high level of statistical significance in private firms, compared to state-owned firms.

Keywords: Independent Board of Directors, ownership concentration, firm performance.

JEL code: G30

1. Giới thiệu

Vấn đề về quản trị doanh nghiệp cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước, thu hút vốn đầu tư nước ngoài nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động trong doanh nghiệp là một trong những chủ đề được quan tâm nhiều nhất hiện tại. Tuy nhiên, quá trình cổ phần hóa, thu hút vốn đầu tư nước ngoài và sự phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam còn nhiều vấn đề liên quan đến công tác quản trị trong doanh nghiệp. Trong thị trường chứng khoán Việt Nam, vẫn còn tồn tại vấn đề tiêu cực lớn như giao dịch nội gián, công bố thông tin hay phương án phát hành cổ phần điều đó dẫn đến doanh nghiệp vận hành không hiệu quả làm cho các nhà đầu tư và nhà tài trợ không yên tâm khi đầu tư vào doanh nghiệp. Việc quản trị doanh nghiệp minh bạch và hiệu quả sẽ tạo ra tầm lá chắn đối với các hành vi gian lận từ đó tạo niềm tin cho các nhà đầu tư và nâng cao hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Việc quản trị doanh nghiệp rõ ràng có liên quan đến hội đồng quản trị (hội đồng quản trị) và tập trung quyền sở hữu doanh nghiệp. Một hội đồng quản trị độc lập sẽ hoạt động vì lợi ích cổ đông góp phần tăng giá trị doanh nghiệp bằng cách thiết kế mục tiêu và chiến lược hiệu quả cho doanh nghiệp. Một người nắm giữ quyền sở hữu lớn có thể vì lợi ích doanh nghiệp phục vụ như một nhà quản lý giám sát tốt nhưng cũng có thể vì lợi ích riêng mà làm giảm giá trị doanh nghiệp. Mọi chiến lược của doanh nghiệp đều được phê duyệt bởi hội đồng quản trị, nên một hội đồng quản trị hoạt động vì lợi ích doanh nghiệp sẽ có được hiệu quả tốt. Như vậy một doanh nghiệp hoạt động có hiệu quả hay không phụ thuộc rất nhiều vào quản trị doanh nghiệp đặc biệt là hội đồng quản trị độc lập và sự kiểm soát của các cổ đông lớn.

Mục tiêu bài nghiên cứu này nhằm nghiên cứu mối quan hệ giữa hội đồng quản trị, tập trung quyền sở hữu và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Cụ thể, bài nghiên cứu tập trung trả lời các câu hỏi sau: (1) hội đồng quản trị độc lập và tập trung sở hữu có tác động đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp hay không? (2) Tập trung sở hữu có tác động đến mối quan hệ giữa hội đồng quản trị độc lập và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp hay không? (3) Tác động của tập trung quyền sở hữu đến hội đồng quản trị độc lập và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp có khác nhau giữa doanh nghiệp do tư nhân

kiểm soát và doanh nghiệp do nhà nước kiểm soát hay không? Các phần tiếp theo của bài nghiên cứu bao gồm: phần 2 lược khảo các nghiên cứu trước đây, phần 3 phương pháp nghiên cứu, phần 4 kết quả thực nghiệm và phần 5 kết luận.

2. Lý thuyết và tổng quan nghiên cứu

2.1. Cơ sở lý thuyết

2.2.1. Lý thuyết đại diện (*Agency theory*)

Lý thuyết đại diện được ra đời bởi Alchian & Demsetz (1972) và được phát triển thêm bởi Jensen & Meckling (1976). Theo lý thuyết này, cổ đông là người chủ sở hữu doanh nghiệp thuê những người khác để thực hiện công việc điều hành doanh nghiệp, do đó việc quản trị doanh nghiệp tồn tại các vấn đề liên quan giữa lợi ích cổ đông và các đại diện (giám đốc điều hành). Những người đứng đầu giao cho các giám đốc, người quản lý họ chính là những đại diện thực hiện các hoạt động trong doanh nghiệp. Các cổ đông kỳ vọng những người quản lý sẽ đưa ra quyết định hợp lý vì lợi ích của họ. Ngược lại các đại diện đưa ra các quyết định lại không vì lợi ích cổ đông. Như vậy mục tiêu của lý thuyết đại diện nhằm thiết lập một hội đồng quản trị sao cho hoạt động vì lợi ích tốt nhất cho cổ đông.

2.2.2. Lý thuyết nhà quản lý (*Stewardship*)

Lý thuyết đại diện không giải thích được những tình huống mà ở đó không có xung đột giữa người quản lý và chủ sở hữu hay trong các tình huống mà người quản lý xem lợi ích của họ và chủ sở hữu đi cùng nhau. Trong trường hợp này nhà quản lý sẽ thực hiện các hoạt động vì lợi ích doanh nghiệp, từ đó lý thuyết nhà quản lý được ra đời bởi Davis & cộng sự (1997), như một đối trọng đối với lý thuyết đại diện, bác bỏ nhà quản lý tư lợi, hoạt động của nhà quản lý sẽ phục vụ cho doanh nghiệp. Lý thuyết nhà quản lý đưa ra giả thuyết rằng, nhà quản lý không bị tác động bởi lợi ích cá nhân, họ hoạt động vì mục tiêu của tổ chức. Nếu mục tiêu nhà quản lý như lý thuyết thì việc trao quyền cho nhà quản lý là điều phù hợp.

2.2.3. Lý thuyết các bên liên quan (*Stakeholder theory*)

Lý thuyết các bên liên quan Friedman & Miles (2006) cho rằng, có những thành phần có lợi ích liên quan khác như chủ nợ, tổ chức công đoàn, nhà nước, các nhóm chính trị, hiệp hội thương mại, tổ chức tài chính, các nhà cung cấp và cuối cùng là khách hàng

và nhân viên. Trong đó cổ đông chỉ là một trong các bên liên quan và lợi ích của người lao động, chủ nợ và các bên khác nên được tính vào khi ra quyết định. Do vậy, các nhà quản lý doanh nghiệp nên cân bằng lợi ích các bên liên quan trong khi vẫn tối đa hóa giá trị doanh nghiệp. Theo thuyết các bên liên quan, doanh nghiệp tác động đến rất nhiều bên trong đó có người lao động, cổ đông, chủ nợ. Người lao động có thể mất công việc hiện tại, cổ đông có thể mất trắng khoản tiền đầu tư. Nếu doanh nghiệp hoạt động dựa trên giá trị cổ đông không thể giải quyết được những vấn đề này. Vì vậy, muốn nâng cao giá trị doanh nghiệp cần xem xét đến lợi ích của các bên liên quan.

2.2. Tổng quan nghiên cứu

2.2.1. Ảnh hưởng của cổ đông kiểm soát đến hội đồng quản trị độc lập và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp

Nghiên cứu của Dahya & cộng sự (2008) tìm ra mối quan hệ tích cực giữa tỷ lệ thành viên độc lập và giá trị doanh nghiệp trên 22 quốc gia, đặc biệt ở những quốc gia có cơ chế bảo vệ tốt cho cổ đông thiểu số. Nghiên cứu ở Hàn Quốc trong việc cải cách tính độc lập của hội đồng quản trị với cổ đông kiểm soát và sự bảo vệ cổ đông thiểu số cho thấy một tác động tích cực của hội đồng quản trị độc lập đến giá trị doanh nghiệp Black & Kim (2012). Nhiều bài nghiên cứu đã được tiến hành ở Trung Quốc năm 2001 để xem xét tác động của việc cải cách tính độc lập trong hội đồng quản trị và hầu hết đều cho kết quả tác động tích cực đến giá trị doanh nghiệp như nghiên cứu của Liu & cộng sự (2014). Hiệu quả hoạt động của hội đồng quản trị còn quyết định bởi trách nhiệm của thành viên thông qua chi phí bỏ ra và lợi ích đạt được cho việc theo dõi, tư vấn, đặc tính riêng của từng doanh nghiệp và hiểu biết của các thành viên trong hội đồng về cổ đông chi phối (Adams & Ferreira, 2007; Duchin & cộng sự, 2010; Ferreira & cộng sự, 2011). Hội đồng quản trị hiệu quả không chỉ chịu ảnh hưởng của mức độ kiểm soát mà còn chịu ảnh hưởng của loại hình sở hữu và sự bảo vệ cổ đông thiểu số ở mỗi quốc gia (Claessens & Yurtoglu, 2013; Denis & cộng sự, 2003).

2.2.2. Ảnh hưởng của sở hữu nhà nước và sở hữu tư nhân đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp

Nghiên cứu của Li & cộng sự (2011) trong việc tư

nhân hóa và chia sẻ rủi ro đối với các doanh nghiệp thuộc sở hữu nhà nước ở Trung Quốc bằng việc cải cách cơ cấu cổ đông “cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước”. Xu hướng tái cấu trúc được thúc đẩy góp phần gia tăng tính thanh khoản của cổ phiếu, gia tăng sự tham gia của các cổ đông thiểu số trong việc ra quyết định và khuyến khích phát hành cổ phần mới để tăng vốn (Li & cộng sự, 2011). Các doanh nghiệp do tư nhân kiểm soát sẽ tăng tính hiệu quả của hội đồng quản trị hơn so với các doanh nghiệp do nhà nước kiểm soát bởi hai lý do. Đầu tiên, khuyến khích áp dụng quản trị thực tiễn tốt hơn đối với các doanh nghiệp tư nhân vì cơ cấu quản trị kém trước tái cấu trúc và sẽ hưởng lợi từ việc áp dụng quản trị tốt hơn Chen & cộng sự (2009). Ngược lại, các doanh nghiệp do nhà nước kiểm soát ít có động lực để thành lập một hội đồng quản trị độc lập hơn vì chủ sở hữu và người quản lý không hưởng lợi trực tiếp từ việc gia tăng tính thanh khoản trong cổ phiếu cũng như việc chia sẻ rủi ro. Mục tiêu của các doanh nghiệp do nhà nước kiểm soát có thể khác với mục tiêu doanh nghiệp do cá nhân kiểm soát. Thông thường, nhà nước có ảnh hưởng lớn trong quyết định bổ nhiệm thành viên hội đồng quản trị, thành viên ban kiểm soát cũng như có thể ảnh hưởng thông qua các kênh khác nhau như bổ nhiệm CEO và cung cấp một chính sách thuế thuận lợi.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu

Dữ liệu của bài nghiên cứu được trích xuất từ báo cáo tài chính và báo cáo thường niên của 454 công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) và sàn giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) trong giai đoạn 2010 đến 2017 được thể hiện ở dạng bảng cân xứng, gồm 3632 quan sát. Loại khỏi mẫu các công ty thuộc lĩnh vực tài chính, ngân hàng, bất động sản do đặc thù ngành và chế độ kế toán các công ty này không phù hợp với mẫu nghiên cứu.

3.2. Mô hình

Các nghiên cứu trước như (Dahya & cộng sự, 2008; Shan & McIver, 2011) sử dụng cả ROA và Tobin Q để đo lường hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Theo Shan & McIver (2011), ROA là một phương pháp đo lường kế toán và phản ánh kết quả của quá khứ; Tobin Q đo lường dựa trên thị trường

và nắm bắt nhận thức các nhà đầu tư giá trị tương lai của doanh nghiệp. Mặc dù cả hai biện pháp đều được sử dụng để đo lường hiệu quả của công ty nhưng chúng có thể tạo ra các kết quả khác nhau, đặc biệt khi giá trị thị trường bị ảnh hưởng bởi các yếu tố khác như thanh khoản hoặc quản trị doanh nghiệp. Morek & cộng sự (1988) lập luận rằng Tobin Q sẽ phản ánh tốt hơn giá trị của tài sản vô hình của một doanh nghiệp. Do đó, chúng tôi kỳ vọng tác động của sự độc lập hội đồng quản trị mạnh hơn đến giá trị doanh nghiệp đo lường bằng Tobin Q so với ROA.

$$PER_{i,t} = \alpha + \beta 1IND_{i,t} + \beta 2CR_{i,t} + \beta 3IND_{i,t} * CR_{i,t} + \beta 4lg(BSIZE)_{i,t} + \beta 5lg(SIZE)_{i,t} + \beta 6lg(LEV)_{i,t} + \beta 7lg(AGE)_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Biến đại diện cho hiệu quả hoạt động doanh nghiệp được đo lường bằng ROA tính bằng thu nhập trước thuế và lãi vay (EBIT) chia cho tổng tài sản, Tobin's Q tính bằng tỷ lệ giữa giá trị thị trường của tài sản so với giá trị sổ sách của tài sản, trong đó giá trị thị trường của tài sản bằng tổng giá trị vốn hóa thị trường cuối năm của cổ phiếu có thể giao dịch và tổng số nợ phải trả ròng dài hạn và ngắn hạn của doanh nghiệp.

IND là tỷ lệ số lượng thành viên hội đồng quản trị độc lập trên tổng số thành viên hội đồng quản trị. Phản ánh tác động cá nhân của thành viên hội đồng quản trị độc lập đến hiệu quả hoạt động công ty.

CR là tỷ lệ tập trung quyền sở hữu. Với định nghĩa CR3 và CR5 là tỷ lệ cổ phần thuộc sở hữu của ba và năm cổ đông lớn nhất trên tổng số cổ phần tương ứng. Phản ánh tác động cá nhân khi có sự tập trung quyền sở hữu đến hiệu suất hoạt động của công ty.

IND*CR là trọng tâm phân tích của bài nghiên cứu để kiểm tra tính hiệu quả của tính độc lập của hội đồng quản trị đối với hiệu quả hoạt động doanh nghiệp khi có sự tập trung quyền sở hữu.

Các biến kiểm soát gồm có lg(BSIZE) là logarit tự nhiên của tổng số thành viên hội đồng quản trị, hệ số hồi quy của nó có thể âm. Khi số lượng thành viên hội đồng quản trị tăng lên, chi phí đại diện của hội đồng quản trị tăng lên và hiệu quả của nó giảm xuống, và do đó hiệu suất của công ty giảm. lg(SIZE) là logarit tự nhiên của tổng tài sản, hệ số hồi quy có thể âm bởi vì các công ty lớn thường chịu "hiệu ứng sinh lợi giảm dần" sẽ có tốc độ tăng trưởng thấp hơn nên gặp khó khăn trong việc đạt được hiệu suất cao hơn. lg(AGE) là logarit tự nhiên của số năm kể từ khi công ty được thành lập. Hệ số hồi quy có thể âm vì các doanh nghiệp trưởng thành có xu hướng có tốc độ tăng trưởng thấp hơn và gặp khó khăn trong việc đạt được hiệu suất cao hơn. LEV đòn bẩy là tỷ lệ tổng nợ phải trả trên tổng tài sản. Dấu hiệu để dự đoán về tác động của đòn bẩy không rõ ràng. Đòn bẩy cao hơn có thể khuếch đại

Bảng 1: Thống kê mô tả biến

Tên biến	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
ROA	3632	0,1698	0,1406	-0,4747	0,9003
Tobin Q	3632	1,0115	0,4832	0,0023	9,0450
IND	3632	0,3569	0,2527	0	0,9563
CR3	3632	0,2467	0,1610	0,0001	0,9636
CR5	3632	0,3668	0,1832	0,0017	0,9849
SIZE (tỷ VND)	3632	1630	4157	7,8215	61889
BFSIZE	3632	6,3796	2,4025	3	11
LEV	3632	0,4995	0,2245	0,0020	0,9706
AGE	3632	22,9576	14,2370	1	63

Nguồn: Tác giả tổng hợp.

Bảng 2: Ma trận hệ số tương quan giữa các biến độc lập và biến phụ thuộc

	ROA	Tobin Q	IND	CR3	CR5	BFSIZE	SIZE	LEV	AGE
ROA	1								
Tobin's Q	0,4057	1							
	0,0000								
IND	0,0128	0,1178	1						
	0,4418	0,0000							
CR3	0,0859	0,1115	0,0064	1					
	0,0000	0,0000	0,0987						
CR5	0,0827	0,0615	-0,0012	-0,0367	1				
	0,0000	0,0002	0,9439	0,0270					
lg(BFSIZE)	-0,0236	0,0920	0,4114	0,1321	0,1288	1			
)	0,1542	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000				
lg(SIZE)	-0,1187	0,1770	0,1270	0,1817	0,0170	0,3236	1		
	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,3065	0,0000			
LEV	-0,2798	-0,1023	-0,1897	0,1116	-0,0008	0,0277	0,3320	1	
	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,9594	0,0946	0,0000		
lg(AGE)	0,1199	0,1621	0,1149	0,1112	-0,0407	0,0993	0,1633	0,1071	1
	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0141	0,0000	0,0000	0,0000	

Nguồn: Tác giả tổng hợp.

mức thu nhập của công ty nhưng cũng làm tăng tính biến động của thu nhập.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Thống kê mô tả biến

Kết quả cho thấy tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản (ROA) của các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam có giá trị trung bình 16,98%. Tuy nhiên, về hiệu quả sinh lợi được đo lường thông qua phương pháp kế toán vẫn có sự chênh lệch lớn giữa các doanh nghiệp. Giá trị trung bình Tobin Q là 1,0115 phản ánh tín hiệu thị trường cho thấy sự phát triển tốt của các doanh nghiệp niêm yết Việt Nam trong giai đoạn 2010 đến 2017. Đây cũng là giai đoạn sau khủng hoảng, nền kinh tế hồi phục tốt thúc đẩy cơ hội tăng trưởng của doanh nghiệp. Tỷ lệ trung bình của thành viên hội đồng quản trị độc lập trên tổng số thành viên hội đồng quản trị (IND) là 35,69% trong đó có những doanh nghiệp không có số thành viên hội đồng quản trị độc lập thể hiện qua giá trị nhỏ nhất thống kê được

của IND là 0%. Điều này phản ánh thực trạng doanh nghiệp Việt Nam trong giai đoạn 2010 đến 2017 thành viên hội đồng quản trị thường kiêm nhiệm luôn các chức vụ như tổng giám đốc, phó tổng giám đốc, kế toán trưởng và những cán bộ quản lý khác do hội đồng quản trị bổ nhiệm. Ngoài ra, tỷ lệ sở hữu top 3 (CR3) và top 5 (CR5) cổ đông lớn nhất có giá trị trung bình lần lượt là 24,67% và 36,68%, với mức độ lệch chuẩn tương ứng 16,10% và 18,32%.

4.2. Ma trận hệ số tương quan

Hệ số tương quan của các biến giải thích, biến kiểm soát đối với biến phụ thuộc trong mô hình đều nhỏ hơn 0.8 nên không xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến hoàn hảo. Đối với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp được đo lường dựa trên ROA việc tập trung quyền sở hữu, tuổi đời công ty có tác động tích cực đối với ROA, nhưng quy mô hội đồng quản trị, quy mô doanh nghiệp và đòn bẩy tài chính có tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động. Đối với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp được đo lường dựa

trên thị trường cũng cho thấy tác động tích cực của hội đồng quản trị độc lập, tập trung quyền sở hữu và độ tuổi công ty đến hiệu quả hoạt động. Việc công ty sử dụng đòn bẩy tài chính cao sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả hoạt động được đo lường bằng Tobin Q.

4.3. Kết quả hồi quy bằng OLS, FE, RE, FGLS

Đầu tiên, hồi quy bình phương nhỏ nhất (OLS) được thực hiện để phân tích mối quan hệ giữa hội đồng quản trị độc lập, tập trung quyền sở hữu ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Tuy nhiên, độ vững và tính hiệu quả của các hệ số hồi quy trong phương pháp phân tích dữ liệu bảng dựa trên ước lượng OLS có thể không hiệu quả vì phương pháp ước lượng OLS không cần quan tâm đến các yếu tố không thể thu thập hoặc các yếu tố riêng lẻ, đặc thù của từng công ty. Để xử lý vấn đề các yếu tố không thể quan sát được, bài nghiên cứu sử dụng phương pháp hồi quy tác động cố định (FE) và tác động ngẫu nhiên (RE). Để xác định được phương pháp ước lượng nào được xử dụng tốt hơn, bài nghiên cứu thực hiện kiểm định Likelihood Ratio Test cho phương pháp hồi quy Fixed Effect, kiểm định Breusch Pagan Lagrange Multiplier (LM) cho phương pháp hồi quy Random Effect và kiểm định Hausman để lựa chọn giữa FE và RE. Kết quả kiểm định cho thấy phương pháp ước lượng FE là tốt nhất. Để tăng tính hiệu quả của phương pháp ước lượng FE kiểm định tự tương quan và kiểm định phương

sai thay đổi được thực hiện. Kết quả kiểm định Wald cho thấy xuất hiện tương phương sai thay đổi trong hồi quy FE, và kiểm định Wooldridge chứng minh có hiện tượng tự tương quan trong tất cả các phương trình hồi quy. Để xử lý các vấn đề này, nghiên cứu sử dụng phương pháp ước lượng bình phương tối thiểu tổng quát khả thi (FGLS) để khắc phục khuyết tật trong dữ liệu bảng của mô hình.

Hệ số hồi quy IND có ý nghĩa tích cực và có ý nghĩa thống kê đối với hồi quy Tobin's Q CR3 (CR5) đều có ý nghĩa tích cực và có ý nghĩa thống kê ở cả hai mô hình hồi quy. Tuy nhiên, các hệ số riêng lẻ trên IND và CR3 (CR5) chỉ phản ánh những ảnh hưởng riêng lẻ của chúng đến hiệu suất của công ty. Để đo lường tác động chung, nghiên cứu tập trung vào hệ số IND*CR3 (CR5). Trong cột (3), nghiên cứu chỉ ra rằng hệ số IND*CR3 là âm (-0,0396) và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Kết quả này cho thấy việc giảm tỷ lệ tập trung quyền sở hữu sẽ làm tăng tác động tích cực của việc hội đồng quản trị độc lập đối với ROA. Các kết quả tương tự với IND*CR5 là âm (-0,0436) trong cột (4) có ý nghĩa ở mức 1%. Kết quả cho Tobin's Q được trình bày trong cột (7) và (8) thể hiện rằng hệ số trên IND*CR3 (CR5) cũng âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 10%. Xét cột (7), việc giảm tỷ lệ sở hữu sẽ tăng hiệu quả độc lập hội đồng quản trị lên Tobin Q. Nghiên cứu cho cùng kết quả với nghiên cứu của (Liu & cộng sự, 2015). Một hội đồng quản trị độc lập giúp giảm các vấn đề thôn tính từ đó nâng cao hiệu quả hoạt động. Tuy nhiên hiệu

Bảng 3: Kết quả hồi quy bằng phương pháp FE và FGLS

	ROA				Tobin Q			
	FE		FGLS		FE		FGLS	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
IND	-0,0001	0,0018*	0,0009	0,0014*	0,0685	0,0808**	0,1202***	0,0790***
CR3	0,0325**		0,0447***		0,3062***		0,1153***	
IND*CR3	-0,0480**		-0,0396***		-0,2709**		-0,5007*	
CR5		0,0656***		0,0595***		0,3805***		0,1247***
IND*CR5		-0,0767***		-0,0436***		-0,4620***		-0,0629*
lg(BSIZE)	0,0069	0,0055	-0,0039**	-0,0070***	0,0579*	0,0516	-0,0250***	-0,0185***
lg(SIZE)	0,0189***	0,0184***	-0,0050***	0,0074***	0,1060***	0,1135***	0,0843***	0,0829***
LEV	-0,1545***	-0,1536***	-0,1670***	-0,1888***	-0,3980***	-0,3865***	-0,1510***	-0,1578***
lg(AGE)	-0,0662***	-0,0577***	0,0536***	0,0439***	0,1864***	0,2034***	0,0894***	0,1064***
c	0,1178***	0,1096***	0,2486***	0,1104***	-0,4009**	-0,4928***	0,1301**	-0,0903
LR	0,0000	0,0000			0,0000	0,0000		
LM	0,0000	0,0000			0,0000	0,0000		
Hausman	0,0000	0,0000			0,0000	0,0000		

Nguồn: tác giả tự tính toán. Với mức ý nghĩa ***, **, * tương ứng với 1%, 5%, 10%.

Bảng 4: Kết quả hồi quy bằng phương pháp GMM

	Sử dụng biến trễ IND làm biến công cụ				Sử dụng biến trung bình ngành của IND làm biến công cụ			
	ROA		Tobin Q		ROA		Tobin Q	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
IV(IND)	0,0542**	0,0420**	0,4962**	0,2110***	0,0660***	0,0726***	0,2270**	0,2054*
CR3	0,2549***		2,2962*		0,2957***		0,7550*	
IV(IND)*CR3	-0,4955***		-4,4021*		-0,5261***		-1,3102*	
CR5		0,3144***		0,7969***		0,4402***		0,9611*
IV(IND)*CR5		-0,5206***		-1,5391**		-0,8165***		-1,8235**
lg(BSIZE)	0,0125	0,0081	-0,1337	0,0754***	0,0116	0,0202**	0,0393	0,0595
lg(size)	-0,0192***	-0,0188***	-0,0317	0,0052***	-0,0194***	-0,0188***	0,0164	0,0082
LEV	-0,0493***	-0,0344**	-0,2415**	-0,1335***	-0,0604***	-0,0481***	-0,2768***	-0,1977***
lg(AGE)	0,0034	0,0060	-0,3310	0,0694**	-0,0021	-0,0003	0,1307**	0,1180***
c	0,2536***	0,2397***	0,9299	-0,2126**	0,2554***	0,2317***	-0,2683***	-0,1884
AR(1)	0,0000	0,0000	0,0010	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
AR(2)	0,5400	0,9290	0,3410	0,3330	0,5210	0,8310	0,4020	0,3620
Sargan test	0,6610	0,3940	0,5200	0,5190	0,5560	0,2660	0,2330	0,3600
Hansen test	0,1700	0,1740	0,8750	0,8650	0,4550	0,7210	0,3420	0,7550

Nguồn: Tác giả ước lượng. Với mức ý nghĩa ***, **, * tương ứng với 1%, 5%, 10%.

quả hoạt động của hội đồng quản trị còn quyết định bởi trách nhiệm của thành viên hội đồng quản trị và chịu sự ảnh hưởng lớn từ phía các chủ thể kiểm soát (Raheja & cộng sự, 2005; Adams & Ferreira, 2007; Duchin & cộng sự, 2010; Ferreira & cộng sự, 2011).

4.4. Kết quả hồi quy bằng phương pháp GMM

Mặc dù, FGLS xử lý được hiện tượng phương sai thay đổi và tự tương quan trong mô hình, Li & cộng sự (2015) cho rằng vẫn có thể tồn tại vấn đề nội sinh giữa thành phần hội đồng quản trị và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Khi tính độc lập của hội đồng quản trị là nội sinh, kết quả của nghiên cứu trước sử dụng phương pháp Pooled OLS, tác động cố định Fixed Effect và tác động ngẫu nhiên Random Effect để ước tính sẽ bị sai lệch Cameron (2007).

Để giải quyết vấn đề này, trước tiên bài nghiên cứu thực hiện lấy độ trễ của biến tỷ lệ độc lập trong hội đồng quản trị (IND) như là một biến công cụ và sử dụng hồi quy hai bước (2SLS) để chạy lại kết quả hồi quy. Thứ hai, nghiên cứu sử dụng giá trị trung bình của tỷ lệ phần trăm của các giám đốc độc lập trong cùng ngành để làm biến công cụ. Cuối cùng, nghiên cứu sử dụng phương pháp SYS-GMM của Arellano & Bover (1995). Việc sử dụng các biến ngoại sinh trong GMM ở những khoản thời gian

khác nhau hoặc lấy độ trễ của biến bị nội sinh có thể được sử dụng như biến công cụ cho biến bị nội sinh ở thời điểm hiện tại. Để kiểm tra độ mạnh của biến công cụ trong phương pháp ước lượng GMM, nghiên cứu sử dụng kiểm định Sargan hoặc Hansen cho tính hiệu lực của biến công cụ. Kiểm định thứ hai sử dụng là kiểm định Arellano-Bond được dùng để kiểm định cho sự tự tương quan.

Kiểm định hiệu lực biến công cụ thông qua Sargan và Hansen với các giá trị p_value đều lớn hơn mức ý nghĩa 10% nên biến công cụ được chọn cho mô hình không tương quan với sai số và đủ điều kiện được chọn để làm biến công cụ. Các giá trị p_value AR(1) đều bé hơn mức ý nghĩa 10%, p_value AR(2) đều lớn hơn mức ý nghĩa 10%. Từ các kiểm định trên cho thấy mô hình hồi quy với biến công cụ bằng phương pháp ước lượng GMM là hoàn toàn phù hợp. Đối với phương pháp ước lượng thứ nhất nghiên cứu sử dụng độ trễ IND làm biến công cụ IV(IND)*CR3 và IV(IND)*CR5 có hệ số âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% (mô hình (1)) và 10% (mô hình (3)), có ý nghĩa thống kê lần ở mức 1% và 5% ((mô hình (2) và (4)). Các hệ số của IV(IND) và CR3(CR5) vẫn thể hiện mối tương quan dương và có ý nghĩa thống kê. Nghiên cứu nhận thấy rằng trong khi các hệ số IV(IND)*CR3 và IV(IND)*CR5 vẫn thể hiện mối tương quan âm, có ý nghĩa thống kê ở mức 1% ((mô hình (1), (2), (5), (6)), có ý nghĩa

Bảng 5: Kiểm định tác động của tập trung sở hữu đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp với sự khác biệt hình thức sở hữu

	Doanh nghiệp nhà nước kiểm soát		Doanh nghiệp tư nhân kiểm soát	
	ROA	Tobin Q	ROA	Tobin Q
	(1)	(2)	(3)	(4)
IND	0,1131***	-0,4523	0,0443**	0,3256**
CR3	0,1767***	-0,9624	0,2906***	1,6173**
IND*CR3	-0,2646***	1,7236	-0,5588***	-2,8890*
lg(BSIZE)	-0,0184***	-0,0173	0,0195**	-0,0061
lg(SIZE)	-0,0217***	0,0667*	-0,0187***	-0,0048
LEV	-0,0581***	-0,0600	-0,0384**	-0,2429**
lg(AGE)	0,0130	0,1213**	0,0044	0,0581*
C	0,2522***	-0,3665	0,2370***	0,2375
AR(1)	0,0000	0,0020	0,0000	0,0000
AR(2)	0,8540	0,1140	0,3160	0,4940
Sargan test	0,8180	0,1000	0,5760	0,7800
Hansen test	0,2130	0,2840	0,2410	0,2070

Nguồn: Tác giả ước lượng. Với mức ý nghĩa ***, **, * tương ứng với 1%, 5%, 10%.

thống kê ở mức 5% (mô hình (4), (8)) và có ý nghĩa thống kê mức 10% (mô hình (3)).

Đồng kết quả với nghiên cứu Brennan & Solomon (2008) về sự chi phối của các cổ đông kiểm soát có thể làm giảm tính hiệu quả của hội đồng quản trị. Phương trình hồi quy với biến phụ thuộc Tobin's Q đo lường đánh giá của thị trường về giá trị tương lai của doanh nghiệp có giá trị tuyệt đối của hệ số hồi quy IND*CR3(CR5) lớn hơn so với đo lường bằng phương pháp kế toán ROA thể hiện thị trường đánh giá cao về việc giảm tỷ lệ sở hữu cổ đông kiểm soát làm tăng hiệu quả hoạt động doanh nghiệp cũng như kì vọng vào sự gia tăng giá trị doanh nghiệp trong tương lai đồng kết quả với nghiên cứu của Jiang & cộng sự (2010). Nhiều trường hợp trong doanh nghiệp, hội đồng quản trị độc lập được thành lập theo quy định pháp luật tuy nhiên quyền quyết định lại nằm trong tay các cổ đông kiểm soát. Các cổ đông lớn thường ứng cử các thành viên "độc lập trên pháp luật" nhưng lại có mối quan hệ vào hội đồng quản trị độc lập, từ đó các thành viên hội đồng quản trị này chỉ độc lập trên pháp luật nhưng chịu sự kiểm soát bởi cổ đông lớn. Vai trò của thành viên hội

đồng quản trị độc lập là đại diện và bảo vệ lợi ích cổ đông bị bóp méo do sự chi phối kiểm soát bởi các cổ đông lớn. Việc giảm tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn góp phần làm tăng tính độc lập của hội đồng quản trị từ đó nâng cao hiệu quả hoạt động doanh nghiệp.

4.5. Ảnh hưởng của tập trung quyền sở hữu, hội đồng quản trị độc lập đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp với sự khác biệt về hình thức sở hữu.

Theo quy định tại điều 60, luật doanh nghiệp 2014 chúng tôi dựa trên mức ảnh hưởng trong việc phủ quyết nghị quyết của hội đồng thành viên khi sở hữu trên 36% vốn góp sẽ từ đó xếp các công ty có tỷ lệ sở hữu của nhà nước trên 36% thuộc nhóm các doanh nghiệp nhà nước. Các công ty được kiểm soát bởi nhà nước (cột 1), hệ số hồi quy IND, CR3 và IND*CR3 có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Tuy nhiên, hệ số của IND*CR3 trong cột (1) là -0,2646 có giá trị tuyệt đối nhỏ hơn so với cột (3) là (-0,5588). Đối với Tobin's Q là biến phụ thuộc, nghiên cứu nhận thấy rằng hệ số IND, CR3, IND*CR3 chỉ có ý nghĩa thống kê ở mô hình do tư nhân kiểm soát. Điều này cho thấy rằng thị trường đánh giá tốt việc

giảm sự tập trung quyền sở hữu góp phần tăng tính độc lập hội đồng quản trị và tạo cơ hội tăng trưởng trong tương lai. Nghiên cứu cho cùng kết quả với các nghiên cứu của (Conyon & He, 2011; Li & cộng sự, 2011; Tang & cộng sự, 2013) về tác động tích cực của việc cải cách quản trị doanh nghiệp đối với các doanh nghiệp do tư nhân kiểm soát. Kết quả này ngược lại với kết quả của Liu & cộng sự (2015) đã đưa ra kết luận hội đồng quản trị độc lập tác động mạnh hơn đối với các công ty do nhà nước kiểm soát so với các công ty do tư nhân kiểm soát. Khác biệt do nghiên cứu trước chỉ đo lường hiệu quả hoạt động của công ty chỉ bằng các biện pháp kế toán (ROA và ROE) có thể không nắm bắt được đầy đủ tác động lớn của thị trường đối với giá cổ phiếu, thanh khoản và rủi ro khác nhau đối với cổ phiếu do nhà nước và tư nhân kiểm soát Li & cộng sự (2011). Thành viên trong hội đồng quản trị cũng như hội đồng quản trị độc lập thường được do cấp trên bổ nhiệm, cũng là công chức nhà nước. Mục tiêu của các doanh nghiệp do nhà nước kiểm soát khác với mục tiêu doanh nghiệp do tư nhân kiểm soát. Ở Việt Nam, các doanh nghiệp nhà nước kiểm soát đôi khi gánh vác trọng trách công cụ chính sách về ngành, tạo ra tính cạnh tranh với các doanh nghiệp nước ngoài, công cụ ổn định nền kinh tế vĩ mô và thực hiện các mục tiêu xã hội cụ thể. Để duy trì mục tiêu đó, nhà nước có ảnh hưởng lớn trong quyết định bổ nhiệm thành viên hội đồng quản trị, thành viên ban kiểm soát cũng như có thể ảnh hưởng thông qua các kênh khác nhau như bổ nhiệm giám đốc điều hành và cung cấp một chính sách thuế thuận lợi. Các doanh nghiệp do tư nhân kiểm soát sẽ tăng tính hiệu quả của hội đồng quản trị hơn so với các doanh nghiệp do nhà nước kiểm soát bởi lý do việc khuyến khích áp dụng quản trị thực tiễn tốt hơn đối với các doanh nghiệp tư nhân vì cơ cấu quản trị kém trước tái cấu trúc và sẽ hưởng lợi từ việc áp dụng quản trị tốt hơn Chen & cộng sự (2009). Sự giảm tập trung quyền sở hữu được thị trường đánh giá tốt về cơ hội tăng trưởng trong tương lai thể hiện qua kết quả hồi quy Tobin's Q, các thành viên độc lập mang lại niềm tin cho các cổ đông, cổ đông thiểu số vì những quyết định vô tư, ý kiến phê phán mà không có sự thiên vị. Các nhà đầu tư an tâm hơn vì sự hiện diện của hội đồng quản trị độc lập làm tăng tính trách nhiệm và tính minh bạch trong hội đồng quản trị. Đây cũng là cam kết

về việc công ty sẵn sàng giải quyết các mâu thuẫn.

5. Kết luận và hàm ý

Bài nghiên cứu nhận thấy rằng tác động tích cực của hội đồng quản trị độc lập đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp đặc biệt tác động tích cực của sự độc lập của hội đồng quản trị độc lập đối với hiệu quả hoạt động doanh nghiệp tăng lên khi tập trung quyền sở hữu giảm xuống sau khi kiểm soát các yếu tố quyết định khác ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp được sử dụng trong các nghiên cứu trước đây. Tuy nhiên, hiệu quả tích cực chỉ có ý nghĩa thống kê cao hơn đối với các doanh nghiệp do tư nhân kiểm soát. Đối với các doanh nghiệp do nhà nước kiểm soát, các kết quả này là không có ý nghĩa thống kê khi đo lường thành quả bằng Tobin Q.

Từ kết quả trên, bài nghiên cứu đề xuất một số kiến nghị sau. Thứ nhất, các công ty nên đảm bảo tỷ lệ thành viên độc lập trong hội đồng quản trị. Những thành viên này sẽ nắm vai trò như trọng tài, đảm bảo hài hòa lợi ích các bên trong doanh nghiệp. Ngoài ra, họ sẽ là những người giám sát, giảm nguy cơ lạm dụng quyền hạn của nhà quản lý, góp phần bảo vệ lợi ích của các cổ đông, nhất là cổ đông thiểu số. Muốn vậy các thành viên này phải độc lập với công ty, không chịu bất kỳ sự ảnh hưởng nhất là các cổ đông kiểm soát. Thứ hai, giảm tầm ảnh hưởng của các cổ đông kiểm soát, cổ đông chi phối lên hội đồng quản trị độc lập. Các thành viên hội đồng quản trị độc lập ở Việt Nam thường được đề cử bởi các cổ đông chi phối, cổ đông có quyền kiểm soát hoặc cổ đông lớn. Vì vậy, việc tuyển chọn mỗi thành viên trong hội đồng quản trị độc lập không chỉ dựa trên luật định mà còn phải căn cứ vào quy trình giới thiệu các thành viên độc lập vào danh sách đề cử. Việc chuyển đổi từ kiểm soát của cổ đông lớn sang kiểm soát bởi hội đồng quản trị, có thể là một giải pháp cho các công ty Việt Nam, đây có thể không phải là một giải pháp hoàn chỉnh để cải thiện hiệu suất và cần cải cách nhiều hơn để thiết lập một cơ chế quản trị doanh nghiệp hiệu quả. Thứ ba, cổ phần hóa các doanh nghiệp nhà nước. Việc giảm tầm ảnh hưởng của nhà nước trong các công ty niêm yết góp phần gia tăng tính độc lập trong hội đồng quản trị..

Tài liệu tham khảo:

- Adams, R.B. & Ferreira, D. (2007), 'A theory of friendly boards', *The Journal of Finance*, 62(1), 217–250.
- Alchian, A.A. & Demsetz, H. (1972), 'Production, information costs, and economic organization', *The American Economic Review*, 62(5), 777–795.
- Arellano, M. & Bover, O. (1995), 'Another look at the instrumental variable estimation of error-components models', *Journal of Econometrics*, 68(1), 29–51.
- Black, B. & Kim, W. (2012), 'The effect of board structure on firm value: a multiple identification strategies approach using Korean data', *Journal of Financial Economics*, 104(1), 203–226.
- Brennan, N.M. & Solomon, J. (2008), 'Corporate governance, accountability and mechanisms of accountability: An overview', *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 21(7), 885–906.
- Cameron, C. (2007), 'Whose problem? Disability narratives and available identities', *Community Development Journal*, 42(4), 501–511.
- Chen, G., Firth, M. & Xu, L. (2009), 'Does the type of ownership control matter? Evidence from China's listed companies', *Journal of Banking and Finance*, 33(1), 171–181.
- Chen, H., Miao, J. & Wang, N. (2010), 'Entrepreneurial finance and nondiversifiable risk', *The Review of Financial Studies*, 23(12), 4348–4388.
- Claessens, S. & Yurtoglu, B.B. (2013), 'Corporate governance in emerging markets: A survey', *Emerging Markets Review*, 15, 1–33.
- Conyon, M.J. & He, L. (2011), 'Executive compensation and corporate governance in China' *Journal of Corporate Finance*, 17(4), 1158–1175.
- Dahya, J., Dimitrov, O. & McConnell, J.J. (2008), 'Dominant shareholders, corporate boards, and corporate value: A cross-country analysis', *Journal of Financial Economics*, 87(1), 73–100.
- Davis, J.H., Schoorman, F.D. & Donaldson, L. (1997), 'Toward a stewardship theory of management', *Academy of Management Review*, 22(1), 20–47.
- Denis, D.K. & McConnell, J.J. (2003), 'International corporate governance', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 1–36.
- Donaldson, L. & Davis, J.H. (1991). Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns, *Australian Journal of Management*, 16(1), 49–64.
- Duchin, R., Matsusaka, J.G. & Ozbas, O. (2010), 'When are outside directors effective?', *Journal of Financial Economics*, 96(2), 195–214.
- Ferreira, D., Ferreira, M.A. & Raposo, C.C. (2011), 'Board structure and price informativeness', *Journal of Financial Economics*, 99(3), 523–545.
- Friedman, A.L. & Miles, S. (2006), *Stakeholders: Theory and practice*, Oxford University Press.
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1976), 'Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure', *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Jiang, G., Lee, C.M.C. & Yue, H. (2010), 'Tunneling through intercorporate loans: The China experience', *Journal of Financial Economics*, 98(1), 1–20.
- Li, K., Lu, L., Mittoo, U.R. & Zhang, Z. (2015), 'Board independence, ownership concentration and corporate performance-Chinese evidence', *International Review of Financial Analysis*, 41, 162–175.
- Li, K., Wang, T., Cheung, Y.L., & Jiang, P. (2011), 'Privatization and risk sharing: Evidence from the split share structure reform in China', *The Review of Financial Studies*, 24(7), 2499–2525.
- Liu, Y., Miletkov, M.K., Wei, Z. & Yang, T. (2015), 'Board independence and firm performance in China' *Journal of Corporate Finance*, 30, 223–244.
- Morck, R., Shleifer, A. & Vishny, R.W. (1988), 'Management ownership and market valuation: An empirical analysis', *Journal of Financial Economics*, 20, 293–315.
- Raheja, C.G. (2005), 'Determinants of board size and composition: A theory of corporate boards', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40(2), 283–306.
- Shan, Y.G. & McIver, R.P. (2011), 'Corporate governance mechanisms and financial performance in China: Panel data evidence on listed non financial companies', *Asia Pacific Business Review*, 17(3), 301–324.
- Tang, X., Du, J. & Hou, Q. (2013), 'The effectiveness of the mandatory disclosure of independent directors' opinions: Empirical evidence from China', *Journal of Accounting and Public Policy*, 32(3), 89–125.