

TÁC ĐỘNG CỦA ĐẶC ĐIỂM HỘI ĐỒNG QUẢN TRỊ ĐẾN HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG CÔNG TY: MINH CHỨNG TỪ VIỆT NAM

TS. Võ Hồng Đức, Ths. Phan Bùi Gia Thủy

Trường Đại học Mở TP.HCM

Email: duc.vo@erawa.com.au; thuyphg@gmail.com

Nghiên cứu này được thực hiện với mục đích đo lường tác động của đặc điểm Hội đồng quản trị (HĐQT) đến hiệu quả hoạt động công ty ở Việt Nam. Kết quả nghiên cứu cho thấy thành viên nữ trong HĐQT, quyền kiêm nhiệm và trình độ học vấn của HĐQT tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động công ty. Ngoài ra, hiệu quả hoạt động công ty sẽ giảm khi quy mô HĐQT và tỷ lệ sở hữu vốn của HĐQT gia tăng. Không những vậy, tỷ lệ sở hữu vốn của HĐQT có mối quan hệ phi tuyến với hiệu quả hoạt động công ty. Tuy nhiên, kết quả tác động của thành viên HĐQT độc lập không điều hành đến hiệu quả hoạt động công ty vẫn chưa thể kết luận.

Từ khóa: Quản trị công ty, đặc điểm HĐQT, quyền sở hữu vốn, cấu trúc HĐQT

1. Giới thiệu

Trong môi trường kinh doanh ngày nay, vai trò của HĐQT ngày càng quan trọng ở các công ty cổ phần. HĐQT không chỉ ngăn ngừa những thông lệ quản lý kém hiệu quả dẫn đến những sai phạm trong kinh doanh mà còn phải đảm bảo công ty luôn tận dụng cơ hội để gia tăng giá trị cho tất cả các bên liên quan. Ngoài ra, HĐQT tác động đến cơ chế giám sát các nhà quản lý cấp cao, đồng thời tác động đến sự bổ nhiệm, sa thải, đình chỉ thôi việc cũng như chính sách lương thưởng (Fama và Jensen, 1983). Do đó, HĐQT được xem như một cơ chế quản trị nội bộ công ty. Và, một khi các nhà quản lý hiểu được các đặc điểm của HĐQT sẽ nắm được cách quản trị công ty một cách hiệu quả (Guest, 2009).

Trên thế giới có nhiều công trình nghiên cứu tập trung vào đặc điểm của HĐQT tác động đến hiệu quả hoạt động công ty theo nhiều góc độ nghiên cứu khác nhau như: quy mô HĐQT (Guest, 2009); thành viên nữ trong HĐQT (Carter và ctg, 2003); tỷ lệ sở hữu vốn của HĐQT (Mehran, 1995); quyền kiêm nhiệm (Rechner và Dalton, 1991); trình độ học vấn của các thành viên HĐQT (Darmadi, 2011) và cấu trúc của HĐQT (Hermelin và Weisbach, 1991).

Tuy nhiên, so với những nghiên cứu trên thế giới,

ở Việt Nam, những nghiên cứu thực nghiệm về mối quan hệ giữa đặc điểm HĐQT với hiệu quả hoạt động công ty là rất ít. Do tầm quan trọng của HĐQT ngày càng gia tăng, cho nên rất cần thiết để xác định các đặc điểm của HĐQT với mục đích đảm bảo cho HĐQT hoạt động tốt hơn và có ảnh hưởng hơn đến hiệu quả hoạt động công ty.

2. Cơ sở lý thuyết và giả thuyết nghiên cứu

2.1. Cơ sở lý thuyết

Hiệu quả hoạt động công ty, theo quan điểm của Daft (2008) cho rằng, khi các nguồn lực trong công ty được sử dụng một cách hiệu quả để hoàn thành mục tiêu của công ty. Ngoài ra, hiệu quả hoạt động công ty chịu tác động từ nhiều yếu tố và một trong các yếu tố đó chính là đặc điểm của HĐQT (Van Ees và ctg, 2003). Trong phần này, nghiên cứu sẽ tổng quan các lý thuyết nền tảng về quản trị công ty, với mục đích làm cơ sở để giải thích sự tác động của đặc điểm HĐQT đến hiệu quả hoạt động công ty. Các lý thuyết này bao gồm: (i) lý thuyết người đại diện; (ii) lý thuyết quản trị; (iii) lý thuyết ràng buộc các nguồn lực; (iv) lý thuyết chuyên quyền quản lý và sau cùng là (v) lý thuyết các bên liên quan. Nội dung từng lý thuyết sẽ được trình bày cụ thể như sau:

2.2. Lý thuyết người đại diện

Lý thuyết người đại diện tập trung vào mối quan hệ đại diện trong tự như một hợp đồng theo đó người chủ thuê người thừa hành và ủy quyền các công việc liên quan (Jensen và Meckling, 1976). Lý thuyết người đại diện giả định con người có tính tư lợi và khuynh hướng cá nhân. Vì vậy, người thừa hành không phải lúc nào cũng hành động vì lợi ích cao nhất của người chủ. Do đó, các học giả theo trường phái này khuyến nghị gia tăng tính độc lập trong HĐQT, đồng thời vai trò chính của HĐQT là hạn chế sự dàn trải về lợi ích giữa cổ đông với các nhà quản lý bằng cách thực thi giám sát và kiểm soát các nhà quản lý. Cụ thể, cấu trúc HĐQT cần tách bạch chức danh chủ tịch HĐQT với tổng giám đốc (quyền kiêm nhiệm), gia tăng thành viên HĐQT độc lập và hạn chế số lượng thành viên HĐQT để gia tăng hiệu quả hoạt động công ty.

2.3. Lý thuyết quản trị

Trái ngược với lý thuyết người đại diện là lý thuyết quản trị. Lý thuyết quản trị cho rằng, những nhà thừa hành luôn có động cơ và nhu cầu làm việc rõ ràng. Họ thực thi quyền hạn và trách nhiệm của mình để ngày càng gia tăng sự công nhận từ đồng nghiệp và ban quản lý cấp cao (Donaldson và Davis, 1991). Theo trường phái này, hiệu quả hoạt động công ty có mối liên hệ với phần lớn các giám đốc trực tiếp điều hành vì họ có sự hiểu biết về doanh nghiệp hơn so với những người bên ngoài. Hơn nữa, khi tổng giám đốc cũng là chủ tịch HĐQT, cá nhân đó sẽ sẵn lòng làm việc nhiều hơn cho công ty. Công việc quản trị sẽ tối đa hóa những hữu dụng của các nhà quản lý khi họ đạt được mục tiêu cho tổ chức hơn là mục đích tư lợi cá nhân. Điều này hàm ý các nhà quản lý giữ quyền kiêm nhiệm và trực tiếp điều hành có mối liên hệ tích cực với hiệu quả hoạt động công ty.

2.4. Lý thuyết ràng buộc các nguồn lực

Điểm mấu chốt của lý thuyết này nhấn mạnh công ty nỗ lực kiểm soát môi trường kinh doanh bằng cách chọn lọc những nguồn lực quan trọng để tồn tại (Pfeffer và Salancik, 1978). Theo đó, HĐQT đóng vai trò cầu nối giữa doanh nghiệp với các nguồn lực cơ bản và tiếp nhận các nguồn lực bên ngoài, từ đó hoạt động hiệu quả hơn. Việc bổ nhiệm các thành viên bên ngoài vào HĐQT góp phần gia tăng khả năng tiếp nhận các nguồn lực, quyết định thành công của công ty (Johnson và ctg 1996). Với vai trò ràng buộc các nguồn lực, các thành viên HĐQT độc lập sẽ đem lại nhiều nguồn lực cho công ty như việc tiếp nhận và phản hồi thông tin, các kỹ năng và tri thức, khả năng tiếp cận các thành phần then chốt và tính hợp pháp trong hoạt động kinh doanh.

2.5. Lý thuyết chuyên quyền quản lý

Theo lý thuyết chuyên quyền quản lý, HĐQT chỉ là cơ quan hợp pháp trong công ty được lập ra cho có hình thức. Mặc dù cơ quan này có quyền quản trị các cấp quản lý theo quy định, nhưng thực tế các cấp quản lý có khuynh hướng vượt quyền HĐQT. Do đó, HĐQT mất đi tính hiệu quả trong việc giải quyết những xung đột về lợi ích của cấp điều hành và cổ đông (Herman, 1981).

Tuy nhiên, những minh chứng thực nghiệm hỗ trợ cho lý thuyết chuyên quyền quản lý rất ít. Quan điểm về lý thuyết này ảnh hưởng lên HĐQT thường chỉ được làm sáng tỏ qua các nghiên cứu tình huống đơn lẻ, qua một hay một vài công ty được nghiên cứu (Kosnik, 1987).

2.6. Lý thuyết các bên liên quan

Lý thuyết các bên liên quan là một lý thuyết mở rộng quan điểm người đại diện. Lý thuyết này thể hiện quan điểm HĐQT ngày nay phải hướng đến lợi ích của các nhóm liên quan khác nhau bao gồm: các nhóm lợi ích có mối quan hệ đến yếu tố xã hội, môi trường và văn hóa ứng xử liên quan (Donaldson và Preston, 1995).

Có ba cách tiếp cận chính về lý thuyết các bên liên quan (Jones, 1995). Thứ nhất, cách tiếp cận mang tính mô tả. Các tiếp cận này mô tả “*cái gì đang xảy ra*”. Tiếp đến là cách tiếp cận mang tính công cụ. Theo cách tiếp cận này sẽ phác thảo “*cái gì sẽ xảy ra nếu*”. Và cuối cùng là cách tiếp cận mang tính quy chuẩn. Cách tiếp cận này khuyến nghị “*cái gì nên xảy ra*”. Cũng theo Jones (1995), công ty quan tâm đến các bên liên quan sẽ tạo lợi thế cạnh tranh cho công ty vì gia tăng sự tin tưởng, hợp tác lẫn nhau và vì giảm được chủ nghĩa cơ hội, hạn chế tư lợi của các nhà quản lý.

Lý thuyết các bên liên quan đề cao vai trò của thành viên nữ trong HĐQT. Bởi vì các thành viên nữ có nhiều ý tưởng mới trong kinh doanh, giải quyết công việc uyển chuyển và khả năng thiết lập hệ thống liên kết với các đối tác bên ngoài.

3. Giả thuyết nghiên cứu

Sau khi đã tổng quan lý thuyết về quản trị công ty, nghiên cứu tiến hành xây dựng các giả thuyết nghiên cứu nhằm nhận định sơ bộ về kết quả tác động của đặc điểm HĐQT đến hiệu quả hoạt động công ty. Cụ thể, các giả thuyết được xây dựng như sau:

3.1. Quy mô HĐQT

Có hai quan điểm về mối quan hệ giữa quy mô HĐQT với hiệu quả hoạt động công ty. Quan điểm thứ nhất cho rằng, quy mô HĐQT lớn hơn sẽ làm giảm hiệu quả hoạt động công ty (Lipton và Lorsch,

1992). Theo quan điểm này, khi quy mô HĐQT gia tăng, sẽ xuất hiện tính ỷ lại, chủ quan trong việc giám sát của HĐQT. Đồng thời vấn đề điều phối công việc và trao đổi thông tin sẽ gia tăng, dẫn đến việc ra quyết định bị kéo dài và kém hiệu quả.

Trái ngược với quan điểm thứ nhất, quan điểm thứ hai cho rằng HĐQT có quy mô lớn sẽ hỗ trợ, tư vấn cho các nhà quản lý tốt hơn khi tính phức tạp trong môi trường kinh doanh, trong văn hóa tổ chức ngày càng đa dạng (Klein, 1998). Do đó, hiệu quả hoạt động công ty sẽ được cải thiện hơn.

Mặc dù tồn tại hai quan điểm trái ngược nhau, nhưng nhiều nghiên cứu thực nghiệm đều cho rằng quy mô HĐQT càng lớn sẽ có mối liên hệ trái chiều với hiệu quả hoạt động công ty. Theo quan điểm của Jensen và Meckling (1976), quy mô HĐQT lớn sẽ phát sinh chi phí đại diện. Việc hoạch định, điều phối công việc, ra quyết định và tổ chức các cuộc họp định kỳ có thể sẽ khó khăn với một công ty có quy mô HĐQT lớn. Do đó, giả thuyết nghiên cứu được đặt ra như sau:

Giả thuyết H₁: *Có sự tác động ngược chiều của quy mô Hội đồng quản trị đến hiệu quả hoạt động công ty.*

3.2. Thành viên nữ trong HĐQT

Về cơ bản, những công ty có nhiều thành viên nữ trong HĐQT sẽ gia tăng hiệu quả hoạt động cho công ty (Erhardt và ctg, 2003). Ngoài ra, nữ giới sẽ mang lại các quan điểm khác nhau khi ra quyết định và những quan điểm này thật sự rất cần thiết cho HĐQT. Các kết quả nghiên cứu thực nghiệm đã tìm thấy mối quan hệ tích cực giữa tỷ lệ nữ giới trong HĐQT với hiệu quả hoạt động doanh nghiệp (Carter và ctg, 2003; Erhardt và ctg, 2003).

Từ các quan điểm tích cực về thành viên nữ trong HĐQT được đề cập ở trên, cơ sở đặt giả thuyết trong nghiên cứu này như sau:

Giả thuyết H₂: *Có sự tác động tích cực của thành viên nữ trong Hội đồng quản trị đến hiệu quả hoạt động công ty.*

3.3. Tỷ lệ sở hữu vốn của HĐQT

Brickley và ctg (1988) cho rằng việc sở hữu cổ phiếu của các thành viên HĐQT là một sự khích lệ. Sự khích lệ này sẽ đảm bảo các thành viên HĐQT vận hành doanh nghiệp hoạt động hiệu quả hơn và giám sát các giám đốc điều hành một cách cẩn trọng hơn. Vì vậy, việc sở hữu cổ phiếu của HĐQT sẽ cải thiện hiệu quả hoạt động công ty. Mehran (1995) đã tìm ra kết quả về mối liên hệ cùng chiều giữa tỷ lệ sở hữu vốn của HĐQT với hiệu quả hoạt động công ty. Do đó giả thuyết được đặt ra nhằm kiểm định

mối tương quan giữa tỷ lệ sở hữu vốn của HĐQT với hiệu quả hoạt động công ty như sau:

Giả thuyết H_{3a}: *Có mối tương quan cùng chiều giữa tỷ lệ sở hữu vốn của Hội đồng quản trị với hiệu quả hoạt động công ty.*

Tuy nhiên, theo khuyến cáo của Demsetz và Lehn (1985), tồn tại một cấu trúc sở hữu vốn của các thành viên HĐQT. Và Gedajlovic và Shapiro (1998) đã cung cấp những minh chứng chứng tỏ tỷ lệ sở hữu vốn có mối quan hệ không tuyến tính với hiệu quả hoạt động công ty. Đồng thời, từ quan điểm của Fama và Jensen (1983), tỷ lệ sở hữu vốn có tính hai mặt hay tỷ lệ sở hữu vốn của các thành viên HĐQT tác động lên hiệu quả hoạt động công ty là “*con dao hai lưỡi*”. Từ các quan điểm và minh chứng như vừa đề cập, nghiên cứu tiến hành đặt giả thuyết như sau:

Giả thuyết H_{3b}: *Tác động của tỷ lệ sở hữu vốn của thành viên Hội đồng quản trị lên hiệu quả hoạt động công ty là phi tuyến.*

3.4. Quyền kiêm nhiệm

Jensen (1993) cho rằng quyền kiêm nhiệm sẽ làm giảm tính độc lập và khả năng của HĐQT khi giám sát các nhà quản lý, từ đó làm gia tăng chi phí đại diện. Do đó, các tác giả khuyến nghị, cần tách biệt rõ vai trò của chủ tịch HĐQT và tổng giám đốc sẽ làm tăng hiệu quả hoạt động kinh doanh. Trên cơ sở quan điểm người đại diện, giả thuyết nghiên cứu về quyền kiêm nhiệm được đặt ra như sau:

Giả thuyết H₄: *Quyền kiêm nhiệm tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động công ty.*

3.5. Trình độ học vấn của HĐQT

Trình độ học vấn của HĐQT là một trong những yếu tố cấu thành nên chất lượng của HĐQT (Jalbert và ctg, 2002). Những công ty có HĐQT với chất lượng hoạt động tốt hơn sẽ có suất sinh lợi từ cổ phiếu cao hơn so với công ty có HĐQT với chất lượng hoạt động kém (Hayes và Lee, 1999). Và cũng theo các tác giả, HĐQT có chất lượng tốt hơn sẽ giám sát các hoạt động quản lý hiệu quả hơn. Do đó, công ty sẽ thành công hơn trong tương lai.

Theo quan điểm ràng buộc các nguồn lực, những thành viên HĐQT có kỹ năng tác nghiệp, được đào tạo chuyên sâu được xem như một nguồn lực chiến lược quan trọng trong việc kết nối các nguồn lực bên ngoài công ty. Các nghiên cứu trước đây cho thấy trình độ học vấn thuộc cấp quản lý có mối liên hệ tích cực với hiệu quả hoạt động công ty (Darmadi, 2011). Từ những cơ sở trên, giả thuyết được đặt ra trong phần này như sau:

Giả thuyết H₅: *Trình độ học vấn của Hội đồng quản trị tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động*

công ty.

3.6. Thành viên HĐQT độc lập

Cả lý thuyết người đại diện và lý thuyết quản trị đều hàm ý các thành viên HĐQT độc lập sẽ tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động công ty. Tuy nhiên, cách thức tác động tích cực này được lý giải khác nhau trong từng lý thuyết. Theo lý thuyết người đại diện, thành viên HĐQT độc lập sẽ giám sát và kiểm soát các thành viên HĐQT bên trong công ty, bảo vệ tài sản công ty và hướng các nhà quản lý có trách nhiệm với các bên liên quan quan trọng khác nhau của công ty (Perry và Shivdasani, 2005). Trong khi đó, theo quan điểm quản trị, các thành viên HĐQT độc lập cung cấp những lời tư vấn chuyên sâu, những hướng dẫn có giá trị cho công ty. Không những vậy, Bộ Tài chính (2007) quy định trong điều lệ mẫu của công ty niêm yết rằng, “*tổng số thành viên HĐQT độc lập không điều hành phải chiếm ít nhất một phần ba tổng số thành viên HĐQT*”. Quy định này nhằm nhấn mạnh tầm quan trọng của HĐQT hoạt động độc lập không điều hành và những tiền đề trên đã tạo cơ sở cho việc đặt giả thuyết sau:

Giả thuyết H₆: Thành viên Hội đồng quản trị độc lập không điều hành tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động công ty.

4. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

4.1. Dữ liệu

Mẫu nghiên cứu được hình thành từ việc thu thập dữ liệu 122 công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán TP.HCM (HOSE). Mẫu nghiên cứu không bao gồm các ngân hàng, các công ty tài chính, bảo hiểm và quỹ đầu tư do hoạt động đặc thù

cũng như quy định pháp lý riêng cho các tổ chức này. Ngoài ra, các công ty niêm yết trên HOSE sẽ chịu những quy định khắt khe về điều kiện niêm yết (như: vốn điều lệ, hoạt động kinh doanh và giám sát bên ngoài). Do đó, về sơ khởi, mẫu nghiên cứu này đảm bảo chất lượng về số liệu phân tích.

Điều cần lưu ý là cách trình bày báo cáo tài chính, báo cáo thường niên của các công ty không đồng nhất với nhau. Dẫn đến mẫu nghiên cứu đã xuất hiện nhiều dữ liệu bị thiếu, ảnh hưởng trực tiếp đến các biến nghiên cứu. Do đó, các công ty không thể hiện số liệu có liên quan đến các biến nghiên cứu sẽ được loại ra. Mẫu nghiên cứu sau cùng bao gồm 90 công ty niêm yết hoạt động trong 8 nhóm ngành: ngành sản xuất, ngành khai khoáng, ngành xây dựng & bất động sản, ngành thương mại, ngành sản xuất-nông lâm-ngư nghiệp, ngành tiện ích-cộng đồng, ngành dịch vụ hỗ trợ và ngành vận tải-kho bãi và tổng cộng có 429 số quan sát trong giai đoạn 2006-2011.

4.2. Phương pháp nghiên cứu

Sau khi lược khảo các cơ sở lý thuyết liên quan, nghiên cứu tiến hành xây dựng hai mô hình phân tích như sau:

Mô hình 1:

$$HQHĐ = \beta_0 + \beta_1 QUYMO + \beta_2 NUGIOI + \beta_3 SOHUU + \beta_4 KIEMNHIEM + \beta_5 HOCVAN + \beta_6 ĐOCLAP + \beta_7 ĐONBAY + \beta_8 NGANH + \beta_9 NAM + \varepsilon_i$$

Mô hình 2:

$$HQHĐ = \beta_0 + \beta_1 QUYMO + \beta_2 NUGIOI + \beta_3 SOHUU + \beta_4 SOHUU^2 + \beta_5 KIEMNHIEM + \beta_6 HOCVAN + \beta_7 ĐOCLAP + \beta_8 ĐONBAY + \beta_9 NGANH + \beta_{10} NAM + \varepsilon_i$$

Bảng 1: Bảng mô tả các biến đo lường được sử dụng trong nghiên cứu

| Tên biến | Định nghĩa | Cách đo lường |
|------------------------|---|---|
| Biến phụ thuộc | | |
| HQHĐ | Chỉ số TobinQ | (Thị giá của vốn chủ sở hữu + Giá trị sổ sách của tổng nợ)/(Giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu + Giá trị sổ sách của tổng nợ) |
| Biến giải thích | | |
| QUYMO | Quy mô Hội đồng quản trị | Số thành viên có trong HĐQT |
| NUGIOI | Thành viên HĐQT là nữ | Số thành viên nữ có trong HĐQT |
| SOHUU | Tỷ lệ sở hữu vốn của HĐQT | (Số cổ phiếu của HĐQT)/(Số cổ phiếu lưu hành) |
| KIEMNHIEM | Quyền kiêm nhiệm | Có giá trị là 1; nếu chủ tịch HĐQT cũng là tổng giám đốc, ngược lại có giá trị là 0 |
| HOCVAN | Trình độ học vấn | Số thành viên HĐQT có bằng sau đại học |
| DOCLAP | Thành viên HĐQT độc lập không điều hành | Số thành viên HĐQT độc lập không điều hành |
| Biến kiểm soát | | |
| DONBAY | Đòn bẩy tài chính | Tổng nợ trên tổng tài sản |
| NGANH | Ngành hoạt động | Biến giả ngành hoạt động |
| NAM | Năm tài chính | Biến giả năm tài chính |

Bảng 2: Bảng ma trận tương quan giữa các biến

| Tên biến | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) | VIF |
|---------------|--------|-------|--------|--------|--------|-------|-----|------|
| (1) HQHĐ | 1 | | | | | | | |
| (2) QUYMO | -0,030 | 1 | | | | | | 1,34 |
| (3) NUGIOI | 0,153 | 0,336 | 1 | | | | | 1,25 |
| (4) SOHUU | -0,092 | 0,103 | 0,217 | 1 | | | | 1,15 |
| (5) KIEMNHIEM | 0,105 | 0,081 | 0,161 | 0,120 | 1 | | | 1,22 |
| (6) HOCVAN | 0,030 | 0,225 | 0,129 | -0,177 | 0,092 | 1 | | 1,13 |
| (7) ĐOCLAP | -0,109 | 0,281 | -0,090 | 0,085 | -0,337 | 0,064 | 1 | 1,34 |

Các khái niệm và cách đo lường các biến trong mô hình được mô tả trong Bảng 1.

Sau khi đã khái niệm, đo lường các biến nghiên cứu và xây dựng mô hình nghiên cứu, kết quả hồi quy từ Mô hình 1 sẽ được sử dụng để kiểm định các giả thuyết về mối quan hệ tuyến tính thông thường. Tiếp đến, để kiểm định giả thuyết tồn tại mối quan hệ phi tuyến giữa tỷ lệ sở hữu của thành viên HĐQT với hiệu quả hoạt động công ty, biến SOHUU² (bình phương tỷ lệ sở hữu vốn) được đưa vào Mô hình 1. Kết quả hồi quy từ Mô hình 2 sẽ giúp giải thích được mối quan hệ phi tuyến này.

Các biến kiểm soát bao gồm: đòn bẩy tài chính (ĐONBAY), ngành hoạt động (NGANH) và năm báo cáo tài chính (NAM) được sử dụng cho cả hai

mô hình.

5. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

5.1. Bảng ma trận hệ số tương quan

Kết quả từ Bảng 2 cho thấy hệ số tương quan giữa từng cặp biến độc lập là rất thấp. Đồng thời, chỉ số VIF cao nhất trong Bảng 2 bằng 1,34. Điều này cho thấy hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình là không đáng kể.

5.2. Kết quả hồi quy

Mô hình (1) ở Bảng 3 cho thấy hệ số của biến QUYMO mang dấu âm và có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 10% (-0,04881; $p < 0,10$). Kết quả này làm cơ sở để chấp nhận giả thuyết H₁: *số thành viên HĐQT gia tăng sẽ làm giảm hiệu quả hoạt động*

Bảng 3: Bảng kết quả hồi quy

| Biến quan sát | Biến phụ thuộc: HQHĐ | |
|---------------------------|-------------------------|--------------------------|
| | Mô hình (1) | Mô hình (2) |
| Hằng số | 1,64639 *** (0,0000) | 1,62917 *** (0,0000) |
| QUYMO | -0,04881 * (0,0843) | -0,04223 (0,1308) |
| NUGIOI | 0,10846 *** (0,0005) | 0,10375 *** (0,0008) |
| SOHUU | -0,48765 ** (0,0225) | -2,39736 *** (0,0001) |
| SOHUU ² | | 4,01083 *** (0,0007) |
| KIEMNHIEM | 0,09883 * (0,0822) | 0,12891 ** (0,0245) |
| HOCVAN | 0,04156 * (0,0702) | 0,02971 (0,1970) |
| ĐOCLAP | 0,00327 (0,8805) | -0,00213 (0,9291) |
| ĐONBAY | -0,21075 (0,1620) | -0,20431 (0,1708) |
| NGANH | có kiểm soát | có kiểm soát |
| NAM | có kiểm soát | có kiểm soát |
| Số quan sát | 429 | 429 |
| R ² hiệu chỉnh | 32,13% | 33,28% |
| Durbin-Watson | 1,58 | 1,56 |

*** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,10$

công ty.

Giả thuyết H_2 : số thành viên nữ có trong HĐQT tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động công ty. Từ mô hình (1) ở Bảng 3, hệ số của biến NUGIOI có giá trị dương và có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 1% (0,10846; $p < 0,01$). Do đó, có cơ sở để chấp nhận giả thuyết H_2 .

Cũng trong mô hình (1), kết quả bác bỏ giả thuyết H_{3a} : có sự tác động tích cực của tỷ lệ sở hữu vốn của HĐQT với hiệu quả hoạt động công ty do hệ số của biến SOHUU mang dấu âm và có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 5% (-0,48765; $p < 0,05$).

Giả thuyết H_4 : quyền kiêm nhiệm tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động công ty. Tuy nhiên, dấu hệ số hồi quy và kết quả kiểm định của biến KIEMNHIEM đã bác bỏ giả thuyết này (0,09883; $p < 0,10$).

Kết quả ở mô hình (1) cho biết hệ số của biến HOCVAN mang dấu dương và có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 10% (0,04156; $p < 0,10$), làm cơ sở cho việc chấp nhận giả thuyết H_5 : trình độ học vấn của HĐQT tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động công ty.

Trong mô hình (1) chỉ có biến ĐOCLAP không có ý nghĩa thống kê (0,00327; $p > 0,10$). Do đó, không có mối quan hệ nào giữa thành viên HĐQT độc lập không điều hành với hiệu quả hoạt động công ty.

Cũng trong Bảng 3, ở mô hình (2), hệ số của biến SOHUU có giá trị âm và có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 1% (-2,39736; $p < 0,01$). Đồng thời hệ số của biến SOHUU² có giá trị dương và có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 1% (4,01083; $p < 0,01$). Kết quả này thể hiện, HQHĐ sẽ giảm khi biến SOHUU tăng từ 0% đến khoảng 30% (29,98%) và HQHĐ sẽ tăng khi biến SOHUU tăng qua mức 30%. Kết quả này làm cơ sở để chấp nhận giả thuyết H_{3b} : mối quan hệ giữa tỷ lệ sở hữu vốn của các thành viên HĐQT với hiệu quả hoạt động công ty là mối quan hệ phi tuyến.

5.3. Thảo luận

Nghiên cứu này được thực hiện nhằm đo lường tác động của đặc điểm HĐQT đến hiệu quả hoạt động công ty. Kết quả nghiên cứu cho thấy quy mô HĐQT tác động ngược chiều đến hiệu quả hoạt động công ty do tiềm ẩn chi phí người đại diện. Trái ngược với tác động ngược chiều thì thành viên nữ trong HĐQT, trình độ học vấn của HĐQT và quyền kiêm nhiệm có mối quan hệ tích cực với hiệu quả hoạt động công ty.

Với kỳ vọng ban đầu, quyền kiêm nhiệm sẽ làm

suy giảm hiệu quả hoạt động công ty. Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu cho thấy, ở những công ty có chủ tịch HĐQT kiêm nhiệm tổng giám đốc sẽ tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động công ty. Nguyên nhân có thể do đặc thù về văn hóa cũng như phong cách quản lý ở Việt Nam có sự khác biệt so với thông lệ quốc tế, đó là “*khoảng cách quyền lực cao*” (Trương Quang và Đặng Thị Kim Chi, 1998). Đồng thời, theo lý thuyết quản trị, quyền kiêm nhiệm sẽ trao cho nhà quản lý quyền hành và khả năng tự quyết cao, tạo ra một phong thái lãnh đạo rõ ràng và dứt khoát, từ đó gia tăng hiệu quả hoạt động công ty.

Bên cạnh các mối quan hệ tuyến tính giữa đặc điểm HĐQT với hiệu quả hoạt động công ty, thì tỷ lệ sở hữu vốn của HĐQT với hiệu quả hoạt động công ty có mối quan hệ phi tuyến. Hiệu quả hoạt động công ty sẽ giảm khi tỷ lệ sở hữu vốn tăng từ 0% đến 30%. Điều này hàm ý tồn tại vấn đề đại diện nảy sinh trong ý định tư hữu của cấp quản lý. Sau đó, hiệu quả hoạt động công ty gia tăng khi tỷ lệ sở hữu vượt qua mức tỷ lệ 30%. Kết quả này có sự hỗ trợ từ nghiên cứu của Gedajlovic và Shapiro (1998).

Ngoài ra, nghiên cứu không tìm được sự tác động rõ ràng nào của thành viên HĐQT độc lập không điều hành với hiệu quả hoạt động công ty. Kết quả nghiên cứu này tương tự như kết quả của Hermalin và Weisbach (1991).

6. Kết luận và gợi ý chính sách

6.1. Kết luận

Kết quả nghiên cứu cho thấy mối quan hệ giữa đặc điểm HĐQT với hiệu quả hoạt động công ty gồm có: (i) mối quan hệ tích cực; (ii) mối quan hệ tiêu cực; (iii) mối quan hệ phi tuyến và sau cùng (iv) không có mối quan hệ.

6.2. Mối quan hệ tích cực

Thành viên nữ trong HĐQT, quyền kiêm nhiệm và trình độ học vấn của HĐQT có mối quan hệ tích cực với hiệu quả hoạt động công ty. Cụ thể:

- Thành viên nữ được đại diện cho tính đa dạng trong HĐQT và tính đa dạng này tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động công ty;

- Quyền kiêm nhiệm làm gia tăng hiệu quả hoạt động công ty. Sự tác động tích cực này được hỗ trợ từ lý thuyết quản trị;

- Số thành viên HĐQT có bằng cấp Sau Đại học tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động công ty. Một công ty hoạt động hiệu quả nên có các thành viên HĐQT với nhiều tri thức, trình độ chuyên môn cũng như khả năng am hiểu hoạt động doanh nghiệp.

6.3. Mối quan hệ tiêu cực

Ngoài những mối quan hệ tích cực như vừa đề cập trên, quy mô HĐQT và tỷ lệ sở hữu vốn có mối quan hệ tiêu cực với hiệu quả hoạt động công ty. Cụ thể:

- Khi quy mô HĐQT càng lớn dẫn đến hiệu quả hoạt động công ty giảm. Bởi vì hiệu quả giám sát của các thành viên HĐQT giảm, tiềm ẩn chi phí “ăn theo” trong HĐQT và vấn đề đồng thuận cũng như khả năng điều phối công việc giảm;

- Tỷ lệ sở hữu vốn của HĐQT tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động công ty. Ngoài ra, tồn tại mối quan hệ phi tuyến giữa tỷ lệ sở hữu vốn của HĐQT với hiệu quả hoạt động.

6.4. Mối quan hệ phi tuyến

Ban đầu, khi tỷ lệ sở hữu vốn của HĐQT tăng từ 0%-30% dẫn đến hiệu quả hoạt động công ty giảm. Sau đó, khi tỷ lệ sở hữu vốn tăng vượt mức 30%, hiệu quả hoạt động công ty gia tăng. Kết quả này cho thấy, mối quan hệ giữa tỷ lệ sở hữu vốn của HĐQT với hiệu quả hoạt động công ty là mối quan hệ phi tuyến.

6.5. Không có mối quan hệ

Giả thuyết về sự tác động tích cực của thành viên HĐQT độc lập không điều hành đến hiệu quả hoạt động công ty không có cơ sở để chấp nhận cũng như bác bỏ. Nói cách khác, không có mối quan hệ nào giữa thành viên HĐQT độc lập không điều hành với hiệu quả hoạt động công ty.

6.6. Gợi ý chính sách

Từ kết quả thực nghiệm, nghiên cứu đã làm rõ mối liên hệ giữa các đặc điểm của HĐQT với hiệu quả hoạt động công ty và giải thích được các mối liên hệ này. Tiếp theo, nghiên cứu sẽ đề xuất một số chính sách tiêu biểu và khả thi cho quản trị công ty (QTCT) hướng đến các nhà hoạch định chính sách và các công ty niêm yết.

6.7. Các nhà hoạch định chính sách

Bộ Tài chính (2007) ban hành quy chế QTCT áp dụng cho các công ty niêm yết có quy định về số

lượng thành viên trong HĐQT tối thiểu là 5 và tối đa là 11 thành viên. Số liệu thống kê từ mẫu nghiên cứu cho thấy những công ty có số lượng thành viên HĐQT là 5 thành viên chiếm 62,0% (chiếm đa số); 6 thành viên chiếm 9,8% và 7 thành viên chiếm 20,7%. Do đó, những công ty có số lượng thành viên HĐQT từ 5-7 thành viên chiếm tỷ lệ 92,5% trong mẫu nghiên cứu. Đây là một tỷ lệ khá lớn và từ kết quả nghiên cứu (*quy mô HĐQT tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động công ty*), các nhà hoạch định chính sách nên điều chỉnh giảm mức quy định về số lượng thành viên trong HĐQT.

Ngoài ra, cơ quan chức năng cần tăng cường giám sát cũng như chế tài các công ty niêm yết không minh bạch thông tin và không tuân thủ những quy định trong quy chế QTCT.

6.8. Các công ty niêm yết

Số liệu thống kê cho thấy có đến 43,8% các công ty không có thành viên nữ trong HĐQT (tỷ lệ cao nhất). Số thành viên nữ trong HĐQT chủ yếu phân bố nhiều nhất ở quy mô từ không có thành viên nào đến một thành viên (tỷ lệ này chiếm 76,4%). Đồng thời, từ kết quả nghiên cứu (*thành viên nữ trong HĐQT góp phần làm gia tăng hiệu quả hoạt động công ty*), cấu trúc HĐQT trong công ty nên có tỷ lệ nữ giới thích hợp.

Cũng từ kết quả nghiên cứu (*các thành viên HĐQT có trình độ học vấn cao sẽ tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động công ty*), các công ty niêm yết nên bổ nhiệm cũng như tuyển dụng các thành viên HĐQT có tri thức và trình độ chuyên môn cao.

Ngoài ra, các cán bộ quản lý ở các công ty niêm yết cần được đào tạo nghiệp vụ QTCT. Chính sách này sẽ giúp công ty nhận thức rõ và đúng đắn về tính minh bạch thông tin, tính trách nhiệm giải trình nói riêng cũng như những thông lệ về QTCT nói chung. □

Tài liệu tham khảo:

1. Bộ Tài chính (2007), “Quyết định số 12/2007/QĐ-BTC ngày 13 tháng 03 năm 2007 về việc ban hành quy chế quản trị công ty áp dụng cho các công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán/Trung tâm giao dịch chứng khoán”.
2. Brickley, J., A., Lease, R., C. and Smith, Jr., C. (1988), “Ownership structure and voting on antitakeover amendments”. *Journal of Financial Economics*, 20, 267-291.
3. Carter, D., A., Simkins, B., J. and Simpson, W., G. (2003), “Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value”. *The Financial Review*, 38(1), 33-53.
4. Darmadi, S. (2011), “Board Members’ Education and Firm Performance: Evidence from a Developing Economy”. Working Paper.
5. Daft, R., L. (2008), “*Management*”, 8th Ed., Mason: Thomson South-Western.

6. Demsetz, H. and Lehn, K. (1985), "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences". *The Journal of Political Economy*, 93(6), 1155-1177.
7. Donaldson, L. and Davis, J., H. (1991), "Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns". *Australian Journal of Management*, 16(1), 49-65.
8. Donaldson, T. and Preston, L. (1995), "The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications". *Academy of Management Review*, 20(1), 65-91.
9. Erhardt, N., L., Werbel, J., D. and Shrader, C., B. (2003), "Board of Director Diversity and Firm Financial Performance". *Corporate Governance: An International Review*, 11(2), 102-111.
10. Fama, E., F. and Jensen, M. C. (1983), "Separation of ownership and control". *Journal of Law and Economics*, 15(2), 301-325.
11. Gedajlovic, E., R and Shapiro, D., M. (1998), "Management and Ownership Effects: Evidence from Five Countries". *Strategic Management Journal*, 19(6), 533-553.
12. Guest, P., M. (2009), "The Impact of Board Size on Firm Performance: Evidence from the UK". *The European Journal of Finance*, 15(4), 385-404.
13. Hayes, R., S. and Lee, D., W. (1999), "Is Board Quality an Indicator of a Firm's Future Performance?". *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 3(1), 97-109.
14. Hermalin, B., E. and Weisbach, M., S. (1991), "The effects of board composition and direct incentives on firm performance". *Financial Management*, 20(4), 101-112.
15. Herman, E., S. (1981), "*Corporate Control, Corporate Power*". New York: Cambridge University Press.
16. Jalbert, T. et al (2002), "Does School Matter? An Empirical Analysis of CEO Education, Compensation, and Firm Performance". *International Business and Economics Research Journal*, 1(1), 83-98.
17. Jensen, M., C. (1993), "The Modern Industrial Revolution, Exit, and The Failure of Internal Control Systems". *The Journal of Finance*, 48(3), 831-880.
18. Jensen, M., C. and Meckling, W., H. (1976), "Theory of the Firm Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*. 3(4), 305-360.
19. Johnson, J., L., Daily, K., M. and Ellstrand, A., E. (1996) "Boards of directors: A review and research agenda". *Journal of Management*, 22(3), 409-438.
20. Jones, T., M. (1995), "Instrumental Stakeholder Theory: A Synthesis of Ethics and Economics". *Academy of Management Review*, 24(2), 206-219.
21. Klein, A. (1998), "Firm Performance and Board Committee Structure". *Journal of Law and Economics*, 41(1), 275-303.
22. Kosnik, R., D. (1987), "Greenmail: A Study of Board Performance in Corporate Governance". *Administrative Science Quarterly*, 32(2), 163-185.
23. Lipton, M. and Lorsch, J., W. (1992), "A modest proposal for improved corporate governance". *Business Lawyer*, 48(1), 59-77.
24. Mehran, H. (1995), "Executive Compensation Structure, Ownership and Firm Performance". *Journal of Financial Economics*, 38(2), 163-184.
25. Perry, T. and Shivdasani, A. (2005), "Do Boards Affect Performance? Evidence from Corporate Restructuring". *The Journal of Business*, 78(4), 1403-1432.
26. Pfeffer, J. and Salancik, G., R. (1978), "*The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*". New York: Harper and Row.
27. Rechner, P., L. and Dalton, D., R. (1991), "CEO duality and organizational performance: A longitudinal analysis". *Strategic Management Journal*, 12(2), 155-160.
28. Truong, Q. and Dang, C. (1998), "Effective leadership in joint ventures in Vietnam: a cross-cultural perspective". *Journal of Organizational Change Management*, 11(4), 357-372.
29. Van Ees, H., Postma, T. and Sterken, E. (2003), "Board Characteristics and Corporate Performance in The Netherlands". *Eastern Economic Journal*, 29(1), 41-56.