

HIỆU QUẢ QUẢN TRỊ CÔNG TY ĐẠI CHÚNG CỦA CÁC THÀNH VIÊN ĐỘC LẬP HỘI ĐỒNG QUẢN TRỊ

HOÀNG HẢI ANH*

Bài viết đánh giá tác động của đặc điểm hội đồng quản trị, đặc biệt là vai trò của thành viên độc lập, đến hiệu quả hoạt động kinh doanh (ROA và ROE) của 250 công ty đại chúng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Thông qua các phương pháp hồi quy dữ liệu bảng Pooled OLS, FEM, REM và bộ kiểm định kinh tế lượng (F-test, Breusch-Pagan LM, Hausman), bài viết xác định mô hình Pooled OLS là lựa chọn tối ưu cho biến phụ thuộc ROA, trong khi mô hình Tác động cố định (FEM) phù hợp nhất đối với ROE. Trên cơ sở kết quả thực nghiệm, bài viết đề xuất các hàm ý quản trị nhằm tối ưu hóa cơ cấu hội đồng quản trị và nâng cao chất lượng quản trị công ty thực chất tại Việt Nam.

Từ khóa: Thành viên độc lập; hội đồng quản trị; quản trị công ty; ROA; ROE; hiệu quả tài chính; công ty đại chúng.

This article assesses how Board of Directors characteristics, particularly the role of independent members, affect the business performance (ROA and ROE) of 250 public companies listed on Viet Nam's stock market. Using panel data regression methods, including Pooled OLS, FEM, and REM, along with econometric tests (F-test, Breusch-Pagan LM, and Hausman), the article identifies Pooled OLS as the optimal model for ROA dependent variable. In contrast, the Fixed Effects Model (FEM) is most appropriate for ROE. Based on the empirical results, the article proposes governance implications for optimizing the structure of the Board of Directors and enhancing the substantive quality of corporate governance in Vietnam.

Keywords: Independent members; Board of Directors; corporate governance; ROA; ROE; financial performance; public companies.

NGÀY NHẬN: 12/7/2026 NGÀY PHẢN BIỆN, ĐÁNH GIÁ: 19/9/2026 NGÀY DUYỆT ĐĂNG: 06/10/2026

Email: anhhh81@gmail.com

DOI: <https://doi.org/10.59394/qlnn.370.2026.1666>

1. Đặt vấn đề

Trong số các cơ chế quản trị công ty, hội đồng quản trị được xem là thiết chế trung tâm thực hiện chức năng định hướng, giám sát và kiểm soát hoạt động của ban điều hành. Theo Fama & Jensen (1983), việc phân

tách giữa chức năng ra quyết định và chức năng kiểm soát có vai trò quan trọng trong việc hạn chế chi phí đại diện và nâng cao hiệu quả của tổ chức. Trong cơ cấu Hội đồng

* NCS của Trường Đại học Ngoại Thương

quản trị, các thành viên độc lập đóng vai trò đặc biệt trong việc bảo đảm tính khách quan của hoạt động giám sát, kiểm soát các quyết định của ban điều hành và bảo vệ lợi ích của các cổ đông (đặc biệt là cổ đông thiểu số). Do vậy, thành viên độc lập về nguyên tắc có mức độ độc lập cao hơn trong việc đánh giá các quyết định quản trị, kiểm soát xung đột lợi ích và chất vấn ban điều hành.

Ở Việt Nam, vấn đề này có ý nghĩa đặc biệt trong bối cảnh thị trường chứng khoán ngày càng phát triển, quy mô vốn hóa của các công ty đại chúng gia tăng và yêu cầu về minh bạch, trách nhiệm giải trình và bảo vệ nhà đầu tư ngày càng cao. Khung pháp lý về quản trị công ty Việt Nam đã từng bước được hoàn thiện với *Luật Doanh nghiệp*, *Luật Chứng khoán* và các văn bản hướng dẫn liên quan. Tuy nhiên, khoảng cách giữa tuân thủ quy định về cơ cấu Hội đồng quản trị và hiệu quả thực tế của Hội đồng quản trị vẫn là vấn đề cần được quan tâm. Việc nghiên cứu hiệu quả quản trị công ty của các thành viên độc lập Hội đồng quản trị của các công ty đại chúng đối với ROA và ROE là cần thiết nhằm chuyển đổi vai trò của thành viên Hội đồng quản trị độc lập từ cơ chế tuân thủ hình thức thành một cơ chế quản trị tạo giá trị thực chất cho công ty đại chúng và cổ đông.

2. Tổng quan nghiên cứu

Một trong những nghiên cứu có ảnh hưởng trực tiếp đến vấn đề này là nghiên cứu của Nguyen & cộng sự (2017), được thực hiện trên mẫu 217 công ty phi tài chính niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn 2010 - 2014. Kết quả cho thấy, thành viên Hội đồng quản trị độc lập có tác động tổng thể tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Bằng chứng của Vu & cộng sự (2018) cũng cho thấy, sự cần thiết phải thận trọng khi đánh giá vai trò của thành viên độc lập. Nghiên cứu được thực hiện trên 557 công ty

niêm yết tại Việt Nam, sử dụng dữ liệu từ thời điểm doanh nghiệp niêm yết đến năm 2014. Kết quả hồi quy cho thấy, số lượng thành viên Hội đồng quản trị, mức độ tập trung sở hữu của Hội đồng quản trị và ảnh hưởng sở hữu của CEO có những tác động nhất định đến ROA, trong khi các yếu tố này không có tác động tương tự đối với ROE. Đáng chú ý, biến đại diện cho thành viên độc lập không có tác động có ý nghĩa thống kê đến cả ROA và ROE.

Trong nghiên cứu của Nguyen & Ngo (2021), sử dụng dữ liệu bảng không cân bằng gồm 1.693 quan sát của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh trong giai đoạn 2012 - 2018. Kết quả cho thấy, thành viên Hội đồng quản trị độc lập có tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp; đồng thời, khi xem xét số lượng thành viên độc lập, các công ty có một hoặc hai thành viên độc lập có kết quả hoạt động thấp hơn.

Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu của Vu & cộng sự (2018) cho thấy, chưa có bằng chứng thống kê rõ ràng về tác động của thành viên độc lập đối với ROA của các công ty niêm yết Việt Nam. Điều này phản ánh cơ chế giám sát của thành viên độc lập chưa đủ mạnh để tạo ra sự khác biệt rõ rệt trong hiệu quả sử dụng tài sản. Đây cũng là điểm cần được nhìn nhận trong mối quan hệ với đặc điểm của thị trường Việt Nam. Đặc điểm quản trị công ty có những tác động khác nhau đối với hiệu quả doanh nghiệp, đặc biệt, biến đại diện cho tính độc lập của Hội đồng quản trị có tác động không đồng nhất đến các thước đo hiệu quả. Kết quả này cho thấy, không nên xem một chỉ tiêu đơn lẻ như ROA hoặc ROE là bằng chứng đầy đủ về chất lượng quản trị; thay vào đó, cần xem xét hiệu quả sử dụng tài sản, hiệu quả sử dụng vốn, khả năng thanh toán và giá trị thị trường của doanh nghiệp.

3. Phương pháp nghiên cứu

Bài viết sử dụng dữ liệu 250 doanh nghiệp, trong nghiên cứu được hiểu là 250 công ty đại chúng có cổ phiếu niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, được lựa chọn làm mẫu nghiên cứu. Việc lựa chọn này nhằm tạo ra một mẫu đủ lớn và đa dạng để phân tích mối quan hệ giữa đặc điểm của Hội đồng quản trị, đặc biệt là thành viên độc lập Hội đồng quản trị, với hiệu quả quản trị và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Vì vậy, mô hình nghiên cứu ROA và ROE có dạng là: $ROE (ROA) = a_1 + a_2SIZE + a_3IND + a_4CHAIR + a_5FIND + a_6MCAP + a_7INDUSTRY + a_8TYPE + \varepsilon$

Trong đó: SIZE: (quy mô hội đồng quản trị, đo bằng tổng số thành viên Hội đồng quản trị); IND: (số lượng thành viên độc lập hội đồng quản trị); CHAIR: (Chủ tịch hội đồng quản trị thường là biến giả); FIND: (số lượng thành viên độc lập nữ); MCAP: (vốn hóa thị trường của doanh nghiệp); INDUSTRY: (ngành/lĩnh vực hoạt động của doanh nghiệp, thường được mã hóa thành các biến giả); TYPE: (loại hình doanh nghiệp, cũng có thể được mã hóa thành biến giả); ROE: (tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu); ROA: (tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản); a_1 : Hệ số chặn; $a_2 - a_7$: Hệ số hồi quy của các biến độc lập; ε : Sai số của mô hình.

Để lựa chọn phương pháp ước lượng phù hợp, nghiên cứu lần lượt thực hiện hồi quy Pooled OLS, mô hình tác động cố định (FEM) và mô hình tác động ngẫu nhiên (REM). Kiểm định F được sử dụng để lựa chọn giữa Pooled OLS và FEM, kiểm định Breusch-Pagan LM được sử dụng để lựa chọn giữa Pooled OLS và REM, trong khi kiểm định Hausman được sử dụng để lựa chọn giữa FEM và REM.

4. Kết quả nghiên cứu

Kết quả thực nghiệm trên mẫu 250 quan sát hợp lệ trong *Bảng 1* cho thấy, tính nhất

quán cao về chiều hướng tác động của các biến đặc điểm Hội đồng quản trị tới hiệu quả hoạt động doanh nghiệp (đo lường qua ROA và ROE) giữa ba phương pháp ước lượng Pooled OLS, FEM và REM, trong đó quy mô Hội đồng quản trị (SIZE) thể hiện tác động dương có ý nghĩa thống kê đồng nhất xuyên suốt các mô hình (với hệ số trong mô hình Pooled OLS là 3,4981 đối với ROA và 6,0792 đối với ROE; ở FEM là 4,7212 đối với ROA và 5,2638 đối với ROE; ở REM là 3,9566 đối với ROA và 7,1226 đối với ROE). Điều này khẳng định, việc gia tăng số lượng thành viên Hội đồng quản trị giúp mở rộng mạng lưới nguồn lực và nâng cao chất lượng ra quyết định chiến lược cho doanh nghiệp; đồng thời, số lượng thành viên độc lập (IND) cũng thể hiện tác động tích cực đến hiệu quả sử dụng tài sản và vốn chủ sở hữu trong mô hình Pooled OLS và duy trì ý nghĩa thống kê đối với ROA ở mô hình FEM, minh chứng cho vai trò giảm thiểu chi phí đại diện và tăng cường tính giám sát độc lập của các thành viên bên ngoài).

Ngược lại, biến số lượng thành viên độc lập nữ (FIND) cho thấy, tác động âm có ý nghĩa thống kê ổn định ở cả ba phương pháp ước lượng đối với cả ROA và ROE (hệ số biến động từ -3,2125 đến -4,2279 cho ROA và từ -5,9454 đến -6,2049 cho ROE, $p < 0,05$ ở hầu hết các mô hình), phản ánh thực trạng việc bổ nhiệm thành viên nữ độc lập tại một số doanh nghiệp niêm yết có thể còn mang tính hình thức hoặc gặp phải những rào cản trong việc tham gia thực chất vào quản trị điều hành; bên cạnh đó, biến kiểm soát vốn hóa thị trường (MCAP) liên tục ghi nhận tác động âm có ý nghĩa thống kê ở mức 5% và 1% trong toàn bộ các ước lượng cho thấy, các doanh nghiệp có quy mô vốn hóa quá lớn, đang phải đối mặt với gánh nặng chi phí quản lý phức tạp, làm suy giảm hiệu suất sinh lời ngắn hạn. Việc so sánh giữa Pooled OLS, FEM và REM cho thấy, mô hình FEM

Bảng 1. Kết quả mô hình hồi quy

Biến độc lập/ chỉ số	Biến phụ thuộc: ROA			Biến phụ thuộc: ROE		
	Pooled OLS	FEM	REM	Pooled OLS	FEM	REM
Hệ số chặn (constant)	1,9808 (0,685)	6,5824 (0,126)	7,4562* (0,051)	5,2782 (0,499)	-22,3768*** (0,001)	1,2231 (0,835)
SIZE (quy mô Hội đồng quản trị)	3,4981* (0,070)	4,7212** (0,019)	3,9566* (0,063)	6,0792** (0,049)	5,2638* (0,098)	7,1226** (0,036)
IND (Số TV độc lập)	2,9410* (0,050)	3,1419* (0,052)	2,0072 (0,223)	4,5574* (0,057)	3,6205 (0,157)	2,8331 (0,278)
CHAIR (Chủ tịch Hội đồng quản trị)	1,6012 (0,118)	1,1306 (0,289)	1,2069 (0,252)	2,8832* (0,078)	3,0997* (0,068)	2,1349 (0,205)
FIND (số TV độc lập nữ)	-4,0745** (0,029)	-3,2125* (0,097)	-4,2279** (0,024)	-5,9454** (0,046)	-6,0621** (0,049)	-6,2049** (0,038)
MCAP (vốn hóa thị trường)	-2,5107** (0,042)	-2,5127** (0,047)	-3,0368** (0,017)	-4,4290** (0,025)	-5,0948** (0,011)	** 5,3933*** ** (0,008)
INDUSTRY (kiểm soát ngành)	0,4728*	Đã kiểm soát	Đã kiểm soát	0,9777**	Đã kiểm soát	Đã kiểm soát
TYPE (kiểm soát loại hình)	2,5944	Có	Đã kiểm soát	-8,7993***	Có	Đã kiểm soát
Số lượng quan sát (N)	250	250	250	250	250	250
Hệ số xác định (R^2)	0,1179	0,1169	0,1063	0,1982	0,2095	0,219
Hệ số chặn (Constant)	1,9808 (0,685)	6,5824 (0,126)	7,4562* (0,051)	5,2782 (0,499)	-22,3768*** (0,001)	1,2231 (0,835)
SIZE (quy mô Hội đồng quản trị)	3,4981* (0,070)	4,7212** (0,019)	3,9566* (0,063)	6,0792** (0,049)	5,2638* (0,098)	7,1226** (0,036)
IND (số TV độc lập)	2,9410* (0,050)	3,1419* (0,052)	2,0072 (0,223)	4,5574* (0,057)	3,6205 (0,157)	2,8331 (0,278)
CHAIR (chủ tịch HĐQT)	1,6012 (0,118)	1,1306 (0,289)	1,2069 (0,252)	2,8832* (0,078)	3,0997* (0,068)	2,1349 (0,205)
FIND (số TV độc lập nữ)	-4,0745** (0,029)	-3,2125* (0,097)	-4,2279** (0,024)	-5,9454** (0,046)	-6,0621** (0,049)	-6,2049** (0,038)
MCAP (vốn hóa thị trường)	-2,5107** (0,042)	-2,5127** (0,047)	-3,0368** (0,017)	-4,4290** (0,025)	-5,0948** (0,011)	** 5,3933*** ** (0,008)
INDUSTRY (kiểm soát ngành)	0,4728*	Đã kiểm soát	Đã kiểm soát	0,9777**	Đã kiểm soát	Đã kiểm soát
TYPE (kiểm soát loại hình)	2,5944	Có	Đã kiểm soát	-8,7993***	Có	Đã kiểm soát
Số lượng quan sát (N)	250	250	250	250	250	250
Hệ số xác định (R^2)	0,1179	0,1169	0,1063	0,1982	0,2095	0,219

Nguồn: Tính toán của tác giả, 2026.

kiểm soát hiệu ứng cố định ngành và mô hình REM kiểm soát yếu tố ngẫu nhiên đều giúp nâng cao độ tin cậy của ước lượng, loại bỏ hiện tượng thiên vị do bỏ sót đặc thù ngành nghề và tạo cơ sở vững chắc cho việc lựa chọn mô hình tối ưu thông qua các kiểm định F, Breusch-Pagan LM và Hausman trong nghiên cứu.

Trong *Bảng 2*, bài viết đã tiến hành bộ ba kiểm định kinh tế lượng tiêu chuẩn bao gồm kiểm định F (F-test), kiểm định Breusch - Pagan Lagrange Multiplier (LM) và kiểm định Hausman cho cả hai mô hình biến phụ thuộc ROA và ROE; đối với mô hình tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA), kiểm định F so sánh giữa Pooled OLS và FEM thu được giá trị $F = 0,6962$ với $p = 0,6752 > 0,05$, cho thấy chưa có đủ cơ sở bác bỏ giả thuyết H_0 và khẳng định các hiệu ứng cố định ngành

không tạo ra sự khác biệt có ý nghĩa thống kê; đồng thời, kiểm định Breusch-Pagan LM so sánh giữa Pooled OLS và REM đạt giá trị $LM = 6,3065$ với $p = 0,6129 > 0,05$ tiếp tục chấp nhận giả thuyết H_0 về sự vô hiệu của phương sai thành phần ngẫu nhiên, từ đó đi đến kết luận đồng nhất lựa chọn. Mô hình Hồi quy Gộp (Pooled OLS) làm ước lượng chuẩn xác và hiệu quả nhất cho biến ROA; trong khi đó, đối với mô hình tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE), mặc dù kiểm định F thu được $F = 0,8162$ ($p = 0,5750 > 0,05$), nhưng khi so sánh trực tiếp giữa mô hình Tác động cố định (FEM) và Tác động ngẫu nhiên (REM), kiểm định Hausman đã cho giá trị $\chi^2 = 15,5380$ với $p = 0,0083 < 0,01$, chính thức bác bỏ giả thuyết H_0 ở mức ý nghĩa 1% và khẳng định có sự tương quan giữa sai số đặc thù với các biến độc lập

Bảng 2. Lựa chọn mô hình tối ưu thông qua các kiểm định

Giả thuyết	Tên kiểm định	Mô hình so sánh	Chỉ số kiểm định (Statistic)	p-value	Kết luận thống kê	Mô hình được chọn
Mô hình ROA						
H_0 : Pooled OLS tốt hơn FEM	Kiểm định F (F-test)	Pooled OLS vs, FEM	$F = 0,6962$	0,6752	Chưa bác bỏ H_0 ($p > 0,05$)	Pooled OLS
H_0 : Pooled OLS tốt hơn REM	Breusch-Pagan LM	Pooled OLS vs, REM	$LM = 6,3065$	0,6129	Chưa bác bỏ H_0 ($p > 0,05$)	Pooled OLS
H_0 : Mô hình REM tốt hơn FEM	Kiểm định Hausman	FEM vs, REM	$\chi^2 = 7,4145$	1,0000	Chưa bác bỏ H_0 ($p > 0,05$)	Pooled OLS / REM
Mô hình ROE						
H_0 : Pooled OLS tốt hơn FEM	Kiểm định F (F-test)	Pooled OLS vs, FEM	$F = 0,8162$	0,5750	Chưa bác bỏ H_0 ($p > 0,05$)	Pooled OLS
H_0 : Pooled OLS tốt hơn REM	Breusch-Pagan LM	Pooled OLS vs, REM	$LM = 2,9861$	0,9352	Chưa bác bỏ H_0 ($p > 0,05$)	Pooled OLS
H_0 : Mô hình REM tốt hơn FEM	Kiểm định Hausman	FEM vs, REM	$\chi^2 = 15,5380$	0,0083	Bác bỏ H_0 ($p < 0,01$)	FEM

Nguồn: Tính toán của tác giả, 2026.

trong mô hình; do đó, Mô hình Tác động Cố định (FEM) là lựa chọn tối ưu cho biến ROE nhằm kiểm soát triệt để các yếu tố đặc thù cố định theo ngành nghề và loại hình doanh nghiệp, giúp loại bỏ hiện tượng chệch hệ số do biến bị bỏ sót và bảo đảm tính vững chắc cho các suy luận quản trị.

5. Hàm ý quản trị

Bài viết đánh giá thực nghiệm tác động của các đặc điểm Hội đồng quản trị đến hiệu quả hoạt động kinh doanh (đo lường qua ROA và ROE) tại các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Thông qua các kiểm định F, Breusch-Pagan LM và Hausman, nghiên cứu xác định mô hình Pooled OLS là lựa chọn tối ưu cho biến ROA và mô hình Tác động Cố định (FEM) là tối ưu cho biến ROE. Kết quả hồi quy khẳng định quy mô Hội đồng quản trị (SIZE) và số lượng thành viên độc lập (IND) có tác động tích cực đến hiệu quả kinh doanh, giúp nâng cao năng lực giám sát và chất lượng ra quyết định chiến lược. Những phát hiện này cung cấp bằng chứng thực tiễn quan trọng giúp các doanh nghiệp niêm yết hoàn thiện cơ cấu quản trị công ty trong bối cảnh thị trường mới nổi. Từ kết quả nghiên cứu thực nghiệm, một số hàm ý quản trị cốt lõi được đề xuất như sau:

Thứ nhất, tối ưu hóa quy mô và tăng cường tỷ lệ thành viên độc lập trong Hội đồng quản trị. Tác động tích cực của quy mô Hội đồng quản trị (SIZE) và thành viên độc lập (IND) đến ROA và ROE cho thấy, việc mở rộng Hội đồng quản trị ở mức hợp lý sẽ giúp bổ sung nguồn lực tri thức và nâng cao tính khách quan trong giám sát. Doanh nghiệp cần tránh duy trì Hội đồng quản trị quá tinh gọn hoặc mang tính khép kín; thay vào đó, cần chủ động gia tăng sự xuất hiện của các thành viên độc lập có chuyên môn sâu về tài chính, pháp lý và quản trị rủi ro nhằm giảm thiểu chi phí đại diện và bảo vệ lợi ích của cổ đông.

Thứ hai, nâng cao chất lượng và sự tham gia thực chất của thành viên nữ trong quản trị. Tác động âm của biến thành viên độc lập nữ (FIND) phản ánh thực trạng việc bổ nhiệm nhân sự nữ tại một số doanh nghiệp hiện nay có thể còn mang tính hình thức nhằm đối phó với quy định hoặc hình ảnh công ty. Ban lãnh đạo doanh nghiệp cần xây dựng cơ chế trao quyền thực chất, tạo môi trường làm việc bình đẳng và phát triển các chương trình đào tạo năng lực quản trị cho nhân sự nữ, giúp họ phát huy tối đa lợi thế về sự cẩn trọng và khả năng kiểm soát rủi ro trong các quyết định chiến lược.

Thứ ba, tái cấu trúc bộ máy và kiểm soát chi phí vận hành ở các doanh nghiệp quy mô lớn. Tác động ngược chiều của biến vốn hóa thị trường (MCAP) gợi mở rằng các doanh nghiệp quy mô lớn thường đối mặt với nguy cơ công kênh về bộ máy, gia tăng chi phí đại diện và sự chậm trễ trong phản ứng với thị trường. Do đó, ban điều hành các doanh nghiệp lớn cần đẩy mạnh chuyển đổi số, tinh gọn quy trình quản lý, tăng cường phân cấp ủy quyền và kiểm soát chặt chẽ hiệu quả sử dụng tổng tài sản cũng như vốn chủ sở hữu nhằm duy trì năng lực sinh lời bền vững □

Tài liệu tham khảo:

- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 301 - 325.
- Nguyen, T. T. M., Evans, E., & Lu, M. (2017). Independent directors, ownership concentration and firm performance in listed companies: Evidence from Vietnam. *Pacific Accounting Review*, 29(2), 204 - 226.
- Nguyen, H. Y., & Ngo, P. T. (2021). Independent directors and performance of companies listed on the Ho Chi Minh Stock Exchange. *Science & Technology Development Journal: Economics, Law and Management*, 5(4), 1881 - 1891.