

TÁC ĐỘNG CỦA ĐA DẠNG HÓA HỘI ĐỒNG QUẢN TRỊ, HẠN CHẾ TÀI CHÍNH VÀ SỰ HIỆU QUẢ CỦA HOẠT ĐỘNG ĐẦU TƯ: BẰNG CHỨNG TỪ CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH

Lê Bảo Thy¹, Trần Thị Ngọc Hân²,
Lê Cao Việt Hà³

Tóm tắt

Nghiên cứu của chúng tôi sử dụng mẫu gồm 351 công ty phi tài chính niêm yết trên Sàn Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) từ năm 2010 đến năm 2023. Chúng tôi áp dụng phương pháp bình phương nhỏ nhất tổng quát khả thi (FGLS) để phân tích tác động của đa dạng hội đồng quản trị (về giới tính, quốc tịch và tính độc lập) và các ràng buộc tài chính đến hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp. Kết quả cho thấy các ràng buộc tài chính có vai trò tích cực trong việc nâng cao hiệu quả đầu tư. Bên cạnh đó, tỷ lệ thành viên độc lập cao hơn trong hội đồng quản trị có liên quan đến hiệu quả đầu tư được cải thiện. Phân tích cũng chỉ ra rằng khi tỷ lệ phụ nữ trong hội đồng quản trị tăng, hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp cũng có xu hướng tăng theo. Ngược lại, sự hiện diện của thành viên hội đồng quản trị là người nước ngoài lại có tác động tiêu cực đến hiệu quả đầu tư. Kết quả nghiên cứu cho thấy việc tăng cường đa dạng hóa hội đồng quản trị và giảm bớt các hạn chế tài chính có thể nâng cao hiệu quả đầu tư và chất lượng ra quyết định. Những phát hiện này mang lại hàm ý hữu ích cho nhà quản lý, nhà đầu tư và nhà hoạch định chính sách trong việc thúc đẩy thực hành quản trị doanh nghiệp hiệu quả.

Từ khóa: Đa dạng quốc tịch trong hội đồng quản trị, hạn chế tài chính, thành viên độc lập, hiệu quả của hoạt động đầu tư.

BOARD DIVERSITY, FINANCIAL CONSTRAINTS AND INVESTMENT EFFICIENCY: EVIDENCE FROM VIETNAMESE LISTED FIRMS ON THE HO CHI MINH STOCK EXCHANGE

Abstract

By using the sample of 351 non-financial companies that were listed between 2010 and 2023 on the Ho Chi Minh City Stock Exchange, our study applies feasible generalized least squares (FGLS) to investigate the impact of board diversity, in terms of gender, nationality, and board independence, and financial constraints on firms' investment efficiency. The findings reveal that financial constraints play a positive role in enhancing investment efficiency. Additionally, a higher proportion of independent directors on the board is associated with improved investment efficiency. The analysis further shows that the higher the proportion of women on the board of directors, the higher the firm's investment efficiency tends to be. Conversely, the presence of foreign directors on the board negatively affects firms' investment efficiency. These findings offer practical insights for firms in improving governance structures to support more efficient investment decisions. The findings suggest that increasing board diversity and reducing financial constraints can enhance investment efficiency and decision-making quality. These discoveries provide useful implications for managers, investors, and policymakers in promoting effective corporate governance practices.

Keywords: Board nationality diversity, financial constraints, independent directors, investment efficiency.

JEL classification: G3, G32, G11.

DOI: 10.63767/TCKT.34.2025.93.103

1. Giới thiệu

Trong bối cảnh môi trường kinh doanh ngày càng cạnh tranh và biến động, việc nâng cao hiệu quả đầu tư trở thành một trong những vấn đề trọng yếu quyết định khả năng duy trì tăng trưởng bền vững và gia tăng giá trị của doanh nghiệp. Khả năng phân bổ nguồn lực vào các dự án tạo ra giá trị, đồng thời tránh được việc sử dụng nguồn vốn kém hiệu quả như tình trạng đầu tư quá mức hoặc dưới mức, không chỉ thể hiện năng lực quản trị tốt mà còn là yếu tố then chốt thúc đẩy hiệu quả hoạt động dài hạn của doanh nghiệp (Richardson, 2006). Chính vì vậy, việc xác định các yếu tố bên trong và bên ngoài tác động đến hiệu quả đầu tư đang là chủ đề được quan

tâm hàng đầu trong các nghiên cứu về quản trị doanh nghiệp hiện đại. Trong số đó, đa dạng hội đồng quản trị và ràng buộc tài chính là hai yếu tố nổi bật. Đa dạng hội đồng quản trị được hiểu là sự khác biệt giữa các thành viên về nhân khẩu học và chuyên môn, trong đó nghiên cứu này tập trung vào ba khía cạnh phổ biến: giới tính, tính độc lập, và quốc tịch. Sự đa dạng này có thể gia tăng khả năng giám sát, hạn chế xung đột lợi ích, đồng thời bổ sung những góc nhìn khác biệt trong quá trình đánh giá và ra quyết định đầu tư. Trong khi đó, hạn chế tài chính phản ánh mức độ khó khăn mà doanh nghiệp gặp phải khi tiếp cận nguồn vốn bên ngoài. Các doanh nghiệp chịu hạn chế tài chính thường phụ thuộc nhiều vào dòng

tiền nội bộ và để bỏ lỡ các cơ hội đầu tư sinh lời. Đặc biệt tại Việt Nam, một thị trường vốn mới nổi với kênh dẫn vốn còn hạn chế, ràng buộc tài chính trở thành biến số quan trọng khi nghiên cứu về hiệu quả phân bổ nguồn lực.

Hiệu quả của hoạt động đầu tư được hiểu là khả năng doanh nghiệp phân bổ nguồn vốn phù hợp với nhu cầu thực tế và cơ hội tăng trưởng, vừa đảm bảo lợi nhuận kỳ vọng, vừa hạn chế lãng phí hoặc thiếu hụt vốn cho các dự án có giá trị. Trong nghiên cứu này, hiệu quả đầu tư được đo lường theo phương pháp của (Richardson, 2006), thông qua mức độ sai lệch giữa đầu tư thực tế và đầu tư kỳ vọng. Khi mức đầu tư thực tế tiệm cận với mức kỳ vọng, doanh nghiệp được xem là đạt hiệu quả cao, phản ánh sự phân bổ vốn hợp lý gắn liền với năng lực quản trị.

Việc xem xét đồng thời đa dạng hội đồng quản trị và hạn chế tài chính trong cùng một khung phân tích mang lại góc nhìn toàn diện hơn về hiệu quả đầu tư. Trong khi các đặc điểm của hội đồng quản trị định hình chất lượng và định hướng của quyết định đầu tư, thì ràng buộc tài chính lại quyết định khả năng hiện thực hóa những quyết định đó. Sự tương tác giữa hai yếu tố này tạo nên cơ sở lý luận quan trọng để lý giải tại sao hiệu quả đầu tư có thể khác biệt đáng kể giữa các doanh nghiệp, ngay cả khi họ đối mặt với những cơ hội tăng trưởng tương đồng.

Để lấp đầy khoảng trống trong các nghiên cứu hiện tại, nghiên cứu của chúng tôi sử dụng dữ liệu bảng của các công ty phi tài chính niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) trong giai đoạn 2010-2023 nhằm khám phá tác động của đa dạng của hội đồng quản trị và các ràng buộc tài chính đến hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp. Thông qua việc phân tích mối quan hệ giữa đặc điểm hội đồng quản trị, ràng buộc tài chính và hành vi đầu tư trong bối cảnh thị trường mới nổi, nghiên cứu này kỳ vọng sẽ mang lại những bằng chứng thực nghiệm có giá trị, đóng góp vào nền tảng lý thuyết về quản trị doanh nghiệp và hiệu quả đầu tư. Nghiên cứu của chúng tôi đóng góp vào nền tảng lý thuyết như sau:

Thứ nhất, mặc dù mối quan hệ giữa tính đa dạng của hội đồng quản trị và hiệu quả đầu tư ngày càng thu hút sự quan tâm từ giới học thuật, nhưng hiện vẫn còn khá ít nghiên cứu đồng thời xem xét nhiều khía cạnh của tính đa dạng hội đồng trong một khuôn khổ phân tích tổng thể. Chẳng hạn, nghiên cứu của (Med Bechir và Jouirou, 2024) chỉ tập trung vào đa dạng giới tính và tính độc lập của hội đồng, cho thấy rằng đa dạng giới tính có tác động tiêu cực đến hiệu quả đầu tư, trong khi tính độc lập của hội đồng có ảnh hưởng tiêu cực nhưng không có ý nghĩa thống kê. Trong bối cảnh Việt Nam, (Tran, 2019) là một trong số ít những bài

nghiên cứu xem xét yếu tố độc lập của hội đồng quản trị đến hiệu quả đầu tư tuy nhiên nghiên cứu chưa xem xét đến các khía cạnh khác như đa dạng giới tính hay quốc tịch. Mặc dù những nghiên cứu này mang lại những góc nhìn hữu ích, nhưng chúng vẫn thiếu một cái nhìn toàn diện về tính đa chiều của hội đồng quản trị. Để lấp đầy khoảng trống này, nghiên cứu của chúng tôi xem xét tác động kết hợp của ba khía cạnh: đa dạng giới tính, tính độc lập và đa dạng quốc tịch của hội đồng quản trị đối với hiệu quả đầu tư. Thông qua cách tiếp cận toàn diện này, nghiên cứu kỳ vọng sẽ bổ sung vào cơ sở lý luận, đồng thời cung cấp những hiểu biết sâu sắc hơn về cách đặc điểm đa dạng của hội đồng có thể phối hợp định hình các quyết định đầu tư ở cấp độ doanh nghiệp.

Thứ hai, các nghiên cứu thực nghiệm về mối quan hệ trực tiếp giữa ràng buộc tài chính và hiệu quả đầu tư vẫn còn hạn chế và chưa nhất quán. Các nghiên cứu trước đây chủ yếu tập trung vào tác động của ràng buộc tài chính đến mức độ đầu tư hơn là chất lượng đầu tư (Biddle và cộng sự., 2009; Chen và cộng sự., 2011). Khoảng trống này càng trở nên rõ rệt hơn ở các thị trường mới nổi như Việt Nam, nơi thị trường vốn còn kém phát triển và việc tiếp cận nguồn tài chính bên ngoài vẫn là một thách thức đối với nhiều doanh nghiệp. Mặc dù một số nghiên cứu đã đề cập đến vấn đề này trong bối cảnh Việt Nam, như (Dang và Ngo, 2020) và (Ha và Thai, 2023), phần lớn vẫn chỉ tập trung vào độ nhạy đầu tư nói chung hoặc hành vi đầu tư quá mức hoặc dưới mức. Do đó, việc phân tích tác động của ràng buộc tài chính đối với hiệu quả đầu tư sẽ mang lại những hiểu biết có giá trị về ràng buộc tài chính định hình quyết định phân bổ nguồn lực ở các nền kinh tế mới nổi như Việt Nam.

Thứ ba, về mặt đo lường, hiệu quả đầu tư thường được xác định theo hai phương pháp chính do (Biddle và cộng sự, 2009) và (Richardson, 2006) đề xuất. Trong đó, phương pháp của (Richardson, 2006) được đánh giá là trực tiếp và được sử dụng phổ biến hơn, bằng cách mô hình hóa mức đầu tư kỳ vọng dựa trên các yếu tố đặc trưng của doanh nghiệp như cơ hội tăng trưởng, dòng tiền và khả năng sinh lời, sau đó tính phần dư giữa đầu tư thực tế và đầu tư kỳ vọng. So với mô hình của Biddle, cách tiếp cận của Richardson giúp nhận diện sai lệch trong đầu tư phát sinh từ quyết định của nhà quản lý hơn là từ chất lượng báo cáo tài chính, do đó phù hợp hơn với các nghiên cứu tập trung vào cơ chế quản trị nội bộ. Bên cạnh đó, mô hình Richardson cũng có tính linh hoạt cao và đã được kiểm chứng trong nhiều bối cảnh và thị trường khác nhau, khiến nó đặc biệt phù hợp để khảo sát ảnh hưởng của đặc điểm

hội đồng quản trị và ràng buộc tài chính đến hiệu quả đầu tư. Do đó, trong nghiên cứu này, mô hình của (Richardson, 2006) được lựa chọn làm thước đo chính cho hiệu quả đầu tư.

2. Cơ sở lý thuyết và giả thuyết nghiên cứu

2.1. Lý thuyết nền

2.1.1. Lý thuyết về bất cân xứng thông tin

Lý thuyết về bất cân xứng thông tin được phát triển bởi (Akerlof, 1970) sau đó được mở rộng bởi Stiglitz (1975), là một nền tảng quan trọng để hiểu các điểm không hoàn hảo trong thị trường tài chính. Theo lý thuyết này, do bất đối xứng thông tin, các nhà đầu tư và chủ nợ bên ngoài gặp khó khăn trong việc đánh giá chất lượng doanh nghiệp hoặc mức độ rủi ro của dự án, dẫn đến việc họ áp dụng các điều kiện cho vay nghiêm ngặt hơn hoặc hạn chế cung cấp vốn (Myers và Majluf, 1984). Điều này có thể khiến các doanh nghiệp đang gặp khó khăn về tài chính không thể thực hiện được những dự án có NPV dương, từ đó làm giảm hiệu quả đầu tư. Hơn nữa, bất đối xứng thông tin còn có thể dẫn đến rủi ro đạo đức, tức là người quản lý doanh nghiệp có thể theo đuổi lợi ích cá nhân thông qua các khoản đầu tư không hiệu quả trong trường hợp thiếu sự giám sát từ bên ngoài. Nhiều nghiên cứu thực nghiệm đã áp dụng cách tiếp cận lý thuyết này để chứng minh những tác động tiêu cực của các rào cản tài chính đối với hiệu quả đầu tư (Almeida và cộng sự, 2004; Chen và cộng sự, 2011).

2.1.2. Lý thuyết người đại diện

Từ góc độ lý thuyết người đại diện, tính đa dạng của hội đồng quản trị góp phần nâng cao hiệu quả đầu tư thông qua việc giải quyết các vấn đề đại diện và tăng cường cơ chế giám sát. Theo Meckling và Jensen (1976), xung đột lợi ích và bất cân xứng thông tin giữa nhà quản lý và cổ đông có thể dẫn đến chi phí đại diện, chẳng hạn như đầu tư quá mức vào các dự án kém hiệu quả hoặc đầu tư thiếu do tâm lý né tránh rủi ro quá mức. Tính đa dạng của hội đồng quản trị - bao gồm sự khác biệt về giới tính, độ tuổi, trình độ học vấn và nền tảng nghề nghiệp có khả năng thách thức các quyết định của ban điều hành, giảm thiểu tư duy nhóm và mang đến đánh giá toàn diện hơn cho các quyết định chiến lược. Do đó, xét từ quan điểm của lý thuyết đại diện, tính đa dạng hội đồng quản trị được xem là một công cụ quản trị nội bộ quan trọng, góp phần nâng cao hiệu quả đầu tư và thúc đẩy các quyết định tối đa hóa giá trị doanh nghiệp.

2.2. Giả thuyết nghiên cứu

2.2.1. Đa dạng giới tính trong hội đồng quản trị và hiệu quả đầu tư

Tính đa dạng giới tính trong hội đồng quản trị đóng vai trò quan trọng trong quản trị doanh nghiệp. Nhiều nghiên cứu đã chỉ ra tầm quan trọng

của việc gia tăng sự hiện diện của phụ nữ trong hội đồng quản trị. Tuy nhiên, kết quả thực nghiệm về mối quan hệ giữa tỷ lệ thành viên nữ trong hội đồng quản trị và hiệu quả đầu tư vẫn còn chưa thống nhất và có nhiều điểm khác biệt giữa các nghiên cứu. Farooq và cộng sự (2023), sử dụng mẫu gồm các công ty niêm yết tại Vương quốc Anh trong giai đoạn 2005–2018 cho thấy rằng các giám đốc nữ có khả năng hạn chế các quyết định đầu tư kém hiệu quả thông qua vai trò giám sát nghiêm ngặt, bao gồm việc đánh giá kỹ lưỡng các quyết định đầu tư của nhà quản lý, chất vấn tính hiệu quả và yêu cầu trách nhiệm đối với hiệu suất hoạt động của công ty. Trong bối cảnh một thị trường mới nổi như Việt Nam, Song và Chung (2023) đã nghiên cứu hai nhóm mẫu gồm các doanh nghiệp Việt Nam ở khu vực phía Bắc và phía Nam trong giai đoạn 2015–2021. Kết quả cho thấy các nữ CEO ở miền Bắc, nơi định kiến giới ít phổ biến hơn, có xu hướng đầu tư quá mức nhiều hơn so với các CEO nam. Ngược lại, ở miền Nam, không ghi nhận sự khác biệt đáng kể trong hành vi đầu tư giữa CEO nam và nữ. Phân tích sâu hơn cho thấy nữ CEO ở miền Bắc có xu hướng chấp nhận rủi ro cao hơn, ngay cả khi đối mặt với biến động và bất định của thị trường, chẳng hạn như trong đại dịch COVID-19. Đáng chú ý, việc chấp nhận rủi ro này không làm giảm giá trị doanh nghiệp, mà ngược lại, có thể đóng góp tích cực vào hiệu quả hoạt động của công ty.

Mặt khác, chỉ có rất ít nghiên cứu ghi nhận mối quan hệ tiêu cực giữa đa dạng giới trong hội đồng quản trị và hiệu quả đầu tư. Chẳng hạn, Med Bechir và Jouirou (2024) đã sử dụng dữ liệu bảng của 626 công ty tại 6 quốc gia Châu Á trong giai đoạn 2012–2019 và phát hiện mối quan hệ tiêu cực có ý nghĩa thống kê giữa sự hiện diện của nữ giới trong hội đồng quản trị và hiệu quả đầu tư. Kết quả này cho thấy rằng sự tham gia của nữ giới trong HĐQT có thể đóng vai trò như một yếu tố hạn chế hiệu quả đầu tư. Nguyên nhân có thể xuất phát từ định hướng đạo đức và sự can trọng trong cách tiếp cận công việc của nữ giới. Cụ thể, các nữ thành viên HĐQT có xu hướng dành nhiều thời gian hơn để thảo luận, yêu cầu thông tin đầy đủ hơn, và tổ chức nhiều cuộc họp hơn trước khi ra quyết định đầu tư, từ đó có thể làm chậm quá trình ra quyết định. Tương tự, Dao và cộng sự (2023), với bộ dữ liệu gồm 4.653 quan sát công ty theo năm từ 582 doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn 2009–2020, cho thấy nữ giới trong HĐQT làm giảm hiệu quả đầu tư bằng cách gia tăng tình trạng đầu tư dưới mức, đồng thời không có tác động đáng kể đến tình trạng đầu tư quá mức. Đặc biệt, nghiên cứu này cũng chỉ ra rằng tác động tiêu cực của nữ giới trong HĐQT đến

hiệu quả đầu tư rõ rệt hơn ở các doanh nghiệp nhà nước. Do đó, dựa trên các lập luận nêu trên, chúng tôi đưa ra giả thuyết về mối quan hệ sau:

Giả thuyết H1a: Tính đa dạng giới tính trong hội đồng quản trị có mối quan hệ tích cực với hiệu quả đầu tư.

Giả thuyết H1b: Tính đa dạng giới tính trong hội đồng quản trị có mối quan hệ tiêu cực với hiệu quả đầu tư.

2.2.2. *Tính độc lập của hội đồng quản trị và hiệu quả đầu tư*

Liu và cộng sự (2015), sử dụng dữ liệu toàn diện của tất cả các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thượng Hải và Thâm Quyển trong giai đoạn 1999 - 2012, đã ghi nhận tác động tích cực của tính độc lập hội đồng quản trị đối với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp tại Trung Quốc. Kết quả nghiên cứu cho thấy các giám đốc độc lập có ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả vận hành, đặc biệt rõ rệt hơn ở các doanh nghiệp có sở hữu nhà nước và ở những công ty có chỉ phí thu thập thông tin thấp. Đáng chú ý, nghiên cứu cũng cho thấy các giám đốc độc lập đóng vai trò then chốt trong việc hạn chế các hành vi trục lợi nội bộ và nâng cao hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp. Mối quan hệ này đặc biệt rõ nét hơn ở các công ty có cơ cấu quản trị yếu, mức độ minh bạch tài chính thấp và chịu nhiều ràng buộc tài chính. Ở Việt Nam, Tran (2019) đã phân tích 1.281 quan sát công ty từ 193 doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh trong giai đoạn 2009–2017 và phát hiện rằng tỷ lệ thành viên độc lập trong hội đồng quản trị cao hơn có mối liên hệ tiêu cực với tổng mức đầu tư của doanh nghiệp nhưng lại có mối liên hệ tích cực với hiệu quả đầu tư. Điều này cho thấy các thành viên độc lập đóng vai trò quan trọng trong việc hạn chế tình trạng đầu tư quá mức vào các dự án kém hiệu quả thông qua việc tăng cường giám sát các quyết định của ban điều hành. Tác động tiêu cực của tính độc lập của HĐQT đến đầu tư đặc biệt rõ rệt ở các doanh nghiệp gặp ràng buộc tài chính, hàm ý rằng các thành viên độc lập hiệu quả hơn trong việc kiểm soát các khoản đầu tư kém hiệu quả trong điều kiện này. Hơn nữa, mối tương tác tích cực và có ý nghĩa thống kê giữa tính độc lập của HĐQT và ràng buộc tài chính cho thấy các thành viên độc lập có đóng góp mạnh mẽ hơn trong việc nâng cao hiệu quả đầu tư khi doanh nghiệp bị hạn chế tiếp cận vốn.

Giả thuyết H2: Tính độc lập của hội đồng quản trị có mối quan hệ tích cực với hiệu quả đầu tư.

2.2.3. *Đa dạng quốc tịch trong hội đồng quản trị và hiệu quả đầu tư*

Đa dạng quốc tịch trong hội đồng quản trị, một yếu tố cốt lõi trong quản trị doanh nghiệp hiện đại, đề cập đến sự hiện diện của các thành viên hội

đồng đến từ nhiều quốc gia và nền văn hóa khác nhau. Phần lớn các nghiên cứu đã chỉ ra rằng sự đa dạng quốc tịch trong hội đồng quản trị có ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả đầu tư. Các thành viên người nước ngoài trong hội đồng quản trị mang đến nhiều góc nhìn khác nhau, kiến thức về thị trường toàn cầu và sự hiểu biết về kinh doanh quốc tế, giúp hội đồng đánh giá các cơ hội đầu tư một cách toàn diện và chính xác hơn. Choi và cộng sự (2007) đã phân tích các công ty Hàn Quốc và cho thấy rằng các doanh nghiệp có thành viên hội đồng là người nước ngoài thực hiện việc phân bổ vốn tốt hơn và ít xảy ra tình trạng đầu tư kém hiệu quả. Kết quả của họ nhấn mạnh vai trò của sự đa dạng quốc tịch trong việc giảm bớt các vấn đề giữa cổ đông và nhà quản lý, đồng thời cải thiện sự phù hợp giữa hành động của ban điều hành và lợi ích của cổ đông. Những lợi ích này đặc biệt quan trọng trong các doanh nghiệp hoạt động quốc tế hoặc có lĩnh vực kinh doanh đa dạng, nơi mà việc thiếu thông tin và khó khăn trong giám sát thường xảy ra. Masulis và cộng sự (2012) cho rằng các giám đốc người nước ngoài đóng góp kiến thức chuyên môn và kinh nghiệm kinh doanh quốc tế mà các giám đốc trong nước có thể không có. Những người này thường hiểu rõ về sự phức tạp của thị trường nước ngoài, các quy định pháp lý và đặc điểm của đầu tư xuyên biên giới. Từ đó, hội đồng quản trị có thể xem xét các cơ hội đầu tư một cách kỹ lưỡng hơn, đánh giá rủi ro chính xác hơn và phân bổ vốn phù hợp với mục tiêu tạo giá trị dài hạn. Huang và Hilary (2018) phát hiện rằng các công ty có hội đồng quản trị đa quốc tịch thường đưa ra quyết định đầu tư tốt hơn, vì các giám đốc người nước ngoài đóng góp kiến thức về thị trường toàn cầu, mở rộng tư duy chiến lược và tăng cường khả năng giám sát. Những hội đồng như vậy có khả năng tránh được các khoản đầu tư quá mức gây giảm hiệu quả đầu tư hoặc đầu tư dưới mức do góc nhìn hạn chế từ trong nước.

Giả thuyết H3: Đa dạng quốc tịch trong hội đồng quản trị có mối liên hệ tích cực với hiệu quả đầu tư.

2.2.4. *Ràng buộc tài chính và hiệu quả đầu tư*

Các ràng buộc tài chính đóng vai trò quan trọng trong nền kinh tế vì chúng ảnh hưởng đến các doanh nghiệp tiếp cận nguồn vốn và đưa ra quyết định đầu tư. Phần lớn các tài liệu nghiên cứu cho thấy mối quan hệ tiêu cực giữa ràng buộc tài chính và hiệu quả đầu tư. T. Kim và cộng sự (2025) đã đưa ra bằng chứng cho thấy ở những doanh nghiệp gặp phải ràng buộc tài chính có mức độ đầu tư cao hơn nhưng lại dẫn đến hiệu quả đầu tư thấp hơn. Tác động này mạnh hơn ở các công ty có nhiều dòng tiền dư thừa, rủi ro phá sản cao và tiềm năng tăng trưởng mạnh. Marhfor và cộng sự (2012) đã sử dụng dữ liệu từ 44 quốc gia và

nhận thấy rằng các doanh nghiệp có ít nguồn tài chính hơn thường phụ thuộc nhiều hơn vào dòng tiền nội bộ khi đưa ra quyết định đầu tư. Mặt khác, một số nghiên cứu lại cho thấy rằng buộc tài chính có thể có tác động tích cực đến hiệu quả đầu tư. Hovakimian (2011) nhận thấy rằng trong những thời kỳ kinh tế thuận lợi và doanh nghiệp dễ tiếp cận nguồn vốn bên ngoài, các công ty lớn với nhiều mảng kinh doanh thường sử dụng nguồn vốn nội bộ không hiệu quả. Nhưng trong thời kỳ kinh tế suy thoái, khi việc tiếp cận vốn bên ngoài trở nên khó khăn, những doanh nghiệp này lại cải thiện cách sử dụng vốn nội bộ bằng cách ưu tiên đầu tư vào các mảng có tiềm năng tăng trưởng cao. Điều này cho thấy rằng buộc tài chính có thể giúp doanh nghiệp đầu tư hiệu quả hơn trong thời điểm khó khăn. Ngoài ra, Olopade (2021) sử dụng dữ liệu từ các doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán JSE trong giai đoạn 2009 đến 2019, phát hiện rằng ràng buộc tài chính có liên quan đến hành vi đầu tư thận trọng hơn. Các doanh nghiệp ở khu vực này chủ yếu dựa vào nguồn vay bên ngoài để đầu tư. Điều đáng chú ý là nghiên cứu cho thấy tình trạng đầu tư kém hiệu quả lại phổ biến hơn ở các công ty không bị ràng buộc tài chính. Những doanh nghiệp này không phụ thuộc nhiều vào nguồn tiền nội bộ và thể hiện mối liên hệ yếu giữa đầu tư và dòng tiền. Điều này cho thấy rằng khi doanh nghiệp đối mặt với ràng buộc tài chính, họ có xu hướng cẩn trọng hơn trong việc lựa chọn dự án đầu tư, từ đó tránh lãng phí nguồn lực và cải thiện hiệu quả đầu tư.

Giả thuyết H_{4a}: Ràng buộc tài chính có mối liên hệ tích cực với hiệu quả đầu tư.

Giả thuyết H_{4b}: Ràng buộc tài chính có mối liên hệ tiêu cực với hiệu quả đầu tư.

3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu

Mẫu nghiên cứu của chúng tôi bao gồm 351 công ty phi tài chính niêm yết trên sàn HOSE giai đoạn 2010 - 2023. Các công ty hoạt động trong lĩnh vực tài chính, như ngân hàng, tổ chức tài chính và công ty bảo hiểm, bị loại khỏi mẫu nghiên cứu do sự khác biệt trong chuẩn mực báo cáo tài chính so với các công ty phi tài chính. Dữ liệu chủ yếu được thu thập từ báo cáo tài chính và báo cáo thường niên của từng công ty. Sau khi loại bỏ những quan sát thiếu dữ liệu, chúng tôi thu được mẫu nghiên cứu gồm 4.530 quan sát.

3.2. Mô tả biến

3.2.1. Biến phụ thuộc

Dựa theo mô hình nghiên cứu của Richardson (2006) và được phát triển bởi (Zhang và cộng sự, 2024), chúng tôi ước tính mức đầu tư tối ưu của doanh nghiệp. Phần dư thu được từ mô hình (1) được sử dụng như một đại diện cho sự

không hiệu quả trong đầu tư, phản ánh sự chênh lệch giữa mức đầu tư thực tế và mức đầu tư tối ưu được ước tính tại cấp độ doanh nghiệp. Mô hình đầu tư được xây dựng như sau:

$$Invest_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Growth_{i,t-1} + \beta_2 Lev_{i,t-1} + \beta_3 Cash_{i,t-1} + \beta_4 Age_{i,t-1} + \beta_5 Size_{i,t-1} + \beta_6 Ret_{i,t-1} + \beta_7 Invest_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Trong nghiên cứu này, i đại diện cho từng doanh nghiệp cụ thể, và t đại diện cho năm quan sát. Biến $Invest$ dùng để chỉ chi phí đầu tư, được tính bằng tổng dòng tiền chi ra để mua sắm và xây dựng tài sản cố định, tài sản vô hình và các tài sản dài hạn khác, chia cho tổng tài sản tại thời điểm t . Biến $Growth$, được đo bằng tốc độ tăng trưởng doanh thu. Lev , được định nghĩa là tỷ số tổng nợ phải trả chia tổng tài sản; $Cash$, được đo bằng lượng tiền và tương đương tiền trên tổng tài sản; Age , thể hiện số năm kể từ khi doanh nghiệp được thành lập; và $Size$, được tính bằng log tự nhiên của tổng tài sản. Phần dư thu được từ mô hình hồi quy sẽ phản ánh mức độ chênh lệch so với mức đầu tư tối ưu kỳ vọng, được gọi là $Ineff$ (mức độ không hiệu quả trong hoạt động đầu tư).

3.2.2. Biến độc lập

Dựa theo cách tiếp cận của (Hadlock & Pierce, 2010), chúng tôi sử dụng chỉ số SA-index làm thước đo ràng buộc tài chính của doanh nghiệp. Chỉ số này được xây dựng dựa trên hai đặc điểm ngoại sinh là quy mô công ty ($Size$) và tuổi đời doanh nghiệp (Age), phản ánh mức độ khó khăn trong tiếp cận nguồn vốn bên ngoài của doanh nghiệp. Mô hình tính toán chỉ số SA được xác định như sau:

$$SA_{i,t} = -0,737 * \text{Log}(\text{Assets})_{i,t} + 0,043 * \text{Log}(\text{Assets})_{i,t}^2 - 0,040 * \text{FirmAge}_{i,t} \quad (2)$$

Trong nghiên cứu này, i đại diện cho từng doanh nghiệp. Biến $Size$ được đo lường bằng log tự nhiên của tổng tài sản, trong khi Age được tính bằng số năm kể từ khi doanh nghiệp thành lập đến năm quan sát. Chỉ số SA có giá trị càng cao cho thấy doanh nghiệp càng bị ràng buộc tài chính lớn hơn, do quy mô nhỏ và tuổi đời thấp thường đi kèm với chi phí huy động vốn cao, thông tin bất cân xứng lớn, giá trị tài sản thế chấp thấp và chi phí phá sản cao (Schiantarelli, 1995), (Petersen và Rajan, 1994).

Ưu điểm của chỉ số SA là việc đo lường dựa trên các biến ngoại sinh, ít chịu ảnh hưởng bởi vấn đề nội sinh so với những thước đo khác (chẳng hạn như dòng tiền hay đòn bẩy tài chính). Do đó, SA-index được xem là một công cụ tương đối tin cậy và dễ áp dụng trong nghiên cứu về ràng buộc tài chính của doanh nghiệp.

Ngoài ra, đa dạng hóa hội đồng quản trị (HĐQT) được lựa chọn làm nhóm biến độc lập. Sự đa dạng được phản ánh thông qua bốn khía cạnh chính: Bsize (quy mô HĐQT), Boardin (tỷ lệ thành

viên độc lập), Boardfe (tỷ lệ thành viên nữ) và Boardf (tỷ lệ thành viên nước ngoài). Chi tiết về cách đo lường các biến được trình bày tại Bảng 1.

3.3.3. Biến kiểm soát

Trong nghiên cứu, chúng tôi đưa vào một số biến kiểm soát nhằm đảm bảo kết quả ước lượng phản ánh chính xác tác động của đa dạng hội đồng quản trị và ràng buộc tài chính đến hiệu quả đầu tư. Cụ thể, đòn bẩy tài chính (LEV) được xem là yếu tố quan trọng bởi mức nợ cao có thể làm gia tăng rủi ro tài chính, chi phí sử dụng vốn và từ đó hạn chế khả năng đầu tư của doanh nghiệp (Lang và cộng sự 1996). Dòng tiền (CF) đại diện cho nguồn vốn nội bộ, đóng vai trò đặc

biệt quan trọng đối với các doanh nghiệp chịu ràng buộc tài chính khi việc tiếp cận vốn bên ngoài còn hạn chế (Fazzari và cộng sự 1987). Bên cạnh đó, khả năng sinh lợi (ROA) phản ánh hiệu quả hoạt động và sức khỏe tài chính của doanh nghiệp; doanh nghiệp có lợi nhuận cao thường dễ dàng tiếp cận nguồn vốn bên ngoài hơn và ít chịu áp lực ràng buộc tài chính hơn (Carreira và Silva, 2010). Việc kiểm soát các biến này giúp mô hình nghiên cứu tránh được sai lệch và nâng cao độ tin cậy của kết quả phân tích.

Bảng 1: Đo lường biến

Biến	Tên biến	Cách đo lường
Biến phụ thuộc		
Ineff	Mức độ không hiệu quả trong hoạt động đầu tư	Dựa theo mô hình nghiên cứu của Richardson (2006) và được phát triển bởi (Zhang và cộng sự, 2024) được thể hiện thông qua mô hình 1.
Biến độc lập		
SA	Chỉ số SA	Được đo lường theo (Hadlock & Pierce, 2010) ở mô hình (2)
BSIZE	Quy mô hội đồng quản trị	Logarit của số lượng thành viên trong HĐQT
BOARDIN	Tính độc lập của HĐQT	Tỷ lệ thành viên độc lập trên tổng số lượng thành viên trong HĐQT
BOARDFE	Tính đa dạng giới tính của HĐQT	Tỷ lệ thành viên nữ trên tổng số lượng thành viên trong HĐQT
BOARDF	Tính đa dạng về quốc tịch trong HĐQT	Tỷ lệ thành viên người nước ngoài trên tổng số thành viên trong HĐQT
Biến kiểm soát		
LEV	Đòn bẩy tài chính	Tỷ số tổng nợ trên tổng tài sản
CF	Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	Dòng tiền thuần từ các hoạt động kinh doanh chia cho tổng tài sản
ROA	Tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản	Lợi nhuận sau thuế/ Tổng tài sản

Bảng 2: Thống kê mô tả

Biến	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
Ineff	4.530	0,737	0,713	-1,232	4,097
SA	4.530	12,388	2,545	4,186	24,106
BSIZE	4.530	1,749	0,213	1,099	2,708
BOARDIN	4.530	0,336	0,149	0,100	0,889
BOARDFE	4.530	0,272	0,132	0,067	1,000
BOARDF	4.530	0,034	0,104	0,000	0,857
CF	4.530	0,057	0,139	-1,374	1,189
LEV	4.530	0,478	0,213	0,000	0,993
ROA	4.530	0,066	0,082	-0,996	0,784

Nguồn: Theo tính toán của nhóm tác giả

Bảng 2 trình bày giá trị trung bình, độ lệch chuẩn, giá trị nhỏ nhất và lớn nhất của các biến được sử dụng trong nghiên cứu này. Mức độ trung bình của sự không hiệu quả trong hoạt động đầu tư (Ineff) là 0,737. Quy mô trung bình của hội đồng quản trị (BSIZE) là 1,749, trong khi tỷ lệ trung bình của các thành viên độc lập trong hội

đồng quản trị (BOARDIN) là 33,6%. Tỷ lệ nữ giới trong hội đồng quản trị (BOARDFE) có giá trị trung bình là 27,2%, và mức độ đa dạng quốc tịch trong hội đồng quản trị (BOARDF) tương đối thấp, với giá trị trung bình là 0,034. Chỉ số SA, được sử dụng như một đại diện cho ràng buộc tài chính, có giá trị trung bình là 12,388.

Bảng 3: Ma trận hệ số tương quan

TT	Biến	1	2	3	4	5	6	7	8	VIF
1	SA	1								1,18
2	BSIZE	0,124	1							1,15
3	BOARDIN	-0,129	0,019	1						1,05
4	BOARDFE	0,070	-0,223	0,049	1					1,11
5	BOARDF	0,153	0,226	-0,124	-0,003	1				1,18
6	CF	-0,137	-0,033	-0,010	0,014	0,048	1			1,27
7	LEV	0,219	0,039	0,065	-0,039	-0,094	-0,215	1		1,38
8	ROA	-0,117	-0,007	-0,080	0,032	0,171	0,425	-0,447	1	1,53

Nguồn: Theo tính toán của nhóm tác giả

Để kiểm tra hiện tượng đa cộng tuyến, chúng tôi xem xét cả ma trận tương quan và giá trị VIF. Bảng 3 cho thấy tất cả các hệ số tương quan cặp giữa các biến độc lập đều thấp hơn nhiều so với ngưỡng 0,80, tất cả các giá trị VIF đều nhỏ hơn 2,0, trong đó giá trị cao nhất là 1,53. Những kết quả này cho thấy hiện tượng đa cộng tuyến không phải là vấn đề nghiêm trọng trong mô hình.

3.3. Mô hình nghiên cứu

Để kiểm tra tác động của đa dạng hội đồng quản trị và ràng buộc tài chính đến hiệu quả đầu tư, chúng tôi sử dụng mô hình nghiên cứu như sau:

$$Ineff_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BD_{i,t} + \beta_2 SA_{i,t} + \beta_3 CF_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Trong đó i đại diện cho doanh nghiệp và t đại diện cho năm quan sát; $Ineff_{i,t}$ biểu thị mức độ không hiệu quả trong hoạt động đầu tư của doanh nghiệp i tại năm t ; $BD_{i,t}$ là sự đa dạng trong hội đồng quản trị, bao gồm quy mô hội đồng, tỷ lệ thành viên độc lập, đa dạng giới tính và quốc tịch của các thành viên HĐQT; $SA_{i,t}$ là mức độ ràng buộc tài chính của doanh nghiệp; Tất cả các biến kiểm soát được trình bày tại Bảng 1; $\varepsilon_{i,t}$ là sai số của mô hình.

3.4. Phương pháp nghiên cứu

Dữ liệu bài nghiên cứu đang sử dụng là dữ liệu bảng, do đó tác giả sẽ tiến hành chọn một mô hình hồi quy từ các mô hình truyền thống như mô hình bình phương nhỏ nhất (Pooled OLS), mô hình hồi quy tác động cố định (FEM) và mô hình hồi quy tác động ngẫu nhiên (REM) đã được sử dụng rộng rãi trong các nghiên cứu trước đây. Để lựa chọn mô hình phù hợp nhất, tác giả đã tiến hành các kiểm định F (p value = 0,000), cho thấy mô hình FEM phù hợp hơn mô hình Pooled OLS, kiểm định Hausman (p value = 0,000) cho thấy mô hình FEM phù hợp hơn mô hình REM. Chúng tôi kiểm tra hiện tượng đa cộng tuyến thông qua ma trận hệ số tương quan và kiểm định VIF, phương sai sai số thay đổi và tự tương quan. Sau khi kiểm định Modified Wald và Breusch and Pagan Lagrangian multiplier, chúng tôi nhận thấy mô hình có hiện tượng phương sai sai số thay đổi và tự tương quan. Nhóm tác giả đã tiến hành phân tích hồi quy dữ liệu bảng bằng phương pháp FGLS (Feasible generalized least squares) để khắc phục hiện tượng phương sai sai số thay đổi và tự tương quan. Kết quả cuối cùng được thể hiện tại Bảng 4.

Bảng 4: Kết quả hồi quy

	Pooled OLS (1)	FEM (2)	REM (3)	FGLS (4)
	Coefficient	Coefficient	Coefficient	Coefficient
	(Std.err)	(Std.err)	(Std.err)	(Std.err)
SA	-0,208*** (0,006)	-0,078*** (0,005)	-0,097*** (0,005)	-0,212*** (0,003)
BSIZE	0,048 (0,076)	-0,010 (0,026)	-0,002 (0,028)	0,060** (0,029)
BOARDIN	-0,626*** (0,133)	-0,118*** (0,043)	-0,136*** (0,046)	-0,525*** (0,053)
BOARDFE	-0,336*** (0,124)	0,077* (0,044)	0,077 (0,047)	-0,232*** (0,050)
BOARDF	0,344*** (0,125)	0,103* (0,056)	0,113* (0,059)	0,461*** (0,062)
CF	0,286** (0,135)	0,101*** (0,031)	0,101*** (0,033)	0,202*** (0,053)
LEV	-0,535*** (0,099)	-0,485*** (0,045)	-0,464*** (0,046)	-0,556*** (0,037)

	Pooled OLS (1)	FEM (2)	REM (3)	FGLS (4)
	Coefficient	Coefficient	Coefficient	Coefficient
	(Std.err)	(Std.err)	(Std.err)	(Std.err)
ROA	0,449** (0,226)	-0,167** (0,070)	-0,171** (0,075)	0,369*** (0,079)
Hằng số	3,772*** (0,167)	1,915*** (0,085)	2,121*** (0,092)	3,749*** (0,064)
Kiểm định F	F(157, 518) = 120,90 prob = 0,0000			
Lựa chọn mô hình	FEM			
Kiểm định Hausman	chi2 (8) = 1188,75 Prob = 0,0000			
Lựa chọn mô hình	FEM			
Kiểm định Modified Wald	chi2 (158) = 3,4e+30 Prob = 0,0000			
Kiểm định Breusch and Pagan Lagrangian multiplier	chibar2(01) = 1159,87 Prob = 0,000			
Số quan sát	4.530	4.530	4.530	4.530

Ghi chú: ***, **, * thể hiện mức ý nghĩa thống kê 1%, 5% và 10%.

4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

Đa dạng giới tính trong hội đồng quản trị (BOARDFE) có mối quan hệ ngược chiều với biến Ineff và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Kết quả này ngụ ý rằng các doanh nghiệp có sự tham gia nhiều hơn của nữ giới trong hội đồng quản trị có xu hướng đạt được hiệu quả đầu tư cao hơn. Sự hiện diện của các nữ giám đốc có thể làm phong phú thêm quá trình thảo luận của hội đồng nhờ vào sự đa dạng trong góc nhìn và phong cách ra quyết định, từ đó đưa ra các chiến lược đầu tư thận trọng và cân bằng hơn. Ngoài ra, các nữ giám đốc thường gắn liền với ý thức đạo đức cao hơn, mức độ chấp nhận rủi ro thấp hơn và định hướng tạo ra giá trị dài hạn - những yếu tố có thể đóng góp tích cực vào kết quả đầu tư. Kết quả này phù hợp với các nghiên cứu trước như (Chu và Oldford, 2023). Do đó, chúng tôi chấp nhận Giả thuyết H_{1a} và bác bỏ Giả thuyết H_{1b}.

Tính độc lập của hội đồng quản trị (BOARDIN) có hệ số tương quan âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Phát hiện này cho thấy rằng các doanh nghiệp có tỷ lệ thành viên độc lập cao hơn trong HĐQT có xu hướng đưa ra các quyết định đầu tư hiệu quả hơn. Các thành viên độc lập được kỳ vọng sẽ tăng cường chức năng giám sát và giảm thiểu các vấn đề đại diện bằng cách hạn chế hành vi cơ hội của nhà quản lý. Do đó, sự hiện diện của họ góp phần vào việc giám sát hiệu quả hơn các hoạt động đầu tư, giúp doanh nghiệp tránh được cả đầu tư quá mức lẫn đầu tư dưới mức, từ đó cải thiện phân bổ vốn. Phát hiện này ủng hộ Giả thuyết H₂

Nguồn: Theo tính toán của nhóm tác giả.
và phù hợp với các nghiên cứu trước như (Rajkovic, 2020) và (Tran, 2019).

Ở mức ý nghĩa 1%, mối quan hệ giữa sự kém hiệu quả trong hoạt động đầu tư (Ineff) và đa dạng quốc tịch trong hội đồng quản trị (BOARDF) là cùng chiều. Mặc dù đa dạng quốc tịch trong HĐQT thường mang lại lợi ích như mở rộng góc nhìn và tăng cường hiểu biết toàn cầu, nhưng tỷ lệ thành viên nước ngoài cao có thể làm giảm hiệu quả hoạt động đầu tư trong một số điều kiện. Nguyên nhân cho mối quan hệ trên là do các thành viên nước ngoài có thể gặp khó khăn về rào cản ngôn ngữ, thiếu hiểu biết về môi trường pháp lý và kinh doanh địa phương, hoặc khác biệt văn hóa ảnh hưởng đến giao tiếp và phối hợp với ban điều hành. Những yếu tố này có thể làm giảm hiệu quả giám sát của hội đồng và trì hoãn việc ra quyết định kịp thời. Ngoài ra, giám đốc nước ngoài có thể không nắm rõ thực tiễn hoạt động hoặc ưu tiên chiến lược của doanh nghiệp, điều này làm giảm khả năng đánh giá và điều hướng các quyết định đầu tư. Phát hiện này trái ngược với kết quả của (Issa và cộng sự., 2024) do đó chúng tôi bác bỏ Giả thuyết H₃.

Hệ số của biến ràng buộc tài chính (SA) là âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Phát hiện này cho thấy rằng khi các doanh nghiệp đối mặt với mức độ ràng buộc tài chính cao hơn (được thể hiện bằng chỉ số SA cao), các nhà quản lý buộc phải ưu tiên các dự án có kỳ vọng lợi nhuận cao do nguồn lực tài chính hạn chế. Hành vi đầu tư thận trọng và chọn lọc này giúp doanh nghiệp tránh được chi tiêu lãng phí

và đầu tư quá mức vào các dự án có tỷ suất sinh lời thấp. Kết quả này phù hợp với nghiên cứu của (Olopade, 2021). Do đó, chúng tôi chấp nhận giả thuyết H_{4a} và bác bỏ giả thuyết H_{4b} .

Kết quả từ bảng 4 cũng cho thấy dòng tiền (CF) có mối quan hệ cùng chiều với biến Ineff ở mức ý nghĩa thống kê 1%. Điều này cho thấy rằng các doanh nghiệp có dòng tiền nội bộ lớn hơn thường có hiệu quả đầu tư thấp hơn. Khi doanh nghiệp tạo ra nhiều tiền mặt và thiếu sự giám sát từ bên ngoài, các nhà quản lý có thể có xu hướng đầu tư quá mức vào các dự án không tạo ra giá trị cho cổ đông. Phát hiện này ủng hộ giả thuyết dòng tiền tự do, cho rằng khi có nhiều quỹ nội bộ mà không chịu sự ràng buộc từ tài chính bên ngoài, các nhà quản lý dễ dàng sử dụng vốn không hiệu quả do quyền tự quyết quá lớn và các vấn đề đại diện. Nghiên cứu của chúng tôi phù hợp với (Fakhroni và cộng sự, 2018) và (Jensen, 1986).

Tác động của đòn bẩy tài chính (LEV) đến sự không hiệu quả trong hoạt động đầu tư (Ineff) là ngược chiều và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Khi doanh nghiệp phụ thuộc nhiều hơn vào nguồn tài chính vay nợ, họ phải chịu sự giám sát chặt chẽ từ các chủ nợ và phải đáp ứng các nghĩa vụ trả nợ định kỳ. Áp lực này hạn chế quyền tự quyết của nhà quản lý và ngăn cản việc đầu tư vào các dự án có rủi ro cao hoặc lợi nhuận thấp. Ngoài ra, đòn bẩy cao khuyến khích các nhà quản lý đưa ra các quyết định đầu tư thận trọng và tạo ra giá trị. Nghiên cứu của chúng tôi phù hợp với (Nan và Wen, 2023).

Ở mức 1%, ROA có tác động cùng chiều và có ý nghĩa thống kê đến sự kém hiệu quả trong hoạt động đầu tư (Ineff). Các doanh nghiệp có lợi nhuận cao thường ít chịu áp lực phải tối ưu hóa mọi quyết định đầu tư. Từ đó, các nhà quản lý có thể không có động lực đánh giá nghiêm ngặt từng dự án, đặc biệt nếu không có sự giám sát mạnh từ bên ngoài dẫn đến nguồn lực dư thừa hoặc biên độ lợi nhuận lớn khiến doanh nghiệp thiếu kỷ luật trong việc lập kế hoạch đầu tư, dẫn đến phê duyệt những dự án không mang lại giá trị bền vững. Nghiên cứu này phù hợp với (Zhang và cộng sự, 2024).

5. Kết luận

Bằng việc sử dụng dữ liệu của 351 công ty phi tài chính niêm yết trên sàn HOSE trong giai đoạn 2010-2023, nghiên cứu đã chỉ ra rằng sự đa dạng về giới trong hội đồng quản trị và tỷ lệ thành

viên độc lập cao có mối liên hệ đáng kể với việc giảm thiểu sự kém hiệu quả trong đầu tư. Điều này gợi ý rằng việc tăng cường đại diện giới và thành viên độc lập có thể củng cố cơ chế giám sát và nâng cao chất lượng các quyết định đầu tư, từ đó hạn chế tình trạng đầu tư quá mức hoặc phân bổ sai nguồn lực. Ngược lại, sự đa dạng quốc tịch trong hội đồng quản trị lại có mối liên hệ tích cực với sự kém hiệu quả trong hoạt động đầu tư, cho thấy rằng sự khác biệt văn hóa và rào cản giao tiếp giữa các thành viên có quốc tịch khác nhau có thể làm suy yếu tính hiệu quả của quản trị và làm giảm sự đồng thuận trong chiến lược, dẫn đến kết quả đầu tư kém hiệu quả hơn. Đối với ràng buộc tài chính, kết quả nghiên cứu cho thấy các doanh nghiệp gặp hạn chế về tài chính lại có xu hướng đầu tư hiệu quả hơn. Điều này hàm ý rằng khi nguồn lực bị giới hạn, doanh nghiệp buộc phải thận trọng và chọn lọc hơn trong các quyết định đầu tư, từ đó tránh được tình trạng đầu tư dàn trải hoặc không hiệu quả. Như vậy, ràng buộc tài chính có thể đóng vai trò như một cơ chế kỷ luật tự nhiên, giúp nâng cao hiệu quả đầu tư - đặc biệt trong bối cảnh thiếu sự giám sát từ bên ngoài. Từ góc độ thực tiễn, các doanh nghiệp nên cân nhắc về cơ cấu HĐQT một cách hợp lý thông qua việc thúc đẩy đa dạng giới và gia tăng tỷ lệ thành viên độc lập nhằm cải thiện chất lượng ra quyết định và giám sát đầu tư. Đồng thời, cần thận trọng khi theo đuổi sự đa dạng quốc tịch trong HĐQT, điều này có thể ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả quản trị. Thông qua cách tiếp cận toàn diện này, nghiên cứu kỳ vọng sẽ bổ sung vào cơ sở lý luận, đồng thời cung cấp những hiểu biết sâu sắc hơn về cách đặc điểm đa dạng của HĐQT có thể phối hợp định hình các quyết định đầu tư ở cấp độ doanh nghiệp. Nghiên cứu chỉ tập trung vào mẫu dữ liệu là các công ty niêm yết trên HOSE không thể khái quát hóa cho tất cả các doanh nghiệp tại Việt Nam. Các công ty niêm yết trên HOSE thường có quy mô lớn hơn và cấu trúc quản trị khác biệt so với các công ty niêm yết trên sàn HNX hoặc các công ty chưa niêm yết. Do đó, trong những nghiên cứu tương lai các tác giả có thể sử dụng mẫu dữ liệu bao quát để khai thác các khía cạnh khác liên quan đến cấu trúc quản trị với đa dạng loại hình doanh nghiệp và quy mô khác nhau để cung cấp cơ sở lý luận toàn diện hơn về chủ đề này.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Akerlof, G. A. (1970). The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488–500. <https://doi.org/10.2307/1879431>
- Almeida, H., Campello, M., & Weisbach, M. S. (2004). The cash flow sensitivity of cash. *The Journal of Finance*, 59(4), 1777–1804.
- Biddle, G. C., Hilary, G., & Verdi, R. S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics*, 48(2–3), 112–131.
- Carreira, C., & Silva, F. (2010). No deep pockets: some stylized empirical results on firms’ financial constraints. *Journal of Economic Surveys*, 24(4), 731–753.
- Chen, F., Hope, O.-K., Li, Q., & Wang, X. (2011). Financial reporting quality and investment efficiency of private firms in emerging markets. *The Accounting Review*, 86(4), 1255–1288.
- Choi, J. J., Park, S. W., & Yoo, S. S. (2007). The value of outside directors: Evidence from corporate governance reform in Korea. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42(4), 941–962.
- Chu, S., & Oldford, E. (2023). Female directors, R&D activities and firms’ investment efficiency: evidence from China. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 30(4), 890–911.
- DANG, H. N., & NGO, X. T. (2020). Quality of financial statements, financial constraints, and investment efficiency: evidence in Vietnam. *Journal of Organizational Behavior Research*, 5(2–2020), 99–113.
- Dao, T. H., Tran, Q. T., Vuong, T. B. N., & Le, S. D. (2023). Female Directors and Investment Efficiency: New Evidence from an Emerging Market. *Indian Journal of Corporate Governance*, 16(2), 200–217.
- Fakhroni, Z., Ghozali, I., Harto, P., & Yuyetta, E. N. A. (2018). Free cash flow, investment inefficiency, and earnings management: evidence from manufacturing firms listed on the Indonesia Stock Exchange. *Investment Management and Financial Innovations*, 15, Iss. 1, 299–310.
- Farooq, S., Gan, C., & Nadeem, M. (2023). Boardroom gender diversity and investment inefficiency: New evidence from the United Kingdom. *Corporate Governance: An International Review*, 31(1), 2–32.
- Fazzari, S., Hubbard, R. G., & Petersen, B. C. (1987). *Financing constraints and corporate investment*. National Bureau of Economic Research Cambridge, Mass., USA.
- Ha, L. H. N., & Thai, A. (2023). Unexpected investment, tunnelling and financial constraints. *International Journal of Emerging Markets*, 18(9), 2152–2175.
- Hadlock, C. J., & Pierce, J. R. (2010). New evidence on measuring financial constraints: Moving beyond the KZ index. *The Review of Financial Studies*, 23(5), 1909–1940.
- Hovakimian, G. (2011). Financial constraints and investment efficiency: Internal capital allocation across the business cycle. *Journal of Financial Intermediation*, 20(2), 264–283.
- Huang, S., & Hilary, G. (2018). Zombie board: Board tenure and firm performance. *Journal of Accounting Research*, 56(4), 1285–1329.
- Issa, A., Sahyouni, A., & Mateev, M. (2024). Enhancing bank efficiency through board diversity: a MENA region study. *EuroMed Journal of Business*.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323–329.
- Kim, T., Lee, B. B., & Paik, D. G. (2025). The relationship between financial constraints and investment efficiency. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 36(1), 61–80.
- Lang, L., Ofek, E., & Stulz, R. (1996). Leverage, investment, and firm growth. *Journal of Financial Economics*, 40(1), 3–29.
- Liu, Y., Miletkov, M. K., Wei, Z., & Yang, T. (2015). Board independence and firm performance in China. *Journal of Corporate Finance*, 30, 223–244.
- Marhfor, A., M’Zali, B., & Cosset, J.-C. (2012). Firm’s financing constraints and investment-cash flow sensitivity: evidence from country legal institutions. *Proceedings in Finance and Risk Perspectives ‘12*, 211.
- Masulis, R. W., Wang, C., & Xie, F. (2012). Globalizing the boardroom—The effects of foreign directors on corporate governance and firm performance. *Journal of Accounting and Economics*, 53(3), 527–554.

- Meckling, W. H., & Jensen, M. C. (1976). Theory of the Firm. *Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3(4), 305–360.
- Med Bechir, C., & Jouirou, M. (2024). Investment efficiency and corporate governance: evidence from Asian listed firms. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 14(3), 596–618.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221.
- Nan, L., & Wen, X. (2023). Financial leverage, information quality, and efficiency. *Contemporary Accounting Research*, 40(2), 1082–1106.
- Olopade, O. S. (2021). *The impact of financial constraints on investment efficiency in South Africa*. University of Johannesburg (South Africa).
- Petersen, M. A., & Rajan, R. G. (1994). The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data. *The Journal of Finance*, 49(1), 3–37. <https://doi.org/10.2307/2329133>
- Rajkovic, T. (2020). Lead independent directors and investment efficiency. *Journal of Corporate Finance*, 64, 101690.
- Richardson, S. (2006). Over-investment of free cash flow. *Review of Accounting Studies*, 11, 159–189.
- Schiantarelli, F. (1995). Financial constraints and investment: a critical review of methodological issues and international evidence. *Conference Series;[Proceedings]*, 39, 177–226.
- Song, J. M., & Chung, C. Y. (2023). Female CEOs and investment efficiency in the Vietnamese market. *Finance Research Letters*, 58, 104362.
- Stiglitz, J. E. (1975). The theory of " screening," education, and the distribution of income. *The American Economic Review*, 65(3), 283–300.
- Tran, Q. T. (2019). Independent directors and corporate investment: evidence from an emerging market. *Journal of Economics and Development*, 21(1), 30–41.
- Zhang, Y., Kong, D., & Liu, H. (2024). Internal governance and investment efficiency: The role of non-CEO executives. *International Review of Financial Analysis*, 96, 103764.

Thông tin tác giả:

1. Lê Bảo Thy

- Đơn vị công tác: Khoa Tài chính - Ngân hàng, Trường Đại học Tôn Đức Thắng
- Địa chỉ email: lebaothy@tdtu.edu.vn

2. Trần Thị Ngọc Hân

- Đơn vị công tác: Khoa Tài chính - Ngân hàng, Trường Đại học Tôn Đức Thắng

3. Lê Cao Việt Hà

- Đơn vị công tác: Khoa Tài chính - Ngân hàng, Trường Đại học Tôn Đức Thắng

Ngày nhận bài: 26/7/2025

Ngày nhận bản sửa: 25/9/2025

Ngày duyệt đăng: 26/9/2025