

MỤC LỤC

KINH TẾ VÀ QUẢN LÝ

- 1. Nguyễn Thị Nguyệt Dung và Nguyễn Mạnh Cường** - Nghiên cứu các yếu tố ảnh hưởng tới hiệu quả kinh doanh của các ngân hàng thương mại Việt Nam thực hiện hoạt động sáp nhập, hợp nhất. **Mã số: 147.1FiBa.11** 2
The Factors Affecting the Business Performance of Vietnam's Commercial Banks in M&A
- 2. Trần Thị Thu Trang** - Nghiên cứu mối quan hệ giữa quản trị vốn lưu động và hiệu quả tài chính của các công ty nhựa niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. **Mã số: 147.1FiBa.11** 11
A Study on the Relationship between Working Capital Management and Financial Performance of Listed Plastic Enterprises on Vietnam's Stock Exchange
- 3. Lê Thanh Huyền** - Ảnh hưởng của tỷ suất sinh lời trong quá khứ đến hiệu quả tài chính đo lường bằng giá trị thị trường của các công ty niêm yết trên sàn chứng khoán ngành sản xuất, chế biến thực phẩm tại Việt Nam. **Mã số: 147.1FiBa.11** 17
The Impact of Lagged Profitability on the Financial Performance Measured by the Market Value of Listed Companies on Vietnam's Stock Exchange of Food Processing and Production
- 4. Lê Thị Mỹ Như và Nguyễn Tuấn Kiệt** - Sự sẵn sàng chi trả bảo hiểm y tế tự nguyện của các cá nhân trên địa bàn tỉnh Hậu Giang. **Mã số: 147.1GEMg.11** 26
Willingness to Pay for Voluntary Health Insurance of Individuals in Hậu Giang Province

QUẢN TRỊ KINH DOANH

- 5. Nguyễn Hoàng Việt và Đào Lê Đức** - Nghiên cứu tác động của tổ chức thực thi chiến lược đến kết quả kinh doanh của Tổng công ty thương mại Hà Nội. **Mã số: 147.2BMkt.21** 35
A research on the impacts of organizations/institutions implementing strategic markets on business results of Hanoi General commerce company
- 6. Chu Thị Thu Thủy** - Đặc trưng của hội đồng quản trị và giá cổ phiếu: nghiên cứu điển hình tại các công ty cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. **Mã số: 147.2FiBa.21** 46
Features of the Board of Directors and Share Price: a Case Study at Listed Joint Stock Companies in Vietnam Stock Market
- 7. Nguyễn Văn Anh và Nguyễn Thị Phương Thảo** - Tác động của căng thẳng nơi làm việc đến cảm xúc lao động và định hướng khách hàng: một nghiên cứu trong lĩnh vực khách sạn tại Việt Nam. **Mã số: 147.2TRMg.21** 53
The effect of workplace stress to labor emotions and customer orientation: A study in hospitality industry in Vietnam country
- 8. Nguyễn Minh Lợi và Dương Bá Vũ Thi** - Các yếu tố tác động đến sự hài lòng khách hàng đối với dịch vụ viễn thông di động của Viettel Quảng Trị: kiểm định bằng Mô hình PLS - SEM. **Mã số: 147.2BMkt.21** 62
Factors Affecting Customer Satisfaction with the Mobile Services by Viettel Quang Tri: PLS - SEM Applied
- 9. Nguyễn Đức Kiên và Nguyễn Thái Phán** - Phân tích mối quan hệ giữa áp dụng chiến lược quản lý rủi ro thị trường và thu nhập nông hộ: Trường hợp nghiên cứu của hộ nuôi tôm ở Thừa Thiên Huế. **Mã số: 147.2TrEM.21** 71
Analyzing the relationship between market risk management strategies and household income: A case study of commercialized shrimp producers in Thua Thien Hue

Ý KIẾN TRAO ĐỔI

- 10. Nguyễn Thị Nga và Hoàng Ngọc Quế Chi** - Vận dụng mô hình chấp nhận công nghệ tam và lý thuyết hành vi dự định để giải thích ý định mua đồng hồ thông minh của người tiêu dùng Nha Trang. **Mã số: 147.3BMkt.31** 80
Applying Technology Acceptance Model and Planned Behaviour Theory to Interpret the Intention to Buy Smartwatches by Consumers in Nha Trang

ĐẶC TRƯNG CỦA HỘI ĐỒNG QUẢN TRỊ VÀ GIÁ CỔ PHIẾU: NGHIÊN CỨU ĐIỂN HÌNH TẠI CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Chu Thị Thu Thủy

Đại học Thăng Long

Email: thuyctt@thanglong.edu.vn

Ngày nhận: 31/08/2020

Ngày nhận lại: 21/09/2020

Ngày duyệt đăng: 05/10/2020

Mục tiêu của bài viết là nghiên cứu tác động của đặc trưng Hội đồng quản trị (HDQT) đến giá cổ phiếu (MP) của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam bằng phương pháp hồi quy bội. Đặc trưng của HDQT bao gồm số lượng thành viên HDQT (BS), sự kiêm nhiệm của HDQT và Ban giám đốc (Dual), số lượng thành viên độc lập (BI), số lượng các cuộc họp (BM), số lượng các thành viên nước ngoài (AB). Nghiên cứu sử dụng số liệu của 661 công ty cổ phần niêm yết TTCK Việt Nam năm 2018. Kết quả của nghiên cứu đã chỉ ra rằng BM có ảnh hưởng tiêu cực đến giá cổ phiếu trong khi các biến còn lại bao gồm BS và AB có ảnh hưởng tích cực đến giá cổ phiếu và hai biến Dual và BI không có ảnh hưởng đáng kể đến sự thay đổi của giá cổ phiếu.

Từ khóa: Hội đồng quản trị, công ty cổ phần niêm yết, thị trường chứng khoán, giá cổ phiếu.

JEL Classifications: O15, O16, G21

1. Giới thiệu

Quản trị công ty đóng vai trò quan trọng trong việc tăng cường hiệu quả hoạt động của các công ty, từ đó góp phần gia tăng giá cổ phiếu của công ty. Trong các công ty, luôn tồn tại mâu thuẫn lợi ích giữa nhà quản lý và cổ đông. Nhà quản lý có thể hoạt động vì lợi ích cá nhân và lợi ích này xung đột với lợi ích của cổ đông. Vì vậy, trong các công ty luôn tồn tại HDQT để quản lý hiệu quả hơn các nguồn lực của công ty cũng như cho phép kiểm soát và theo dõi các hoạt động của Ban giám đốc (CEO). Các lý thuyết khác nhau chỉ ra ảnh hưởng khác biệt của đặc điểm hội đồng quản trị đến giá cổ phiếu như lý thuyết đại diện (Agency theory), lý thuyết phụ thuộc nguồn lực (Resource dependence theory) và lý thuyết quản lý (Stewardship theory). Các nghiên cứu thực nghiệm trong các bối cảnh và thời gian khác nhau, cũng đưa ra những kết quả không thống nhất. Có những nghiên cứu chứng minh được ảnh hưởng cùng chiều của các đặc trưng của HDQT đến giá cổ phiếu như nghiên cứu của Brick & Chidambaran (2010) cho thấy tác động cùng chiều của BM đến giá cổ phiếu, nghiên cứu của Silla và các cộng sự (2017) cũng cho thấy tác động tích cực của BI đến giá cổ phiếu... Ngược lại cũng có những nghiên cứu chỉ ra tác động ngược chiều của các đặc trưng của HDQT đến giá cổ phiếu (Lipton & Lorsch, 1992; Pi & Timme, 1993) hoặc không có tác động của đặc trưng HDQT đến giá cổ phiếu của các công ty (Baliga & cộng sự, 1996; Daily & Dalton, 1997; Dahya & McConnell, 2005).

Mục tiêu của nghiên cứu là chứng minh tác động của đặc trưng HDQT đến giá cổ phiếu của các công ty cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Đặc trưng của HDQT được nghiên cứu bao gồm BS (được đo lường bằng số lượng thành viên HDQT của công ty), Dual (được đo lường thông qua biến giả là 0 và 1, nếu chủ tịch HDQT hoặc phó chủ tịch HDQT đồng thời là giám đốc hoặc tổng giám đốc của công ty thì Dual sẽ nhận giá trị 1 và ngược lại sẽ nhận giá trị 0 nếu không có sự kiêm nhiệm), BI (được đo lường bằng tỷ lệ thành viên độc lập trên tổng số thành viên của HDQT), BM (được đo lường bằng số lượng các cuộc họp của HDQT trong năm), AB (được đo lường bằng tỷ lệ thành viên nước ngoài trên tổng số thành viên của HDQT). Giá cổ phiếu được đo lường bằng giá đóng cửa trung bình theo ngày của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Ngoài phân tóm tắt và mở đầu, nghiên cứu được cấu trúc thành các phần như sau: Phần 2 trình bày tổng quan các nghiên cứu có liên quan đến giá cổ phiếu và đặc trưng của HDQT. Mô hình nghiên cứu được trình bày chi tiết trong phần 3. Phần 4 đưa ra kết quả nghiên cứu và thảo luận. Cuối cùng là một số kết luận về kết quả nghiên cứu cũng như một số gợi ý và kiến nghị được đưa ra trong phần 5.

2. Tổng quan nghiên cứu

2.1. Các lý thuyết về quản trị doanh nghiệp

Lý thuyết đại diện (Agency theory): Lý thuyết đại diện tập trung nghiên cứu các phương pháp quản trị doanh nghiệp dựa trên những xung đột lợi ích

giữa chủ sở hữu (các cổ đông) và các nhà quản lý. Cổ đông của các công ty cổ phần có xu hướng thuê giám đốc đại diện để điều hành và quản lý hoạt động của công ty. Các giám đốc điều hành phải đáp ứng được các yêu cầu của các cổ đông (trình độ, đạo đức, năng lực) và hoạt động vì mục tiêu tối đa hóa giá trị tài sản của cổ đông (giá trị tài sản của các cổ đông được đo lường bằng giá trị của vốn chủ sở hữu trên thị trường chứng khoán - giá trị thị trường của cổ phiếu). Các giám đốc điều hành được quyền ra quyết định, thực hiện các hoạt động kinh doanh và được hưởng lương, thưởng cùng các lợi ích khác từ hoạt động quản trị công ty. Mặc dù mong muốn của cổ đông là giám đốc điều hành sẽ hoạt động vì lợi ích của công ty, nhưng trên thực tế, các giám đốc điều hành có mong muốn và lợi ích riêng. Nguyên nhân chính của mâu thuẫn lợi ích giữa cổ đông và nhà quản lý xuất phát từ sự tư lợi. Chi phí đại diện là chi phí để duy trì mối quan hệ đại diện hiệu quả (Jensen & Meckling, 1976). Chi phí đại diện bao gồm các chi phí giám sát, chi phí ràng buộc và chi phí mất mát phụ trội. Chi phí đại diện trong thực tế tác động đến quản trị doanh nghiệp theo cả hai chiều hướng tích cực và tiêu cực. Việc tồn tại chi phí đại diện cho thấy mức độ chuyên nghiệp trong điều hành của công ty. Hơn nữa, chi phí đại diện đem lại sự công bằng cho cả hai chủ thể trong hợp đồng đại diện. Chi phí đại diện được chia sẻ cho cả cổ đông và người đại diện. Tác động tiêu cực của chi phí đại diện đến hoạt động của doanh nghiệp bao gồm sự gia tăng trong chi phí quản lý doanh nghiệp, sự công kênh trong bộ máy quản lý do tồn tại bộ phận giám sát và xuất hiện tình trạng lạm dụng quyền lực của nhà quản lý. Như vậy, để có một ban giám đốc hiệu quả, lý thuyết đại diện đề xuất và hy vọng rằng một phần lớn thành viên của HĐQT phải là những người không tham gia điều hành công ty (non-executive director). Điều này để đảm bảo sự độc lập của hội đồng quản trị và do đó HĐQT có thể đưa ra phán quyết trung thực và độc lập trong quá trình giám sát ban giám đốc. Kết quả là làm giảm sự đấu tranh lợi ích giữa các nhà quản lý và các cổ đông (Coleman & cộng sự, 2007). Cách thứ hai để giảm bớt một hành vi cơ hội của ban điều hành là bằng cách sử dụng phương pháp kiêm nhiệm của HĐQT và Ban giám đốc (CEO duality). Lý thuyết đại diện quy định rằng việc giao vị trí Giám đốc điều hành và chủ tịch HĐQT cho cùng một người sẽ làm giảm khả năng một người có thể áp đặt ý kiến cá nhân lên công ty quản lý và giám đốc điều hành.

Lý thuyết phụ thuộc nguồn lực (Resource dependence theory): Lý thuyết phụ thuộc nguồn lực dựa trên giả định là các nguồn lực có ảnh hưởng quan trọng đến quyết định và hành động của một tổ chức. Mặt khác các nguồn lực này của công ty bị ảnh hưởng bởi môi trường bên ngoài và các công ty khác cũng mong muốn đạt được nguồn lực đó

(Pfeffer & Salancik, 1978). Do đó, các chiến lược của các công ty nhằm đạt được nguồn lực và sử dụng nguồn lực hiệu quả sẽ làm tăng sự phụ thuộc của công ty với môi trường bên ngoài (Hillman & cộng sự, 2000). Ba yếu tố cơ bản trong sự phụ thuộc nguồn lực của các công ty đó là sự tập trung của nguồn lực, tính không chắc chắn của sự sẵn có của nguồn lực và sự liên kết của các nguồn lực (Coleman & cộng sự, 2007). Các công ty giảm sự phụ thuộc vào nguồn lực bên ngoài bằng cách gia tăng sức mạnh của tổ chức, tạo ra các nguồn lực sẵn có để giảm thiểu tính không chắc chắn của nguồn lực khan hiếm. Hai chiến lược thường được sử dụng bao gồm: sử dụng khả năng và ảnh hưởng của mình để giành lấy các nguồn lực cần thiết và đáp ứng nhu cầu của tổ chức khác trong cùng môi trường hoạt động để tăng khả năng tích lũy và sử dụng nguồn lực. Để đạt được điều này, các công ty có thể sử dụng các biện pháp như sát nhập, liên kết với các công ty khác hoặc gia tăng vai trò của hội đồng quản trị. Như vậy, HĐQT là một trong số các công cụ để giúp công ty đạt được các nguồn lực cần thiết, giảm sự không chắc chắn của tính sẵn có của nguồn lực và tăng sự liên kết các nguồn lực trong công ty. Theo lý thuyết này thì cấu trúc và thành phần của HĐQT sẽ thay đổi khi môi trường hoạt động của công ty thay đổi. Những thay đổi này có thể được thực hiện bằng cách kết hợp sự thay đổi, sự kết hợp của các thành viên điều hành và ban giám đốc trong HĐQT (Daily & cộng sự, 2003)

Lý thuyết quản lý (Stewardship theory): Một quan điểm trái ngược với lý thuyết đại diện, lý thuyết quản lý cho rằng nhà quản lý là một trong những nguồn lực đáng tin cậy của công ty, do đó việc giám sát nhà quản lý là hành động dư thừa (Fink & cộng sự, 2006). Ban giám đốc hoạt động vì mục tiêu nâng cao hiệu quả tài chính của công ty và tối đa hóa sự giàu có của cổ đông. Họ không bao giờ quên nhiệm vụ này và luôn tự hào về thành tích quản lý của họ. Các nhà quản lý và giám đốc là những người lựa chọn tài năng, luôn suy nghĩ cho công ty và hiệu quả tài chính là sự công nhận về thành tích của họ. Do đó, các nhà quản lý luôn thực hiện các quyết định để đạt được hiệu quả tài chính tốt nhất, nhằm gia tăng giá trị của công ty (Daily & cộng sự, 2003). Theo lý thuyết quản lý để tăng hiệu quả của truyền thông trong công ty và việc ra quyết định của nhà quản lý thì quy mô của HĐQT nên nhỏ. Hơn nữa để đảm bảo tính bền vững trong kinh doanh và tăng cường quá trình lựa chọn khi ra quyết định, HĐQT nên tuyển dụng giám đốc điều hành. Cuối cùng, để việc ra quyết định nhanh và hiệu quả hơn thì chủ tịch HĐQT nên nắm giữ vị trí CEO (CEO duality) (Hillman & cộng sự, 2000).

2.2. Đặc trưng của Hội đồng quản trị và giá cổ phiếu
Số lượng thành viên của HĐQT (BS) và giá cổ phiếu (MP): HĐQT đưa ra chiến lược hoạt động của

doanh nghiệp và giám sát hoạt động nhà quản lý. Các thành viên trong ban quản trị tư vấn cho các giám đốc công ty trong quá trình quản lý công ty. Do đó, nhiều thành viên tham gia HĐQT sẽ đưa ra những khuyến nghị hiệu quả cho ban điều hành công ty (Dalton & cộng sự, 1999). Hơn nữa, BS cũng thể hiện khả năng chiết xuất nguồn lực (extract resource) từ môi trường bên ngoài (Goodstein & cộng sự, 1994). Trong thực tế, các công ty càng lớn thì hoạt động càng phức tạp, nên cần nhiều sự tư vấn và giám sát hơn so với các công ty nhỏ (Coles & cộng sự, 2008). Tuy nhiên, BS lớn cũng tạo ra một số bất lợi trong hoạt động quản lý công ty do một số sự xung đột về lợi ích có thể xảy ra (Lipton & Lorsch, 1992; Jensen, 1993). Các công ty có BS nhỏ thì các thành viên HĐQT sẽ tập trung, tham gia các hoạt động, tương tác và tranh luận nhiều hơn so với các công ty lớn (Firstenberg & Malkiel, 1994). Ngoài ra, các công ty có BS nhỏ thì thành viên HĐQT có sự gắn kết và khả năng đạt được sự đồng thuận cao hơn so với các công ty lớn (Judge & Zeithaml, 1992). Mặt khác, các công ty có BS lớn sẽ khó có khả năng tái cấu trúc công ty và do đó phản ứng chậm trong các tình huống khủng hoảng (Goodstein & cộng sự, 1994). Trong thực tế BS phụ thuộc vào đặc điểm của mỗi công ty. Jensen (1993) cho rằng mối quan hệ giữa BS và giá cổ phiếu của công ty có xu hướng tiêu cực nếu như BS đạt đến 7 hoặc 8 thành viên. Đồng quan điểm với Jensen, Lipton & Lorsch (1992) cũng đề xuất mối quan hệ ngược chiều giữa BS và giá cổ phiếu khi BS đạt đến số lượng thành viên là 8. Tuy nhiên, mối quan hệ ngược chiều giữa BS và giá cổ phiếu xảy ra chỉ khi các công ty có BS quá lớn. Ngược lại, các công ty có BS nhỏ thì việc thêm thành viên HĐQT lại làm gia tăng giá cổ phiếu. Nguyên nhân là các thành viên có chuyên môn sâu hơn và nhiều mối quan hệ hơn. Điều này làm tăng khả năng cạnh tranh của công ty (Lipton & Lorsch, 1992; Jensen, 1993; Larmou & Vafeas, 2010). Trên cơ sở các nghiên cứu thì giả thuyết được Tác giả đưa ra là:

H1: BS có tác động đến giá cổ phiếu của các công ty cổ phần niêm yết trên TTCK Việt Nam

Sự kiêm nhiệm (CEO Duality) và giá cổ phiếu (MP): Các nghiên cứu lý thuyết có sự không đồng nhất mối quan hệ giữa CEO Duality và giá cổ phiếu. Quan điểm thứ nhất cho rằng nên có sự phân tách giữa Ban giám đốc (CEO) và HĐQT. Sự phân tách này giúp HĐQT độc lập và giám sát được CEO nên sẽ giúp gia tăng hiệu quả tài chính của công ty (Fama & Jensen, 1985). Sự gia tăng hiệu quả tài chính làm gia tăng kỳ vọng của nhà đầu tư đối với công ty. Điều này ảnh hưởng tích cực đến giá cổ phiếu (Thuy, 2018). Tuy nhiên, nghiên cứu của Pi & Timme (1993) lại chứng minh tác động ngược chiều của CEO duality với hiệu quả hoạt động của công ty. Ngược với quan điểm của Pi & Time (1993)

thì quan điểm thứ hai lại cho rằng CEO duality tạo ra sự thống nhất trong việc xây dựng và thực hiện chiến lược nên sẽ giúp cho hiệu quả công việc cao hơn. Việc chia tách (Splitting titles) hai chức danh CEO và chủ tịch HĐQT có thể tạo ra chi phí chia sẻ thông tin, sự mâu thuẫn giữa quá trình thực hiện của CEO và chiến lược được HĐQT xây dựng. Sự mâu thuẫn này làm cho hiệu quả tài chính sụt giảm và dẫn đến sự suy giảm giá cổ phiếu của công ty (Stoerberl & Sherony, 1985; Anderson & Anthony, 1986). Không giống với kết quả của các nghiên cứu trên, có những nghiên cứu cho thấy CEO duality không có ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của công ty (Baliga & cộng sự, 1996; Daily & Dalton, 1997; Dahya & McConnell, 2005). Do đó, Giả thuyết nghiên cứu đưa ra là:

H2: Dual có tác động đến giá cổ phiếu của các công ty cổ phần niêm yết trên TTCK Việt Nam

Thành viên độc lập (BI) và giá cổ phiếu (MP): Mối quan hệ giữa chức năng giám sát của HĐQT và giá cổ phiếu công ty đã được nghiên cứu một cách rộng rãi (Jensen & Meckling, 1976; Fama & Jensen, 1985), song kết quả nghiên cứu về chức năng giám sát của BI và tác động của nó đến giá cổ phiếu vẫn còn những điểm chưa thống nhất (Hermalin & Weisbach, 2003; Denis & McConnell, 2003; Hermalin & Weisbach, 1988). Một số nghiên cứu chỉ ra rằng các thành viên độc lập là nguồn tư vấn tiềm năng, do đó có thể nâng cao trình độ và chuyên môn của HĐQT. Hơn nữa, theo các nghiên cứu của Mariolis (1975) và Koenig & cộng sự (1979) thì các thành viên độc lập có thể cung cấp nhiều cơ hội kinh doanh mới cho công ty thông qua các mối quan hệ đối với bên ngoài. Ngoài ra, BI còn đóng vai trò quan trọng trong việc gia tăng hiệu quả tài chính thông qua việc giám sát và kết quả là tăng giá cổ phiếu (Weisbach, 1988; Byrd & Hickman, 1992; Cotter & cộng sự, 1997; Anderson & cộng sự, 2004). Ngược lại, Agrawal & Knoeber (1996) và Bhagat & Black (2001) lại chứng minh được mối quan hệ ngược chiều giữa BI và giá cổ phiếu. Trong khi đó, Morck & cộng sự (1988), Hermalin & Weisbach (1991) và Klein (1998) lại không tìm thấy mối quan hệ giữa BI và hiệu quả tài chính. Vì vậy, giả thuyết nghiên cứu đưa ra là:

H3: BI có tác động đến giá cổ phiếu của các công ty cổ phần niêm yết trên TTCK Việt Nam

Số lượng các cuộc họp (BM) và giá cổ phiếu (MP): BM là một thước đo sử dụng để đo lường hiệu quả hoạt động của ban quản trị. Các công ty có hiệu quả tài chính thấp thường cần mức độ giám sát cao hơn nên BM sẽ nhiều hơn so với các công ty có hiệu quả tài chính cao (Vafeas, 1999). Tần suất họp HĐQT là trong những yếu tố quan trọng đối với giá trị doanh nghiệp. Tần suất họp HĐQT gia tăng khi công ty đối mặt với khó khăn hoặc cơ hội phát triển. Tần suất họp HĐQT có thể đem lại một số lợi ích

chợ cổ đông. Lợi ích đầu tiên được đề cập đến là tần suất gia tăng giúp các HĐQT có thêm thời gian cân nhắc, đưa ra các chiến lược của công ty và giám sát việc quản lý (Vafeas, 1999). Ngoài ra, việc gặp gỡ thường xuyên sẽ làm giảm mức độ của những hành vi sai trái trong thực tiễn báo cáo tài chính và tăng mức độ xuyên suốt xung quanh các khoản tiền thường và tạo ra các dự đoán thu nhập chính xác hơn (Carcello & cộng sự, 2002). Một số nghiên cứu đã chỉ ra ảnh hưởng tích cực của BM đến giá cổ phiếu (Vafeas, 1999); (Brick & Chidambaram, 2010), ngược lại một số nghiên cứu chỉ ra ảnh hưởng tiêu cực của BM đến giá cổ phiếu (Yermack, 1996) trong khi đó có những nghiên cứu không chứng minh được ảnh hưởng của BM đến giá cổ phiếu (Coleman & cộng sự, 2007). Giả thuyết nghiên cứu được đưa ra là:

H4: BM có tác động đến giá cổ phiếu của các công ty cổ phần niêm yết trên TTCK Việt Nam

Thành viên nước ngoài (AB) and giá cổ phiếu (MP): Sự đa dạng trong HĐQT đóng vai trò quan trọng trong quản trị doanh nghiệp (Kirsch, 2018). Sự đa dạng là một trong những thành phần quan trọng trong việc cải thiện hệ thống quản trị trong doanh nghiệp. Sự đa dạng có thể tăng sự độc lập của hệ thống quản trị (Carter & cộng sự, 2003). HĐQT với nền tảng đa dạng thực hiện các chức năng chiến lược như giám sát và tư vấn, và đưa sự đa dạng về ý tưởng, quan điểm, kinh nghiệm và kiến thức kinh doanh vào quá trình ra quyết định, cuối cùng sẽ tăng hiệu quả tài chính của công ty (Johnston & Malina, 2008); (Lincoln & Adedoyin, 2012); (Triana & cộng sự, 2014). Nhiều nghiên cứu đã chứng minh được tác động cùng chiều của sự đa dạng đến giá cổ phiếu trong cả ngắn hạn và dài hạn (Carter & cộng sự, 2003); (Adams & Ferreira, 2009); (Baranchuk & Dybvig, 2009). Sự đa dạng trong HĐQT được đo lường bằng nhiều thước đo khác nhau, có nghiên cứu sử dụng thước đo là giới tính, có nghiên cứu sử dụng thước đo là tuổi. Tuy nhiên, trong nghiên cứu này, sử dụng thước đo là sự tham gia của các thành viên nước ngoài trong HĐQT. Mỗi quốc gia khác nhau có triết lý lãnh đạo, phương thức quản trị và kinh doanh khác nhau. Vì vậy, sự tham gia của các thành viên nước ngoài trong HĐQT giúp cải thiện được hiệu quả của công ty, từ đó làm tăng giá cổ phiếu trên thị trường.

H5: AB có tác động cùng chiều đến giá cổ phiếu của các công ty cổ phần niêm yết trên TTCK Việt Nam

Ngoài ra, trong mô hình nghiên cứu Tác giả đưa thêm hai biến kiểm soát là biến quy mô công ty (SIZE) và biến tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA). Thứ nhất, quy mô công ty là yếu tố có ảnh hưởng quan trọng đến giá cổ phiếu của các công ty (Zhou và Zhu, 2019; Sharif và các cộng sự, 2015). Các công ty lớn có lợi thế về mặt quy mô, thời gian hoạt động lâu dài, khả năng quản lý tài chính và tiềm

lực tài chính tốt, do đó giá cổ phiếu có xu hướng cao hơn so với các công ty nhỏ. Vì vậy giả thuyết nghiên cứu được đưa ra là:

H6: Quy mô công ty có tác động cùng chiều đến giá cổ phiếu của các công ty cổ phần niêm yết trên TTCK Việt Nam

Thứ hai, tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản là một trong những thước đo để đo lường hiệu quả tài chính của công ty. ROA có ảnh hưởng tích cực đến giá cổ phiếu và được chứng minh trong nhiều nghiên cứu lý thuyết cũng như thực nghiệm (KabaJeh và các cộng sự, 2012; Menaje, 2012; Sukhija, 2014). Vì vậy giả thuyết nghiên cứu được đưa ra là:

H7: ROA có tác động cùng chiều đến giá cổ phiếu của các công ty cổ phần niêm yết trên TTCK Việt Nam

3. Mô hình nghiên cứu và phương pháp nghiên cứu

Mô hình nghiên cứu: Để kiểm tra tác động của đặc trưng HĐQT đến giá cổ phiếu của công ty, Tác giả sử dụng mô hình nghiên cứu sau:

$$MP_i = a_0 + a_1 * Dual_i + a_2 * BI_i + a_3 * BM_i + a_4 * AB_i + a_5 * BS_i + a_6 * SIZE_i + a_7 * ROA_i + e_i$$

MP: Giá cổ phiếu được tính là giá cổ phiếu trung bình ngày trong năm 2018. Giá cổ phiếu được tính toán là giá của phiên đóng cửa. Lý do tác giả lựa chọn giá đóng cửa đại diện cho giá cổ phiếu của các công ty cổ phần niêm yết theo ngày là do giá đóng cửa đại diện cho sự nối tiếp về giá trị thị trường theo ngày của vốn chủ sở hữu giao dịch trên thị trường chứng khoán. Giá đóng cửa là giá của phiên giao dịch cuối cùng của ngày (xác định bởi lệnh ATC) và cũng chính là giá tham chiếu của ngày hôm sau.

BS: Số lượng thành viên hội đồng quản trị

Dual (Sự kiêm nhiệm): Dual nhận giá trị 0 nếu Chủ tịch hoặc Phó Chủ tịch HĐQT không kiêm nhiệm chức vụ trong Ban giám đốc. Dual nhận giá trị 1 nếu Chủ tịch hoặc Phó Chủ tịch kiêm nhiệm chức vụ trong Ban giám đốc.

BI: Tỷ lệ số thành viên độc lập trong HĐQT được tính bằng số lượng thành viên độc lập/Số lượng thành viên HĐQT

BM: Số lượng các cuộc họp của HĐQT trong năm

AB: Tỷ lệ số thành viên là người nước ngoài trong HĐQT được tính bằng số lượng thành viên là người nước ngoài/Số lượng thành viên HĐQT

Hai biến kiểm soát được đưa vào mô hình bao gồm biến quy mô công ty (SIZE) và biến khả năng sinh lời trên tổng tài sản (ROA).

Dữ liệu nghiên cứu và phương pháp nghiên cứu:

Để kiểm tra ảnh hưởng của đặc trưng HĐQT đến giá cổ phiếu các công ty, tác giả sử dụng mẫu 661 công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam năm 2018. Các dữ liệu nghiên cứu như BS, Dual, BI, BM và AB được thu thập trong các Báo cáo quản trị, Báo cáo thường niên năm 2018.

Dữ liệu về giá chứng khoán được thu thập trên trang web www.hsx.vn và www.hnx.vn. Phương pháp nghiên cứu được sử dụng gồm thống kê mô tả, kiểm định tự tương quan, kiểm định đa cộng tuyến, kiểm định phương sai sai số thay đổi và phương pháp hồi quy tuyến tính với sự hỗ trợ của phần mềm SPSS 22.

4. Kết quả và thảo luận

Bảng 1 trình bày kết quả thống kê mô tả các biến trong mô hình nghiên cứu. Theo kết quả bảng 1 cho thấy giá trị trung bình của giá cổ phiếu năm 2018 của 661 công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán là 23.148,58 đồng. Trung bình tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA) của các công ty năm 2018 là 0,06 hay 100 đồng tài sản trung bình tạo ra 6 đồng lợi nhuận sau thuế. Quy mô công ty được đo lường bằng logarit tổng tài sản của công ty và có giá trị trung bình là 13,33. Trung bình các công ty niêm yết có số lượng các cuộc họp (BM) là 10,47 với số lượng trung bình các thành viên (BS) là 5,64. Tỷ lệ trung bình các thành viên độc lập của các công ty là 3%. Tỷ lệ các trung bình số lượng các thành viên nước ngoài tham gia vào HĐQT là 4%.

Bảng 1: Thống kê mô tả

| Biến | Quan sát | Giá trị nhỏ nhất | Giá trị lớn nhất | Trung bình | Độ lệch chuẩn |
|------|----------|------------------|------------------|------------|---------------|
| Dual | 661 | 0,00 | 1,00 | 0,53 | 0,50 |
| BM | 661 | 0,00 | 101,00 | 10,47 | 10,65 |
| BS | 661 | 0,00 | 18,00 | 5,64 | 1,44 |
| BI | 661 | 0,00 | 0,50 | 0,03 | 0,10 |
| AM | 661 | 0,00 | 1,00 | 0,04 | 0,13 |
| MP | 661 | 796,94 | 244.466,17 | 23.148,58 | 27.510,28 |
| SIZE | 661 | 4,91 | 19,07 | 13,33 | 1,73 |
| ROA | 661 | -0,47 | 0,61 | 0,06 | 0,08 |

Nguồn: Tác giả tính toán với sự hỗ trợ của SPSS 22

Trước khi đi vào phân tích hồi quy, Tác giả thực hiện kiểm định tự tương quan và đa cộng tuyến trong mô hình (Bảng 2) và kiểm định phương sai sai số thay đổi (bảng 3). Theo kết quả bảng 2 có thể thấy hệ số phóng đại phương sai (VIF) của các biến trong mô hình nhỏ hơn 2 và hệ số Tolerance đều lớn hơn 0,1 nên các biến trong mô hình không có hiện tượng đa cộng tuyến. Kết quả kiểm định Durbin - Watson có hệ số Durbin - Watson là 1,990 thuộc khoảng từ (dU = 1,603; 4- dU = 2,397) nên mô hình không có hiện tượng tự tương quan.

Bảng 2: Kiểm định đa cộng tuyến và tự tương quan

| Biến | Dual | BI | BM | AB | BS | SIZE | ROA |
|-------------------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Tolerance | 0,98 | 0,953 | 0,885 | 0,932 | 0,89 | 0,79 | 0,947 |
| VIF | 1,02 | 1,049 | 1,131 | 1,074 | 1,124 | 1,265 | 1,056 |
| Hệ số Durbin – Watson = 1,990 | | | | | | | |

Nguồn: Tác giả tính toán với sự hỗ trợ của SPSS 22

Bảng 3: Phương sai sai số thay đổi

| ABSZE_1 | Dual | BM | BS | BI | AM | ROA | SIZE |
|-----------------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Spearman's rho | 0,044 | -0,004 | 0,239 | 0,081 | 0,223 | 0,254 | 0,290 |
| Sig. (2-tailed) | 0,256 | 0,926 | 0,206 | 0,137 | 0,520 | 0,401 | 0,169 |

Nguồn: Tác giả tính toán với sự hỗ trợ của SPSS 22

Kết quả bảng 3, kiểm định hạng Spearman cho thấy hệ số Sig giữa các biến và trị tuyệt đối của phần dư (ABSZE) đều lớn hơn mức ý nghĩa 5%, do đó phương sai phần dư là đồng nhất hay trong mô hình không có hiện tượng phương sai sai số thay đổi.

Kết quả nghiên cứu (Bảng 4), hệ số R2 điều chỉnh của mô hình là 0,36 hay các biến độc lập trong mô hình giải thích được 36% sự thay đổi giá cổ phiếu của các công ty cổ phần niêm yết trên TTCK Việt Nam. Hệ số Sig của mô hình nhỏ hơn mức ý nghĩa 5% cho thấy các biến trong mô hình không đồng thời bằng 0 hay mô hình có ý nghĩa thống kê trong thực tế. Ảnh hưởng của các biến trong mô hình đến giá cổ phiếu cụ thể như sau: Thứ nhất, kết

quả không như mong đợi hai biến Dual và biến BI không có ý nghĩa thống kê tại mức P-value là 5% với hệ số Sig lớn hơn 5%. Do đó, không đủ cơ sở để khẳng định giả thuyết H2 và H3. Kết quả này cho thấy sự kiểm nhiệm của thành viên HĐQT (Dual) không có ảnh hưởng đến giá cổ phiếu của các công ty niêm yết trên TTCK Việt Nam. Kết quả này đồng nhất với các nghiên cứu của Baliga & cộng sự (1996), Daily

& Dalton (1997), Dahya & McConnell (2005)... Như vậy có thể thấy, lý thuyết đại diện và lý thuyết quản lý không hoàn toàn đúng trong trường hợp về sự kiểm nhiệm của HĐQT và Ban giám đốc trong bối cảnh Việt Nam. Hơn nữa, chức năng giám sát của các thành viên độc lập (BI) đối với các công ty cổ phần niêm yết trên TTCK Việt Nam cũng không có ảnh hưởng đáng kể đến giá cổ phiếu của các công ty. Kết quả nghiên cứu phù hợp với các nghiên cứu của Morck & cộng sự (1988), Hermalin & Weisbach (1991), Klein (1998). Thứ hai, các biến còn lại trong mô hình gồm BM, AB, BS, SIZE và ROA đều có hệ số Sig nhỏ hơn 5% nên đều có tác động đến giá cổ phiếu hay đủ cơ sở để khẳng định các giả thuyết H1, H4 và H5. Kết quả tác động và chiều ảnh hưởng của các biến được phân tích cụ thể như sau: Trước hết, số lượng các thành viên trong HĐQT

(BS) có hệ số hồi quy dương (3.349,2) cho thấy tác động của BS đến giá cổ phiếu là tác động tích cực. Hệ số hồi quy là 3.349,2 cho thấy khi công ty gia tăng số lượng thành viên HĐQT thêm 1 người thì giá cổ phiếu trung bình tăng khoảng 3.349,2 đồng. Các công ty có BS lớn hơn có khả năng đưa ra chiến lược hoạt động hiệu quả cũng như giám sát hoạt động điều hành của công ty tốt hơn. Nguyên nhân là do mỗi thành viên trong HĐQT có chuyên môn sâu về từng lĩnh vực từ lĩnh vực tài chính - kế toán, marketing, nhân sự hay kỹ thuật chuyên môn từng lĩnh vực nên sẽ việc hoạch định các chiến lược phát triển phù hợp hơn cũng như giám sát hoạt động theo từng khía cạnh chuyên môn hiệu quả hơn. Thêm vào đó, số lượng thành viên HĐQT lớn cũng giúp công ty có thể tận dụng tối đa các nguồn lực và mối quan hệ đối với bên ngoài. Điều này giúp gia tăng hiệu quả hoạt động của công ty trong cả ngắn hạn và dài hạn, nên gia tăng giá trị của công ty. Kết quả nghiên cứu phù hợp với các nghiên cứu của Dalton & cộng sự (1999), Goodstein & cộng sự (1994), Coles & cộng sự (2008) và ngược với kết quả của các nghiên cứu Lipton & Lorsch (1992), Jensen (1993). Tiếp theo, số lượng các cuộc họp của thành viên HĐQT có tác động tiêu cực đến giá cổ phiếu với hệ số hồi quy là -172,5. Hệ số hồi quy là -172,5 cho thấy khi các công ty gia tăng số lượng các cuộc họp lên 1 lần thì giá cổ phiếu trung bình giảm 172,5 đồng. Trong điều kiện công ty hoạt động bình thường, HĐQT có xu hướng chỉ tổ chức các cuộc họp thường niên, định kỳ để đánh giá kết quả hoạt động và xây dựng chiến lược định kỳ. Đối với các công ty có những điều kiện không thuận lợi trong kết quả hoạt động kinh doanh, thì HĐQT sẽ phải thường xuyên họp để đánh giá và giám sát hoạt động kinh doanh nhằm vượt qua khó khăn. Do đó, các công ty này thường có giá trị cổ phiếu thấp. Kết quả nghiên cứu phù hợp với nghiên cứu của Yermack (1996). Cuối cùng, tỷ lệ thành viên nước ngoài trong tổng số thành viên HĐQT (AB) có tác động tích cực đến giá cổ phiếu với hệ số hồi quy là 14.352,4. Hệ số hồi quy là 14.352,4 cho thấy khi công ty gia tăng tỷ lệ thành viên nước ngoài trong tổng số thành viên HĐQT lên 1% thì giá cổ phiếu trung bình tăng 14.352,4 đồng. Kết quả cho thấy, sự đa dạng của văn hóa các quốc gia khác nhau có tác động tích cực đến

hiệu quả hoạt động của công ty. Các thành viên HĐQT là người nước ngoài có kinh nghiệm, kỹ năng và chuyên môn cao, do đó đưa ra những tư vấn hiệu quả về chiến lược hoạt động và giám sát tốt hơn hệ thống hoạt động của các công ty. Kết quả nghiên cứu phù hợp với các nghiên cứu của Kirsch (2018), Johnston & Malina (2008), Lincoln & Adedoyin (2012), Triana & cộng sự (2014), Carter & cộng sự (2003); Adams & Ferreira (2009), Baranchuk & Dybvig (2009). Ngoài ra, hai biến kiểm soát là quy mô công ty và tỷ lệ sinh lời trên tổng tài sản cũng có tác động cùng chiều đến giá cổ phiếu hay giả thuyết H6 và H7 được khẳng định. Hệ số hồi quy của SIZE là 3.439,2 cho thấy khi quy mô công ty tăng 1% thì giá cổ phiếu trung bình tăng 3.439,2 đồng. Các công ty có quy mô lớn thường có giá cổ phiếu cao hơn do uy tín tài chính và kinh nghiệm quản lý. Mặt khác, các công ty có hiệu quả hoạt động tốt (khả năng sinh lời cao - ROA) được các nhà đầu tư đánh giá và kỳ vọng lớn hơn nên có giá cổ phiếu cao hơn so với các công ty có hiệu quả hoạt động thấp. Hệ số hồi quy của ROA là 145.433,1 cho thấy khi ROA tăng 1 đơn vị (%) thì giá cổ phiếu trung bình tăng 145.433,1 đồng.

Bảng 4: Kết quả hồi quy

| Biến | Hằng số | Dual | BI | BM | AB | BS | SIZE | ROA |
|--|-----------|--------|--------------------------------------|--------|----------|---------|---------|-----------|
| Hệ số hồi quy | -54.396,9 | -710,4 | 5.348,9 | -172,5 | 14.352,4 | 3.439,2 | 3.837,7 | 145.433,1 |
| Hệ số Sig | 0,000 | 0,682 | 0,554 | 0,044 | 0,033 | 0,000 | 0,000 | 0,000 |
| R² điều chỉnh = 0,36 | | | Hệ số Sig của mô hình = 0,000 | | | | | |

Nguồn: Tác giả tính toán với sự hỗ trợ của SPSS

5. Kết luận

Dựa trên mẫu nghiên cứu là 661 công ty cổ phần niêm yết trên TTCK Việt Nam năm 2018, nghiên cứu đã chứng minh được tác động của đặc trưng HĐQT của công ty đến giá cổ phiếu. Kết quả nghiên cứu đã chỉ ra rằng sự tham gia của các thành viên HĐQT là người nước ngoài có ảnh hưởng tích cực đến giá cổ phiếu. Hơn nữa, quy mô của hội đồng quản trị cũng có tác động cùng chiều đến giá cổ phiếu hay các công ty có quy mô HĐQT lớn thường có khả năng tận dụng nguồn lực tốt (lý thuyết phụ thuộc nguồn lực), điều này giúp tăng cường hiệu quả hoạt động và gia tăng giá cổ phiếu của công ty. Nghiên cứu cũng cho thấy, các công ty có tần suất họp HĐQT nhiều có giá cổ phiếu thấp do điều kiện hoạt động kém hiệu quả, nên cần có sự gia tăng hoạt động giám sát của hội đồng quản trị. Tuy nhiên, nghiên cứu đã không chứng minh được ảnh hưởng

của sự kiêm nhiệm và sự tham gia của các thành viên độc lập đến giá cổ phiếu của công ty, hay chưa chỉ ra được ảnh hưởng của lý thuyết đại diện và lý thuyết quản lý ứng dụng trong các công ty cổ phần niêm yết trên TTCK Việt Nam. Tuy đạt được một số kết quả, song nghiên cứu còn một số hạn chế như số liệu nghiên cứu mang tính chất thời điểm, nghiên cứu cũng chưa đề cập đến yếu tố ngành nghề và đặc trưng công ty có ảnh hưởng đến cấu trúc hoạt động của hội đồng quản trị. Các hạn chế này là gợi ý cho hướng nghiên cứu tiếp theo. ♦

Tài liệu tham khảo:

1. Adams, R. B. & Ferreira, D. (2009), *Women in the boardroom and their impact on governance and performance*, Journal of Financial Economics, 94, 291-309.
2. Agrawal, A. & Knoeber, C. R. (1996), *Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 31(3), 377-397.
3. Anderson, C. A. & Anthony, R. N. (1986), *The new corporate directors: Insights for board members and executives*, Newyork: Willey.
4. Anderson, R. C., Mansi, S. & Reeb, D. (2004), *Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt*, Journal of Accounting and Economics, 37, 315-342.
5. Baliga, B. R., Moyer, R. C. & Rao, R. S. (1996), *CEO duality and firm performance: what's the fuss?* Strategic Management Journal, 17(1), 41-53.
6. Baranchuk, N. & Dybvig, P. H. (2009), *Consensus in Diverse Corporate Boards*, Review of Financial Studies, 22(2), 715-747.
7. Bhagat, S. & Black, B. (2001), *The non-correlation between board independence and long-term firm performance*, Journal of Corporation Law, 27(2), 231-274.
8. Brick, I. E. & Chidambaran, N. K. (2010), *Board meetings, committee structure, and firm value*, Journal of Corporate Finance, 16, 533-553.
9. Byrd, J. & Hickman, K. (1992), *Do outside directors monitor managers? Evidence from tender offer bids*, Journal of Financial Economics, 32, 195-221.
10. Carcello, J., Hermanson, D., Neal, T. & Riley, J. (2002), *Board Characteristics and Audit Fees*, Contemporary Accounting Research, 19, 365-384.
11. Carter, D. A., Simkins, B. J. & Simpson, W. G. (2003), *Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value*, The Financial Review, 38, 33-53.
12. Coleman, A., Adjasi, C. & Abor, J. (2007), *Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from Ghanaian Listed Companies*, Corporate Ownership and Control, 4, 123-132.
13. Coles, J. L., Daniel, N. D. & Naveen, L. (2008), *Boards: Does one size fit all?* Journal of Financial Economics, 87(329-356).
14. Cotter, J., Shivdasani, A. & Zenner, M. (1997), *Do independent directors enhance target shareholder wealth during tender offers?*, Journal of Financial Economics, 43, 195-218.
15. Dahya, J. & McConnell, J. J. (2005), *Outside directors and corporate board decisions*, Journal of Corporate Finance, 11(1-2), 37-60. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2003.10.001>
16. Daily, C. M. & Dalton, D. R. (1997), *Separate, But Not Independent: Board Leadership Structure in Large Corporations*, Corporate Governance, 5(3), 126-136. doi: <https://doi.org/10.1111/1467-8683.00053>
17. Vafeas, N. (1999), *Board meeting frequency and firm performance*, Journal of Financial Economics, 53, 113-142.
18. Weisbach, M. (1988), *Outside directors and CEO turnover*, Journal of Financial Economics, 20(431-460).

Summary

The paper aims to analyze the impacts of features of the Board of Directors (BOD) on the share price of companies listed in Vietnam stock market via multiple regression method. The features of the BOD are the number of BOD members (BS), dual responsibilities of BOD and the Board of Managers (dual), the number of independent members (BI), the number of meetings (BM), and the number of foreign members (AB). The study utilizes data from 661 joint stock companies listed in Vietnam stock market in 2018. The research results show that BM has negative influence on share price while other variables including BS and AB have positive impacts on share price, and Dual and BI has no significant influence on the variation of share price.