

---

# THÀNH VIÊN HỘI ĐỒNG QUẢN TRỊ ĐỘC LẬP VÀ HIỆU QUẢ TÀI CHÍNH CỦA DOANH NGHIỆP – NGHIÊN CỨU TRÊN SÀN GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN

**Nguyễn Văn Chiến**

*Trưởng Đại học Thủ Dầu Một*

*Email: chiennv@tdmu.edu.vn*

**Trần Mạnh Dũng**

*Đại học Kinh tế Quốc dân*

*Email: manhdung@ktpt.edu.vn*

Mã bài báo: JED-978

Ngày nhận: 20/10/2022

Ngày nhận bản sửa: 28/10/2022

Ngày duyệt đăng: 09/12/2022

DOI: 10.33301/JED.VI.978

## **Tóm tắt:**

*Mục tiêu của nghiên cứu này nhằm đánh giá sự tham gia thành viên độc lập trong hội đồng quản trị độc lập đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Sử dụng dữ liệu bảng tại 48 doanh nghiệp niêm yết trên Sàn giao dịch chứng khoán giai đoạn 2008 đến 2020 và phương pháp hồi quy bình phương tối thiểu gộp, phương pháp tác động cố định, tác động ngẫu nhiên, và sử dụng phương pháp bình phương tối thiểu nhằm loại bỏ các khuyết tật xảy ra trong mô hình ước lượng, kết quả nghiên cứu cho rằng không có mối quan hệ giữa sự tham gia của thành viên độc lập trong hội đồng quản trị và hiệu quả tài chính của doanh nghiệp, điều này phản ánh sự tham gia của thành viên độc lập trong hội đồng quản trị tại các công ty Việt Nam chưa thực sự hiệu quả. Ngoài ra, doanh nghiệp có quy mô hội đồng quản trị lớn hơn thì thường có hiệu quả tài chính cao hơn. Nghiên cứu không tìm thấy bằng chứng tác động giữa tính thanh khoản, quy mô của doanh nghiệp và hiệu quả tài chính của doanh nghiệp, nhưng nghiên cứu khẳng định tác động tiêu cực của cấu trúc vốn đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp.*

**Từ khóa:** Hội đồng quản trị, cấu trúc vốn, nợ vay, hiệu quả tài chính.

**Mã JEL:** C23, G32, G34.

## **Board independence and corporate financial performance - a stock exchange research**

### **Abstract:**

*This research aims to evaluate the impact of board independence in the board of directors on corporate financial performance. Using panel data of 48 firms listed on the Stock Exchange for the period 2008 to 2020, employing pooled ordinary least squares, fixed effects method and random effects method, and the Feasible Generalized Least Square method to eliminate the defects occurring in the estimated model, the results reveal that there is no relationship between board independence in the board of directors and financial performance, reflecting that the participation of independent members on the board of directors in Vietnamese firms is not really effective. In addition, firms with larger size of board of directors tend to be more financially efficient. The research found no evidence of liquidity, firm size and firm financial performance, but the research confirmed a negative impact of capital structure on firm financial performance.*

**Keywords:** Board of directors, capital structure, debt, financial performance.

**JEL Codes:** C23, G32, G34.

---

## 1. Đặt vấn đề

Doanh nghiệp có vai trò quan trọng trong nền kinh tế tại mỗi quốc gia. Doanh nghiệp thực hiện sản xuất kinh doanh, tạo công ăn việc làm, có khoản đóng góp vào ngân sách, là đầu mối kết nối ngoại thương, trao đổi hàng hóa với các quốc gia khác. Do vậy, các quốc gia không ngừng cải thiện môi trường kinh doanh nhằm giúp các doanh nghiệp có khả năng đạt được lợi nhuận cao, qua đó giúp doanh nghiệp đạt được hiệu quả trong kinh doanh (Tran & Turkiela, 2020).

Hội đồng quản trị được đánh giá là trái tim của doanh nghiệp, hội đồng quản trị có vai trò trong định hướng các quyết sách trong doanh nghiệp và đồng thời tham gia điều hành doanh nghiệp đạt được mục tiêu lợi nhuận của doanh nghiệp và cuối cùng là lợi ích của cổ đông. Theo Luật doanh nghiệp 2020, hội đồng quản trị là cơ quan quản lý công ty, có toàn quyền nhân danh công ty để quyết định, thực hiện quyền và nghĩa vụ của công ty. Trong đó, hội đồng quản trị có vai trò chính trong các hoạt động: (1) quyết định chiến lược, kế hoạch phát triển trung hạn và kế hoạch phát triển hàng năm của công ty, (2) kiến nghị loại cổ phần và số lượng cổ phần được chào bán, quyết định giá bán cổ phiếu hoặc trái phiếu tại công ty, hay có thể nói rằng hội đồng quản trị có vai trò quyết định đối với mọi hoạt động kinh doanh trong công ty.

Để cải thiện hoạt động của hội đồng quản trị, các doanh nghiệp có thể mời các chuyên gia hoặc những người có am hiểu về hoạt động của doanh nghiệp trở thành thành viên hội đồng quản trị. Thực vậy, những tiếng nói độc lập từ người bên ngoài làm cho hội đồng quản trị trở nên hiệu quả hơn, khi đó những quyết sách của hội đồng quản trị đối với hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp trở nên hiệu quả và kịp thời, mang lại hiệu quả cho doanh nghiệp (Zhou & cộng sự, 2018; García-Ramos & Díaz, 2021).

Nghiên cứu mối quan hệ về hội đồng quản trị và hiệu quả tài chính của doanh nghiệp đã được thực hiện qua một số nghiên cứu trước, và kết quả cho rằng hội đồng quản trị, và đặc biệt là tính độc lập của hội đồng quản trị có tác động tích cực lên hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Nghĩa là, khi hội đồng quản trị có tính độc lập có thể làm cho lợi nhuận của doanh nghiệp được cải thiện, và ngược lại khi hội đồng quản trị không có tính độc lập thì không cải thiện được hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Nghiên cứu của García-Ramos & Díaz (2021) cho thấy rằng hiệu quả tài chính của công ty phụ thuộc vào một số đặc điểm hội đồng quản trị (quy mô hội đồng quản trị, tính độc lập của hội đồng quản trị, cơ cấu lãnh đạo và hoạt động của hội đồng quản trị). Hoặc Zhou & cộng sự (2018) cho rằng công ty có hội đồng quản trị quy mô lớn hoạt động tốt hơn, nhưng các công ty có nhiều thành viên hội đồng quản trị độc lập hoạt động kém hơn.

Bài nghiên cứu này được chia thành 5 phần chính. Ngoài phần đặt vấn đề ở phần 1, trong phần 2 và phần 3, nghiên cứu sẽ thảo luận các nghiên cứu trước, thu thập và xử lý số liệu, xây dựng phương trình hồi quy. Trong phần 4, nghiên cứu sẽ thảo luận về kết quả nghiên cứu và phần cuối là kết luận chung của nghiên cứu.

## 2. Tình hình các nghiên cứu trước

Hội đồng quản trị có vai trò quan trọng trong hoạt động tại hầu hết các doanh nghiệp cổ phần, những quyết sách của hội đồng quản trị có khả năng ảnh hưởng tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, ảnh hưởng tới lợi nhuận của doanh nghiệp. Trước bối cảnh đó, nâng cao hiệu quả hoạt động của hội đồng quản trị trở nên cấp thiết và giúp doanh nghiệp có khả năng cải thiện được hoạt động của mình.

Trong một nghiên cứu điển hình, Pombo & Gutiérrez (2011) đánh giá mối quan hệ của cấu trúc hội đồng quản trị thông qua việc bổ nhiệm các giám đốc bên ngoài và vai trò của các giám đốc bận rộn đối với hiệu quả hoạt động của công ty. Nghiên cứu dựa trên một mẫu gồm 335 công ty trong giai đoạn 1996-2006, trong đó 244 công ty tư nhân và 285 công ty trực thuộc một trong bảy tập đoàn kinh doanh phi tài chính lớn nhất cả nước. Năm trong số các nhóm này, vào năm 2006, vẫn do gia đình kiểm soát. Pombo & Gutiérrez (2011) nhận thấy mối quan hệ tích cực giữa cả tỷ lệ giám đốc bên ngoài và mức độ liên kết của hội đồng quản trị, với tỷ suất sinh lợi của công ty. Các giám đốc bận rộn bên ngoài là động lực chính giúp cải thiện hiệu quả hoạt động của công ty. Tính tích cực của chủ sở hữu khối cũng như khả năng tranh chấp trở thành một cơ chế nội bộ giúp cải thiện việc giám sát của giám đốc và định giá công ty trước khi đăng ký.

Nghiên cứu của Nam & cộng sự (2018) sử dụng phương pháp hai giai đoạn Heckman, nghiên cứu này nhằm đánh giá xem liệu kinh nghiệm làm việc của ban giám đốc, cũng như tỷ lệ giám đốc bên ngoài có ảnh hưởng đến xu hướng xuất khẩu và hiệu quả xuất khẩu tại các công ty Hàn Quốc hay không. Nam & cộng sự (2018) nhận thấy rằng các công ty Hàn Quốc có các cựu quan chức chính phủ trong hội đồng quản trị có nhiều khả năng xuất khẩu nhiều hơn, nhưng không có bằng chứng thực nghiệm nào chứng minh hiệu quả

---

xuất khẩu. Các phát hiện cũng cho thấy rằng các công ty có cựu nhân viên đến từ công ty đa quốc gia trong hội đồng quản trị có xu hướng xuất khẩu và hiệu suất xuất khẩu cao hơn. Tương tự, các doanh nghiệp có tỷ lệ giám đốc bên ngoài cao hơn cho thấy xu hướng xuất khẩu và hiệu quả xuất khẩu cao hơn. Những phát hiện này nhấn mạnh tầm quan trọng của hội đồng quản trị trong giai đoạn đầu tiên của quá trình quốc tế hóa của các công ty Hàn Quốc và cung cấp những hiểu biết mới về loại thành viên hội đồng nào có thể mang lại lợi ích cho công ty của họ về xu hướng xuất khẩu và hoạt động xuất khẩu.

Đặc điểm của hội đồng quản trị và hiệu quả hoạt động của công ty cũng là vấn đề được nghiên cứu bởi Zhou & cộng sự (2018) và cho rằng các công ty được quản lý tốt hoạt động tương đối tốt hơn các công ty được quản lý kém. Tuy nhiên, lý thuyết phụ thuộc nguồn lực cho thấy rằng một hội đồng quản trị có nhiều giám đốc nội bộ hơn có thể có nhiều kiến thức chuyên môn hơn về cách điều hành công ty tốt hơn, do đó góp phần vào hoạt động của công ty tốt hơn. Sử dụng một mẫu các công ty được giao dịch công khai trên Sở giao dịch chứng khoán Athens trong giai đoạn 2008-2012, Zhou & cộng sự (2018) cho rằng những công ty có hội đồng quản trị quy mô lớn hoạt động tốt hơn, nhưng các công ty có nhiều thành viên hội đồng quản trị độc lập hoạt động kém hơn. Tác giả cũng nhận thấy rằng các công ty có hội đồng quản trị quy mô nhỏ và công ty có hội đồng quản trị có nhiều thành viên độc lập hơn có nhiều khả năng thành lập ủy ban kiểm toán hơn, nhưng không tìm thấy mối liên hệ nào giữa đặc điểm của ủy ban kiểm toán và hiệu quả hoạt động của công ty. Ngoài ra, nghiên cứu không tìm thấy mối quan hệ tiêu cực giữa tính độc lập của hội đồng quản trị và hiệu quả hoạt động của công ty trong tương lai. Những phát hiện này cho thấy rằng hội đồng quản trị của các công ty Hy Lạp đóng vai trò tích cực hơn trong việc tư vấn hơn là giám sát. Những phát hiện này có ý nghĩa đối với các nhà hoạch định chính sách, nhà nghiên cứu, nhà quản lý doanh nghiệp và nhà đầu tư nói chung và đặc biệt là những người ở các thị trường mới nổi.

Tran & Turkiela (2020) xem xét mức độ tập trung quyền lực trong ban lãnh đạo có ảnh hưởng đến sự thay đổi của hoạt động công ty và cho rằng các công ty có sự tập trung quyền lực cao hơn trong hội đồng quản trị có ảnh hưởng tới hoạt động của công ty. Hơn nữa, tác giả cũng cho rằng khi hội đồng quản trị tập trung áp dụng các chiến lược công ty cực đoan hơn, thì sự tập trung quyền lực của hội đồng quản trị ảnh hưởng đến sự biến động hoạt động của công ty. Trong khi đó, theo García-Ramos & Díaz (2021) về tác động của cấu trúc của hội đồng quản trị đối với hiệu quả tài chính của công ty, qua mẫu gồm 295 công ty phi tài chính từ Nam Âu trong giai đoạn 2001-2010 và bằng cách sử dụng phân tích so sánh định tính tập hợp mờ, kết quả của nghiên cứu này cho thấy rằng hiệu quả tài chính của công ty phụ thuộc vào một số đặc điểm hội đồng quản trị (quy mô hội đồng quản trị, tính độc lập của hội đồng quản trị, cơ cấu lãnh đạo và hoạt động của hội đồng quản trị) và một số đặc điểm của công ty (quy mô công ty, đòn bẩy công ty và tuổi của công ty).

Các nghiên cứu trước cũng cho rằng, lựa chọn cấu trúc vốn cũng có ảnh hưởng tới hiệu quả tài chính của doanh nghiệp, như nghiên cứu của Ullah & cộng sự (2020), Ramli & cộng sự (2018). Trong nghiên cứu của Ullah & cộng sự (2020) thực hiện tại 90 doanh nghiệp ngành dệt may tại Pakistan trong giai đoạn 2008 đến 2017 và cho rằng hệ số nợ và quy mô của doanh nghiệp có tác động tiêu cực đối với hiệu quả doanh nghiệp, khẳng định rằng một doanh nghiệp sử dụng nợ vay ít hơn có khả năng có lợi nhuận cao hơn và một doanh nghiệp có quy mô nhỏ hơn có hiệu quả kinh doanh cao hơn. Ullah & cộng sự (2020) cũng cho rằng các doanh nghiệp tại Pakistan cần nâng cao hiệu quả quản trị doanh nghiệp thông qua tạo áp lực lên nhà quản lý, tăng sở hữu cổ phiếu cho nhà quản lý, đồng thời giảm tỷ lệ vay nợ quá mức có thể dẫn tới kiệt quệ tài chính để cải thiện chất lượng hoạt động của doanh nghiệp. Tương tự, Ramli & cộng sự (2018) tại Indonesia và Malaysia cho rằng có tác động tích cực của cấu trúc vốn lên hiệu quả sản xuất kinh doanh doanh nghiệp Malaysia, nhưng không có tác động gì tại Indonesia. Ramli & cộng sự (2018) cũng cho rằng cấu trúc tài sản, cơ hội tăng trưởng, lợi ích tầm chắn thuế và lãi suất có tác động tương tác với cấu trúc vốn và ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính doanh nghiệp, điều đó cho thấy các nhân tố trong doanh nghiệp có nhiều mối liên quan với nhau tạo động lực thúc đẩy doanh nghiệp hoạt động.

Thanh khoản của doanh nghiệp cũng có ảnh hưởng tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, như được thảo luận trong nghiên cứu của Chia & cộng sự (2020). Sử dụng dữ liệu cho tất cả các công ty phi tài chính được giao dịch trên Bursa Malaysia trong giai đoạn mẫu 2000-2015, kết quả từ mô hình bậc hai cơ sở cho thấy cổ phiếu phải được giao dịch cao hơn ngưỡng thanh khoản trước khi thu được lợi ích từ giá trị công ty lớn hơn. Các phân tích tương tác cũng phát hiện ra ba biến điều tiết quan trọng trong mối quan hệ giá trị thanh khoản - công ty, trong đó tác động giá trị đòi hỏi một thị trường thanh khoản hơn cho các công ty đại

chúng Malaysia có mối quan hệ chính trị, quyền sở hữu của người được đề cử nước ngoài cao hơn và quyền sở hữu của tổ chức nước ngoài cao hơn.

### 3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

#### 3.1. Dữ liệu

Nguồn dữ liệu để thực hiện nghiên cứu này bao gồm 48 doanh nghiệp điển hình được thu thập trên sàn giao dịch chứng khoán Việt Nam, thời gian từ 2008 đến 2020. Các dữ liệu được thu thập từ báo cáo tài chính được kiểm toán, báo cáo thường niên, bản cáo bạch.

#### 3.2. Phương pháp nghiên cứu

Trong nghiên cứu này, phương pháp hồi quy dữ liệu bảng được lựa chọn để phân tích, bao gồm bình phương tối thiểu gộp (pooled OLS), phương pháp tác động cố định (FEM) và tác động ngẫu nhiên (REM). Nghiên cứu cũng thực hiện đánh giá các khuyết tật, như hiện tượng đa cộng tuyến, phương sai thay đổi và tự tương quan. Nếu xảy ra các khuyết tật, nghiên cứu sử dụng phương pháp bình phương tối thiểu khả thi (Feasible generalized least square - FGLS).

Dựa trên những nghiên cứu trước, trong nghiên cứu này tác giả sử dụng đánh giá tác động của tính độc lập của hội đồng quản trị và hiệu quả tài chính doanh nghiệp thông qua hồi quy đa biến, đã được nghiên cứu và phát triển bởi Pombo & Gutiérrez (2011), phương trình hồi quy được đề xuất như sau:

Do hiệu quả tài chính của doanh nghiệp được đo lường bằng một trong 3 nhân tố tỷ số lợi nhuận ròng trên tài sản (ROA), lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) hoặc lợi nhuận (thu nhập) trên mỗi cổ phiếu (EPS), nên phương trình hồi quy có các dạng sau:

Mô hình 1:

$$ROE_{it} = \beta_{0i} + \beta_1 BOARD1_{it} + \beta_2 BOARD2_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 LIQ_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \mu_i + \mu'_{it}$$

Mô hình 2:

$$ROA_{it} = \beta_{0i} + \beta_1 BOARD1_{it} + \beta_2 BOARD2_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 LIQ_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \mu_i + \mu'_{it}$$

Phân tích trong dài hạn, mô hình nghiên cứu ước lượng thông qua mô hình 3 và mô hình 4 sau đây:

Mô hình 3:

$$EPS_{it} = \beta_{0i} + \beta_1 BOARD1_{it} + \beta_2 BOARD2_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 LIQ_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \mu_i + \mu'_{it}$$

Trong đó:

$ROE_{it}$ , là biến đo lường tỷ suất sinh lời trên vốn cổ phần của doanh nghiệp  $i$  tại năm  $t$ , được đo bằng lợi nhuận sau thuế chia cho vốn chủ sở hữu.

$ROA_{it}$ , là biến đo lường tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản của doanh nghiệp  $i$  tại năm  $t$ , được đo bằng lợi nhuận sau thuế chia cho tổng tài sản.

$EPS_{it}$ , là biến đo lường lợi nhuận trên một cổ phần của doanh nghiệp  $i$  tại năm  $t$ , được đo bằng lợi nhuận sau thuế chia cho số lượng cổ phần phổ thông.

$BOARD1_{it}$ , là biến đo lường quy mô của hội đồng quản trị, đo lường qua số thành viên của hội đồng quản trị.

$BOARD2_{it}$ , là biến đo lường sự tham gia của thành viên độc lập của hội đồng quản trị, đo lường qua số lượng thành viên độc lập trong hội đồng quản trị.

$LEV_{it}$ , biến đại diện cho cấu trúc vốn của doanh nghiệp  $i$  tại năm  $t$ , đo lường bằng tổng nợ so với tổng tài sản.

$LIQ_{it}$ , biến đại diện cho tính thanh khoản của doanh nghiệp  $i$  tại năm  $t$ , đo lường bằng tổng nợ ngắn hạn so với tổng tài sản ngắn hạn.

$SIZE_{it}$ , biến đại diện cho quy mô của doanh nghiệp  $i$  tại năm  $t$ , đo lường bằng log của tổng tài sản.  
là tung độ góc.

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5$ , là hệ số ước lượng đối với các biến lần lượt là: quy mô hội đồng quản trị, tỷ lệ thành viên độc lập, cấu trúc vốn, tính thanh khoản, quy mô doanh nghiệp.

$\mu'_i$  là nhiễu trắng.

#### 4. Kết quả và thảo luận kết quả

**Bảng 1: Thống kê mô tả**

Biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
ROA	624	3,097	6,401	-28,050	83,905
ROE	624	6,672	23,548	-175,502	149,071
EPS	624	1296,046	2449,139	-19937	12871,7
BOARD1	624	5,142	0,795	3	9
BOARD2	624	1,054	1,101	0	5
LEV	624	0,656	0,169	0,115	1
LIQ	624	1,095	1,388	0,078	10,951
SIZE	624	11,831	0,542	9,112	13,500

*Nguồn: Tính toán của tác giả.*

##### 4.1. Thống kê mô tả

Bảng 1 trình bày về kết quả thống kê mô tả của các biến sử dụng trong mô hình hồi quy. Hiệu quả tài chính của doanh nghiệp đo lường qua ROA, ROE hoặc EPS. Kết quả cho thấy ROA đạt trung bình 3,097%, giá trị lớn nhất đạt 83,905% và giá trị nhỏ nhất đạt -28,050%. ROE bình quân đạt 6,672%, giá trị lớn nhất đạt 149,071% và giá trị nhỏ nhất đạt -175,502%, EPS đạt bình quân 1296,046 đồng, giá trị lớn nhất đạt 12871,7 đồng và giá trị nhỏ nhất đạt -19937 đồng, qua đó có thể thấy các doanh nghiệp có hiệu quả tài chính khác nhau, có những doanh nghiệp có lợi nhuận cao, đồng thời có doanh nghiệp có lợi nhuận thấp.

Đối với tính độc lập của hội đồng quản trị, số thành viên độc lập đạt trung bình 1,054, giá trị lớn nhất là 5, và giá trị nhỏ nhất là 0, cho thấy có công ty có nhiều thành viên độc lập trong hội đồng quản trị và có công ty không có thành viên độc lập nào. Quy mô hội đồng quản trị đạt bình quân 5,142 thành viên, giá trị lớn nhất là 9 và nhỏ nhất là 3, cho thấy có sự khác nhau tương đối lớn về quy mô hội đồng quản trị.

Đối với cấu trúc vốn, hệ số nợ bình quân đạt 65,6%, có doanh nghiệp có hệ số nợ rất thấp chỉ đạt 11,5%, nhưng cũng có doanh nghiệp có hệ số nợ đạt 100%. Khả năng thanh khoản bình quân đạt 1,095 lần, nhưng cũng có doanh nghiệp có khả năng thanh khoản thấp khi chỉ đạt 0,078 lần.

##### 4.2. Phân tích tương quan

Phân tích tương quan nhằm đánh giá mức độ phụ thuộc giữa các biến sử dụng trong mô hình, đặc biệt là các biến độc lập và tránh hiện tượng đa cộng tuyến có thể xảy ra. Hiện tượng đa cộng tuyến thường xảy ra khi hệ số tương quan giữa các biến lớn hơn 0,85. Qua kết quả Bảng 2 cho thấy các cặp biến độc lập có hệ số tương quan thấp, nên không có khả năng xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình hồi quy.

**Bảng 2: Ma trận tương quan**

Biến	ROA	ROE	EPS	BOARD1	BOARD2	LEV	LIQ	SIZE
ROA	1							
ROE	0,7606	1						
EPS	0,7325	0,7918	1					
BOARD1	0,0704	0,1196	0,1203	1				
BOARD2	0,1044	0,0524	0,0555	0,3446	1			
LEV	-0,4256	-0,2080	-0,2487	-0,0710	-0,1888	1		
LIQ	0,1158	0,0783	0,1365	0,1886	0,1685	-0,2919	1	
SIZE	0,0385	-0,0273	0,0814	0,2391	0,0669	-0,0135	0,0463	1

*Nguồn: Tính toán của tác giả.*

Để kiểm tra hiện tượng đa cộng tuyến, nghiên cứu sử dụng hệ số phóng đại phương sai VIF, nếu hệ số VIF lớn hơn 10 thì có khả năng xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến. Kết quả Bảng 3 cho thấy hệ số VIF bằng 1,14, qua đó khẳng định không có khả năng xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến ở mô hình hồi quy.



**Bảng 3: Hệ số phóng đại phương sai**

Biến	ROA		ROE		EPS	
	VIF	1/VIF	VIF	1/VIF	VIF	1/VIF
SIZE	1,22	0,818008	1,22	0,818008	1,22	0,818008
BOARD1	1,18	0,850165	1,18	0,850165	1,18	0,850165
LIQ	1,13	0,882576	1,13	0,882576	1,13	0,882576
LEV	1,12	0,893752	1,12	0,893752	1,12	0,893752
FV	1,06	0,942561	1,06	0,942561	1,06	0,942561
Giá trị trung bình VIF	1,14		1,14		1,14	

Nguồn: Tính toán của tác giả.

#### 4.3. Kết quả hồi quy và thảo luận kết quả

**Bảng 4: Kết quả hồi quy - biến phụ thuộc ROA**

Biến	Hệ số ước lượng			
	Pooled OLS	FEM	REM	FGLS
BOARD1	0,2640 (0,414)	-0,0486 (0,918)	0,1178 (0,765)	0,2640 (0,412)
BOARD2	0,0822 (0,720)	-0,1558 (0,620)	-0,0513 (0,850)	0,0822 (0,718)
LEV	-16,1068*** (0,000)	-16,6227*** (0,000)	-16,5449*** (0,000)	-16,1068*** (0,000)
LIQ	-0,0836 (0,639)	-0,0979 (0,709)	-0,0873 (0,691)	-0,0836 (0,638)
SIZE	0,2928 (0,508)	-0,0659 (0,932)	-0,2402 (0,683)	0,2928 (0,506)
_Cons	8,8455* (0,089)	13,7436 (0,147)	10,6520 (0,131)	8,8455* (0,087)
Kiểm định F	F(47, 571) = 3,50; Prob > F = 0,0000			
Kiểm định Hausman	Chi2(5) = 1,28; Prob > chi2 = 0,9366			
Kiểm định Breusch và Pagan	Prob > chibar2 = 0,000			
Kiểm định Wooldridge	Prob > F = 0,9948			

Ghi chú: \*, \*\*, \*\*\* với mức ý nghĩa 10% và 1%. Giá trị p-value hiện thị trong dấu ngoặc “()”

Nguồn: Tính toán của tác giả.

**Bảng 5: Kết quả hồi quy - biến phụ thuộc ROE**

Biến	Hệ số ước lượng			
	Pooled OLS	FEM	REM	FGLS
BOARD1	3,7889*** (0,003)	4,0514** (0,021)	3,8529** (0,013)	3,7889*** (0,003)
BOARD2	-0,5680 (0,530)	-1,5885 (0,175)	-1,2761 (0,227)	-0,5680 (0,528)
LEV	-28,4350*** (0,000)	-32,0019*** (0,000)	-30,7841*** (0,000)	-28,4350*** (0,000)
LIQ	0,0288 (0,967)	-1,1060 (0,257)	-0,6958 (0,422)	0,0288 (0,967)
SIZE	-2,5617 (0,143)	1,7805 (0,538)	-0,0663 (0,978)	-2,5617 (0,141)
_Cons	36,7168* (0,074)	-11,3484 (0,747)	9,9455 (0,728)	36,7168* (0,072)
Kiểm định F	F(47, 571) = 5,51; Prob > F = 0,0000			
Kiểm định Hausman	Chi2(5) = 2,53; Prob > chi2 = 0,7720			
Kiểm định Breusch và Pagan	Prob > chibar2 = 0,000			
Kiểm định Wooldridge	Prob > F = 0,6979			

Ghi chú: \*, \*\*, \*\*\* với mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%. Giá trị p-value hiện thị trong dấu ngoặc “()”

Nguồn: Tính toán của tác giả.

**Bảng 6: Kết quả hồi quy - biến phụ thuộc EPS**

Biến	Hệ số ước lượng			
	Pooled OLS	FEM	REM	FGLS
BOARD1	281,5943** (0,033)	148,3271 (0,411)	192,7376 (0,226)	281,5943** (0,031)
BOARD2	-72,7825 (0,435)	-42,5324 (0,723)	-47,6653 (0,660)	-72,7825 (0,432)
LEV	-3354,144*** (0,000)	-3461,299*** (0,000)	-3445,218*** (0,000)	-3354,144*** (0,000)
LIQ	96,2726 (0,185)	-107,408 (0,284)	-36,0425 (0,685)	96,2726 (0,182)
SIZE	253,3564 (0,159)	466,6491 (0,117)	391,5098 (0,108)	253,3564 (0,157)
_Cons	-977,9607 (0,643)	-2554,598 (0,480)	-1997,313 (0,501)	-977,9607 (0,641)
Kiểm định F	F(47, 571) = 5,56; Prob > F = 0,0000			
Kiểm định Hausman	Chi2(5) = 3,07; Prob > chi2 = 0,6898			
Kiểm định Breusch và Pagan	Prob > chibar2 = 0,000			
Kiểm định Wooldridge	Prob > F = 0,0046			

Ghi chú: \*,\*\*\* với mức ý nghĩa 10% và 1%. Giá trị p-value hiện thị trong dấu ngoặc “()”.

Nguồn: Tính toán của tác giả.

Kết quả hồi quy thể hiện ở Bảng 4, Bảng 5 và Bảng 6 cho thấy:

Khi biến độc lập là ROA, qua kiểm định F và Hausman cho thấy REM là lựa chọn tốt nhất, thông qua kiểm định Breusch và Pagan cho thấy có hiện tượng phương sai thay đổi, qua kiểm định Wooldridge cho thấy không có hiện tượng tự tương quan, nên có thể kết luận hồi quy theo REM chưa mang lại kết quả tốt nhất, nên thực hiện hồi quy FGLS là phù hợp.

Khi biến độc lập là ROE, qua kiểm định F và Hausman cho thấy REM cũng là lựa chọn tốt nhất. Theo kiểm định Breusch và Pagan và Wooldridge cho thấy hồi quy theo REM có xảy ra hiện tượng phương sai thay đổi và không có hiện tượng tự tương quan, nên thực hiện hồi quy theo FGLS là phù hợp.

Khi biến độc lập là EPS, qua kiểm định F và Hausman cho thấy REM cũng là lựa chọn tốt nhất. Theo kiểm định Breusch và Pagan và Wooldridge cho thấy hồi quy theo REM có xảy ra hiện tượng phương sai thay đổi và đồng thời xảy ra hiện tượng tự tương quan, nên để có kết quả hồi quy tốt nhất, nghiên cứu thực hiện hồi quy theo FGLS.

Có mối quan hệ dương và có ý nghĩa thống kê giữa quy mô của hội đồng quản trị và hiệu quả tài chính của doanh nghiệp đối với trường hợp hiệu quả tài chính doanh nghiệp là ROE hoặc EPS. Nghĩa là, quy mô của doanh nghiệp có tác động tích cực lên hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Hoặc có thể giải thích rằng, doanh nghiệp có quy mô hội đồng quản trị lớn hơn thì thường có lợi nhuận cao hơn doanh nghiệp có quy mô hội đồng quản trị nhỏ. Kết quả này có thể giải thích như sau: doanh nghiệp có quy mô hội đồng quản trị lớn hơn thì thường nhận được nhiều ý kiến phản biện khác nhau, do vậy doanh nghiệp có thể có những quyết sách kịp thời và hiệu quả hơn, hoạt động của doanh nghiệp trở nên tốt hơn và do đó lợi nhuận của doanh nghiệp cao hơn. Kết quả nghiên cứu này cũng tương tự như nghiên cứu của García-Ramos & Díaz (2021) tác giả cho rằng quy mô hội đồng quản trị có tác động tích cực lên hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp tại Nam Âu, hoặc Zhou & cộng sự (2018) còn cho rằng hội đồng quản trị của các công ty Hy Lạp đóng vai trò tích cực hơn trong việc tư vấn hơn là giám sát, khi doanh nghiệp có quy mô hội đồng quản trị lớn hơn thì doanh nghiệp nhận được nhiều tư vấn bổ ích hơn và do vậy doanh nghiệp trở nên hiệu quả hơn trong tìm kiếm lợi nhuận.

Nghiên cứu không tìm thấy mối quan hệ giữa tính độc lập của hội đồng quản trị và hiệu quả tài chính doanh nghiệp. Hay có thể nói rằng hội đồng quản trị có các thành viên độc lập không có tác động gì lên hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Điều này phản ánh sự tham gia của thành viên độc lập chưa thực sự mang lại hiệu quả của doanh nghiệp, có thể là do các thành viên độc lập tham gia tương đối hạn chế trong hội đồng quản trị qua quá trình tư vấn đường lối chiến lược phát triển của doanh nghiệp. Kết quả này ngược với nghiên cứu của García-Ramos & Díaz (2021) khi tác giả cho rằng có mối quan hệ giữa sự tham gia của

---

thành viên hội đồng quản trị độc lập và hiệu quả tài chính trong doanh nghiệp, sự tham gia của thành viên độc lập làm tăng khả năng phản biện, tư vấn hoạt động trong doanh nghiệp.

Nghiên cứu không tìm thấy bằng chứng tác động giữa tính thanh khoản, quy mô của doanh nghiệp và hiệu quả tài chính của doanh nghiệp, nhưng nghiên cứu khẳng định tác động tiêu cực của cấu trúc vốn đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Cụ thể, doanh nghiệp sử dụng nhiều nợ vay thì hiệu quả tài chính giảm, và doanh nghiệp sử dụng nợ vay ít hơn thì thường có hiệu quả tài chính cao hơn. Điều này đặt ra bài toán doanh nghiệp phải có khả năng quản trị nợ vay tốt hơn để giúp cho doanh nghiệp đạt được lợi nhuận theo yêu cầu của cổ đông. Nghiên cứu này cũng tương tự như Ullah & cộng sự (2020) thực hiện tại 90 doanh nghiệp ngành dệt may tại Pakistan trong giai đoạn 2008 đến 2017 khẳng định rằng một doanh nghiệp sử dụng nợ vay ít hơn có khả năng có lợi nhuận cao hơn, hoặc Ramli & cộng sự (2018) tại Indonesia và Malaysia, cho rằng có tác động tích cực của nợ vay lên hiệu quả tài chính doanh nghiệp Malaysia, nhưng không có tác động gì tại Indonesia.

## 5. Kết luận

Hội đồng quản trị được đánh giá là trái tim của doanh nghiệp và có vai trò trong định hướng các quyết sách trong doanh nghiệp và đồng thời tham gia điều hành doanh nghiệp đạt được mục tiêu lợi nhuận của doanh nghiệp và cuối cùng là lợi ích của cổ đông. Nghiên cứu mối quan hệ giữa tính độc lập của hội đồng quản trị và hiệu quả tài chính của doanh nghiệp, sử dụng dữ liệu tại 48 doanh nghiệp niêm yết trong thời gian từ năm 2008 đến 2020, sử dụng phương pháp hồi quy bình phương tối thiểu gộp (pooled OLS), phương pháp tác động cố định (FEM) và tác động ngẫu nhiên (REM). Nghiên cứu cũng thực hiện đánh giá các khuyết tật, như hiện tượng đa cộng tuyến, phương sai thay đổi và tự tương quan. Nếu xảy ra các khuyết tật, nghiên cứu sử dụng phương pháp bình phương tối thiểu khả thi (Feasible generalized least square - FGLS). Kết quả nghiên cứu khẳng định rằng doanh nghiệp có quy mô hội đồng quản trị lớn hơn thì thường có hiệu quả tài chính cao hơn. Tuy vậy, không có mối quan hệ giữa tính độc lập của hội đồng quản trị và hiệu quả tài chính của doanh nghiệp, điều này phản ánh sự tham gia của thành viên độc lập trong hội đồng quản trị tại các công ty Việt Nam chưa thực sự hiệu quả, các ý kiến đóng góp của thành viên độc lập đối với quyết sách của công ty còn hạn chế. Ngoài ra, nghiên cứu không tìm thấy bằng chứng tác động giữa tính thanh khoản, quy mô của doanh nghiệp và hiệu quả tài chính của doanh nghiệp, nhưng nghiên cứu khẳng định tác động tiêu cực của cấu trúc vốn đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp.

Nghiên cứu có một số hàm ý chính sách, đó là: các doanh nghiệp nên duy trì hội đồng quản trị có nhiều thành viên, để giúp cho doanh nghiệp hoạt động trở nên hiệu quả hơn, để làm được điều này các chính sách của Chính phủ, Luật doanh nghiệp nên thực hiện theo hướng ưu tiên doanh nghiệp có nhiều thành viên hội đồng quản trị hơn là doanh nghiệp có ít thành viên hội đồng quản trị, đặc biệt là các công ty đại chúng có quy mô lớn. Hai là, Nhà nước nên cải thiện chính sách bằng cách tăng cường vai trò của thành viên hội đồng quản trị độc lập, để các thành viên hội đồng quản trị độc lập thực sự có tiếng nói quan trọng trong doanh nghiệp và qua đó giúp doanh nghiệp hoạt động hiệu quả hơn. Ba là, Nhà nước điều hành chính sách kinh tế vĩ mô ổn định, nhằm giúp cho lãi suất thị trường ổn định và qua đó doanh nghiệp có khả năng quản trị được rủi ro liên quan tới lựa chọn các khoản nợ vay để cải thiện hoạt động trong doanh nghiệp.

## Tài liệu tham khảo

- Chia, Y.E., Lim, K.P. & Goh, K.L. (2020), 'Liquidity and firm value in an emerging market: Nonlinearity, political connections and corporate ownership', *The North American Journal of Economics and Finance*, 52, p.101169.
- García-Ramos, R. & Díaz, B.D. (2021), 'Board of directors structure and firm financial performance: A qualitative comparative analysis', *Long Range Planning*, 54(6), p.102017.
- Nam, J., Liu, X., Lioliou, E. & Jeong, M. (2018), 'Do board directors affect the export propensity and export performance of Korean firms? A resource dependence perspective', *International Business Review*, 27(1), 269-280.
- Pombo, C. & Gutiérrez, L.H. (2011), 'Outside directors, board interlocks and firm performance: Empirical evidence from Colombian business groups', *Journal of Economics and Business*, 63(4), 251-277.



- 
- Ramli, N.A., Latan, H. & Solovida, G.T. (2018), 'Determinants of capital structure and firm financial performance - A PLS-SEM approach: Evidence from Malaysia and Indonesia', *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 71, 148-160.
- Tran, H. & Turkiela, J. (2020), 'The powers that be: Concentration of authority within the board of directors and variability in firm performance', *Journal of Corporate Finance*, 60, p.101537.
- Zhou, H., Owusu-Ansah, S. & Maggina, A. (2018), 'Board of directors, audit committee, and firm performance: Evidence from Greece', *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 31, 20-36.
- Ullah, A., Pinglu, C., Ullah, S., Zaman, M. & Hashmi, S.H. (2020), 'The nexus between capital structure, firm-specific factors, macroeconomic factors and financial performance in the textile sector of Pakistan', *Heliyon*, 6(8), p.e04741.