

MỤC LỤC

KINH TẾ VÀ QUẢN LÝ

- 1. Nguyễn Đức Trung, Lê Hoàng Anh và Đinh Thị Phương Anh** - Dự báo tăng trưởng kinh tế và lạm phát Việt Nam: một so sánh giữa mô hình VAR, LASSO VÀ MLP. **Mã số 154.1Deco.11** 3
Forecasting Economic Growth and Inflation in Vietnam: A Comparison Between the Var Model, the Lasso Model, and the Multi-Layer Perceptron Model
- 2. Hà Văn Sự và Lê Nguyễn Diệu Anh** - Các yếu tố tác động đến phát triển thương mại đáp ứng yêu cầu phát triển bền vững ở Việt Nam. **Mã số 154.1Deco.12** 14
The Study on Factors Affecting Trade Development Meeting the Requirements for Sustainable Development in Vietnam
- 3. Nguyễn Văn Huân và Nguyễn Thị Quỳnh Trang** - Nghiên cứu Mô hình Z-Score vào cảnh báo sớm rủi ro hoạt động kinh doanh tín dụng tại các ngân hàng thương mại Việt Nam. **Mã số 154.1FiBa.11** 28
Studying Z-Score Model in Early Warnings of Credit Risk at Vietnam Commercial Banks

QUẢN TRỊ KINH DOANH

- 4. Nguyễn Thu Thủy và Nguyễn Văn Tiến** - Các nhân tố tác động đến chính sách cổ tức của các doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. **Mã số 154.2FiBa.22** 36
Some Factors Influencing Dividend Policy of the Real Estate Companies Listed on Vietnamese Stock Market
- 5. Nguyễn Thị Minh Nhân và Phạm Thị Thanh Hà** - Nghiên cứu các yếu tố ảnh hưởng đến trả công lao động tại ngân hàng thương mại cổ phần đầu tư và phát triển Việt Nam. **Mã số 154.2HRMg.21** 49
Research on Factors Affecting Wage Labour in the Joint Stock Commercial Bank for Investment and Development of Vietnam
- 6. Nguyễn Thị Ngọc Huyền và Trần Thị Thanh Phương** - Tác động của thực tiễn quản trị nguồn nhân lực đến hiệu quả công việc của nhân viên ngành tài chính tiêu dùng tại Thành phố Hồ Chí Minh. **Mã số 154.2.HRMg.21** 65
The Impact of Empirical Human Resource Management on Job Performance of Employees in the Consumer Finance Sector in Ho Chi Minh City

- 7. Ngô Mỹ Trân, Trần Thị Bạch Yến và Lâm Thị Ngọc Nhung** - Ảnh hưởng của quản trị chéo đến hiệu quả tài chính của các công ty niêm yết trên Thị trường chứng khoán Việt Nam.
Mã số 154.2FiBa.21 80
Effect of Multiple Directorships on Financial Performance of Listed Companies: The Case of the Vietnamese Stock Market
- 8. Kiều Quốc Hoàn** - Nghiên cứu định lượng tác động của quản trị nhân sự số đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. *Mã số 154.2HRMg.22* 94
The Impact of Digital Human Resource Management on Firm Performance: An Empirical Study on Vietnam

Ý KIẾN TRAO ĐỔI

- 9. Nguyễn Thị Minh Giang và Hoàng Thị Bích Ngọc** - Báo cáo tài chính khu vực công Việt Nam - những điểm tương đồng và khác biệt so với chuẩn mực kế toán công quốc tế.
Mã số 154.3BAcc.31 107
Vietnamese Sector Public Financial Reporting – Some Similarities and Differences Between International Public Sector Accounting Standards

ẢNH HƯỞNG CỦA QUẢN TRỊ CHÉO ĐẾN HIỆU QUẢ TÀI CHÍNH CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Ngô Mỹ Trân

Trường Đại học Cần Thơ

Email: nmtran@ctu.edu.vn

Trần Thị Bạch Yến

Trường Đại học Cần Thơ

Email: ttbyen@ctu.edu.vn

Lâm Thị Ngọc Nhung

Trường Đại học Cần Thơ

Email: nhungm1419022@gstudent.ctu.edu.vn

Ngày nhận: 03/04/2021

Ngày nhận lại: 11/05/2021

Ngày duyệt đăng: 17/05/2021

Mục tiêu của nghiên cứu này là phân tích sự ảnh hưởng của quản trị chéo đến hiệu quả tài chính của các công ty niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam. Số liệu được thu thập từ 130 công ty niêm yết giai đoạn từ năm 2014 đến năm 2019. Số liệu thống kê cho thấy quản trị chéo khá phổ biến trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Kết quả phân tích của mô hình REM cho thấy quản trị chéo ở cấp độ cá nhân thể hiện thông qua chỉ tiêu số lượng vị trí thành viên hội đồng quản trị (HDQT) trung bình mà các thành viên HDQT có ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả tài chính của các công ty niêm yết. Tuy nhiên, hiệu quả tài chính của công ty sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực khi công ty niêm yết có tỷ lệ thành viên HDQT nắm giữ từ 3 vị trí thành viên HDQT trở lên ở các công ty khác nhau quá nhiều. Điều này cho thấy bằng chứng thực nghiệm trên thị trường chứng khoán Việt Nam ủng hộ giả thuyết danh tiếng. Việc bổ nhiệm thành viên HDQT có kiêm nhiệm vị trí thành viên HDQT ở công ty khác sẽ mang lại lợi ích cho công ty niêm yết vì công ty có thể hưởng lợi từ chuyên môn và các mối quan hệ của các thành viên kiêm nhiệm này. Tuy nhiên, nghiên cứu này cũng cung cấp bằng chứng thống kê ủng hộ giả thuyết bận rộn. Do đó, các công ty niêm yết cần cân nhắc việc bổ nhiệm thêm thành viên HDQT có quản trị chéo khi HDQT đã có quá nhiều thành viên nắm giữ từ 3 vị trí thành viên HDQT trở lên ở các công ty khác nhau.

Từ khóa: Hiệu quả tài chính, hội đồng quản trị, quản trị chéo, Tobin's Q.

JEL Classifications: G10, G34, E44

1. Giới thiệu

Quản trị công ty là một chủ đề dành được nhiều sự quan tâm của không chỉ các học giả mà còn có cả các doanh nghiệp, đặc biệt sau sự sụp đổ của nhiều công ty lớn ở Mỹ như Worldcom, Enron hay Arthur Andersen... Tại châu Á, người ta cho rằng

quản trị công ty yếu kém là một trong những lý do chính dẫn đến cuộc khủng hoảng kinh tế năm 1997. Tại Việt Nam, quản trị công ty hiện đang là vấn đề nóng trong các cuộc thảo luận của các quan chức chính phủ, đặc biệt khi chính phủ cam kết đẩy mạnh cải cách các doanh nghiệp nhà nước hay còn gọi là

“cổ phần hóa”. Đối với công ty cổ phần, hội đồng quản trị (HDQT) là cơ quan quản lý cao nhất có toàn quyền nhân danh công ty để quyết định, thực hiện các quyền và nghĩa vụ của công ty không thuộc thẩm quyền của Đại hội đồng cổ đông (Theo điều 149 Luật doanh nghiệp Việt Nam số 68/2014/QH1). Nhiệm vụ của HDQT là đề ra các chiến lược, giám sát và định hướng cho công ty. Về nguyên tắc, HDQT là cơ quan quản trị cao nhất trong một doanh nghiệp, bảo vệ lợi ích và tài sản của công ty để đảm bảo việc đầu tư thu lãi (Campbell and Mínguez-Vera, 2008). Tuy nhiên, các thành viên trong HDQT có thể tham gia vào nhiều HDQT khác nhau, dẫn đến một mạng lưới quản trị chéo và dẫn đến sự tập trung quyền lực khá lớn vào một nhóm thành viên ít ỏi. Các lập luận ủng hộ quan điểm quản trị chéo cho rằng mạng lưới này thực sự mang lại lợi ích kinh tế cho các công ty liên quan, cho phép một tập hợp nhân tài với kinh nghiệm và các mối quan hệ xã hội, từ đó dẫn đến hiệu quả hoạt động tài chính của công ty sẽ tốt hơn. Tuy nhiên, cũng tồn tại lập luận phản đối quan điểm này khi cho rằng sự tập trung quyền lực như vậy là không minh bạch và không tập trung vào trách nhiệm giải trình (Tricker and Tricker, 2015).

Cho đến nay vẫn chưa có một nghiên cứu nào xác định được quy chuẩn cụ thể giúp các doanh nghiệp làm căn cứ bổ nhiệm các thành viên HDQT kiêm nhiệm nhiều vị trí thành viên HDQT ở các công ty khác nhau để đem lại hiệu quả tài chính tối ưu cho công ty. Đã có nhiều nghiên cứu của các học giả trên thế giới xem xét tác động của các thành viên HDQT giữ nhiều chức vụ ở nhiều công ty đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp (Ferris et al., 2003, Perry and Peyer, 2005, Fich and Shivdasani, 2006). Tuy nhiên, kết quả từ các nghiên cứu trước đây vẫn chưa đạt được sự đồng nhất. Một số học giả đã tìm thấy rằng các thành viên HDQT giữ nhiều chức vụ ở nhiều công ty có tác động tích cực đến hiệu quả tài chính của công ty (Ferris et al., 2003, Sarkar and Sarkar, 2009, Latif et al., 2020). Ngược lại, các kết

quả nghiên cứu của một số học giả khác lại cho rằng các thành viên HDQT giữ nhiều chức vụ sẽ hạn chế khả năng giám sát và tư vấn quản lý một cách hiệu quả, vì vậy có thể làm ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả tài chính của công ty (Fich and Shivdasani, 2006, Jiraporn et al., 2008). Điều này cho thấy cần thêm những bằng chứng thực nghiệm hơn về sự ảnh hưởng của quản trị chéo ở những thị trường tài chính khác nhau.

Do cơ cấu thành viên HDQT và cách thức quản trị giữa các công ty là khác nhau và điều này không thể dập khuôn do sự khác biệt về nhiều mặt của từng quốc gia. Một câu hỏi mà các nhà nghiên cứu cũng như các nhà làm chính sách đã và đang quan tâm là các công ty có nên bổ nhiệm thành viên HDQT có kiêm nhiệm vị trí thành viên HDQT ở các công ty khác tại Việt Nam hay không? và liệu rằng những công ty có nhiều thành viên kiêm nhiệm nhiều vị trí thành viên hội đồng quản trị ở nhiều công ty khác nhau có mang lại lợi ích cho công ty hay không? Đặc biệt, tại thị trường chứng khoán Việt Nam, lĩnh vực nghiên cứu này vẫn chưa được quan tâm nhiều. Do đó, việc tiến hành nghiên cứu về sự ảnh hưởng của quản trị chéo đến hiệu quả tài chính tại Việt Nam ngoài việc cung cấp thêm bằng chứng thực nghiệm trong lĩnh vực nghiên cứu này, còn là cơ sở tham khảo hữu ích cho các công ty đại chúng tại Việt Nam khi xem xét bổ nhiệm thành viên HDQT.

2. Cơ sở lý thuyết

2.1. Khái niệm quản trị chéo

Theo Mizruchi (1996), quản trị chéo đề cập đến một tình huống trong đó một cá nhân vừa là thành viên HDQT của một công ty này và cũng là thành viên HDQT của một công ty khác. Tricker and Tricker (2015) giải thích rõ hơn về vấn đề này khi cho rằng quản trị chéo được hiểu là một số cá nhân đồng thời tham gia HDQT ở nhiều công ty khác nhau. Hình thức đơn giản nhất là thành viên HDQT của công ty A tham gia HDQT của công ty B và ngược lại, thành viên HDQT của công ty B lại tham gia HDQT của công ty A. Các thành viên khi kiêm

nhiệm vị trí thành viên HĐQT ở các công ty khác nhau sẽ tạo nên một mạng lưới thông tin rất hữu ích, do họ tích lũy kiến thức và kinh nghiệm từ nhiều tổ chức, đó là một nguồn lực quan trọng để tư vấn, thiết lập và đưa ra chiến lược kinh doanh hiệu quả cho công ty. Quản trị chéo là một thông lệ hoàn toàn hợp pháp, với điều kiện là không có quy định nào trong điều lệ công ty ngăn cản điều đó và các công ty này không cạnh tranh lẫn nhau. Tại Việt Nam, khoản 3 Điều 12 Nghị định 71/2017/NĐ-CP về hướng dẫn về quản trị công ty áp dụng đối với công ty đại chúng có quy định thành viên Hội đồng quản trị của 01 công ty đại chúng không được đồng thời là thành viên Hội đồng quản trị tại quá 05 công ty khác có hiệu lực thi hành từ ngày 1/8/2017. Tuy nhiên, điều khoản này được quy định là có hiệu lực sau 02 năm kể từ ngày Nghị định này có hiệu lực. Điều này có nghĩa là có khả năng số lượng vị trí thành viên HĐQT mà các thành viên HĐQT của 01 một công ty đang kiêm nhiệm ở các công ty khác có thể hơn hơn số lượng quy định này. Do đó, bối cảnh nghiên cứu này càng cho thấy sự cần thiết của việc thực hiện nghiên cứu này.

2.2. Đo lường quản trị chéo

Các nghiên cứu trước đây đo lường quản trị chéo theo hai cấp độ là cấp độ cá nhân và cấp độ HĐQT:

- Quản trị chéo ở cấp độ cá nhân: Có một vài phương pháp đo lường quản trị chéo đã được thực hiện ở những nghiên cứu trước đây. Thứ nhất, quản trị chéo được đo lường thông qua tỷ lệ của tổng số vị trí thành viên HĐQT được nắm giữ bởi các thành viên HĐQT so với tổng số thành viên HĐQT của công ty (Ferris et al., 2003, Non and Franses, 2007, Jiraporn et al., 2008). Ngoài ra, để tập trung vào sự giám sát của các thành viên HĐQT độc lập, quản trị chéo được đo lường bằng tỷ lệ của tổng số vị trí thành viên HĐQT được nắm giữ bởi các thành viên HĐQT độc lập so với tổng số thành viên HĐQT độc lập của công ty (Sarkar and Sarkar, 2009, Lei and Deng, 2014) Bên cạnh đó, phương pháp đo lường cuối cùng là xem xét vị trí thành viên HĐQT trung

binh của các thành viên HĐQT tham gia điều hành (Sarkar and Sarkar, 2009).

- Quản trị chéo ở cấp độ HĐQT: Cách tiếp cận này đo lường quản trị chéo bằng hai phương pháp. Thứ nhất, quản trị chéo được đo lường bằng tỷ lệ thành viên HĐQT kiêm nhiệm nhiều hơn ba vị trí thành viên HĐQT bên ngoài công ty (Ferris et al., 2003). Trong khi đó, phương pháp đo lường thứ hai là sử dụng biến giả, nếu công ty có nhiều hơn 50% các thành viên HĐQT độc lập kiêm nhiệm từ ba vị trí thành viên HĐQT trở lên tại công các công ty đại chúng thì có giá trị là 1, ngược lại có giá trị là 0 (Ferris et al., 2003, Fich and Shivdasani, 2006).

2.3. Ảnh hưởng của quản trị chéo đến hiệu quả tài chính

Trong các nghiên cứu trước đây, kết quả nghiên cứu về sự ảnh hưởng quản trị chéo đến hiệu quả công ty còn chưa đồng nhất. Một số nghiên cứu đã cung cấp bằng chứng cho thấy quản trị chéo có ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả công ty. Theo giả thuyết danh tiếng (Reputation hypothesis), số lượng vị trí thành viên HĐQT được nắm giữ bởi một thành viên HĐQT là biểu thị cho danh tiếng của họ. Các cá nhân này là người có nhiều kinh nghiệm và kiến thức tích lũy từ việc là thành viên của nhiều HĐQT ở các công ty khác nhau. Do đó, họ có thể có khả năng đưa ra các quyết định chiến lược tốt hơn và góp phần nâng cao giá trị của công ty (Latif et al., 2020). Tương tự, Fama and Jensen (1983) cũng cho rằng các thành viên HĐQT đồng thời là thành viên HĐQT ở nhiều công ty sẽ có khả năng giám sát và có trình độ chuyên môn quản lý cao. Họ có động lực mạnh mẽ để thực hiện hiệu quả nhiệm vụ được giao nhằm xây dựng danh tiếng, từ đó cung cấp cho họ nhiều uy tín, tầm nhìn và mối quan hệ thương mại (Mace, 1986). Masulis and Mobbs (2011) cung cấp bằng chứng thực nghiệm cho thấy các công ty sở hữu các thành viên HĐQT giữ nhiều chức vụ ở nhiều công ty có tác động tích cực đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp.

Lợi thế khác của quản trị chéo cũng được ủng hộ bởi lý thuyết phụ thuộc nguồn lực (Resource dependence theory). Lợi thế này có thể có được từ mạng lưới thông tin và mối liên kết giữa các công ty từ những thành viên HĐQT kiêm nhiệm vị trí thành viên HĐQT ở nhiều công ty, được xem như là nút thắt kết nối giữa các công ty với nhau. Mạng lưới HĐQT đã được chứng minh như là một kênh thông tin quan trọng truyền tải các thông lệ, chiến lược và cơ hội kinh doanh mới cho công ty (Mizruchi, 1996). Ngoài việc cung cấp quyền truy cập thông tin, các thành viên khi tham gia nhiều HĐQT ở nhiều công ty cũng có thể tăng cường tiếp xúc với các công ty khác nhau để có nhiều mối quan hệ hơn với các bên liên quan (Field et al., 2013). Hơn nữa, các cuộc họp với các HĐQT khác cũng cho phép các thành viên hội đồng quản trị tiếp cận kiến thức rộng hơn từ các công ty được kết nối, nhờ đó mà họ có thể phát triển chuyên môn của mình một cách hiệu quả (Sarkar and Sarkar, 2009). Ngoài ra, các thành viên HĐQT giữ nhiều chức vụ còn mang lại nhiều kinh nghiệm và kiến thức hơn và đưa ra lời khuyên tốt hơn, đối với các công ty có cấu trúc phức tạp và có yêu cầu tư vấn cao có thể được hưởng lợi từ việc bổ nhiệm các thành viên HĐQT như vậy. Ngoài ra, Field et al. (2013) cho rằng đối với các công ty chào bán cổ phiếu lần đầu tiên ra công chúng (IPO) thường sẽ thiếu những kinh nghiệm cần thiết trên thị trường chứng khoán thì việc lựa chọn các thành viên HĐQT giữ nhiều chức vụ nhiều công ty sẽ góp phần tăng khả năng cạnh tranh và sử dụng tài nguyên của các công ty một cách hiệu quả.

Tuy nhiên, một số nghiên cứu lại đưa ra những nhận định ngược lại khi cho rằng các thành viên HĐQT kiêm nhiệm nhiều vị trí thành viên HĐQT ở nhiều công ty khác nhau sẽ gây bất lợi cho công ty. Giả thuyết về sự bận rộn (busyness hypothesis), được đề cập bởi Fich and Shivdasani (2006), cho rằng các cá nhân nắm giữ nhiều vị trí thành viên HĐQT ở nhiều công ty có thể thất bại trong việc thực hiện các nhiệm vụ được ủy thác để đảm bảo lợi

ích của cổ đông do thời gian và nỗ lực của các cá nhân này là hữu hạn. Giả thuyết về sự bận rộn lập luận rằng việc nắm giữ nhiều chức vụ thành viên HĐQT ở nhiều công ty có thể làm ảnh hưởng đến khả năng giám sát và quản lý. Kết quả là các nhà quản lý điều hành công ty có thể lợi dụng sự giám sát kém hiệu quả để tối đa hóa lợi ích cá nhân và làm giảm lợi ích của các cổ đông. Các hành vi cơ hội của người quản lý sẽ làm giảm giá trị của công ty và có thể gây nên sự cạn kiệt của dòng tiền tự do vào các khoản đầu tư không hiệu quả (Jensen, 1986). Do đó, giả thuyết này dự đoán rằng các thành viên HĐQT nắm giữ quá nhiều chức vụ sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của công ty. Có một vài các nghiên cứu ủng hộ giả thuyết bận rộn. Fich and Shivdasani (2006) tìm thấy rằng các thành viên HĐQT giữ nhiều chức vụ ở nhiều công ty khác nhau sẽ có ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả tài chính của công ty. Tương tự, Jiraporn et al. (2008) cũng cung cấp bằng chứng cho thấy rằng các thành viên HĐQT nắm giữ vị trí ở nhiều công ty khác nhau cũng dẫn đến hiệu quả hoạt động của công ty kém hơn.

Yếu tố thứ hai liên quan đến chi phí đào tạo để các thành viên này có thể hoàn thành đúng nhiệm vụ được ủy thác. Các thành viên HĐQT độc lập không tham gia điều hành giữ nhiều chức vụ ở các công ty khác khi tham gia vào HĐQT có thể chịu tính bất cân xứng thông tin liên quan đến công ty mà họ quản lý. Do đó, để đưa ra một quyết định chiến lược cho công ty, họ phải dựa vào CEO hoặc các thành viên HĐQT tham gia điều hành công ty để cung cấp cho họ những thông tin cụ thể có liên quan (Fama and Jensen, 1983). Tuy nhiên, việc chuyển đổi thông tin giữa thành viên HĐQT độc lập không tham gia điều hành và thành viên HĐQT tham gia điều hành có thể liên quan đến chi phí lớn và việc chia sẻ thông tin đầy đủ hiếm khi đạt được (Armstrong et al., 2010). Do đó, các thành viên HĐQT độc lập buộc phải đưa ra các quyết định cho dù thông tin không đầy đủ và vì vậy có thể dẫn đến sự ảnh hưởng không tốt đến hiệu quả hoạt động của công ty.

Nhìn chung, những kết quả thực nghiệm của các nghiên cứu trước đây khi xem xét tác động của quản trị chéo đến hiệu quả tài chính của công ty là không đồng nhất. Có một vài các nghiên cứu ủng hộ quan điểm của giả thuyết danh tiếng và giả thuyết phụ thuộc nguồn lực khi cho rằng các công ty sở hữu các thành viên HĐQT kiêm nhiệm nhiều vị trí ở các công ty khác nhau sẽ làm tăng hiệu quả tài chính cho doanh nghiệp. Trong khi đó, cũng có các nghiên cứu chỉ ra sự tác động tiêu cực của quản trị chéo đến hiệu quả tài chính của công ty khi tỷ lệ thành viên HĐQT nắm giữ nhiều chức vụ chiếm một tỷ lệ cao hoặc vượt mức 50% trong HĐQT. Điều này cho thấy sự cần thiết của việc có thêm nhiều nghiên cứu trong chủ đề này.

2.4. Mô hình nghiên cứu và giả thuyết nghiên cứu

Các quy tắc và hướng dẫn quản trị công ty trên thế giới có giới hạn về số lượng vị trí thành viên HĐQT được kiêm nhiệm bởi các thành viên HĐQT trong các công ty niêm yết, chẳng hạn như các thành viên HĐQT được kiêm nhiệm tối đa từ 3 đến 5 vị trí thành viên HĐQT tại các công ty khác tùy theo quy định của từng quốc gia. Tại Việt Nam, như đã đề cập, cũng có quy định rằng thành viên HĐQT của công ty đại chúng không được đồng thời làm thành viên HĐQT của 05 công ty khác. Tuy nhiên, Việt Nam với đặc điểm là nền kinh tế thị trường mới nổi, các công ty ở Việt Nam đã và đang đối diện với vấn đề hạn chế về nguồn cung trong thị trường lao động cấp cao. Do đó, việc bổ sung thêm các thành viên HĐQT nắm giữ nhiều vị trí thành viên HĐQT ở nhiều tổ chức trong HĐQT của công ty là một trong các phương án để giúp công ty tăng cường nguồn lực của mình.

Các nghiên cứu trước đây về HĐQT đã cho thấy việc sử dụng kiến thức, kỹ năng chuyên môn và các nỗ lực cá nhân là tiền đề quan trọng để các thành viên HĐQT thực hiện hiệu quả các nhiệm vụ được ủy thác. Từ góc độ này, các thành viên HĐQT kiêm nhiệm nhiều chức vụ ở các công ty khác nhau có thể

mang lại nhiều nguồn lực quý giá cho hội đồng quản trị (Forbes and Milliken, 1999). Theo số liệu Tổng cục Thống kê (Bộ Kế hoạch và Đầu tư) về tình hình kinh tế - xã hội quý IV/2019, các công ty có quy mô vừa và nhỏ hiện chiếm tỷ trọng 97% tổng số các công ty đang hoạt động tại Việt Nam. Vì vậy, các công ty này có thể có nhu cầu tư vấn và nhu cầu tài chính cao để có thể thực hiện các chiến lược phát triển về quy mô và mở rộng ra thị trường quốc tế trong bối cảnh hội nhập kinh tế toàn cầu. Do đó, các công ty này sẽ có thể hưởng lợi từ các thành viên HĐQT đang nắm giữ vị trí ở nhiều công ty do họ là những người có chuyên môn đặc biệt và kinh nghiệm phong phú hoặc danh tiếng xuất sắc, từ đó đưa ra các chính sách và chiến lược giúp công ty cải thiện hiệu quả tài chính (Lee and Lee, 2014). Ngoài ra, các thành viên HĐQT giữ nhiều vị trí thành viên HĐQT ở các công ty khác nhau sẽ cung cấp cho công ty các nguồn thông tin hữu ích, hạn chế vấn đề bất cân xứng thông tin và giảm chi phí đại diện (Lei and Deng, 2014).

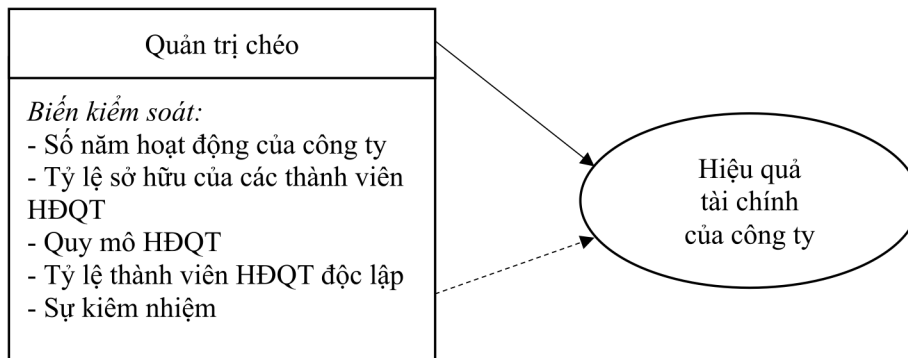
Bên cạnh đó, sự phát triển kinh tế tại Việt Nam đã có sự đóng góp đáng kể của những công ty gia đình. Rất nhiều công ty gia đình ở Việt Nam khởi nghiệp từ những cơ sở sản xuất nhỏ nhưng đã phát triển thành những thương hiệu tập đoàn lớn như Kido, Vingroup... Đặc biệt các doanh nghiệp này đều có thành viên quản trị chéo trong HĐQT. Cụ thể, tại tập đoàn Kinh Đô các thành viên HĐQT trung bình kiêm nhiệm 02 vị trí thành viên HĐQT và tỷ lệ thành viên HĐQT kiêm nhiệm từ ba vị trí thành viên HĐQT tại các công ty khác trung bình là khoảng 25%. Đối với tập đoàn Vingroup các thành viên HĐQT kiêm nhiệm trung bình 03 vị trí thành viên HĐQT và tỷ lệ thành viên HĐQT kiêm nhiệm từ ba vị trí thành viên HĐQT tại các công ty khác trung bình là khoảng 33% (Số liệu thống kê giai đoạn 2014-2019). Một nền kinh tế mới nổi như Việt Nam có thể bị chi phối bởi những hạn chế về nguồn cung trong thị trường lao động ở cấp độ quản lý nên công ty có thể sở hữu các thành viên HĐQT kiêm

nhiệm nhiều vị trí thành viên HĐQT trong nhiều công ty khác là một nguồn lực quan trọng trong việc tư vấn, thiết lập và đưa ra chiến lược kinh doanh cho công ty, góp phần tăng hiệu quả tài chính của các công ty. Nghiên cứu này tiếp cận quản trị chéo theo cả hai cấp độ, vì vậy giả thuyết nghiên cứu được đặt ra như sau:

H1a: Số lượng vị trí thành viên HĐQT trung bình của các thành viên HĐQT đồng thời là thành viên HĐQT của công ty khác có ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả hoạt động tài chính

H1b: Tỷ lệ thành viên HĐQT giữ nhiều hơn ba vị trí thành viên HĐQT tại các công ty khác nhau trong HĐQT có ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả hoạt động tài chính

Dựa vào giả thuyết được đặt ra, mô hình nghiên cứu được đề xuất như hình 1:



Hình 1: Mô hình nghiên cứu đề xuất

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Cách tiếp cận đo lường hiệu quả tài chính của công ty và đo lường quản trị chéo

Tobin's Q được sử dụng để đo lường hiệu quả tài chính của doanh nghiệp, được xác định bằng tỷ số giữa giá trị thị trường của tài sản và giá trị sổ sách của tài sản, trong đó giá trị thị trường của tài sản được tính bằng tổng giá trị thị trường của nợ và giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu (Capulong et al., 2000). Tuy nhiên, do thị trường mua bán nợ của Việt Nam chưa hình thành và khó có căn cứ để xác định giá trị thị trường của nợ, do đó việc tính toán chỉ số

Tobin's Q theo Capulong et al. (2000) sẽ gặp nhiều khó khăn. Vì vậy, nghiên cứu lựa chọn phương pháp đo lường giá trị doanh nghiệp theo Tobin's Q được sử dụng nhiều trong các nghiên cứu trước đó như Zeitun and Tian (2007) và Nguyen (2017). Theo đó, Tobin's được tính bằng giá trị thị trường của cổ phiếu và giá trị sổ sách của nợ chia cho giá trị sổ sách của tổng tài sản. Chỉ số Tobin's Q lớn hơn 1 cho thấy rằng doanh nghiệp đang hoạt động hiệu quả và ngược lại chỉ số Tobin's Q nhỏ hơn 1 thể hiện doanh nghiệp hoạt động kém hiệu quả và tình trạng sử dụng nguồn lực chưa cao. Ưu điểm lớn nhất của chỉ số Tobin's Q là đo lường độ nhạy của vốn đầu tư được phản ánh bởi kỳ vọng vào lợi nhuận tương lai dựa trên giá trị lợi nhuận hiện tại. Vì vậy, dùng Tobin's Q để đại diện cho hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp là hoàn toàn phù hợp.

Quản trị chéo trong nghiên cứu này được đo lường bằng hai khía cạnh gồm quản trị chéo ở cấp độ cá nhân và quản trị chéo ở cấp độ HĐQT. Quản trị chéo ở cấp độ cá nhân (DIRBUSY) được đo lường bằng tỷ số giữa tổng số vị trí thành viên HĐQT

được nắm giữ bởi các thành viên HĐQT và tổng số thành viên HĐQT của công ty) (Ferris et al., 2003, Non and Franses, 2007, Jiraporn et al., 2008). Số lượng vị trí thành viên HĐQT của từng thành viên HĐQT được tính dựa trên thông tin công bố trong các báo cáo thường niên và báo cáo quản trị của các công ty niêm yết. Cách đo lường số lượng vị trí HĐQT trung bình này có thể ước lượng số vị trí thành viên HĐQT trung bình được nắm giữ của mỗi thành viên HĐQT, từ đó có cái nhìn toàn diện hơn về mối quan hệ giữa các thành viên này đến hiệu quả tài chính và vai trò của họ trong công ty. Ngoài ra, ở

một nền kinh tế mới nổi như Việt Nam có thể bị chi phối bởi những hạn chế về nguồn cung trong thị trường lao động ở cấp độ quản lý nên các thành viên HĐQT trong các công ty có thể kiêm nhiệm nhiều vị trí thành viên HĐQT trong nhiều công ty khác nhau (Latif et al., 2020). Vì vậy, phương pháp này sẽ xem xét được tác động chung của tất cả các thành viên trong HĐQT, không phân biệt thành viên đó là thành viên HĐQT độc lập hay thành viên HĐQT tham gia điều hành.

Quản trị chéo ở cấp độ HĐQT (BOARBUSY) được đo lường bằng tỷ lệ thành viên HĐQT nắm giữ từ ba vị trí thành viên HĐQT tại các công ty khác trở lên trong HĐQT. Cách đo lường này có thể ước lượng tỷ lệ thành viên HĐQT kiêm nhiệm từ ba vị trí thành viên HĐQT trở lên trong HĐQT và từ đó xem xét mối quan hệ giữa một hội đồng quản trị được xem là bận rộn sẽ ảnh hưởng như thế nào đến hiệu quả tài chính của công ty (Ferris et al., 2003).

3.2. Phương pháp thu thập số liệu

Nghiên cứu sử dụng số liệu bảng được thu thập từ báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh, bảng cân đối kế toán, bảng thuyết minh báo cáo tài chính, báo cáo thường niên và báo cáo quản trị trong giai đoạn 2014-2019 của các công ty niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán Thành Phố Hồ Chí Minh (HOSE) và sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) theo các tiêu chí sau: (i) Năm tài chính của công ty kết thúc vào ngày 31/12 hàng năm và không có sự thay đổi về năm tài chính trong suốt giai đoạn, (2) Quá trình hoạt động kinh doanh không bị ngắt quãng trong suốt thời gian nghiên cứu và (3) Tính đến ngày 31/12/2019, sở giao dịch chứng khoán Thành Phố Hồ Chí Minh (HOSE) và sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) có 717 công ty niêm yết ở tất cả các nhóm ngành. Sau khi loại bỏ những công ty niêm yết công bố không đầy đủ thông tin, tổng số công ty niêm yết được sử dụng trong nghiên cứu được xác định là 130 công ty. Như vậy tổng số quan sát của nghiên cứu là 780 quan sát. Nghiên cứu sử dụng mốc thời gian giai đoạn năm 2014-2019 vì

nhiệm kỳ của hội đồng quản trị thường là 5 năm, chọn giai đoạn 6 năm để đảm bảo sự thay đổi của các biến độc lập. Khi các biến độc lập có sự thay đổi thì phương pháp ước lượng trong nghiên cứu này mới có ý nghĩa.

3.3. Phương pháp phân tích số liệu

Trước hết, phương pháp ước lượng Pooled OLS được sử dụng. Đây cũng là phương pháp được khá nhiều các nghiên cứu trước đó lựa chọn để nghiên cứu sự ảnh hưởng của quản trị chéo đến hiệu quả tài chính của các công ty niêm yết, ví dụ như nghiên cứu của Ferris et al. (2003), Andres et al. (2013) hay Latif et al. (2020). Tuy nhiên, phương pháp này lại bỏ qua yếu tố thời gian và không gian của dữ liệu bảng, có thể dẫn đến hậu quả là xuất hiện hiện tượng tự tương quan hoặc làm cho mô hình bị sai vì giả định quá nghiêm khắc. Mặt khác, phương pháp này không quan tâm đến các yếu tố không thể thu thập được hoặc ảnh hưởng riêng lẻ của từng công ty, trong khi đó lại là hiện tượng thường xuyên xảy ra trong nghiên cứu thực nghiệm (Baltagi, 2008). Để giải vấn đề này, mô hình hiệu ứng cố định (Fixed effects model - FEM) và mô hình hiệu ứng ngẫu nhiên (Random effects model - REM) được thực hiện. Phương trình hồi quy ước lượng được trình bày cụ thể như sau:

$$\text{Tobin's } Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 MD_{it} + \beta_2 \text{FIRM AGE}_{it} + \beta_3 \text{OWN}_{it} + \beta_4 \text{BSIZE}_{it} + \beta_5 \text{INED}_{it} + \beta_6 \text{CEODUALITY}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Trong đó, Tobin's Q đại diện cho hiệu quả tài chính của công ty, các biến độc lập bao gồm quản trị chéo ở cấp độ cá nhân (DIRBUSY) và quản trị chéo ở cấp độ HĐQT (BOARBUSY) (cách đo lường được trình bày trong phần 3.2.1). Bên cạnh đó, một số biến kiểm soát được bổ sung vào mô hình nghiên cứu. Một số nghiên cứu trước đây đã ghi nhận sự ảnh hưởng của những biến này đến hiệu quả hoạt động tài chính của công ty.

Tuổi của công ty (FIRMAGE) được đo lường bằng số năm hoạt động của công ty. Khi công ty tồn tại lâu dài trên thị trường, điều đó chứng tỏ công ty

có năng lực thực sự và ngầm đưa ra thông điệp công ty hoạt động tốt mới có thể tồn tại được trên thị trường. Nguyen and Bui (2020) cho rằng độ trưởng thành của công ty thông qua yếu tố tuổi của công ty có mối quan hệ cùng chiều với hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Ngoài ra, trong nghiên cứu của Ghafoorifard et al. (2014) cho rằng các công ty có số năm hoạt động càng dài thì công ty càng có nhiều kinh nghiệm, học hỏi được từ các đối thủ kinh doanh và khám phá được những điểm mạnh của mình, từ đó sẽ tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động công ty.

Tỷ lệ sở hữu của các thành viên HĐQT (OWN) được đo lường bằng tổng số cổ phần của các thành viên HĐQT chia cho tổng số cổ phần của công ty. Số lượng cổ phần được sở hữu bởi HĐQT nhiều có thể làm tăng động cơ giám sát của họ đối với ban điều hành công ty, từ đó có thể hạn chế được hành vi tư lợi của họ và vì vậy có thể làm gia tăng hiệu quả công ty (Brickley et al., 1988). Jensen and Meckling (1976) cho rằng khi nhà quản lý tăng tỷ lệ sở hữu, họ sẽ có chung lợi ích với cổ đông và vì vậy sẽ nỗ lực tìm kiếm dự án đầu tư để tối đa hóa giá trị doanh nghiệp hay tăng hiệu quả của HĐQT. Tuy nhiên, khi HĐQT nắm trong tay tỷ lệ lớn cổ phần sẽ xảy ra hiện tượng “xây dựng quyền lực cá nhân” (management entrenchment), có nghĩa là khi tỷ lệ đó cao hơn một giá trị nhất định họ sẽ dùng quyền lực để tăng lợi ích cá nhân gây ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của công ty (Short and Keasey, 1999). Do đó, tỷ lệ sở hữu HĐQT là một nhân tố có thể có ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp.

Quy mô HĐQT (BSIZE) được đo lường bằng tổng số lượng thành viên trong HĐQT. Nghiên cứu của Garg (2007) và Cheng (2008) cho thấy quy mô HĐQT có tác động tiêu cực đến hiệu quả kinh doanh của công ty. Nguyên nhân chủ yếu là do các công ty có quy mô HĐQT lớn sẽ gặp phải những vấn đề về giao tiếp, sự gắn kết, sự phát triển và sự tập trung (Lipton and Lorsch, 1992, Yermack, 2008). Tuy

nhiên, một số nghiên cứu khác lại cho rằng vai trò chính của HĐQT là đưa ra định hướng chiến lược cho hoạt động của công ty và giám sát các giám đốc điều hành. Do đó, quy mô HĐQT càng lớn thì cơ chế giám sát sẽ càng tốt hơn so với quy mô nhỏ (Pfeffer, 1972, Klein, 1998). Nghiên cứu của Setia-Atmaja (2008) với mẫu nghiên cứu gồm 316 công ty niêm yết tại Úc và nghiên cứu của Kalsie and Shrivastav (2016) với mẫu nghiên cứu gồm 145 công ty phi tài chính tại Ấn Độ cũng cho thấy rằng quy mô HĐQT giúp công ty gia tăng hiệu quả tài chính. Theo lý thuyết phụ thuộc nguồn lực, HĐQT là một trong những nguồn lực có ảnh hưởng đến các nguồn lực khác trong công ty nên quy mô HĐQT càng lớn thì hiệu quả sử dụng nguồn lực có thể càng cao (Goodstein et al., 1994), hay nói cách khác quy mô HĐQT có ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả tài chính (Orozco et al., 2018).

Tỷ lệ thành viên HĐQT độc lập (INED) được xác định bằng tổng số thành viên HĐQT độc lập không tham gia điều hành và không sở hữu cổ phần chia cho tổng số thành viên HĐQT. Các thành viên độc lập không điều hành thường là các chuyên gia trong từng lĩnh vực, có thể phát huy những thế mạnh chuyên môn trong việc kiểm soát việc đưa ra các quyết định và giám sát việc thực hiện quyết định của ban điều hành (Fama and Jensen, 1983). Ngoài ra, nghiên cứu của Lefort and Urzúa (2008) tại Chile cũng đã tìm ra một mối quan hệ tích cực giữa thành viên HĐQT độc lập và hiệu quả hoạt động của công ty. Điều đó có nghĩa là việc tăng tỷ lệ thành viên HĐQT độc lập sẽ có thể giúp công ty nâng cao giá trị thị trường của công ty. Tuy nhiên, một số nghiên cứu khác lại cho thấy không có bằng chứng thống kê về mối quan hệ giữa thành viên độc lập và hiệu quả tài chính của công ty, chẳng hạn như Hermalin and Weisbach (1991) hay Klein (1998).

Biến kiêm nhiệm (CEODUALITY) là biến giả, nhận giá trị 1 nếu chủ tịch HĐQT kiêm nhiệm vị trí tổng giám đốc điều hành (CEO) và ngược lại là 0. Theo lý thuyết đại diện, việc kiêm nhiệm này sẽ làm

suy giảm tính độc lập của HĐQT vì tổng giám đốc sẽ có khả năng có được phạm vi kiểm soát rộng hơn. Lập luận này ủng hộ việc tách biệt giữa hai vị trí chủ tịch HĐQT và CEO sẽ mang lại kết quả tốt nhất cho công ty vì có thể tạo ra một cơ chế kiểm soát cân bằng, tránh khả năng lạm dụng nếu quyền lực chỉ tập trung vào một người, dẫn đến sự thiếu minh bạch và bất đối xứng thông tin cao. Nghiên cứu của Fama and Jensen (1983) và Dahya and McConnell (2005) cho rằng Chủ tịch HĐQT không nên kiêm nhiệm vai trò của giám đốc điều hành. Vì vậy, việc chủ tịch HĐQT kiêm nhiệm CEO sẽ có thể làm giảm hiệu quả hoạt động của công ty.

4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

4.1. Thống kê mô tả

Kết quả thống kê ở bảng 1 cho thấy chỉ số Tobin’s Q của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam có mức thấp nhất giá trị là 0,192 và cao nhất là 5,24 lần, trong khi giá trị trung bình giá trị là 1,14 lần. Điều này hàm ý rằng giá trị thị trường của công ty niêm yết tại Việt Nam còn ở mức khá thấp và chưa đem lại giá trị tốt cho cổ đông.

Các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2014-2019 có các thành viên HĐQT trung bình kiêm nhiệm khoảng hai vị trí

thành viên HĐQT (2,82). Giá trị này cao hơn trong nghiên cứu trước đó của Ferris et al. (2003) tại Hoa Kỳ trung bình là 1,89 và thấp hơn so với nghiên cứu của Sarkar and Sarkar (2009) tại Ấn Độ với trung bình là 5. Giá trị thấp nhất trong mẫu nghiên cứu là các thành viên HĐQT chỉ trung bình nắm giữ một vị trí thành viên HĐQT, trong khi đó giá trị cao nhất là các thành viên HĐQT trong 01 công ty có thể kiêm nhiệm 7 vị trí thành viên HĐQT. Điều này cho thấy có 01 số công ty niêm yết chưa triển khai thực hiện giới hạn tối đa kiêm nhiệm 5 vị trí thành viên HĐQT trong giai đoạn nghiên cứu do khoản 3 Điều 12 Nghị định 71/2017/NĐ-CP chưa có hiệu lực thi hành.

Kết quả thống kê từ bảng 1 cho thấy các công ty được niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2014-2019 có tỷ lệ thành viên trong HĐQT nắm giữ từ ba vị trí thành viên HĐQT ở các công ty khác có giá trị trung bình là 29%. Giá trị này cao hơn nhiều so với nghiên cứu của Ferris et al., 2003 đối với một nền kinh tế phát triển như Hoa Kỳ (14,97%). Giá trị thấp nhất trong mẫu nghiên cứu là không có thành viên nào trong HĐQT kiêm nhiệm nhiều hơn 3 vị trí thành viên HĐQT ở các công ty khác, trong khi đó có công ty có đến 100% thành viên trong HĐQT kiêm nhiệm từ 3 vị trí thành viên HĐQT trở lên. Điều này phản ánh ở một nền kinh tế

Bảng 1: Thống kê mô tả các biến sử dụng

| Tên biến | Số quan sát | Trung bình | Độ lệch chuẩn | Nhỏ nhất | Lớn nhất |
|--------------------------------------|-------------|------------|---------------|----------|----------|
| Biến phụ thuộc | | | | | |
| Giá trị thị trường của công ty | 780 | 1,142 | 0,551 | 0,192 | 5,242 |
| Biến độc lập | | | | | |
| Quản trị chéo ở cấp độ cá nhân | 780 | 2,282 | 1,145 | 1,000 | 7,333 |
| Quản trị chéo ở cấp độ HĐQT | 780 | 0,290 | 0,257 | 0 | 1 |
| Biến kiểm soát | | | | | |
| Số năm hoạt động của công ty | 780 | 24,654 | 12,425 | 6 | 59 |
| Tỷ lệ sở hữu của các thành viên HĐQT | 780 | 0,103 | 0,132 | 0,000 | 0,698 |
| Quy mô HĐQT | 780 | 5,867 | 1,351 | 3 | 11 |
| Tỷ lệ thành viên HĐQT độc lập | 780 | 0,199 | 0,190 | 0,000 | 0,800 |
| Sự kiêm nhiệm | 780 | 0,169 | 0,375 | 1 | 0 |

mới nổi như Việt Nam có thể bị chi phối bởi những hạn chế về nguồn cung trong thị trường lao động ở cấp độ quản lý. Hơn nữa, tại Việt Nam hình thức kinh doanh chủ yếu thuộc sở hữu gia đình. Do đó, mức độ kiêm nhiệm nhiều chức vụ của các thành viên HĐQT trong các công ty niêm yết có thể cao hơn so với các nước phát triển.

4.2. Phân tích hệ số tương quan

Kết quả ở bảng 2 cho thấy hệ số tương quan giữa hai biến độc lập quản trị chéo ở cấp độ cá nhân và cấp độ HĐQT khá lớn. Do đó, để tránh xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình nghiên cứu, biến độc lập quản trị chéo ở cấp độ cá nhân và cấp độ HĐQT được hồi quy riêng. Do đó, nội dung tiếp theo sẽ trình bày kết quả ước lượng mô hình (1) riêng cho hai biến đo lường cấp độ quản trị chéo. Ngoài ra, các hệ số tương quan giữa các biến độc lập khác trong bảng 2 là khá nhỏ nên vấn đề đa cộng tuyến có thể không đáng lo ngại.

Tiếp theo, mô hình (1) được ước lượng lại bằng mô hình tác động cố định (FEM) và mô hình tác động ngẫu nhiên (REM). Kiểm định Hausman được sử dụng để lựa chọn giữa hai mô hình. Kết quả kiểm định cho giá trị P là 0,004, có nghĩa là mô hình REM được xem là phù hợp hơn. Kết quả ước lượng bằng phương pháp REM cũng gần giống với kết quả ước lượng với phương pháp Pooled OLS. Tuy nhiên, các biến kiểm soát tỷ lệ sở hữu HĐQT, tỷ lệ thành viên độc lập và biến kiêm nhiệm không còn có ý nghĩa thống kê. Điều này cho thấy việc kiểm soát yếu tố thời gian và không gian bằng dữ liệu bảng là cần thiết.

Bằng chứng thống kê ở cột 3 của bảng 3 cho thấy biến quản trị chéo ở cấp độ cá nhân có ý nghĩa thống kê ở mức 5% và có dấu đúng như kỳ vọng ($\beta_1 = 0,064$). Điều này có nghĩa là khi các thành viên HĐQT trong công ty là thành viên HĐQT ở nhiều

Bảng 2: Hệ số tương quan giữa các biến độc lập

| Ký hiệu biến | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) | (8) | |
|--------------|-----|---------|---------|--------|--------|---------|--------|--------|---|
| TOBIN'S Q | (1) | 1 | | | | | | | |
| DIRBUSY | (2) | 0,054 | 1 | | | | | | |
| BOARBUSY | (3) | -0,019 | 0,772* | 1 | | | | | |
| FIRMAGE | (4) | 0,191* | -0,085* | -0,068 | 1 | | | | |
| OWN | (5) | -0,096* | -0,049 | -0,017 | 0,022 | 1 | | | |
| BSIZE | (6) | 0,162* | -0,021 | -0,028 | 0,052 | 0,115* | 1 | | |
| INED | (7) | 0,107* | 0,214* | 0,191* | -0,078 | -0,119* | 0,096* | 1 | |
| CEODUALITY | (8) | -0,089* | 0,138* | 0,126* | 0,098* | 0,248* | -0,042 | -0,054 | 1 |

4.3. Kết quả phân tích hồi quy ở cấp độ cá nhân

Kết quả bằng mô hình Pooled OLS ở bảng 3 cho thấy biến độc lập quản trị chéo cấp độ cá nhân có ý nghĩa thống kê ở mức 10%, biến kiểm soát tuổi công ty và quy mô HĐQT có mức ý nghĩa 1% và biến tỷ lệ thành viên HĐQT độc lập có mức ý nghĩa 5%. Tất cả các biến này đều có tác động cùng chiều với hiệu quả tài chính của công ty. Tuy nhiên, tỷ lệ sở hữu của HĐQT và chủ tịch kiêm nhiệm giám đốc điều hành lại có tác động nghịch chiều đến hiệu quả tài chính.

công ty khác thì hiệu quả tài chính của công ty càng tốt. Bằng chứng thống kê này ủng hộ lý thuyết danh tiếng và lý thuyết phụ thuộc nguồn lực. Các thành viên HĐQT nắm giữ nhiều vị trí thành viên HĐQT tại công ty khác trên thị trường chứng khoán Việt Nam có thể giúp họ tích lũy được kiến thức và kinh nghiệm từ nhiều tổ chức, đó là một nguồn lực quan trọng để tư vấn, thiết lập và đưa ra chiến lược kinh doanh cho công ty, từ đó góp phần nâng cao hiệu quả tài chính của công ty. Kết quả này cũng tương

Bảng 3: Kết quả ước lượng với biến quản trị chéo ở cấp độ cá nhân

| Tên biến | Pooled | FEM | REM |
|--------------------------------------|----------|----------|----------|
| | OLS | | |
| | (1) | (2) | (3) |
| Quản trị chéo cấp độ cá nhân | 0,028* | 0,080*** | 0,064*** |
| Tuổi công ty | 0,009*** | -0,012* | 0,005* |
| Tỷ lệ sở hữu của các thành viên HĐQT | -0,349** | 0,212 | -0,033 |
| Quy mô HĐQT | 0,061*** | 0,017 | 0,030* |
| Tỷ lệ thành viên HĐQT độc lập | 0,234** | 0,053 | 0,034 |
| Sự kiêm nhiệm | -0,126** | -0,059 | -0,064 |
| Hằng số | 0,508*** | 1,135*** | 0,705*** |

Nguồn: Kết quả xử lý số liệu từ mẫu nghiên cứu gồm 130 công ty niêm yết giai đoạn 2014-2019 (2021)

Ghi chú: ***, ** và * đại diện mức ý nghĩa tương ứng là 1%, 5% và 10%

đồng với nghiên cứu trước đó của Ngo et al. (2018) tại Việt Nam hay nghiên cứu của Ferris et al. (2003) tại Hoa Kỳ hoặc nghiên cứu của Lei and Deng (2014) tại Hồng Kông.

Tuổi công ty có hệ số ước lượng là 0,005 và có mức ý nghĩa ở mức 10%. Do đó, có thể nói rằng các công ty tồn tại trên thị trường càng lâu thì hiệu quả kinh doanh càng tốt. Kết quả nghiên cứu cũng tương đồng với nghiên cứu Nguyen and Bui (2020) rằng độ trưởng thành của doanh nghiệp thông qua yếu tố tuổi của doanh nghiệp và có tác động cùng chiều đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Bên cạnh đó, hệ số ước lượng của biến quy mô HĐQT có ý nghĩa thống kê ở mức 10% và có giá trị dương. Kết quả này cho thấy rằng ở Việt Nam doanh nghiệp có quy mô HĐQT càng lớn có thể làm gia tăng giá trị thị trường của công ty. Kết quả này cũng tương đồng với kết quả của một số nghiên cứu trước đó như nghiên cứu của Setia-Atmaja (2008) tại Úc hay Kalsie and Shrivastav (2016) tại Ấn Độ.

Chưa có bằng chứng cho thấy sự ảnh hưởng của biến tỷ lệ sở hữu cổ phần của HĐQT và tỷ lệ thành viên độc lập trong HĐQT đến giá trị thị trường của công ty niêm yết. Dấu của biến kiêm nhiệm cho thấy

sự kiêm nhiệm có ảnh hưởng tiêu cực đến giá trị thị trường của công ty niêm yết. Điều này cho thấy xu hướng tách biệt giữa hai vị trí chủ tịch HĐQT và CEO sẽ mang lại kết quả tốt nhất cho công ty, tạo ra một cơ chế kiểm soát cân bằng, tránh khả năng lạm dụng nếu quyền lực chỉ tập trung vào một người. Tuy nhiên, hệ số ước lượng của biến này không còn ý nghĩa thống kê khi mô hình REM được áp dụng.

4.4. Kết quả phân tích hồi quy ở cấp độ hội đồng quản trị

Kết quả hồi quy ở bảng 4 cho thấy biến quản trị chéo ở cấp độ HĐQT ảnh hưởng tiêu cực đến giá trị thị trường của các công ty niêm yết. Do đó, có thể nói rằng việc hội đồng quản trị có hơn 50% thành viên kiêm nhiệm từ 3 vị trí thành viên ở các công ty khác trở lên sẽ đem lại sự ảnh hưởng không tốt đến giá trị công ty. Do đó, bằng chứng này cho thấy sự ủng hộ cho giả thuyết về sự bận rộn khi cho rằng việc kiêm nhiệm nhiều vị trí thành viên HĐQT ở các công ty khác sẽ ảnh hưởng đến chất lượng giám sát, quản lý và không đưa ra các quyết định khôn ngoan từ đó làm giảm giá trị của doanh nghiệp và sự giàu có của cổ đông (Ferris et al., 2003, Fich and Shivdasani, 2006). Kết quả này trái với kì vọng ban

Bảng 4: Kết quả ước lượng với biến quản trị chéo ở cấp độ HĐQT

| Tên biến | Pooled OLS (1) | FEM (2) | REM (3) |
|---------------------------|-------------------|------------|------------|
| Quản trị chéo cấp độ HĐQT | -0,045 | -0,179** | -0,159** |
| Tuổi công ty | 0,008*** | -0,008 | 0,005* |
| Tỷ lệ sở hữu HĐQT | -0,369** | 0,267 | -0,016 |
| Quy mô HĐQT | 0,061*** | 0,017 | 0,032** |
| Tỷ lệ thành viên độc lập | 0,283*** | 0,048 | 0,056 |
| Kiểm nhiệm | -0,107** | -0,060 | -0,061 |
| Hàng số | 0,578*** | 1,266*** | 0,881*** |

Nguồn: Kết quả xử lý số liệu (2021) từ mẫu nghiên cứu gồm 130 công ty niêm yết giai đoạn 2014-2019

Ghi chú: ***, ** và * đại diện mức ý nghĩa tương ứng là 1%, 5% và 10%

đầu nhưng tương đồng với các nghiên cứu trước đó của Pombo and Gutiérrez (2011) và Lee and Lee (2014) khi xem xét ảnh hưởng của quản trị chéo ở cấp độ cá nhân cũng như cấp độ HĐQT. Các biến kiểm soát trong bảng 4 khi ước lượng lại với biến quản trị chéo ở cấp độ HĐQT cho kết quả không quá khác biệt như trường hợp mô hình (1) ước lượng với biến quản trị chéo ở cấp độ cá nhân¹.

5. Kết luận

Đề tài này nghiên cứu sự ảnh hưởng của quản trị chéo đến hiệu quả tài chính của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam sử dụng bộ số liệu thu thập từ 130 công ty niêm yết giai đoạn 2014-2019. Số liệu thống kê cho thấy các thành viên HĐQT trong các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2014-2019 trung bình kiêm nhiệm hai vị trí thành viên HĐQT ở hai công ty khác nhau. Bên cạnh đó, số công ty niêm yết có hơn 50% số thành viên kiêm nhiệm từ 3 vị trí thành viên HĐQT trở lên chiếm khoảng 21% mẫu

nghiên cứu. Điều này cho thấy hiện tượng quản trị chéo cũng khá phổ biến ở thị trường chứng khoán Việt Nam.

Kết quả phân tích bằng mô hình REM chỉ ra rằng quản trị chéo ở cấp độ cá nhân có ảnh hưởng tích cực đến giá trị thị trường của các công ty niêm yết. Hay nói cách khác, các thành viên HĐQT trong công ty giữ càng nhiều vị trí là thành viên HĐQT ở nhiều

công ty khác thì giá trị thị trường của công ty càng tốt. Tuy nhiên, khi xem xét quản trị chéo ở cấp độ HĐQT, kết quả nghiên cứu cho thấy khi công ty tỷ lệ thành viên HĐQT nắm giữ từ 3 vị trí thành viên HĐQT tại các công ty khác trở lên quá nhiều sẽ làm giảm giá trị thị trường của các công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Việt Nam. Điều này hàm ý rằng các công ty niêm yết nên có sự xem xét kỹ cơ cấu thành viên HĐQT có liên quan quản trị chéo khi bổ nhiệm thành viên HĐQT mới để hạn chế trường hợp các thành viên trong HĐQT quá bận rộn, không còn có nhiều thời gian đầu tư cho việc thực hiện chức năng tư vấn và giám sát của mình. Ngoài ra, các biến kiểm soát tuổi công ty và quy mô HĐQT được tìm thấy có ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả tài chính của các công ty niêm yết. Tuy nhiên, chưa có bằng chứng thống kê về sự ảnh hưởng của tỷ lệ sở hữu của HĐQT, tỷ lệ thành viên độc lập và sự kiêm nhiệm chức vụ của chủ tịch HĐQT và giám đốc điều hành đến hiệu quả tài chính của công ty.

1. Ngoài ra, khi mô hình (1) được thực hiện lại với 01 trường hợp 01 biến giả là những công ty có từ 50% số thành viên kiêm nhiệm từ 3 vị trí thành viên HĐQT trở lên, kết quả phân tích cho thấy những công ty này có giá trị thị trường thấp hơn những công ty có tỷ lệ thành viên HĐQT kiêm nhiệm từ 3 vị trí thành viên HĐQT trở lên thấp hơn 50%.

Dựa trên kết quả nghiên cứu, một số hàm ý quản trị cho các công ty niêm yết cũng như các nhà đầu tư với tư cách là cổ đông đã được đề xuất như sau:

- Các công ty niêm yết nên xem xét bổ nhiệm thành viên HĐQT có quản trị chéo nhằm tăng cường thêm nguồn lực chuyên môn của các thành viên này để nâng cao hiệu quả tài chính của công ty. Các thành viên HĐQT đồng thời là thành viên HĐQT ở nhiều công ty là những người có danh tiếng và giàu kinh nghiệm sẽ góp phần tăng uy tín, tầm nhìn và nâng cao hiệu quả tài chính đối với công ty. Đặc biệt, đối với các công ty có nhu cầu tư vấn cao, các cá nhân này có thể cung cấp thêm kinh nghiệm và chuyên môn cho công ty. Ngoài ra, đối với các công ty chào bán cổ phiếu lần đầu ra công chúng (IPO), thường sẽ thiếu những kinh nghiệm cần thiết trên thị trường chứng khoán, việc lựa chọn các thành viên HĐQT đồng thời là thành viên HĐQT tại nhiều công ty sẽ góp phần tăng khả năng cạnh tranh và sử dụng tài nguyên của các công ty một cách hiệu quả. Tuy nhiên, các công ty niêm yết nên xem xét giới hạn về số vị trí thành viên HĐQT ở các công ty khác trên mỗi thành viên HĐQT của công ty nhằm đảm bảo các thành viên này có đủ thời gian để thực hiện các nhiệm vụ ủy thác, tăng khả năng giám sát và tuân thủ đúng các quy định về quản trị công ty tại Việt Nam.

- Cần xem xét cơ cấu HĐQT hợp lý khi quyết định tăng tỷ lệ các thành viên kiêm nhiệm từ ba vị trí thành viên HĐQT tại các công ty khác vào HĐQT của công ty: Nghiên cứu chỉ ra rằng tỷ lệ thành viên HĐQT kiêm nhiệm từ ba vị trí thành viên HĐQT trở lên tại các công ty khác càng cao trong HĐQT sẽ làm giảm hiệu quả tài chính của công ty. Vì vậy, các nhà quản trị và hoạch định chính sách của công ty cũng cần phải xem xét cơ cấu thành viên HĐQT cho hợp lý, đặc biệt là trong trường hợp khi công ty đã có nhiều thành viên HĐQT nắm giữ từ 3 vị trí thành viên HĐQT trở lên tại các công ty khác

nhau, điều đó nhằm tận dụng tối ưu nguồn lực của công ty, góp phần giảm chi phí đại diện, tăng hiệu quả tài chính và đảm bảo thực hiện đúng các khuyến nghị và quy định hướng dẫn về quản trị công ty.

- Cần lựa chọn quy mô HĐQT phù hợp với quy mô của công ty: Theo lý thuyết phụ thuộc nguồn lực, HĐQT là một trong những nguồn lực có ảnh hưởng đến các nguồn lực khác trong công ty. Quy mô HĐQT càng lớn thì công ty có thể tận dụng tối đa các mối quan hệ cũng như chuyên môn của các thành viên HĐQT, từ đó giúp tăng cường hiệu quả tài chính của công ty.◆

Tài liệu tham khảo:

1. Andres, C.; Van Den Bongard, I. and Lehmann, M., 2013, *Is busy really busy? Board governance revisited*, Journal of Business Finance & Accounting. 40(9-10): 1221-46.
2. Armstrong, C. S.; Guay, W. R. and Weber, J. P., 2010, *The role of information and financial reporting in corporate governance and debt contracting*, Journal of accounting and Economics. 50(2-3): 179-234.
3. Baltagi, B., 2008, *Econometric analysis of panel data*, John Wiley & Sons.
4. Brickley, J. A.; Lease, R. C. and Smith Jr, C. W., 1988, *Ownership structure and voting on anti-takeover amendments*, Journal of Financial Economics. 20: 267-91.
5. Campbell, K. and Mínguez-Vera, A., 2008, *Gender diversity in the boardroom and firm financial performance*, Journal of business ethics. 83(3): 435-51.
6. Capulong, V.; Edwards, D.; Webb, D. and Zhuang, J., 2000, *Corporate Governance and Finance in East Asia: A Study of Indonesia, Republic of Korea, Malaysia, Philippines, and Thailand*. 1.

7. Cheng, S., 2008, *Board size and the variability of corporate performance*, Journal of Financial Economics. 87(1): 157-76.

8. Dahya, J. and McConnell, J. J., 2005, *Outside directors and corporate board decisions*, Journal of corporate finance. 11(1-2): 37-60.

9. Fama, E. F. and Jensen, M. C., 1983, *Separation of ownership and control*, Journal of Law and Economics. 14: 301-25.

10. Ferris, S.; Jagannathan, M. and Pritchard, A. C., 2003, *Too busy to mind the business? Monitoring by directors with multiple board appointments*, Journal of Finance. 3: 1087-111.

11. Fich, E. M. and Shivdasani, A., 2006, *Are busy boards effective monitors?* The journal of finance, 61(2): 689-724.

12. Field, L.; Lowry, M. and Mkrtychyan, A., 2013, *Are busy boards detrimental?* Journal of Financial Economics, 109(1): 63-82.

13. Forbes, D. P. and Milliken, F. J., 1999, *Cognition and corporate governance: Understanding boards of directors as strategic decision-making groups*, Academy of management review. 24(3): 489-505.

14. Garg, A. K., 2007, *Influence of board size and independence on firm performance: A study of Indian companies*, Vikalpa. 32(3): 39-60.

15. Lipton, M. and Lorsch, J. W., 1992, *A modest proposal for improved corporate governance*, The business lawyer. 59-77.

16. Orozco, L. A.; Vargas, J. and Galindo-Dorado, R., 2018, *Trends on the relationship between board size and financial and reputational corporate performance*, European Journal of Management and Business Economics.

17. Zeitun, R. and Tian, G. G., 2007, *Does ownership affect a firm's performance and default risk in Jordan?* Corporate Governance: The international journal of business in society.

Summary

This study aims at analyzing the effect of multiple directorships on the financial performance of companies listed on the Vietnamese stock exchanges. The panel data is collected from 130 companies listed from 2014 to 2019. The statistics show that multiple directorships are quite common in Vietnam's stock market. The results of REM show that multiple directorships at the individual level measured by the average number of board positions have a positive effect on financial performance of listed companies. However, the market value of listed firms will be negatively influenced when BOD has a higher percentage of members holding 3 or more positions of BOD members in different companies. This empirical evidence on the Vietnamese stock market supports for the reputation hypothesis. Appointing a board member concurrently hold the position of a board member in another company will result in benefit for a listed company as this company can take advantage of the expertise and relationships of these concurrent members. However, this study also provided statistical evidence to support the busy hypothesis. Therefore, listed companies should consider the decision on appointing more member with multiple directorships when the BOD has too many members holding three or more directors in different companies.