



**THE IMPACT OF CORPORATE GOVERNANCE ON FIRM PERFORMANCE:  
EMPIRICAL RESEARCH FROM LISTED COMPANIES IN  
VIETNAM STOCK MARKET**

**Nguyen Thi Thu Thuy<sup>1</sup>, Nguyen Van Thuan<sup>2</sup>**

*<sup>1</sup>Solar Lights Vietnam Company Limited*

*<sup>2</sup>University of Finance – Marketing*

Received date: March 17, 2020    Accepted: April 24, 2020    Post date: April 5, 2021

**Abstract:** This study examines the impact of corporate governance on the firm performance of companies listed in Vietnam's stock market in the period 2008 – 2018. The author uses the GMM method with a data set of 479 companies including 5,269 observations. The research results show that a positive correlation between the CEO duality (CEOKN), Audit committee size (QMBKS) with firm performance and the negative relationship between Board independence (TVHDQTDL) with firm performance. The study tests the nonlinear relationship between the ownership concentration and firm performance. The results find that there is no conclusive evidence of the nonlinear relationship between the ownership concentration and firm performance.

**Keywords:** Corporate governance, firm performance, Vietnam stock market, GMM method.



## TÁC ĐỘNG CỦA QUẢN TRỊ CÔNG TY ĐẾN HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG DOANH NGHIỆP: NGHIÊN CỨU THỰC NGHIỆM TỪ CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Nguyễn Thị Thu Thủy<sup>1</sup>, Nguyễn Văn Thuận<sup>2</sup>

<sup>1</sup>*Công ty TNHH Solar Lights Việt Nam*

<sup>2</sup>*Trường Đại học Tài chính – Marketing*

Ngày nhận bài: 17/3/2020    Ngày chấp nhận đăng: 24/4/2020    Ngày đăng: 05/4/2021

**Tóm tắt:** Nghiên cứu này kiểm chứng tác động của quản trị công ty đến hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam giai đoạn 2008 – 2018. Tác giả sử dụng phương pháp GMM với bộ dữ liệu gồm 479 công ty gồm 5.269 quan sát. Kết quả nghiên cứu cho thấy có mối tương quan thuận chiều giữa quyền kiểm nhiệm (CEOKN), quy mô ban kiểm soát (QMBKS) với hiệu quả hoạt động doanh nghiệp và mối tương quan ngược chiều giữa thành viên hội đồng quản trị độc lập (TVHĐQTĐL) với hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Nghiên cứu xem xét đến mối quan hệ phi tuyến giữa sở hữu tập trung và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Kết quả cho thấy không có bằng chứng kết luận về mối quan hệ phi tuyến giữa sở hữu tập trung và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp.

*Từ khóa:* Quản trị công ty, hiệu quả hoạt động, TTCK Việt Nam, phương pháp GMM.

### 1. Giới thiệu

Quản trị công ty đóng vai trò lớn trong việc tối đa hóa sự giàu có của cổ đông và đóng vai trò quan trọng trong việc gia tăng giá trị thị trường của công ty (Sheifer và Vishny, 1997). Cơ chế quản trị phù hợp sẽ đảm bảo các nhà đầu tư lấy lại vốn của mình và nhận được tiền lãi từ khoản đầu tư. Thực tiễn quản trị công ty tốt hỗ trợ các công ty

tiếp cận tài chính tốt hơn với chi phí thấp hơn và đảm bảo các ban quản lý phải chịu trách nhiệm. Nó cũng hỗ trợ các công ty thu hút chi phí tài chính thấp bằng cách tăng sự tự tin của nhà đầu tư. Ngoài ra, các nhà đầu tư sẽ sẵn sàng trả thêm chi phí nếu công ty có quản trị thực tiễn tốt. Do đó quản trị công ty đóng vai trò quan trọng trong việc sắp xếp lợi ích của các cổ đông và quản lý để giảm xung đột đại diện (Shleifer và Vishny,

1997). Với cấu trúc quản trị công ty, nó dễ dàng hơn nhiều cho các tổ chức để có được các khoản vay từ các nhà đầu tư như là một chức năng cơ cấu doanh nghiệp bảo vệ lợi ích của cổ đông, tăng tính minh bạch và giảm xung đột đại diện. Các công ty có quản trị kém thực tiễn đối mặt với nhiều vấn đề đại diện hơn vì các nhà quản lý của công ty đó có thể dễ dàng có được lợi ích cá nhân do cấu trúc quản trị kém. Chính vì vậy, mục tiêu chính của nghiên cứu là xác định tác động của quản trị công ty đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2008 – 2018.

## **2. Cơ sở lý thuyết và giả thuyết nghiên cứu**

### **2.1. Quan niệm về quản trị công ty**

Shleifer và Vishny (1997) định nghĩa quản trị công ty bằng cách nói rằng quản trị công ty xử lý các vấn đề để đảm bảo các nhà đầu tư của doanh nghiệp nhận được lợi ích từ các khoản đầu tư của mình. Một khái niệm tương tự được đề xuất bởi Caramanolis – Cotelli (1995), người xem quản trị công ty là việc xác định phân chia vốn/tài sản giữa những người trong công ty (bao gồm ban giám đốc, tổng giám đốc, hoặc tổ chức, cá nhân khác liên quan đến ban quản lý công ty) và các nhà đầu tư bên ngoài.

### **2.2. Quan niệm về hiệu quả của doanh nghiệp**

Nghiên cứu về hiệu quả hoạt động doanh nghiệp xuất phát từ lý thuyết tổ chức và quản trị chiến lược (Glynn & Murphy, 1996). Hiệu quả hoạt động đo lường trên cả phương tiện tài chính và tổ chức. Hiệu quả hoạt động tài chính như tối đa hóa lợi

nhuận, tối đa hóa lợi nhuận trên tài sản, và tối đa hóa lợi ích của cổ đông là vấn đề cốt lõi của tính hiệu quả của doanh nghiệp. Hiệu quả hoạt động được đo lường bằng tốc độ tăng trưởng doanh thu và thị phần, cho một định nghĩa rộng hơn về hiệu quả hoạt động. Ngoài ra, còn có các đo lường hiệu quả hoạt động khác gọi là đo lường hiệu quả hoạt động thị trường, như là giá mỗi cổ phần trên thu nhập mỗi cổ phần (PE), tỷ số giá thị trường của vốn chủ sở hữu trên giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu (MB), và chỉ số Tobin's Q. Hiệu quả hoạt động đo lường bằng ROA và ROE thường được sử dụng nhiều nhất.

### **2.3. Mối quan hệ giữa quản trị công ty và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp**

#### **2.3.1. Quy mô hội đồng quản trị và hiệu quả doanh nghiệp**

Quy mô của hội đồng quản trị (HĐQT) đóng một vai trò quan trọng trong khả năng giám sát và quản lý của giám đốc. Từ quan điểm lý thuyết đại diện, HĐQT lớn hơn cho phép giám sát có hiệu quả hơn bằng cách giảm sự chi phối của các tổng giám đốc điều hành (CEO) trong HĐQT và bảo vệ lợi ích của các cổ đông (Singh & Harianto, 1989; Phan Thị Huyền và cộng sự, 2020). HĐQT lớn có khả năng tiếp cận tốt các nguồn lực khác nhau hơn là một hội đồng nhỏ. Theo Yermack (1996) tìm thấy mối quan hệ tiêu cực giữa quy mô hội đồng và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp của 452 công ty lớn của các tập đoàn công nghiệp ở Hoa Kỳ trong giai đoạn 1984 – 1991. Tuy nhiên, Jackling và Johl (2009) nhận thấy quy mô HĐQT có ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả hoạt động của các công ty ở Ấn Độ. Tương tự, Hoàng

Trung Tiến (2019), Hồ Thủy Tiên (2020) tìm thấy quy mô HĐQT có tác động tích cực với hiệu quả hoạt động tại các ngân hàng.

*H1: Công ty có quy mô HĐQT càng cao thì hiệu quả hoạt động càng cao.*

### 2.3.2. Thành viên hội đồng quản trị độc lập và hiệu quả doanh nghiệp

TVHĐQTĐL đóng một vai trò quan trọng trong việc giám sát đội ngũ quản lý của công ty. Do đó, quy mô của TVHĐQTĐL có thể thu hút các nhà đầu tư. Agrawal và Knoeber (1996) tìm thấy TVHĐQTĐL có ảnh hưởng tiêu cực đến giá trị công ty, được đo bằng số liệu Tobin'Q tại Hoa Kỳ. Tương tự, Detthamrong và cộng sự (2017) cho thấy mối quan hệ tiêu cực giữa TVHĐQTĐL và hiệu quả hoạt động tại các công ty ở Thái Lan. Mặt khác, Green và Homroy (2018) nhận thấy rằng TVHĐQTĐL có ảnh hưởng tích cực đến hoạt động của công ty đối với các công ty ở 11 quốc gia Tây Âu. Muniandy và Hillier (2015) báo cáo rằng TVHĐQTĐL có ảnh hưởng tích cực đến hoạt động của công ty ở Nam Phi.

*H2: Công ty có TVHĐQTĐL càng cao thì hiệu quả hoạt động càng cao.*

### 2.3.3. Quy mô của ban kiểm soát và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp

Lý thuyết đại diện giúp quản lý và kiểm soát các rủi ro mà công ty đối mặt được kiểm soát bởi chính quy tắc, với mục đích tối đa hóa giá trị cổ đông (Clark, 2004). Ban kiểm soát cung cấp các biện pháp bảo vệ, bổ sung để chống gian lận và đảm bảo rằng họ đáp ứng các tiêu chuẩn và thực tiễn tốt nhất. Ban kiểm soát chủ yếu giám sát quá

trình báo cáo tài chính của công ty. Họ thường xuyên gặp gỡ với các nhà quản lý tài chính nội bộ của công ty và kiểm toán viên bên ngoài để rà soát các báo cáo tài chính của công ty, kiểm soát kế toán nội bộ và quá trình kiểm toán (Klein, 2002). Vai trò của ban kiểm soát là đảm bảo chất lượng báo cáo tài chính của công ty. Aldamen và cộng sự (2012) tìm thấy tác động tiêu cực của quy mô ban kiểm soát và hiệu quả hoạt động. Trong khi đó, Nguyễn Hoàng Minh và Nguyễn Thu Hiền (2014) chỉ ra rằng quy mô ban kiểm soát có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động của 200 doanh nghiệp ở Việt Nam. Tương tự, Detthamronga và cộng sự (2017) tìm thấy mối quan hệ tích cực giữa quy mô ban kiểm soát và hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp Thái Lan.

*H3: Quy mô ban kiểm soát càng cao thì hiệu quả hoạt động càng cao.*

### 2.3.4. Nữ tổng giám đốc điều hành và hiệu quả doanh nghiệp

Sự hiện diện của nhà quản lý nữ chiếm tỷ lệ thấp tuy nhiên số lượng các công ty được điều hành từ các nhà quản lý nữ dần gia tăng (Ho và cộng sự, 2015). Không những vậy, vai trò của nhà quản lý nữ ngày càng được nghiên cứu nhiều trên khắp các quốc gia. Erhardt và cộng sự (2003) kiểm tra mối quan hệ giữa sự đa dạng nhân khẩu học đối với hội đồng quản trị (tỷ lệ phụ nữ trong ban giám đốc) với hiệu quả công ty và thấy rằng sự đa dạng trong hội đồng quản trị có mối quan hệ tích cực với hiệu quả của công ty. Hơn nữa, Detthamronga và cộng sự (2017) cho thấy nữ tổng giám đốc điều hành có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động ở Thái Lan. Tuy nhiên, tồn tại những

quan điểm cho rằng, công ty được điều hành bởi nữ giới sẽ có hiệu quả kém hơn (Amran, 2011; Hsu và cộng sự, 2013). Fairlie và Robb (2009) cho rằng, doanh nghiệp được điều hành bởi nữ giới sẽ ít thành công hơn về hiệu quả tài chính khi so với doanh nghiệp được điều hành bởi nam giới. Mặt khác, Rose (2007) không tìm thấy sự tác động giữa giám đốc nữ và thành tích công ty của các công ty niêm yết tại Đan Mạch.

*H4: Có Nữ tổng giám đốc điều hành thì hiệu quả hoạt động cao.*

### *2.3.5. Quyền kiêm nhiệm và hiệu quả doanh nghiệp*

Sự chuyên quyền về quản lý và kiểm soát các quyết định của một cá nhân sẽ gây cản trở hiệu quả hoạt động và làm giảm vai trò của HĐQT trong việc giám sát Fama và Jensen (1983). Hơn nữa, những công ty có CEO kiêm nhiệm chức danh chủ tịch HĐQT sẽ có tỷ lệ phá sản cao và làm giảm hiệu quả hoạt động công ty (Coles và cộng sự, 2008). Haniffa và Hudaib (2006) cho thấy chủ tịch HĐQT kiêm nhiệm tổng giám đốc làm giảm hiệu quả công ty tại Malaysia. Ngoài ra, quan điểm người đại diện, công ty nên tách biệt quyền kiêm nhiệm. Cụ thể, chưa thể kết luận ở những công ty hiện hữu CEO không kiêm nhiệm chức vụ chủ tịch HĐQT sẽ có hiệu quả tốt hơn. Bởi vì Donaldson và Davis (1991) cho rằng, CEO là những nhà quản trị và công việc quản trị sẽ thuận lợi nhất khi cấu trúc quản trị công ty trao cho CEO các quyền hành và khả năng tự quyết cao. Tuy nhiên, một nghiên cứu gần đây ở Việt Nam, Phan Bùi Gia Thủy và cộng sự (2017) cho thấy, những công ty tồn tại quyền kiêm

nhiệm sẽ có hiệu quả hoạt động cao hơn so với công ty không có cấu trúc này. Tương tự, Bhagat và Bolton (2008) cho thấy rằng tính đồng nhất của chủ tịch HĐQT kiêm nhiệm tổng giám đốc có mối quan hệ tích cực với kết quả hoạt động của công ty ở Mỹ.

*H5: Có Chủ tịch kiêm nhiệm tổng giám đốc thì hiệu quả hoạt động cao.*

### *2.3.6. Sự tập trung quyền sở hữu và hiệu quả doanh nghiệp*

Sở hữu kiểm soát có thể làm giảm vấn đề đại diện giữa chủ sở hữu và người quản lý (Maury, 2006). Quyền sở hữu tập trung có thể tăng sự giám sát quản lý và do đó cải thiện hiệu quả của công ty (Agrawal và Knoeber, 1996; Ngô Nhật Phương Diễm và cộng sự, 2020). Bhaumik và Selarka (2012) kiểm tra đưa ra hiệu quả M&A để cho thấy rằng sự tập trung quyền sở hữu làm giảm xung đột giữa chủ sở hữu và người quản lý. Nguyễn (2011) cho thấy rằng sự tập trung quyền sở hữu làm tăng nguy cơ rủi ro phi hệ thống cũng như hiệu quả công ty. Wiwattanakantang (2001) nhận thấy rằng sở hữu tập trung có tác động tích cực với kết quả hoạt động của công ty trong mẫu nghiên cứu của các công ty Thái Lan.

*H6: Tập trung quyền sở hữu càng cao thì hiệu quả hoạt động càng cao.*

### *2.3.7. Mối quan hệ phi tuyến giữa sự tập trung quyền sở hữu và hiệu quả doanh nghiệp*

Tập trung quyền sở hữu thể hiện sự kiểm soát và chi phối họ có thể tối đa hóa tài sản riêng với chi phí của công ty, dẫn đến xung đột lợi ích giữa các chủ sở hữu đa số và thiểu số. Kết quả các nghiên cứu trước cho thấy



có mối quan hệ phi tuyến giữa các biến chúng là mối quan hệ bậc hai, hình chữ U hoặc hình chữ U ngược. Liu và ctv (2012) tìm thấy mối quan hệ hình chữ U ngược giữa sở hữu tập trung và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp ở Trung Quốc. Jiang và cộng sự (2009) đã tìm thấy mối quan hệ phi tuyến tính giữa sở hữu tập trung và hiệu quả công ty trong các công ty có cơ cấu sở hữu tập trung cao (thấp) tương ứng. Miguel và cộng sự (2004), trong khi phân tích các công ty Tây Ban Nha, kết luận rằng có mối quan hệ phi tuyến tính giữa sở hữu tập trung và giá trị của công ty. Cụ thể, họ kết luận rằng các công ty giá trị thị trường tăng cho đến khi mức độ tập trung sở hữu đạt tới 87% do tác động của giám sát, nhưng vượt quá điều này chủ sở hữu thiểu số có thể được sung công. Điều này dẫn đến việc giảm giá trị của công ty. Do đó, mối quan hệ hình chữ U ngược được tìm thấy. Tương tự, Gedajlovic và Shapiro (1998) cũng cho thấy có mối quan hệ phi tuyến giữa quyền sở hữu tập trung và hiệu quả của một công ty. Tuy nhiên, Hassan và cộng sự (2014), không tìm thấy mối quan hệ phi tuyến giữa sở hữu tập trung và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp ở Malaysia.

*H7: Có mối quan hệ phi tuyến giữa sở hữu tập trung và hiệu quả hoạt động.*

### 3. Phương pháp nghiên cứu

#### 3.1. Phương pháp tiếp cận

Trong nghiên cứu định lượng tác giả sử dụng phương pháp ước lượng GMM theo nghiên cứu của Arellano và Bond (1991) để

xử lý tính nội sinh. Tác giả sử dụng phương pháp hồi quy tổng quát GMM (Generalized method of moments). GMM có 2 dạng ước lượng phổ biến được sử dụng là Dif-GMM và Sys-GMM, nghiên cứu lựa chọn sử dụng Sys-GMM cho 479 công ty niêm yết trên sàn HOSE và HNX trong giai đoạn 10 năm từ 2008 – 2018.

#### 3.2. Mô hình nghiên cứu

##### • Tác động của quản trị công ty lên hiệu quả hoạt động doanh nghiệp

Mô hình nghiên cứu được xây dựng dựa trên các công trình của Aldamen et al (2012); Bhagat và Bolton (2008); Green & Homroy (2018).

$$(1) \text{ Tobin's } q = \alpha + \text{QMHDQT} + \text{TVHĐQTDL} + \text{QMBKS} + \text{CEONU} + \text{CEOKN} + \text{TOP5} + \text{ROA} + \text{TUOI} + \text{TSCĐ} + \text{TTR} + \text{QMCT} + \mu it$$

*Trong đó:* Tobin's q: Giá trị của doanh nghiệp, QMHDQT: Quy mô hội đồng, TVHĐQTDL: Thành viên hội đồng quản trị độc lập, QMBKS: Quy mô ban kiểm soát, CEONU: Nữ tổng giám đốc điều hành, CEOKN: Quyền kiêm nhiệm (chủ tịch kiêm nhiệm tổng giám đốc), TOP5: Sở hữu tập trung, QMCT: Quy mô công ty, ROA: Lợi nhuận trên tài sản, TSCĐ: Tỷ lệ tài sản cố định, TUOI: Tuổi của công ty, TTR: Tăng trưởng,  $\alpha$ : Là số hạng tung độ gốc,  $\mu it$ : Là sai số của mô hình theo  $i$  và  $t$ .

##### • Mối quan hệ phi tuyến giữa sở hữu tập trung và hiệu quả doanh nghiệp

Mô hình được xây dựng dựa trên các công trình nghiên cứu sử dụng hàm bậc hai

để kiểm định mối quan hệ phi tuyến giữa Tobin's q như Gedajlovic và Shapiro (1998); Miguel và cộng sự (2004); Liu và cộng sự (2012).

$$(2) \text{ Tobin's } q = \alpha + \beta_1 \text{QMHDQT} + \beta_2 \text{TVHĐQTDL} + \beta_3 \text{QMBKS} + \beta_4 \text{CEONU} + \beta_5 \text{CEOKN} + \beta_6 \text{TOP5} + \beta_7 \text{TOP5BP} + \beta_8 \text{TUOI} + \beta_9 \text{ROA} + \beta_{10} \text{TSCĐ} + \beta_{11} \text{TTR} + \beta_{12} \text{QMCT} + \mu_{it}$$

**Bảng 1.** Tóm tắt các biến nghiên cứu

Biến	Khái niệm	Cách đo lường
<b>Biến phụ thuộc</b>		
Tobin's q	Hiệu quả hoạt động công ty	((Giá trị vốn hóa thị trường + Tổng tài sản) – Giá trị sổ sách vốn cổ phần) / Tổng tài sản
QMHDQT	Quy mô HĐQT	Ln (số lượng thành viên trong HĐQT)
TVHĐQTDL	Thành viên HĐQT độc lập	Số lượng thành viên HĐQT độc lập/Tổng số thành viên HĐQT
CEOKN	Quyền kiêm nhiệm	Biến giả nhận giá trị là 1 nếu có Chủ tịch kiêm nhiệm Tổng Giám đốc và ngược lại thì nhận giá trị là 0
TOP5	Sở hữu tập trung	Tổng phần trăm sở hữu cổ phần của các cổ đông lớn (có tỷ lệ nắm giữ cổ phần từ 5% trở lên bao gồm cả cổ đông nội bộ và cổ đông bên ngoài)
QMBKS	Quy mô ban kiểm soát	Ln (tổng số thành viên trong BKS)
CEONU	Nữ tổng giám đốc điều hành	Biến giả nhận giá trị là 1 nếu có nữ tổng giám đốc điều hành ngược lại nhận giá trị là 0
<b>Các biến kiểm soát</b>		
QMCT	Quy mô công ty	Ln (tổng tài sản)
TSCĐ	Tài sản cố định	Tổng tài sản cố định / Tổng tài sản
TTR	Tăng trưởng	(Giá trị sổ sách tổng tài sản năm nay – giá trị sổ sách tổng tài sản năm trước) / Giá trị sổ sách tổng tài sản năm trước
TUOI	Tuổi của công ty	Ln (năm nghiên cứu trừ năm thành lập công ty)
ROA	Lợi nhuận trên tổng tài sản	Lợi nhuận sau thuế trên tổng tài sản

### 3.3. Phương pháp nghiên cứu

#### 3.3.1. Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu được thu thập từ các báo cáo tài chính hợp nhất đã kiểm toán và báo cáo thường niên của các công ty niêm yết trên sàn HOSE và HNX trong giai đoạn 10 năm từ 2008 – 2018 để đảm bảo tính đại diện, có thể phản ánh được tình hình hoạt động của TTCK Việt Nam. Tác giả chọn số lượng công ty niêm yết trên hai sàn là 479 công ty (5.269 quan sát) vì số lượng các công ty niêm yết không đều nhau nên tác giả áp dụng chọn mẫu theo phương pháp phi ngẫu nhiên, tác giả trừ ra tất cả các công ty thuộc ngành tài chính, ngân hàng và bảo hiểm bởi vì các công ty thuộc ngành này có loại hình kinh doanh đặc thù riêng, có các quy định về quản trị doanh nghiệp cũng như các quy định hiện hành về lập và trình bày các báo cáo tài chính không hoàn toàn đồng nhất với các công ty thuộc các ngành còn lại trong toàn bộ mẫu.

#### 3.3.2. Phương pháp GMM (*Generalized method of moments*)

Nghiên cứu sử dụng phương pháp hồi quy định lượng GMM mà GMM có 2 dạng ước lượng thay thế lẫn nhau là ước lượng Dif-GMM và Sys-GMM. Moment điều kiện thêm vào trong ước lượng Sys-GMM được sử dụng tương ứng với mô hình Levels, với công cụ là độ trễ khác nhau của các biến nội sinh Blundell và Bond (1998) cho rằng, ước lượng Sys-GMM cho kết quả tốt hơn ước lượng Dif-GMM, bởi vì công cụ trong mô hình Level có dự đoán tốt hơn biến cho biến

nội sinh trong mô hình, thậm chí khi chuỗi dữ liệu có tác động dai dẳng.

#### 3.4. Kiểm định kết quả ước lượng theo phương pháp GMM

*Kiểm định Sargan (hay kiểm định Hansen)* sẽ được sử dụng. Kiểm định Sargan/Hansen xác định tính phù hợp của các biến công cụ trong mô hình GMM. Đây là kiểm định ràng buộc xác định quá mức (over-identifying restrictions) hay kiểm tra sự phù hợp của biến công cụ. *Kiểm định Arellano – Bond (AR)* được đề xuất bởi Arellano – Bond (1991) để kiểm tra tính chất tự tương quan của phương sai sai số mô hình GMM ở dạng sai phân bậc 1. Do đó, chuỗi sai phân khảo sát mặc nhiên có tương quan bậc 1, AR(1) nên kết quả kiểm định được bỏ qua. Tương quan bậc 2, AR(2) để phát hiện hiện tượng tự tương quan của phần dư ở bậc 2. Giả thuyết H0 của kiểm định Arellano – Bond là không có tự tương quan bậc 2 cho phần dư và vì thế giá trị P-value của kiểm định AR(2) càng lớn thể hiện không có tự tương quan bậc 2 cho phần dư.

### 4. Kết quả và bình luận

#### 4.1. Phân tích thống kê mô tả

Nghiên cứu sẽ trình bày thống kê mô tả biến cho bộ dữ liệu của 479 công ty niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2008 – 2018 (trừ biến giả: CEONU, CEOKN) cho dữ liệu bảng cân đối bao gồm 5.269 quan sát.



**Bảng 2.** Thống kê mô tả biến giai đoạn 2008 – 2018

<b>Biến</b>	<b>Độ lệch chuẩn</b>	<b>Giá trị TB</b>	<b>Giá trị nhỏ nhất</b>	<b>Giá trị lớn nhất</b>
TQ	0.4594	0.8562	0.0955	4.8665
TOP5	0.1975	0.4847	0.05	0.88
TVHDQTDL	0.1053	0.3743	0	0.45
QMBKS	0.0848	1.1155	1.0986	1.6094
QMHDQT	0.1564	1.6913	1.6094	2.3979
TTR	22.9148	6.3810	0.01	677.36
QMCT	1.4823	26.9824	21.1540	33.2939
TSCD	0.2132	0.2672	0.0008	0.9764
TUOI	0.6390	3.0111	1.0986	4.5326
ROA	0.9113	0.0602	-1.7393	0.7837

*TQ: Hiệu quả hoạt động doanh nghiệp; TOP5: Sở hữu tập trung; TVHDQTDL: Thành viên hội đồng quản trị độc lập; QMBKS: Quy mô ban kiểm soát; QMHDQT: Quy mô hội đồng quản trị; TTR: Tăng trưởng; QMCT: Quy mô công ty; TSCD: Tài sản cố định; TUOI: Tuổi của công ty; Lợi nhuận trên tổng tài sản: ROA.*

*Nguồn: Dữ liệu được tính toán từ phần mềm Stata*

Theo như số liệu thống kê trong Bảng 2, cho thấy biến phụ thuộc TQ có sự chênh lệch về giá trị doanh nghiệp giữa các công ty, giá trị trung bình là 0.86 trong khi đó các doanh nghiệp có giá trị nhỏ nhất là 0.10 và giá trị lớn nhất là 4.87. Sở hữu tập trung cũng như sự đa dạng về sở hữu cổ phần có giá trị trung bình là 0.48. Riêng thành viên hội đồng quản trị độc lập có giá trị nhỏ nhất là 0 vì những năm 2008, 2009, 2010, 2011 Nhà nước chưa có quy định về TVHDQTDL, giá trị trung bình là 0.37. Quy mô ban kiểm soát có giá trị trung bình là 1.12. Quy mô hội đồng quản trị có giá trị trung bình là 1.69. Đối với các biến kiểm soát thì giá trị trung bình của tăng trưởng là 6.38, quy mô công ty là 26.98, tài sản cố định 0.27, tuổi

của công ty 3.01 và lợi nhuận trên tổng tài sản là 0.06.

#### **4.2. Kết quả kiểm định tính phù hợp của GMM**

##### *4.2.1. Kiểm định mô hình nội sinh*

Để kiểm định mô hình nội sinh tác giả sử dụng kiểm định Durbin-Wu Hausman test. Kết quả Bảng 3 cho thấy (Chi-sq (5) = 109.005;  $p = 0,0000$ ), vì vậy có thể kết luận rằng có tính nội sinh trong mô hình ( $P.value < \alpha$ ). Hiện tượng nội sinh làm cho các ước lượng thu được bằng phương pháp hồi quy tuyến tính cổ điển OLS, FEM hay REM không còn là ước lượng vững. Để kiểm tra tính phù hợp của biến nội sinh, ngoại sinh và biến công cụ, tác giả sử dụng kiểm định “Ivreg2”.

**Bảng 3.** Kết quả kiểm định Durbin-Wu Hausman test

<i>Durbin (score) chi2 (3)</i>	= 109.005 ( <i>p</i> = 0.0000)
<i>Wu Hausman F (3, 5259)</i>	= 37.0321 ( <i>p</i> = 0.0000)

*Nguồn: Trích từ phần mềm stata*

**Kết quả hồi quy Ivreg2- Kiểm định sự phù hợp của biến nội sinh, ngoại sinh và biến công cụ**

Kết quả tại Bảng 4 cho thấy Iv redundancy test có  $p.value = 0.000 < \alpha$  cho thấy các biến công cụ là những biến công cụ hoàn toàn phù hợp với mô hình và Sargan statistic (overidentification test of all instruments) có  $P.value$  là  $0.7348 > \alpha$  chứng tỏ biến công cụ là ngoại sinh, nghĩa là không tương quan

với sai số của mô hình. Kiểm định biến nội sinh “Endogeneity test” có  $P.value = 0.000 < \alpha$  khẳng định sự tồn tại của hiện tượng nội sinh, kiểm định này đồng nghĩa với việc khẳng định biến công cụ đã chọn đạt yêu cầu là không có tương quan với phần dư của mô hình hồi quy ban đầu và do đó nó đã thực hiện tốt vai trò khắc phục hiện tượng nội sinh gây ra bởi biến quyền kiểm nhiệm.

**Bảng 4.** Kiểm định sự phù hợp của biến công cụ và nội sinh “Ivreg2”

Iv redundancy test (Lm test of redundancy of specified instruments):	664.430
	<i>Chi-sq (15) p-val</i> = 0.000
Sargan statistic (overidentification test of all instruments):	0.616
	<i>Chi-sq (2) p-val</i> = 0.7348
Endogeneity test of endogenous regressors:	109.005
	<i>Chi-sq (3) p-val</i> = 0.000
Instrumented	: QMHDQT TOP5 QMBKS
Included instruments	: CEOKN TVHDQTDL CEONU
Excluded instruments	: TUOI TTR QMCT TSCD ROA

*Nguồn: Trích từ phần mềm stata*

**4.3. Kết quả kiểm định phương sai sai số thay đổi, tự tương quan và đa cộng tuyến**

**Bảng 5.** Kiểm định phương sai sai số thay đổi, tự tương quan và đa cộng tuyến

Phương sai sai số thay đổi	Tự tương quan	Đa cộng tuyến
<i>Chi-sq (8) P-value = 0.000</i>	<i>F (1,479) = 54.223</i>	<b>VIF: 1.11</b>
	<i>Prob &gt; F = 0.0000</i>	

Bảng 5 cho thấy mô hình có phương sai sai số thay đổi, có tự tương quan và mô hình không có đa cộng tuyến.

**4.4. Kết quả hồi quy của mô hình quản trị công ty và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp**

**Bảng 6.** Kết quả hồi quy của quản trị công ty và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp niêm yết trên HOSE XHN

<b>Biến phụ thuộc TQ</b>	<b>[1]</b>	<b>[2]</b>	<b>[3]</b>	<b>[4]</b>	<b>[5]</b>	<b>[6]</b>
L.TQ	1.3403** (0.057)	0.4122*** (0.003)	0.4237*** (0.000)	0.4289*** (0.000)	0.4178*** (0.002)	0.4622*** (0.000)
TOP5	-0.0771 (0.401)	0.0309 (0.503)	0.0257 (0.442)	0.0367 (0.425)	0.0363 (0.427)	0.0369 (0.510)
CEOKN		0.1819*** (0.000)	0.1683*** (0.000)	0.1709*** (0.000)	0.1784*** (0.000)	0.1555*** (0.000)
CEONU			0.0406 (0.337)	0.0399 (0.337)	0.0388 (0.351)	0.0476 (0.292)
TVHDQTDL				-0.1516* (0.070)	-0.1537* (0.066)	-0.1733** (0.042)
QMBKS					-0.0936 (0.812)	0.8937* (0.070)
QMHDQT						0.1732 (0.445)
TUOI	-0.0506 (0.111)	0.0123 (0.390)	0.0119 (0.392)	0.0112 (0.416)	0.0117 (0.403)	0.0069 (0.617)
QMCT	0.1275 (0.627)	0.0146 (0.680)	0.0178 (0.588)	0.0164 (0.611)	0.0177 (0.580)	-0.0257 (0.478)
ROA	-0.3270 (0.512)	0.1554 (0.290)	0.1438 (0.274)	0.1458 (0.257)	0.5517 (0.254)	0.0884 (0.446)
TSCD	-0.0353 (0.408)	0.0266 (0.460)	0.0065 (0.858)	0.0044 (0.901)	0.0086 (0.821)	-0.0044 (0.917)
TTR	0.00048 (0.742)	-0.0001 (0.823)	0.0001 (0.827)	0.0001 (0.778)	0.0001 (0.816)	-0.0002 (0.466)
Số quan sát	4.775	4.775	4.775	4.775	4.775	4.775
Số nhóm	480	480	480	480	480	480
Số biến công cụ	11	99	102	102	102	110
F test - P.value	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
AR(1) test – P.value	0.088	0.002	0.001	0.001	0.002	0.000

<b>Biến phụ thuộc TQ</b>	<b>[1]</b>	<b>[2]</b>	<b>[3]</b>	<b>[4]</b>	<b>[5]</b>	<b>[6]</b>
AR(2) test – P.value	0.191	0.113	0.115	0.125	0.117	0.187
Hansen test – P.value	0.114	0.235	0.162	0.192	0.192	0.127

**Ghi chú:** Kết quả hồi quy theo phương pháp Sys-GMM với biến phụ thuộc Tobin'SQ (giá trị thị trường) Sở hữu tập trung (TOP5), Quy mô hội đồng quản trị (QMHDQT), Quyền kiểm nhiệm (CEOKN), Thành viên HĐQT độc lập (TVHDQTDL), Nữ tổng giám đốc điều hành (CEONU), Quy mô ban kiểm soát (QMBKS), Biến quy mô công ty (QMCT), Tuổi của công ty (TUOI), Lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA), Tài sản cố định (TSCD), Tăng trưởng (TTR) \*\*\*, \*\*, \* đại diện cho mức ý nghĩa thống kê 1%, 5% và 10%. Giá trị trong ngoặc đơn là P.value.

*Nguồn: Kết quả phân tích từ stata*

### **Thảo luận kết quả hồi quy**

Hệ số Chủ tịch hội đồng quản trị kiêm nhiệm tổng giám đốc (CEOKN) trong cột 6 Bảng 6 bằng 0.1555 và có mức ý nghĩa thống kê là 1%. Kết quả cho thấy quyền kiểm nhiệm sẽ làm cho hiệu quả hoạt động doanh nghiệp tăng. Kết quả này được ủng hộ bởi các nghiên cứu thực nghiệm Phan Bùi Gia Thủy và cộng sự (2017); Bhagat và Bolton (2008), cho rằng, CEO là những nhà quản trị và công việc quản trị sẽ thuận lợi nhất khi cấu trúc quản trị công ty trao cho CEO các quyền hành và khả năng tự quyết cao. Một khi CEO cũng là chủ tịch HĐQT, cá nhân đó sẽ sẵn lòng làm việc nhiều hơn cho công ty. Công việc quản trị sẽ tối đa hóa những hữu dụng của các nhà quản lý khi họ đạt được mục tiêu cho tổ chức hơn là mục đích tư lợi cá nhân (Davis và Schoorman, 1997). Quyền kiểm nhiệm tạo ra một phong thái lãnh đạo rõ ràng và dứt khoát trong việc định hình chiến lược và thực thi chiến lược công ty.

Hệ số của TVHDQTDL trong cột 6 Bảng 6 bằng (-0.1733) với mức ý nghĩa 5%. Kết quả lại tương đồng với nghiên cứu của các

tác giả Detthamrong và cộng sự (2017); Agrawal và Knoeber (1996). Số lượng TVHDQTDL không cần quá nhiều mà chỉ cần đảm bảo tối thiểu 1/3 tổng số thành viên HĐQT theo Nghị định số 71/2017/NĐ-CP và họ phải là những người có khả năng thực hiện công việc với quan điểm vì lợi ích chung của công ty. Các thành viên độc lập phải là các chuyên gia trong từng lĩnh vực, có thể phát huy những thế mạnh chuyên môn trong việc kiểm soát việc đưa ra các quyết định và giám sát việc thực hiện quyết định của ban điều hành (Fama & Jansen, 1983). Phải là những người có uy tín, có kiến thức, kinh nghiệm và địa vị xã hội và nhìn nhận dưới góc độ lợi ích để thực hiện chứ không phải là tuân thủ pháp luật cho vấn đề này.

Hệ số của quy mô ban kiểm soát trong cột 6 ở Bảng 7 bằng 0.8937 với mức ý nghĩa thống kê 10%. Kết quả mang dấu dương tương đồng với các nghiên cứu của Detthamrong và cộng sự (2017), Nguyễn Hoàng Minh và Nguyễn Thu Hiền (2014). Quy mô ban kiểm soát càng lớn hiệu quả hoạt động càng cao. Quy mô ban kiểm

soát lớn đảm bảo năng lực và kinh nghiệm chuyên môn về việc giám sát tài chính, quản lý rủi ro, năng lực chuyên môn về kế toán, kiểm toán, quản lý tuân thủ, có đủ khả năng thẩm định, đánh giá các báo cáo rà soát. Kiểm soát hệ thống nội bộ còn có thể hạn chế sự gian lận của các nhân viên quản lý tài chính trong công ty. Ban kiểm soát cho phép các doanh nghiệp tiếp cận tốt với nguồn tài chính bên ngoài khi cần thiết.

Tuy nhiên, sự tác động của các biến kiểm soát như tuổi của công ty, tăng trưởng, tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản, tài sản cố định, quy mô công ty đến hiệu quả hoạt động của công ty vẫn chưa thể kết luận được. Có thể một phần do mô hình sử dụng phương pháp GMM để giải quyết nội sinh nên hầu hết các biến kiểm soát không có mức ý nghĩa thống kê.

**4.5. Kết quả của mối quan hệ phi tuyến giữa sở hữu tập trung và hiệu quả doanh nghiệp**

**Bảng 7.** Kết quả mối quan hệ giữa sở hữu tập trung và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp niêm yết trên HOSE XHN

Biến	(1) FEM	(2) FEM	(3) GMM	(4) GMM
TOP5	0.18253*** (0.000)	0.08158 (0.600)	0.0369 (0.510)	0.4612*** (0.000)
TOP5BP		0.10737 (0.500)		-0.0757 (0.720)
CEOKN	0.32076*** (0.000)	0.32134*** (0.000)	0.1555*** (0.000)	0.1571*** (0.000)
CEONU	-0.04641 (0.216)	-0.04709 (0.210)	0.0476 (0.292)	0.0467 (0.303)
TVHDQTDL	-0.06306 (0.280)	-0.06157 (0.292)	-0.1733** (0.042)	-0.1737* (0.042)
QMBKS	0.03116 (0.746)	0.03029 (0.753)	0.8937* (0.070)	0.8726* (0.078)
QMHDQT	0.09431 (0.109)	0.09574 (0.104)	0.1732 (0.445)	-0.1591 (0.487)
TUOI	0.01603 (0.559)	0.01561 (0.570)	0.0069 (0.617)	0.0074 (0.593)
QMCT	0.42171*** (0.000)	-0.04357*** (0.000)	-0.0257 (0.478)	-0.0230 (0.521)
ROA	0.42171*** (0.000)	0.42352*** (0.000)	0.0884 (0.446)	-0.0902 (0.447)
TSCD	0.21391*** (0.000)	0.21585*** (0.000)	--0.0044 (0.917)	-0.0029 (0.946)
TTR	-0.00010 (0.686)	-0.00009 (0.685)	--0.0002 (0.466)	-0.0002 (0.509)



Số quan sát			4775	4775
Số nhóm			480	480
Số biến công cụ			110	111
F.test- P.value			0.000	0.000
AR(1) test -P.value			0.000	0.000
AR(2) test- P.value			0.187	0.183
Hansen tes - P.value			0.127	0.120

Ghi chú: \*, \*\*, \*\*\* biểu thị cho mức ý nghĩa: 10%, 5%, 1%.

Nguồn: Kết quả phân tích từ Stata

Kết quả ước lượng của mô hình tuyến tính được trình bày ở cột (1) và (3) của Bảng 7 cho thấy hệ số hồi quy của sở hữu tập trung mang dấu dương ở cột (1) tại kiểm định FEM và có ý nghĩa thống kê tuy nhiên khi kiểm định GMM ở cột 3 để xử lý nội sinh thì sở hữu tập trung lại không có ý nghĩa thống kê. Kết quả thực nghiệm mối quan hệ phi tuyến thể hiện ở cột 2 và cột 4. Kết quả ước lượng của mô hình FEM cột 2 cho thấy TOP5 và TOP5BP mang dấu dương và không có ý nghĩa thống kê. Tuy nhiên, GMM cột 4 cho thấy TOP5 có hệ số hồi quy là 0.4612 mang dấu dương và có mức ý nghĩa thống kê 1%. TOP5BP có hệ số hồi quy là -0.0757 mang dấu âm và không có ý nghĩa thống kê. Vì vậy không có sự tồn tại của mối quan hệ phi tuyến giữa sở hữu tập trung và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp dưới dạng hình chữ U ngược. Vì theo lý thuyết hình chữ U ngược ngụ ý mức độ sở hữu tập trung tăng lên trong giai đoạn đầu nhưng sau đó giảm khi hiệu quả hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp tăng lên và kết quả hồi quy này tuy mức độ sở hữu tập trung tăng lên trong giai đoạn đầu nhưng sau đó giảm khi hiệu quả hoạt động

kinh doanh của các doanh nghiệp tăng lên nhưng lại không có mức ý nghĩa thống kê.

## 5. Kết luận và hàm ý chính sách

### 5.1. Kết luận

Kết quả cho thấy CEOKN và QMBKS có mối quan hệ thuận chiều với hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. TVHDQTDL có mối quan hệ ngược chiều với hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Riêng biến CEONU, QMHDQT, TOP5, ROA, TUOI, QMCT và TTR là không có tác động với hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Kết quả hồi quy từ mô hình thứ 2 cho thấy không tồn tại mối quan hệ phi tuyến giữa sở hữu tập trung và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp.

### 5.2. Gợi ý chính sách

**Thứ nhất**, Mô hình tách biệt 2 chức năng về quyền kiểm nhiệm cũng có một số hạn chế. Trước hết, đó là ranh giới trách nhiệm có sự không rõ ràng, chồng lấn giữa chủ tịch HĐQT, CEO và HĐQT, gây ra sự bối rối ai mới là người thực sự “cầm chịch” trong công ty, gây khó khăn trong điều hành hoạt động công ty, đặc biệt trong thời điểm cần

sự nhất quán về phương hướng. Do đó, để mô hình này hoạt động hữu hiệu thì chủ tịch HĐQT cần phải tự biết kiểm chế quyền lực của mình, không can thiệp mạnh và sâu vào việc điều hành công ty của CEO – điều này là tương đối khó khăn, đặc biệt khi vị này bảo thủ và đã trải qua vị trí CEO thành công của công ty.

**Thứ hai,** Cần có quy định rõ về thể chế của ban kiểm soát để đảm bảo chức năng, quyền hạn và tính độc lập của ban kiểm soát, không chịu ảnh hưởng của HĐQT hay ban điều hành. Bên cạnh việc đề ra thể chế ban kiểm soát một cách rõ ràng, cũng cần đưa ra các chế tài về việc thực hiện hoặc không thực hiện các chức năng quyền hạn của ban kiểm soát để từ đó đảm bảo ban kiểm soát thực hiện đúng và hiệu quả chức năng của họ. Bên cạnh các giải pháp trên doanh nghiệp cũng cần thiết kế một hệ thống

thông tin đặc biệt cho ban kiểm soát, thành lập một bộ phận kiểm toán nội bộ độc lập trực thuộc ban kiểm soát để giúp ban thực hiện chức năng của mình.

**Thứ ba,** TVHĐQTĐL hiện chưa qui định trách nhiệm giám sát việc bổ nhiệm các thành viên độc lập. Vì vậy, các TVHĐQTĐL phải có sự độc lập nhất định đối với công ty không liên quan về tài sản với công ty để tạo ra sự khách quan, vô tư trong quá trình hoạt động.

Các công ty nên đưa ra những tiêu chuẩn cao hơn về trình độ chuyên môn vì trình độ và kiến thức chuyên môn của họ giúp công ty đạt hiệu quả cao. Thành viên HĐQT phải là những người có uy tín và rất sợ mất uy tín của mình trước công chúng, trước mọi người. Họ phải là những người có kiến thức tốt, chuyên nghiệp trong lĩnh vực quản trị.

## TÀI LIỆU THAM KHẢO

- 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, 377-397.
- Aldamen, H., Duncan, K., Kelly, S., McNamara, R., & Nagel, S. (2012). Audit committee characteristics and firm performance during the global financial crisis. *Accounting & Finance*, 52(4), 971-1000.
- Amran, N. A. (2011). The Effect of Owner'S Gender And age To Firm Performance: A review on Malaysian Public Listed Family Businesses. *Journal of Global Business and Economics*, 2(1), 104-116.
- Bhaumik, S. K., & Selarka, E. (2012). Does ownership concentration improve M & A outcomes in emerging markets? Evidence from India. *Journal of corporate finance*, 18(4), 717-726.
- Caramanolis-Cotelli, B. (1995). External and internal corporate control mechanism and the role of the board of directors: A review of the literature Working Paper No 9606. *Institute of Banking and Financial Management*.
- Clark, T. (2004). Theories of Corporate Governance. *The Philosophical Foundations of Corporate Governance*. London and New York: Routledge.
- Coles, J.L., Daniel, N.D., & Naveen, L. (2008). Boards: does one size fit all? *Journal of Financial Economics*, 87, 329-356.

- Detthamrong, U., Chancharat, N., & Vithessonthi, C. (2017). Corporate governance, capital structure and firm performance: evidence from Thailand. *Research in International Business and Finance*, 42, 689-709.
- Donaldson, L. & Davis, J.H. (1991). Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns. *Australian Journal of Management*, 16(1), 49-65.
- Fama, E.F. & Jensen, M.C. (1983). Separation of ownership and control. *The Journal of Law and Economics*, 15(2), 301-325.
- Fairlie, R.W. & Robb, A.M. (2009). Gender differences in business performance: evidence from the Characteristics of Business Owners survey. *Small Business Economics*, 33(4), 375-395.
- Gedajlovic, E., & Shapiro, D. (1998). Management and ownership effects: Evidence from five countries. *Strategic Management Journal*, 19(6), 533-553.
- Glynn, J. J., & Murphy, M. P. (1996). Public management failing accountabilities and failing performance review. *International Journal of Public Sector Management*, 9(5-6), 125-137.
- Green, C.P., & Homroy, S. (2018). Female directors, board committees and firm performance. *European Economic Review*, 102, 19-38.
- Hassan, H., Hassan, S., Karim, N.A., & Salamuddin, N. (2014). Non Linearity between Ownership Concentration and Firm Value. In *Proceedings of the 1<sup>st</sup> AAGBS International Conference on Business Management 2014 (AiCoBM 2014)*, 978-981.
- Haniffa, R., & Hudaib, M. (2006). Corporate governance structure and performance of Malaysian listed companies. *Journal of Business Finance & Accounting*, 33, 1034-1062.
- Hoàng Trung Tiến (2019). Tác động của hội đồng quản trị đến hiệu quả ngân hàng. *Tạp chí Cơ quan thông tin của Bộ Tài chính*.
- Ho, S.S., Li, A.Y., Tam, K., & Zhang, F. (2015). CEO Gender, Ethical leadership, and Accounting Conservatism. *Journal of Business Ethics*, 127(2), 351-370.
- Hồ Thủy Tiên & Hoàng Mạnh Khánh (2020). Minh bạch thông tin và các yếu tố ảnh hưởng – bằng chứng thực nghiệm tại Việt Nam. *Tạp chí Nghiên cứu Tài chính – Marketing*, 56, 38-56.
- Hsu, C.S., Kuo, L., & Chang, B.G. (2013). Gender Difference in Profit Performance – Evidence from the Owners of Small Public Accounting Practices in Taiwan. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 5(1), 140-159.
- Jackling, B., & Johl, S. (2009). Board Structure and Firm Performance: Evidence from India's Top Companies. *Corporate Governance: An International Review*, 17, 492-509.
- Jiang, H., Habib, A., & Smallman, C. (2009). The effect of ownership concentration on CEO compensation-firm performance relationship in New Zealand. *Pacific Accounting Review*, 2, 104-131.
- Klein, A. (2002). Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. *Journal of Accounting and Economics*, 33, 375-400.
- Liu, C., Uchida, K., & Yang, Y. (2012). Corporate governance and firm value during the global financial crisis: Evidence from China. *International Review of Financial Analysis*, 21, 70-80.
- Maury, B. (2006). Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European corporations. *Journal of Business Finance & Accounting*, 12(2), 321-341.
- Muniandy, B., & Hillier, J. (2015). Board independence, investment opportunity set and performance of South African firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 35, 108-124.

- Miguel, A., Pindado, J., & Torre, L. (2004). Ownership structure and firm value: new evidence from the Spanish corporate governance system. *Strategic Management Journal*, 25(12), 1199-1207.
- Nguyễn Hoàng Minh & Nguyễn Thu Hiền (2014). Trách nhiệm của hội đồng quản trị và hiệu quả doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí phát triển KH & CN*, 17, Q1-2014.
- Nguyễn, P. (2011). Corporate governance and risk-taking: evidence from Japanese firms. *Pac.-Basin Finance J*, 19, 278-297.
- Ngô Nhật Phương Diễm, Phan Thị Huyền & Trần Thị Nguyệt Nga. (2020). Các đặc điểm bên trong công ty tác động đến chất lượng thông tin báo cáo tài chính: Bằng chứng thực nghiệm tại Việt Nam. *Tạp chí Nghiên cứu Tài chính – Marketing*, 58, 27-39.
- Phan Thị Huyền, Ngô Nhật Phương Diễm, Trần Thị Nguyệt Nga, Nguyễn Thị Anh Vân & Nguyễn Khắc Hiếu (2020). Ảnh hưởng của đổi mới đến kết quả hoạt động trong lĩnh vực công nghiệp tại Thành phố Hồ Chí Minh. *Tạp chí Nghiên cứu Tài chính – Marketing*, 56, 5-64.
- Phan Bùi Gia Thủy, Trần Đức Tài & Trần Thị Tú Anh (2017). Ảnh hưởng của đặc điểm tổng giám đốc điều hành đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. *Tạp chí Khoa học Đại học Mở Thành phố Hồ Chí Minh*, 55(4).
- Rose, C. (2007). Does female board representation influence firm performance?: The Danish evidence. *Corporate Governance: An International Review*, 15, 404-413.
- Bhagat, S., & Bolton, B. (2008). Corporate governance and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 14(3), 257-273.
- Singh, H., & Harianto, F. (1989). Top Management Tenure, Corporate Ownership Structure and the Magnitude of Golden Parachutes. *Strategic Management Journal*, 10, 143-156.
- Shleifer, A. & Vishny, R.W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 2, 737-783.
- Thủ tướng Chính phủ (2017). *Nghị định số 71/2017/NĐ-CP của Thủ tướng Chính phủ hướng dẫn về quản trị công ty áp dụng đối với công ty đại chúng*, ban hành ngày 6/6/2017.
- Wiwattanakantang, Y. (2001). Controlling shareholders and corporate value: evidence from Thailand. *Pacific-Basin Finance Journal*, 9, 323-362.
- Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Accounting and Economics*, 40(2), 185-211.