

# CÁC YẾU TỐ TÀI CHÍNH VÀ PHI TÀI CHÍNH ẢNH HƯỞNG ĐẾN TÍNH ĐỘC LẬP CỦA HỘI ĐỒNG QUẢN TRỊ CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TRÊN TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Nguyễn Vĩnh Khương<sup>1</sup>, Đỗ Thị Thu Liễu<sup>2</sup>, Trần Thị Phương Anh<sup>3</sup>, Nguyễn Thị Mỹ<sup>4</sup>,  
Nguyễn Mai Hân<sup>5</sup>, Ngô Thị Kim Mơ<sup>6</sup>

<sup>1 2 3 4 5 6</sup>Trường Đại học Kinh tế - Luật ĐHQG Tp. Hồ Chí Minh  
<sup>1</sup>khuongnv@uel.edu.vn

Ngày nhận bài: 13/04/2019, Ngày duyệt đăng: 07/09/2019

## Tóm tắt

*Nghiên cứu được thực hiện nhằm cung cấp các bằng chứng thực nghiệm về mức độ ảnh hưởng của nhân tố tài chính và phi tài chính đến tính độc lập của hội đồng quản trị của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam. Dựa vào dữ liệu từ 80 công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong 11 năm từ 2007 – 2017, bằng phương pháp nghiên cứu định lượng, nhóm nghiên cứu kết luận rằng các yếu tố tài chính và phi tài chính có tác động đến tính độc lập của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Từ kết quả nghiên cứu, khuyến nghị doanh nghiệp niêm yết nên có những chính sách quản lý công ty một cách hợp lý và hiệu quả, phù hợp với chính sách kế toán tại doanh nghiệp.*

**Từ khóa:** tài chính, phi tài chính, tính độc lập hội đồng quản trị, doanh nghiệp niêm yết.

## Financial and non-financial factors affecting the board independence of the listed firms in Vietnam stock exchange

### Abstract

*The study investigated to contribute empirical evidence of the extent to which financial and non-financial factors affect board independence of listed firms in Vietnam. Based on the data from 80 listed firms on the Vietnam stock market in 11 years from 2007 – 2017, by quantitative research method. We concluded that financial and non-financial factors are affective board independence of listed firms in Vietnam. From the research results, it is recommended that listed companies have reasonable and effective corporate management policies, consistent with accounting policies at enterprises.*

**Keywords:** financial, non-financial, board independence, listed firm.

### 1. Giới thiệu

Hội đồng quản trị (HĐQT) là một tổ chức trung ương trong nội bộ quản trị của một công ty. HĐQT thay mặt các cổ đông

của công ty thực hiện giám sát hoạt động của những người quản lý điều hành, ngăn ngừa các mâu thuẫn và xung đột lợi ích giữa các cổ đông và ban lãnh đạo công ty,

nhằm bảo vệ quyền lợi của các cổ đông. HĐQT không can thiệp vào hoạt động hàng ngày mà chỉ tư vấn và giám sát hoạt động của ban điều hành, dựa trên các chiến lược kinh doanh đã được HĐQT đề ra và được Đại hội đồng cổ đông thông qua. Tuy nhiên, ở các quốc gia có sự sở hữu tập trung cao hoặc sở hữu nhà nước, công ty gia đình, HĐQT có thể lấn át quyền điều hành của ban giám đốc. Ngược lại, nếu HĐQT yếu kém sẽ không làm tròn được trách nhiệm mà cổ đông giao phó. Điều này phát sinh chi phí đại diện do mâu thuẫn lợi ích giữa cổ đông nội bộ (nhóm cổ đông lớn nắm quyền kiểm soát công ty và can thiệp hoạt động của ban điều hành) và các cổ đông nhỏ bên ngoài công ty, từ đó làm giảm hiệu quả hoạt động và giá trị của công ty. Do đó, sự hiện diện của các thành viên độc lập (như là các chuyên gia cao cấp không điều hành) trong cơ cấu HĐQT của công ty là rất quan trọng và cần thiết.

Sự độc lập của HĐQT (phần giám đốc độc lập và không điều hành phục vụ trong HĐQT) cũng đã nhận được sự quan tâm lớn của các nhà nghiên cứu và cơ quan quản lý. Theo lý thuyết đại diện, các hội đồng độc lập hơn có liên quan đến các vấn đề người đại diện ít hơn, do đó, góp phần nâng cao giá trị doanh nghiệp (Brown và cộng sự, 2011). Bằng chứng của họ chỉ ra rằng sự độc lập của HĐQT góp phần giảm xung đột người đại diện trong doanh nghiệp và hạn chế vai trò của các nhóm lợi ích cố gắng sửa đổi các quy tắc để đạt được lợi ích của họ với chi phí của các bên liên quan. Ngoài ra, Rezende và cộng sự (2010) cho rằng việc áp dụng các thông lệ quản trị doanh nghiệp (như độc lập HĐQT) có thể là một cơ chế quan trọng để quản lý các doanh nghiệp dựa trên các

nguyên tắc minh bạch, trách nhiệm và công bằng, do đó tác động tích cực đến quản trị công ty của doanh nghiệp. Một số nghiên cứu ở một số quốc gia cũng ghi nhận tác động tích cực của sự độc lập của HĐQT đối với hoạt động của công ty. Black và Khanna (2007), Dahya và McConnell (2007), Black và Kim (2012) đều kiểm tra các tính chất pháp lý cụ thể theo quốc gia và kết luận rằng việc tăng độc lập HĐQT đã cải thiện đáng kể hiệu suất công ty ở Ấn Độ, Anh và Hàn Quốc.

Nghiên cứu này thực hiện nhằm chỉ ra các tác động ảnh hưởng của yếu tố tài chính và phi tài chính đến tính độc lập của HĐQT của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam dựa trên phương pháp nghiên cứu định lượng phù hợp với dữ liệu bảng và dữ liệu của 80 công ty niêm yết, công bố báo cáo tài chính trong giai đoạn 2007 - 2017.

## **2. Giả thuyết nghiên cứu và mô hình nghiên cứu**

### **2.1. Giả thuyết nghiên cứu**

Tuổi của CEO càng lớn thì trình độ quản lý, kinh nghiệm thực tế càng cao, đồng thời những mối quan hệ trong doanh nghiệp cũng khá sâu rộng nên sẽ có ảnh hưởng nhiều đến các quyết định trong ban điều hành. Vì vậy, HĐQT và các ban khác trong doanh nghiệp sẽ ít độc lập hơn. Mặt khác, tuổi CEO của doanh nghiệp có tác động đáng kể đến tính độc lập HĐQT khi CEO càng lớn tuổi thì ít đầu tư vào các dự án mang tính rủi ro cao (Serfling, 2014). Vì vậy, giả thuyết được đưa ra như sau:

*H1: Tuổi CEO có ảnh hưởng ngược chiều/ nghịch biến với tính độc lập HĐQT.*

Sự thay đổi của CEO trong năm tài chính được cho là có mối quan hệ thuận chiều với tính độc lập của hội đồng quản

trị vì sự độc lập của hội đồng quản trị lớn hơn thì HĐQT sẽ tích cực hơn trong việc loại bỏ các CEO chất lượng thấp theo Laux và Laux (2008). Vì vậy, giả thuyết được đưa ra như sau:

*H2: Số lần thay thế CEO có ảnh hưởng cùng chiều/ đồng biến với tính độc lập HĐQT.*

Huang (2013) khi nghiên cứu về mối quan hệ giữa tính chất HĐQT và hiệu quả hoạt động cho thấy 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. Cũng có thể nói rằng, khi hiệu quả hoạt động công ty cao thì tính độc lập HĐQT cũng cao. Vì vậy, giả thuyết được đưa ra như sau:

*H3: Giới tính CEO có ảnh hưởng cùng chiều/ đồng biến với tính độc lập HĐQT.*

Một số bài báo đưa ra bằng chứng cho thấy rằng quản trị hiệu quả và hiệu suất công ty tăng lên cùng với sự độc lập của HĐQT (Weisbach, 1988). Điều đó đồng nghĩa với việc công ty phát triển tốt, quy mô công ty, tổng tài sản cố định hữu hình tăng lên cùng với việc gia tăng sự độc lập của HĐQT. Black và Kim (2012) cho rằng các hoạt động quản trị nội bộ tốt, như các ban độc lập, có hiệu quả trong việc kiểm chế các vấn đề của cơ quan, dẫn đến hiệu suất tốt hơn. Từ đó, quy mô công ty được mở rộng ra nhiều thị trường và tổng tài sản được tăng lên đáng kể. Vì vậy, giả thuyết được đưa ra như sau:

*H4: Tài sản cố định hữu hình của doanh nghiệp có ảnh hưởng cùng chiều/ đồng biến với tính độc lập HĐQT.*

Theo lý thuyết đại diện, các hội đồng độc lập hơn có liên quan đến các vấn đề người đại diện ít hơn, do đó, góp phần nâng cao giá trị doanh nghiệp (Brown và

cộng sự, 2011). Đề cập đến vấn đề cấu trúc vốn, Wen và cộng sự (2002) cho rằng sự hiện diện của các giám đốc độc lập trong HĐQT dẫn đến đòn bẩy tài chính thấp hơn do sự kiểm soát giám sát cấp trên và giảm xung đột giữa các nhà quản lý, đồng thời hạn chế vai trò của các nhóm lợi ích cố gắng sửa đổi các quy tắc để đạt được lợi ích cho họ với chi phí của các bên liên quan. Vì vậy, giả thuyết được đưa ra như sau:

*H5: Đòn bẩy tài chính có ảnh hưởng ngược chiều/ nghịch biến với tính độc lập HĐQT.*

Một số nghiên cứu liên quan đến quy mô doanh nghiệp đã được tiến hành ở Mỹ, trong đó, Jensen (1994) cho rằng những công ty có quy mô lớn có thể hoạt động kém hiệu quả hơn những công ty nhỏ. Mối quan hệ nghịch đảo giữa quy mô doanh nghiệp và hiệu suất công ty đã được báo cáo bởi Eisenberg và cộng sự (1998), Alshimmiri (2004), và De Andres và cộng sự (2005). Vì vậy, giả thuyết được đưa ra như sau:

*H6: Quy mô doanh nghiệp có ảnh hưởng cùng chiều/ đồng biến với tính độc lập HĐQT.*

Các nghiên cứu cho thấy chất lượng kiểm toán cao có liên quan đến chi phí vốn thấp hơn (Knechel và cộng sự, 2008). Do đó, kiểm toán chất lượng cao đặc biệt quan trọng đối với các công ty thường xuyên tham gia vào việc gây quỹ, các tổ chức tài chính. Bên cạnh đó, các nghiên cứu trước đây cũng cho thấy chất lượng kiểm toán có liên quan đến cả quản trị doanh nghiệp (Lin và Liu, 2009) và độ phức tạp của doanh nghiệp (Knechel và cộng sự, 2008). Một HĐQT có sự độc lập càng cao thì càng có khả năng kiểm soát tốt, cấu trúc

quản trị mạnh mẽ và công ty cũng sẽ có xu hướng lựa chọn những công ty kiểm toán hàng đầu như Big4 để giúp họ đưa ra những bằng chứng xác thực về tình hình công ty ra bên ngoài, từ đó thu hút vốn đầu

tu (Knechel và Willekens, 2006). Vì vậy, giả thuyết được đưa ra như sau:

*H7: Kiểm toán viên là nhân viên Big 4 có ảnh hưởng cùng chiều/ đồng biến với tính độc lập HĐQT.*

**Bảng 1.** Các giả thuyết nghiên cứu và mối quan hệ với các lý thuyết nền tảng có liên quan

Giả thuyết	Nội dung giả thuyết	Lý thuyết liên quan	Kỳ vọng
H1	Tuổi CEO có ảnh hưởng ngược chiều/nghịch biến với tính độc lập HĐQT	Lý thuyết ủy nhiệm Lý thuyết thông tin bất cân xứng	-
H2	Số lần thay thế CEO có ảnh hưởng cùng chiều/đồng biến với tính độc lập HĐQT	Lý thuyết thông tin bất cân xứng	+
H3	Giới tính CEO có ảnh hưởng cùng chiều/đồng biến với tính độc lập HĐQT	Lý thuyết ủy nhiệm	+
H4	Tài sản cố định hữu hình của doanh nghiệp có ảnh hưởng cùng chiều/đồng biến với tính độc lập HĐQT	Lý thuyết ủy nhiệm Lý thuyết thông tin bất cân xứng	+
H5	Đòn bẩy tài chính có ảnh hưởng ngược chiều/nghịch biến với tính độc lập HĐQT	Lý thuyết thông tin bất cân xứng	-
H6	Quy mô doanh nghiệp có ảnh hưởng cùng chiều/đồng biến với tính độc lập HĐQT	Lý thuyết ủy nhiệm Lý thuyết thông tin bất cân xứng	+
H7	Kiểm toán viên là nhân viên Big 4 có ảnh hưởng cùng chiều/đồng biến với tính độc lập HĐQT	Lý thuyết ủy nhiệm	+

## 2.2. Phương pháp nghiên cứu

Trong nghiên cứu này, tác giả sử dụng phương pháp nghiên cứu định lượng để đo lường ảnh hưởng các yếu tố đến tỷ lệ nợ vay ngân hàng trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Cụ thể, tác giả sử dụng mô hình tác động cố định (FEM), mô hình tác động ngẫu nhiên (REM) để thực hiện nghiên cứu và sử dụng phần mềm STATA để thực

hiện phân tích dữ liệu thống kê.

## 2.3. Dữ liệu

Mẫu nghiên cứu bao gồm 80 công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong khoảng thời gian 2007 – 2017. Nguồn dữ liệu lấy từ báo cáo thường niên và báo cáo tài chính của các công ty niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam.

Tác giả tổng hợp được 145 công ty

niêm yết trước năm 2007 trên ba sàn HNX, HOSE và UpCOM. Sau khi loại bỏ các công ty thuộc tài chính, ngân hàng, bảo hiểm và chứng khoán số lượng công ty phù hợp còn lại là 80 công ty, vì bản chất nghiệp vụ kinh tế và lĩnh vực kinh doanh khác biệt (King và Santor, 2008). Mẫu được tác giả lựa chọn là 80 công ty gồm 25 công ty trên sàn HNX, 33 công ty niêm yết sàn HOSE và 22 công ty niêm yết sàn UpCOM. Vì vậy, mẫu

*BOARDindependence<sub>it</sub>*

$$= \delta_0 + \delta_1 CEOage + \delta_2 CEOturnover_{it} + \delta_3 CEOgender_{it} + \delta_4 PPE_{it} + \delta_5 Lev + \delta_6 Size + \delta_7 Big4 + \varepsilon_{it}$$

Trong đó:  $i = 1, 2, 3, \dots, 80$  (với  $i$  là thể hiện cho 80 công ty niêm yết);  $t = 1, 2, 3, \dots, 11$  (với  $t$  là khoảng thời gian 11 năm từ 2007 đến 2017).

Biến *BOARDindependence* – biến phụ thuộc, đại diện đo lường cho chất lượng quản trị của công ty  $i$  tại thời điểm  $t$ .

#### **Các yếu tố phi tài chính**

Biến *CEOage* – Biến độc lập, thể hiện số tuổi của CEO của công ty  $i$  tại thời điểm  $t$ , ( $CEOage = \ln$  Tuổi CEO) (Serfling, 2014);

Biến *CEOturnover* – Biến độc lập, thể hiện việc có thay đổi CEO của công ty  $i$  trong một năm tài chính  $t$  hay không, mang giá trị bằng 0 nếu không có sự thay đổi CEO, ngược lại mang giá trị bằng 1 nếu có sự thay đổi CEO trong 1 năm tài chính.

Biến *CEOgender* – Biến độc lập, thể hiện giới tính của CEO của công ty  $i$  tại thời điểm  $t$ , mang giá trị bằng 0 nếu giới tính CEO là nam và mang giá trị bằng 1 nếu giới tính CEO là nữ (Tharenou, 1999);

Biến *Big4* – Biến độc lập, thể hiện công ty kiểm toán cho công ty  $i$  tại thời

điểm  $t$ , mang giá trị bằng 0 nếu không phải là các công ty kiểm toán từ Big 4 (PwC, EY, Deloitte, KPMG), ngược lại mang giá trị bằng 1 nếu là các công ty kiểm toán từ Big 4 (Persakis và Iatridis, 2015).

#### **2.4. Mô hình nghiên cứu**

Tác giả kế thừa mô hình nghiên cứu của các nghiên cứu trước đây (Serfling, 2014; Laux và Laux, 2008; Wen và cộng sự, 2002) để đo lường tác động của các yếu tố tài chính và phi tài chính đến tính độc lập của HĐQT của các công ty niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam. Mô hình nghiên cứu được đề xuất như sau:

điểm  $t$ , mang giá trị bằng 0 nếu không phải là các công ty kiểm toán từ Big 4 (PwC, EY, Deloitte, KPMG), ngược lại mang giá trị bằng 1 nếu là các công ty kiểm toán từ Big 4 (Persakis và Iatridis, 2015).

#### **Các yếu tố tài chính**

Biến *PPE* – Biến độc lập, thể hiện tổng giá trị tài sản cố định hữu hình của công ty  $i$  tại thời điểm  $t$ , ( $PPE = \ln$  (Nguyên giá tài sản cố định hữu hình/ Tổng tài sản)) (Persakis và Iatridis, 2015);

Biến *Lev* – Biến độc lập, thể hiện tỉ lệ đòn bẩy tài chính của công ty  $i$  tại thời điểm  $t$ , ( $LEV = \ln$  (Tổng nợ phải trả/ Tổng tài sản)) (Persakis và Iatridis, 2015; Cho và Kim, 2003);

Biến *Size* – Biến độc lập, thể hiện quy mô công ty qua giá trị tổng tài sản của công ty  $i$  tại thời điểm  $t$ , ( $SIZE = \ln$  (Tổng tài sản)) (Persakis và Iatridis, 2015; Dunerv và Kim, 2005);

$\delta_1, \delta_2, \dots, \delta_7$  - hệ số hồi quy đo lường mức thay đổi tính độc lập của hội đồng quản trị trên một đơn vị thay đổi của biến

độc lập khi mà giá trị của các biến độc lập khác là không đổi;  $\epsilon_{it}$  – là sai số ngẫu nhiên.

### 3. Kết quả và thảo luận

#### 3.1. Thống kê mô tả

**Bảng 2.** Thống kê mô tả các biến nghiên cứu

Biến	CEO age	CEO turnover	CEO gender	PPE	LEV	Size	Big4
Giá trị trung bình	3.892	0.125	0.053	0.328	0.502	27.042	0.355
Độ lệch chuẩn	0.155	0.331	0.233	0.246	0.206	1.351	0.479
Giá trị nhỏ nhất	3.296	0	0	0,000	0.015	24.169	0
Giá trị lớn nhất	4.290	1	1	0.959	0.952	31.625	1
Số quan sát	460	472	471	473	473	473	473

Theo số liệu thống kê mô tả của tất cả các biến trong Bảng 2.

CEOage của các công ty niêm yết dao động từ 3.296 đến 4.290 với mức trung bình là 3.892 trong giai đoạn từ 2007 – 2017. Số tuổi dao động tương ứng từ 27 đến 73 tuổi với mức trung bình 49 tuổi là một mức tuổi phù hợp với một giám đốc điều hành có nhiều kinh nghiệm và sự chấp nhận rủi ro trong kinh doanh của các công ty niêm yết. Sự thay đổi CEO trong năm tài chính của các công ty niêm yết dao động từ 0 đến 1 với mức trung bình là 0.125 trong giai đoạn từ 2007 – 2017. Giới tính CEO của các công ty niêm yết dao động từ 0 đến 1 với mức trung bình là 0.053 trong giai đoạn từ 2007 – 2017. Giá trị tài sản cố định hữu hình của các công ty niêm yết dao động từ 0 đến 0,959 với mức trung bình là 0,33 trong giai đoạn từ 2007 – 2017. Đòn bẩy tài chính của các công ty niêm yết dao động từ 0.015 đến 0.952 với mức trung bình là 0.502 trong giai đoạn từ

2007 – 2017, cho thấy các công ty sử dụng nợ phải trả chiếm tỷ trọng khá lớn trong cơ cấu vốn. Quy mô công ty của các công ty niêm yết dao động từ 24.17 đến 31.63 với mức trung bình là 27.04 trong giai đoạn từ 2007 – 2017. Công ty kiểm toán của các công ty niêm yết dao động từ 0 đến 1 với mức trung bình là 0.355 trong giai đoạn từ 2007 – 2017.

#### 3.2. Phân tích tương quan

Phân tích tương quan là đo lường cường độ của quan hệ giữa hai biến và hai biến được xem là hai biến ngẫu nhiên “ngang nhau” - không phân biệt biến độc lập và biến phụ thuộc.

Bảng 3 cho thấy hệ số tương quan giữa biến phụ thuộc và các biến độc lập dao động từ -0.236 đến 0.603. Điều này cho thấy các biến có hệ số tương quan ở mức tương đối và không xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến (nếu hệ số tương quan lớn hơn 0,9 sẽ xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến) (Gujarati và Porter, 2003).

**Bảng 3.** Ma trận hệ số tương quan giữa các biến trong mô hình

	Board independence	CEO age	CEO turnover	CEO gender	PPE	LEV	Size	Big4
Board independence	1							
CEO age	-0.236	1						
CEO turnover	0.131	-0.262	1					
CEO gender	-0.034	0.048	-0.037	1				
PPE	-0.026	-0.013	-0.015	-0.109	1			
LEV	-0.166	0.057	0.024	-0.139	-0.122	1		
Size	0.069	-0.056	0.066	-0.098	-0.027	0.536	1	
Big4	0.202	-0.119	0.062	-0.171	0.003	0.339	0.603	1

### 3.3. Kết quả phân tích hồi quy

**Bảng 4.** Kết quả phân tích hồi quy FEM của mô hình

	Hệ số hồi quy	Sai số chuẩn	Kiểm định t	Mức ý nghĩa
CEO age	-0.1738**	0.025	-7.06	0.000
CEO turnover	0.0397**	0.017	2.32	0.02
CEO gender	0.0246	0.024	1.04	0.298
PPE	-0.0410**	0.017	-2.45	0.014
LEV	-0.2109**	0.022	-9.83	0.000
SIZE	0.0024	0.004	0.56	0.578
BIG4	0.1046**	0.013	8.38	0.000
$\delta_0$	1.3279	0.129	10.28	0.000
Kiểm định Hausman	31.94			
P-value	0.000			
Kiểm định Modified Wald	5.4e+06			
P-value	0.000			
Kiểm định Wooldrige	70.666			
P-value	0.000			

\*, \*\*, \*\*\* tương ứng với mức ý nghĩa 10%, 5%, 1%

Bảng 4 cho thấy kết quả hồi quy liên quan đến mối liên hệ giữa các yếu tố tài chính và phi tài chính tác động đến tính độc lập HĐQT trong giai đoạn 2007 – 2017 của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán tại Việt Nam.

Để lựa chọn mô hình hồi quy phù hợp, tác giả thực hiện kiểm định Hausman để xác định mô hình tác động cố định (FEM) và mô hình tác động ngẫu nhiên (REM), mô hình nào hiệu quả hơn với giả thiết  $H_0$ : Mô hình REM phù hợp hơn. Với P-value < 0,05 (Mức ý nghĩa), vậy bác bỏ  $H_0$ : Mô hình REM phù hợp. Như vậy, kiểm định Hausman đã chứng minh việc sử dụng mô hình FEM là phù hợp hơn so với mô hình REM.

Kiểm định Modified Wald cho thấy giá trị P-value = 0 < 0,05, nghĩa là bác bỏ  $H_0$ : Không có hiện tượng phương sai thay đổi, nói cách khác có hiện tượng phương sai thay đổi xảy ra. Để phát hiện hiện tượng tự

trương quan chúng tôi thực hiện kiểm định Wooldridge test. Kết quả trên với P-value < 0,05. Ta bác bỏ giả thiết  $H_0$ : Mô hình không có hiện tượng tự tương quan xảy ra, tức là mô hình có hiện tượng tự tương quan xảy ra trong dữ liệu bảng. Các kiểm định liên quan đến phương sai thay đổi và tự tương quan bị vi phạm. Do đó, nghiên cứu đã sử dụng hiệu chỉnh Robust để loại bỏ phương sai không đồng nhất và hiệu chỉnh Prais-Winsten để khắc phục hiện tượng tự tương quan.

Kết quả kiểm định ở trên ta thấy: Hai biến CEOgender và size có p-value lần lượt là 0.298 và 0.578, tức là p-value > 5% nên ta kết luận hai biến không có ý nghĩa thống kê đối với biến phụ thuộc số lượng thành viên độc lập HĐQT. Mức độ giải thích của mô hình bằng 0.1663, các biến độc lập giải thích 16,63% sự biến thiên của biến phụ thuộc. Thu được kết quả mô hình như sau:

### BOARDindependence

$$= 1.3279 - 0.1738CEOAGE_{it} + 0.0397CEOTURNOVER_{it} - 0.0410PPE_{it} - 0.2109LEV_{it} + 0.1046BIG4_{it} + \gamma_t + \theta_t + \varepsilon_{it}$$

Từ kết quả nghiên cứu có thể thấy, tuổi của CEO có tác động ngược chiều với tính độc lập HĐQT. Kết quả này phù hợp với nghiên cứu trước đây khi cho rằng tuổi của CEO càng lớn thì trình độ quản lý, kinh nghiệm thực tế càng cao, đồng thời những mối quan hệ trong doanh nghiệp cũng khá sâu rộng nên sẽ có ảnh hưởng nhiều đến các quyết định trong ban điều hành (Cheng và cộng sự, 2010). Vì vậy, HĐQT và các ban khác trong doanh nghiệp sẽ ít độc lập hơn. Liên quan đến sự thay đổi của CEO trong năm tài chính,

Laux và Laux (2008) đưa ra ý kiến rằng sự thay đổi của CEO trong năm tài chính có mối quan hệ thuận chiều với sự độc lập của HĐQT vì sự độc lập của HĐQT lớn thì HĐQT sẽ tích cực hơn trong việc loại bỏ các CEO chất lượng thấp. Kết quả nghiên cứu cho thấy tính độc lập của HĐQT và PPE có mối quan hệ nghịch chiều do PPE càng nhiều thì công ty có cơ hội vay thế chấp nhiều hơn, đây là một quyết định quan trọng vì nó liên quan đến lợi ích của công ty cần sự đồng nhất ý kiến của các thành viên HĐQT. Tuy nhiên, kết quả này



đi ngược lại với các nghiên cứu trước đây của Weisbach (1988) quản trị hiệu quả và hiệu suất công ty tăng lên cùng với sự độc lập của HĐQT dẫn đến việc công ty phát triển tốt, quy mô công ty, tổng tài sản cố định hữu hình tăng lên cùng với việc gia tăng sự độc lập của HĐQT. Qua nghiên cứu, ta thấy đòn bẩy Leverage tỷ lệ nghịch với tính độc lập HĐQT. Cho và Kim (2003) cũng đã lập luận rằng, các công ty có đòn bẩy cao có thể bị áp lực bởi những người cho vay của họ, chẳng hạn như các ngân hàng để quản trị công ty. Khi đó, mối quan hệ giữa quản trị doanh nghiệp và đòn bẩy đã mang lại hiệu quả tích cực. Theo kết luận nghiên cứu của Knechel và Willekens (2006) đưa ra rằng một HĐQT có sự độc lập càng cao thì càng có khả năng kiểm soát tốt, cấu trúc quản trị mạnh mẽ và công ty cũng sẽ có xu hướng lựa chọn những công ty kiểm toán hàng đầu như Big4 để giúp họ đưa ra những bằng chứng xác thực về tình hình công ty ra bên ngoài, từ đó thu hút vốn đầu tư.

Từ những kết quả nghiên cứu trên đây, có thể đưa ra được những định hướng để có thể phát triển doanh nghiệp hiệu quả hơn, cụ thể là:

#### **Đối với cơ quan quản lý Nhà nước**

Mục tiêu chung của các cơ quan quản lý là ổn định và phát triển thị trường chứng khoán. Việc làm này thể hiện qua việc quản lý để tăng hiệu quả đầu tư, thu hút nhà đầu tư và tăng tính thanh khoản cho thị trường. Chúng tôi thấy rằng trong các công ty do chính phủ kiểm soát, sự độc lập của HĐQT làm giảm khả năng tự xử lý nội bộ, cải thiện hiệu quả đầu tư và nâng cao hiệu suất của công ty. Do đó, những phát hiện của chúng tôi ủng hộ quan niệm rằng các giám đốc độc lập là những người giám sát hiệu quả và chính phủ chỉ định các ban

manh hơn để ngăn chặn việc tự xử lý nội bộ và báo hiệu một cách đáng tin cậy một cam kết không can thiệp vào công việc của công ty.

#### **Đối với các công ty niêm yết**

Bài nghiên cứu sẽ giúp doanh nghiệp nhìn nhận về tầm quan trọng của tính độc lập hay thành viên độc lập HĐQT và điều tiết mối quan hệ giữa các yếu tố tài chính và phi tài chính với tính độc lập HĐQT để có những chính sách quản trị công ty hiệu quả, phù hợp hơn. Như kết quả từ mô hình hồi quy ở trên, với các biến độc lập có ý nghĩa, tác giả đưa ra các kiến nghị nhằm tăng tính độc lập của HĐQT như sau:

Thứ nhất, tỷ lệ đòn bẩy tài chính là con dao hai lưỡi đối với hoạt động của các công ty. Nếu nhà quản lý biết cách tận dụng tỷ lệ này một cách đúng đắn có thể thu lại lợi ích lớn từ các hoạt động đầu tư, tăng tỷ lệ lợi nhuận trước thuế và lãi vay. Công ty phải điều tiết hợp lý tỷ lệ này, giảm ở một mức độ vừa phải có thể bằng cách phát hành thêm cổ phiếu để cản trở công nợ và lãi suất hoặc bán tài sản để giảm các khoản nợ ngắn hạn.

Thứ hai, đối với tuổi tác của CEO, doanh nghiệp có thể ưu tiên lựa chọn CEO độc lập trẻ tuổi thay vì những CEO lớn tuổi bởi họ có lòng nhiệt huyết, có thể chịu được nhiều áp lực hơn; dám đối diện với khó khăn, thách thức, dám theo đuổi đến cùng mục tiêu đã đặt ra. Các quản lý cấp cao, HĐQT hoàn toàn có thể tự đào tạo một CEO mới phù hợp với phong cách làm việc mà doanh nghiệp mong muốn. Bên cạnh đó, những CEO nhỏ tuổi có ưu thế về việc tiếp thu nhanh, nhạy bén nắm bắt những thay đổi của thị trường kinh doanh cũng như thị hiếu của xã hội. Mạnh tay sa thải những CEO có hiệu suất làm việc kém, không hiệu quả.

Thứ ba, một HĐQT có sự độc lập càng cao thì càng có khả năng kiểm soát tốt, cấu trúc quản trị mạnh mẽ và công ty cũng sẽ có xu hướng lựa chọn những công ty kiểm toán hàng đầu như Big4 để giúp họ đưa ra những bằng chứng xác thực về tình hình công ty ra bên ngoài, từ đó thu hút vốn đầu tư.

Thứ tư, doanh nghiệp nắm giữ tổng giá trị tài sản cố định hữu hình lớn nên có điều chỉnh hợp lý trong việc thanh lý, nhượng bán tài sản, đầu tư tài sản cố định phù hợp công suất và năng suất làm việc của công ty.

Thứ năm, trong cơ cấu tổ chức công ty nên có sự thay đổi Tổng giám đốc điều hành theo nhiệm kỳ và sẵn sàng loại bỏ các CEO có chất lượng thấp để giảm thiểu các vấn đề người đại diện cũng như sự bất cân xứng thông tin giữa người chủ và các nhà điều hành có nhiều kinh nghiệm.

#### 4. Kết luận và kiến nghị

Kết quả nghiên cứu cho thấy, các yếu tố tài chính và phi tài chính có tác động đến tính độc lập của HĐQT của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Trong 7 giả thuyết đã được đưa ra, chỉ có 5 biến độc lập có tác động đến sự biến thiên của biến phụ thuộc ở mức ý nghĩa 1%. Ở đây, biến tổng tài sản cố định hữu hình cho ra kết quả ngược dấu với kỳ vọng biến mà tác giả đã nghiên cứu từ các bài nghiên cứu trước đây. Tuy nhiên, điều đó chỉ là một phần tham khảo cho các nhà quản trị bởi vì nó phù hợp với những gì các nhà quản trị đang phải đối mặt hiện nay. Ngoài ra, những kết quả và ý nghĩa của nó thực sự có ích, giúp cho nhà quản trị thấy được các tác động của các biến độc lập đến chất lượng quản trị tài chính, từ đó, đưa ra được những định hướng phát triển doanh nghiệp hiệu quả hơn.

Từ kết quả nghiên cứu cũng có thể đưa ra một vài hạn chế. Hạn chế thứ nhất, là bài nghiên cứu của nhóm chỉ mới tiếp cận vấn đề bằng phương pháp định lượng, cụ thể là thực hiện thống kê mô tả hệ số tương quan, phân tích hồi quy các chỉ số tài chính. Với những hạn chế nhất định, nhóm nghiên cứu chỉ sử dụng một mô hình phù hợp với số liệu mà nhóm đã thu thập được trong nhiều mô hình có thể áp dụng để đo lường ảnh hưởng của tài chính và phi tài chính. Hạn chế thứ hai của nghiên cứu, là bài viết không chọn các công ty tài chính, ngân hàng để loại bỏ yếu tố đặc thù ngành cũng như việc không chọn yếu tố thời gian từ những năm khủng hoảng tài chính 2007 trở về trước với mục đích là loại bỏ các phần tử ngoại lai để đảm bảo độ chính xác của các mô hình dự đoán. Những kết quả nghiên cứu có thể đóng góp vào dòng nghiên cứu về HĐQT cũng như quản trị công ty của các doanh nghiệp nhằm để xem xét các tác động đến cơ chế cấu trúc doanh nghiệp và quản trị công ty của các công ty niêm yết tại Việt Nam.

#### Tài liệu tham khảo

- Alshimmiri, T. (2004). Board composition, executive remuneration and corporate performance: the case of REITS. *Corporate Ownership and Control*, 2 (1), pp. 104-118.
- Black, B. S. and Khanna, V. S. (2007). Can corporate governance reforms increase firm market values? Event study evidence from India. *Journal of Empirical Legal Studies*, 4 (4), pp. 749-796.
- Black, B., and 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), pp. 203-226.
- Brown, P., Beekes, W. and Verhoeven, P. (2011). Corporate governance, accounting

- and finance: A review. *Accounting and Finance*, 51 (1), pp. 96-172.
- Bruynseels, L., Knechel, W. R. and Willekens, M. (2006). Do industry specialists and business risk auditors enhance audit reporting accuracy. Katholieke Universiteit Leuven.
- Cho, D. S. and Kim, J. (2003). Determinants in introduction of outside directors in Korean companies. *Journal of International and Area Studies*, pp. 1-20.
- Dahya, J. and McConnell, J. J. (2007). Board composition, corporate performance, and the Cadbury committee recommendation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42 (3), pp. 535-564.
- De Andres, P., Azofra, V. and Lopez, F. (2005). Corporate boards in OECD countries: Size, composition, functioning and effectiveness. *Corporate Governance: An International Review*, 13 (2): 197-210.
- Dunerv, A. and Kim, E. H. (2005). To steal or not to steal? Firm attributes, legal environment and valuation. *Journal of Finance*, 60 (3), pp. 1461-1493.
- Eisenberg T., Sundgren, S. and Wells, M. T. (1998). Larger board size and decreasing firm value in small firms. *Journal of financial economics*, 48 (1), pp. 35-54.
- Hermalin, B. E. and Weisbach, M. S. (1998). Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO. *American Economic Review*, pp. 96-118.
- Huang, S. K. (2013). The impact of CEO characteristics on corporate sustainable development. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 20 (4), pp. 234-244.
- Jensen, M. C. (1994). Self-interest, altruism, incentives, and agency theory. *Journal of Applied Corporate Finance*, 7 (2), pp. 40-45.
- King, M. and Santor, E. (2008). Family values: Ownership structure, performance and capital structure of Canadian firms. *Journal of Banking and Finance*, 32 (11), pp. 2423-2432
- Knechel, W. R. and Willekens, M. (2006). The Role of Risk Management and Governance in Determining Audit Demand. *Journal of Business Finance and Accounting*, 33 (9-10), pp. 1344-1367.
- Knechel, W. R., Niemi, L. and Sundgren, S. (2008). Determinants of Auditor Choice: Evidence from a Small Client Market. *International Journal of Auditing*, 12 (1), pp. 65-88.
- Laux, C. and Laux, V. (2008). Board committees, CEO compensation, and earnings management. *The Accounting Review*, 84 (3), pp. 869-891.
- Lin, Z. J. and Liu, M. (2009). The determinants of auditor switching from the perspective of corporate governance in China. *Corporate Governance: An International Review*, 17 (4), pp. 476-491.
- Persakis, A. and Iatridis, G. E. (2015). Cost of capital, audit and earnings quality under financial crisis: A global empirical investigation. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 38, pp. 3-24.
- Rezende, A. J., Dalmacio, F. Z. and Facure, C. E. F. (2010). Practice of corporate governance in football clubs. *International Journal of Economics and Accounting*, 1 (4), pp. 410-447.
- Serfling, M. A. (2014). CEO age and the riskiness of corporate policies. *Journal of Corporate Finance*, 25, pp. 251-273.
- Tharenou, P. (1999). Gender differences in advancing to the top. *International Journal of Management Reviews*, 1 (2), pp. 111-132.
- Weisbach, M. S. (1988). Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 431-460.
- Wen, Y., Rwegasira, K. and Bilderbeek, J. (2002). Corporate governance and capital structure decisions of the Chinese listed firms. *Corporate Governance: An International Review*, 10 (2), pp. 75-83.