



## EFFECTS OF CORPORATE GOVERNANCE AND OWNERSHIP STRUCTURE ON AGENCY COST: CASE OF LISTED EQUITIZED STATE-OWNED ENTERPRISES IN VIETNAM

Le Trung Dao<sup>1\*</sup>, Doan Ngoc Phuc<sup>1</sup>

<sup>1</sup>University of Finance – Marketing

ARTICLE INFO	ABSTRACT
<p>DOI: 10.52932/jfm.vi69.262</p> <p><i>Received:</i> January 07, 2022</p> <p><i>Accepted:</i> June 06, 2022</p> <p><i>Published:</i> June 25, 2022</p> <p><b>Keywords:</b> Agency cost; Corporate governance; Equitization; Ownership structure.</p>	<p>The main purpose of this study is to test the relationship between ownership structure, corporate governance, and agency cost of equitized state-owned enterprises (SOEs) in Vietnam with the data sources used including 217 companies listed on Ho Chi Minh City and Hanoi Stock Exchanges in the period 2009-2019. The explanatory variables include state ownership, managerial ownership, foreign ownership, board size, duality, and board independence. Regression results show that managerial ownership, foreign ownership, board independence, and firm size are negatively related to agency cost. Meanwhile, duality, board size, and state ownership affect positively the agency cost of equitized state-owned enterprises. From a policy perspective, the results of this study suggest some policy implications for resolving conflicts of interest for the type of company with many owners, contributing to improving performance of equitized state-owned enterprises in Vietnam.</p>

\*Corresponding author:

Email: [lt dao@ufm.edu.vn](mailto:lt dao@ufm.edu.vn)



## ẢNH HƯỞNG CỦA QUẢN TRỊ DOANH NGHIỆP VÀ CẤU TRÚC SỞ HỮU ĐẾN CHI PHÍ ĐẠI DIỆN: TRƯỜNG HỢP CÁC DOANH NGHIỆP CỔ PHẦN HÓA NIÊM YẾT Ở VIỆT NAM

Lê Trung Đạo<sup>1\*</sup>, Đoàn Ngọc Phúc<sup>1</sup>

<sup>1</sup>Trường Đại học Tài chính – Marketing

THÔNG TIN	TÓM TẮT
<p><b>DOI:</b> 10.52932/jfm.vi69.262</p> <p><i>Ngày nhận:</i> 07/01/2022</p> <p><i>Ngày nhận lại:</i> 06/06/2022</p> <p><i>Ngày đăng:</i> 25/06/2022</p> <p><b>Từ khóa:</b> Cấu trúc sở hữu; Chi phí đại diện; Cổ phần hóa; Quản trị doanh nghiệp.</p>	<p>Mục đích chính của nghiên cứu này nhằm kiểm định mối quan hệ giữa quản trị doanh nghiệp, cấu trúc sở hữu, quản trị doanh nghiệp và chi phí đại diện của doanh nghiệp nhà nước cổ phần hóa ở Việt Nam với nguồn dữ liệu được sử dụng bao gồm 217 doanh nghiệp niêm yết trên 2 sàn giao dịch chứng khoán TP HCM và Hà Nội trong giai đoạn 2009-2019. Các biến giải thích bao gồm sở hữu của nhà nước, sở hữu quản lý, sở hữu nước ngoài, quy mô hội đồng quản trị, chủ tịch hội đồng quản trị đồng thời là giám đốc điều hành và sự độc lập của hội đồng quản trị. Kết quả hồi quy cho thấy, sở hữu của nhà quản lý, sở hữu nước ngoài, sự độc lập của hội đồng quản trị, quy mô doanh nghiệp có quan hệ ngược chiều với chi phí đại diện. Trong khi đó, chủ tịch hội đồng quản trị đồng thời là giám đốc điều hành, quy mô hội đồng quản trị, sở hữu nhà nước tác động cùng chiều đến chi phí đại diện của doanh nghiệp cổ phần hóa. Từ góc độ chính sách, kết quả nghiên cứu gợi mở một số hàm ý trong việc giải quyết mâu thuẫn lợi ích đối với loại hình doanh nghiệp có nhiều chủ sở hữu, góp phần nâng cao hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp nhà nước cổ phần hóa ở Việt Nam.</p>

### 1. Giới thiệu

Cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước là quá trình chuyển từ doanh nghiệp thuộc sở hữu của Nhà nước thành công ty cổ phần với nhiều chủ sở hữu khác nhau, nhằm mục tiêu nâng cao hiệu quả hoạt động kinh doanh của hệ thống doanh nghiệp nhà nước. Trong công ty cổ phần, những người nắm quyền sở hữu là các cổ

đồng được đại diện bởi hội đồng quản trị, trong khi người nắm quyền quản lý là người do hội đồng quản trị chọn ra để đại diện cho họ thực hiện các quyết định của doanh nghiệp. Tuy nhiên, lợi ích giữa hội đồng quản trị và người quản lý có thể khác nhau bởi các nhà quản lý tìm cách tối đa hóa lợi ích của mình hơn là tối đa hóa giá trị doanh nghiệp. Do mâu thuẫn lợi ích giữa người chủ và người đại diện có thể làm giảm hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa và giảm ý nghĩa của quá trình cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước và

\*Tác giả liên hệ:

Email: [ltdao@ufm.edu.vn](mailto:ltdao@ufm.edu.vn)

ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp cổ phần hóa ở Việt Nam. Với ý nghĩa đó, bài viết này tiến hành kiểm định mối quan hệ giữa chi phí đại diện, quản trị doanh nghiệp và cấu trúc sở hữu của các doanh nghiệp cổ phần hóa niêm yết trên 2 sàn giao dịch chứng khoán TP HCM và Hà Nội.

Có nhiều nghiên cứu về hoạt động của doanh nghiệp cổ phần hóa nhưng đây là nghiên cứu đầu tiên về ảnh hưởng của quản trị doanh nghiệp và cơ cấu sở hữu đến chi phí đại diện của doanh nghiệp nhà nước cổ phần hóa, từ đó gợi mở một số hàm ý chính sách nhằm giải quyết mâu thuẫn lợi ích đối với loại hình doanh nghiệp có nhiều chủ sở hữu, trong đó có đồng đảo người lao động để sử dụng có hiệu quả vốn, tài sản của Nhà nước, huy động thêm vốn xã hội vào phát triển sản xuất kinh doanh, tạo động lực và cơ chế quản lý năng động, góp phần nâng cao hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp Nhà nước cổ phần hóa ở Việt Nam.

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

### 2.1. Cơ sở lý thuyết

Lý thuyết chi phí đại diện xuất phát từ sự tách biệt giữa quyền sở hữu và quyền quản lý trong công ty cổ phần. Jensen và Meckling (1976) cho rằng, khi có sự tách biệt giữa quyền sở hữu và quyền quản lý sẽ nảy sinh mâu thuẫn giữa người chủ sở hữu và người quản lý. Sự tách biệt này ngày càng trở nên phổ biến khi các công ty ngày càng lớn mạnh và mở rộng về quy mô nên chủ sở hữu không thể điều hành công ty mà thuê người khác điều hành. Người quản lý không phải lúc nào cũng hành động vì lợi ích của cổ đông nên cần có cơ chế để giảm mâu thuẫn lợi ích. Jensen và Meckling (1976) cũng chỉ ra rằng, chủ sở hữu có thể hạn chế mâu thuẫn lợi ích bằng cách tạo động lực cho người quản lý và chịu thêm chi phí để hạn chế hành động bất lợi của người quản lý gọi là chi phí đại diện như chi phí giám sát, chi phí ràng buộc và những tổn thất phát sinh từ mâu thuẫn lợi ích do người quản lý không hành động vì lợi ích tốt nhất của cổ đông.

Kể từ khi nghiên cứu của Jensen và Meckling (1976) được công bố, đã có rất nhiều nghiên cứu bổ sung thêm nhiều cách giải quyết mâu thuẫn lợi ích giữa chủ sở hữu và người quản lý như sử

dụng cơ cấu vốn chủ sở hữu thích hợp, sự giám sát của Hội đồng quản trị đại diện cho lợi ích cổ đông, xây dựng cơ chế gắn kết lợi ích giữa người quản lý và chủ sở hữu, tập trung quyền biểu quyết vào một cổ đông lớn hoặc giám sát hoạt động của người quản lý từ bên thứ ba. Những cách thức giải quyết mâu thuẫn nêu trên có liên quan trực tiếp đến hai khía cạnh quan trọng của doanh nghiệp đó là cấu trúc sở hữu và quản trị doanh nghiệp.

Theo Jensen và Meckling (1976), chi phí đại diện sẽ giảm nếu tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của hội đồng quản trị cao hơn do sự trùng hợp về lợi ích giữa họ và cổ đông. Fleming và cộng sự (2005) cho rằng, tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của người quản lý tăng thì chi phí đại diện giảm và tài sản doanh nghiệp được sử dụng hiệu quả hơn. Ở những công ty nhỏ có thể kiểm soát vấn đề đại diện thông qua việc cho phép người sở hữu vừa là người quản lý hoặc những cổ đông nắm quyền sở hữu lớn có thể giám sát hoạt động quản lý hiệu quả hơn (Shleifer & Vishny, 1986).

Theo Fama và Jensen (1983), quản trị doanh nghiệp có vai trò quan trọng trong việc giảm thiểu chi phí đại diện, làm tăng giá trị doanh nghiệp, tạo ra năng suất lao động cao hơn và rủi ro thấp hơn. La Porta và cộng sự (2002) cho rằng, quản trị công ty là một hệ thống các cơ chế để bảo vệ lợi ích của cổ đông tránh được những vấn đề phát sinh từ mâu thuẫn lợi ích giữa người sở hữu và người quản lý. Theo Fan (2004), quản trị công ty liên quan đến việc đưa ra các quy trình và cơ chế để định hướng và quản lý công ty nhằm gia tăng giá trị cho cổ đông thông qua việc nâng cao trách nhiệm của người quản lý. Do sự đa dạng về sở hữu nên không phải tất cả các chủ sở hữu đều tham gia vào việc quản lý doanh nghiệp nên việc điều hành doanh nghiệp được giao cho các nhà quản lý chuyên nghiệp. Hội đồng quản trị trở thành cầu nối giữa chủ sở hữu và các nhà quản lý, bảo vệ lợi ích của cổ đông, đặc biệt là thực hiện trách nhiệm giám sát hành vi của nhà quản lý, đưa ra các quyết định quan trọng, lựa chọn đội ngũ các nhà quản trị cho doanh nghiệp (Veliyath, 1999).

### 2.2. Giả thuyết nghiên cứu

Có nhiều nghiên cứu lý thuyết và thực nghiệm chỉ ra rằng, tính hiệu quả của việc giải quyết mâu thuẫn lợi ích giữa chủ sở hữu và nhà

quản lý phụ thuộc vào cấu trúc sở hữu và cơ chế quản trị doanh nghiệp được xem xét trên các khía cạnh sau:

**Quy mô hội đồng quản trị:** Quy mô hội đồng quản trị nhỏ ít có sức mạnh và hiệu lực khi so sánh với hội đồng quản trị có quy mô lớn như nghiên cứu của Pearce và Zahra (1991). Nghiên cứu của Singh và Davidson III (2003) cho rằng, có mối quan hệ ngược chiều và có ý nghĩa thống kê giữa quy mô của hội đồng quản trị và chi phí đại diện. Nghiên cứu này phát hiện thấy rằng chi phí đại diện thấp hơn ở những doanh nghiệp có quy mô hội đồng quản trị lớn hơn. Trái ngược với quan điểm trên, Florackis và Ozkan (2004) nghiên cứu các công ty đại chúng niêm yết tại Anh giai đoạn 1999 – 2003 phát hiện thấy rằng, quy mô của hội đồng quản trị có quan hệ cùng chiều với chi phí đại diện, nghĩa là hội đồng quản trị có quy mô càng lớn thì chi phí đại diện càng cao. Tương tự, nghiên cứu của Beiner và cộng sự (2004), Eisenberg và cộng sự (1998) cũng tìm thấy mối quan hệ cùng chiều giữa quy mô hội đồng quản trị với chi phí đại diện.

*Giả thuyết H1: Quy mô hội đồng quản trị có tác động ngược chiều đến chi phí đại diện.*

**Sự độc lập của hội đồng quản trị:** Sự độc lập của hội đồng quản trị càng cao càng đóng vai trò quan trọng trong việc giám sát và hạn chế chi phí đại diện. Nghiên cứu của Byrd và Hickman (1992), Brickley và cộng sự (1994), Westphal và Zaiac (1995) cho rằng, các thành viên độc lập trong hội đồng quản trị có vai trò quan trọng trong việc giảm thiểu chi phí đại diện vì họ hành động dựa trên lợi ích của các cổ đông. Tương tự, nghiên cứu của McKnight và Mira (2003) và Henry (2004) khẳng định rằng chi phí đại diện sẽ thấp hơn khi số lượng thành viên độc lập trong hội đồng quản trị nhiều hơn. Ngược lại, nghiên cứu của Agrawal và Knoeber (1996) cho rằng, sự độc lập của hội đồng quản trị không có ý nghĩa trong việc giảm thiểu chi phí đại diện.

*Giả thuyết H2: Sự độc lập của Hội đồng quản trị có tác động ngược chiều với chi phí đại diện .*

**Chủ tịch hội đồng quản trị/ Giám đốc điều hành:** Sự tách biệt giữa giám đốc điều hành và chủ tịch hội đồng quản trị không những cải thiện hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp mà

còn giúp tối thiểu hóa chi phí đại diện. Ngược lại, theo Fama và Jensen (1983) để tối thiểu hóa chi phí đại diện thì không thể tách biệt cơ cấu của bộ phận lãnh đạo. Nghiên cứu của McKnight và Mira (2003), Florackis và Ozkan (2004) cho rằng, Chủ tịch hội đồng quản trị đồng thời là giám đốc điều hành không ảnh hưởng đến chi phí đại diện. McKnight và Weir (2009) nghiên cứu các công ty đại chúng niêm yết ở Anh cũng khẳng định rằng chủ tịch hội đồng quản trị đồng thời là giám đốc điều hành không ảnh hưởng đến việc giảm thiểu chi phí đại diện.

*Giả thuyết H3: Chủ tịch hội đồng quản trị đồng thời là giám đốc điều hành có tác động cùng chiều đến chi phí đại diện.*

**Sở hữu của nhà quản lý:** Jensen và Meckling (1976) cho rằng, chi phí đại diện sẽ giảm xuống nếu sở hữu của nhà quản lý tăng lên vì khi đó lợi ích của nhà quản lý tương thích với lợi ích của cổ đông. Singh và Davidson III (2003) ủng hộ quan điểm trên khi đưa ra bằng chứng rằng, chi phí đại diện được giảm thiểu khi sở hữu của nhà quản lý trong công ty tăng lên. Kết quả nghiên cứu của Vijayakumaran (2019) cho thấy, ở những công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Trung Quốc có tỷ lệ sở hữu của người quản lý cao hơn thì lợi ích của họ gần hơn với lợi ích của chủ sở hữu công ty, điều này giúp giải quyết vấn đề rủi ro đạo đức của nhà quản lý và giảm chi phí đại diện.

*Giả thuyết H4: Sở hữu quản lý tác động ngược chiều đến chi phí đại diện.*

**Sở hữu nhà nước:** Sở hữu nhà nước là một đặc điểm nổi bật của các doanh nghiệp cổ phần hóa ở Việt Nam mặc dù gần như nhà nước thoái vốn để đầu tư cho các hoạt động phù hợp hơn với vai trò nhà nước. Berglund (2020) lập luận rằng, trong các công ty mà nhà nước sở hữu phần lớn vốn chủ sở hữu, nhà nước có nhiều công cụ để kiểm soát công ty chặt chẽ và hiệu quả với chi phí thấp hơn, do đó cải thiện được lợi nhuận và giảm chi phí đại diện. Ngược lại, Vijayakumaran (2019), Tian và Estrin (2007) cho rằng, Chính phủ có xu hướng ít chủ động hơn trong việc kiểm soát hoạt động đầu tư của mình. Mặt khác, các công ty có tỷ lệ sở hữu nhà nước cao có thể dễ dàng nhận được các khoản hỗ trợ tài chính của chính phủ nhưng lại có cơ



chế kiểm soát doanh nghiệp kém hơn, dẫn đến làm gia tăng chi phí đại diện.

*Giả thuyết H5: Sở hữu nhà nước tác động cùng chiều đến chi phí đại diện.*

**Sở hữu nước ngoài:** Kết quả của nhiều nghiên cứu phát hiện thấy rằng, tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài có ảnh hưởng đến chi phí đại diện. Xu và Wang (1999) chỉ ra rằng các công ty Trung Quốc có tỷ lệ sở hữu của nước ngoài cao hơn có khả năng kiểm soát tốt hơn các hoạt động quản lý, kết quả hoạt động cao hơn và chi phí đại diện thấp hơn. Lu và Li (2019), Vijayakumaran (2019) cho rằng, các nhà đầu tư nước ngoài có chuyên môn và kiến thức kinh doanh thực tiễn tốt hơn so với cổ đông trong nước nên họ có thể giám sát hoạt động quản lý tốt hơn. Bên cạnh đó, trong các doanh nghiệp có sở hữu của cổ đông nước ngoài, quản trị doanh nghiệp thường tuân theo chuẩn mực quốc tế, tính minh bạch cao hơn, rủi ro kinh doanh thấp hơn và hiệu quả kinh doanh cao hơn.

*Giả thuyết H6: Sở hữu nước ngoài tác động ngược chiều đến chi phí đại diện.*

### 3. Phương pháp nghiên cứu

#### 3.1. Nguồn số liệu và phương pháp phân tích

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu thu thập từ 217 doanh nghiệp cổ phần hóa niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh và sàn giao dịch chứng khoán Hà Nội trong giai đoạn 2009 – 2019 với tổng cộng 1387 quan sát. Trước đó cổ phần hóa chủ yếu là các doanh nghiệp nhỏ nhưng bắt đầu từ năm 2007, các doanh nghiệp có quy mô lớn được lựa chọn để tiến hành cổ phần hóa và thời gian cổ phần hóa những doanh nghiệp này thường kéo dài (trung bình khoảng 2 năm) nên việc thu thập dữ liệu trong giai đoạn 2009-2019 nhằm mục đích đảm bảo tính đa dạng về quy mô doanh nghiệp và tính ổn định trong hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa.

Nghiên cứu sử dụng phương pháp phương pháp thống kê và hồi quy dữ liệu bảng (panel data) không cân đối được hồi quy theo 3 cách: Pooled, random effect (ảnh hưởng ngẫu nhiên) và fixed effect (ảnh hưởng cố định). Để tìm hiểu xem phương pháp hồi quy nào là phù hợp

nhất trong ba phương pháp trên, chúng tôi sử dụng các kiểm định: Kiểm định F, kiểm định Lagrangian Multiplier (LM test) và kiểm định Hausman (Gujarati, 2003). Sau khi lựa chọn mô hình phù hợp, nghiên cứu tiến hành kiểm tra và khắc phục các vi phạm về hiện tượng phương sai sai số không đổi, đa cộng tuyến, tương quan chuỗi...

#### 3.2. Mô hình nghiên cứu và các biến trong mô hình

Dựa vào cơ sở lý thuyết, dựa vào các nghiên cứu đi trước và đặc điểm của các doanh nghiệp cổ phần hóa, mô hình hồi quy đa biến được sử dụng để nghiên cứu ảnh hưởng của quản trị doanh nghiệp, cấu trúc vốn đến chi phí đại diện của doanh nghiệp cổ phần hóa như sau:

$$\text{Agencycost}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{boardsize}_{it} + \beta_2 \text{duality}_{it} + \beta_3 \text{independent}_{it} + \beta_4 \text{boardshare}_{it} + \beta_5 \text{stateshare}_{it} + \beta_6 \text{foreshare}_{it} + \beta_7 \text{firmsize}_{it} + \beta_8 \text{firmage}_{it} + \varepsilon_{it}$$

Mô hình hồi quy trên mô tả ảnh hưởng của sở hữu nhà nước, sở hữu quản lý, sở hữu nước ngoài, quy mô hội đồng quản trị, chủ tịch hội đồng quản trị đồng thời là giám đốc điều hành, sự độc lập của hội đồng quản trị, quy mô doanh nghiệp, số năm cổ phần hóa đến chi phí đại diện.

Ở Việt Nam, cổ phần hóa DNNN bắt đầu từ những năm 90 của thế kỷ XX trước yêu cầu cấp bách của quá trình chuyển đổi nền kinh tế từ cơ chế kế hoạch hóa tập trung sang cơ chế thị trường. Giai đoạn đầu của quá trình cổ phần hóa là những doanh nghiệp có quy mô nhỏ, sản xuất kinh doanh kém hiệu quả nhưng bắt đầu từ năm 2007, các doanh nghiệp quy mô lớn, các tổng công ty nhà nước, các tập đoàn kinh tế được đưa vào thí điểm để cổ phần hóa. Ở các doanh nghiệp cổ phần hóa có quy mô lớn, việc phân nhiệm, kiểm soát và quản lý doanh nghiệp trở nên khó khăn hơn; sự liên lạc giữa các cấp quản trị trở nên lỏng lẻo hơn, việc xử lý thông tin không kịp thời, dẫn đến hiệu quả giữa các khâu các cấp trở nên kém hiệu quả (Xu & Wang, 1999). Mặt khác, những doanh nghiệp có số năm đã cổ phần hóa lâu hơn thường có sức ì trong quản lý và ổn định hơn về cấu trúc sở hữu (Lu & Li, 2019). Do vậy, các biến kiểm soát quy mô doanh nghiệp và số năm cổ phần hóa được xem xét đưa vào mô hình.

**Bảng 1.** Đo lường các biến trong mô hình

Biến	Tên biến	Cách đo lường	Nguồn
<b>Biến phụ thuộc</b>			
Agency cost	Chi phí đại diện	Tổng doanh thu thuần/ tổng tài sản bình quân. Biến này có quan hệ nghịch biến với chi phí đại diện	Ang và cộng sự (2000)
<b>Biến độc lập</b>			
Boardsize	Quy mô hội đồng quản trị :	Logarit tự nhiên của tất cả thành viên hội đồng quản trị.	Florackis và Ozkan (2004); Beiner và cộng sự (2004); Eisenberg và cộng sự (1998)
Duality	Chủ tịch hội đồng quản trị đồng thời là giám đốc điều hành	Bằng 1 nếu chủ tịch hội đồng quản trị đồng thời là giám đốc điều hành (CEO) và bằng 0 nếu chủ tịch hội đồng quản trị không đồng thời là CEO.	McKnight và Mira (2003); Florackis và Ozkan (2004); Mcknight và Weir (2009)
independent	Sự độc lập của hội đồng quản trị	Số lượng thành viên độc lập trong hội đồng quản trị so với tổng số thành viên hội đồng quản trị.	Brickley và cộng sự (1994); Westphal và Zaiac (1995); McKnight và Mira (2003); Henry (2004)
boardshare	Sở hữu nhà quản lý	Phần trăm sở hữu của nhà quản lý trong công ty.	Vijayakumaran (2019); Singh và Davidson III (2003)
stateshare	Sở hữu nhà nước	Phần trăm sở hữu của cổ đông nhà nước.	Berglund (2020); Vijayakumaran (2019); Tian và Estrin (2007)
foreignshare	Sở hữu nước ngoài	Phần trăm sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài.	Xu và Wang (1999); Lu và Li (2019); Vijayakumaran (2019)
<b>Biến kiểm soát</b>			
firmsize	Quy mô doanh nghiệp	Logarit tự nhiên của tổng tài sản.	Xu và Wang (1999); Lu và Li (2019)
firmage	Số năm cổ phần hóa	Số năm cổ phần hóa.	Xu và Wang (1999); Lu và Li (2019)

**4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận**

biến quan sát. Các số liệu thống kê được trình bày trong bảng dưới đây như sau:

**4.1. Thống kê mô tả các biến**

Nghiên cứu tiến hành thống kê mô tả các

**Bảng 2.** Thống kê mô tả về các doanh nghiệp trong mẫu khảo sát

Tên biến	Đơn vị tính	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Tối thiểu	Tối đa
Agencycost	Lần	2,843	8,415	0,061	24,611
Boardsize	Người	5,397	9,442	3,000	11,000
Duality	Người	0,123	0,683	0,000	1,000
Independent	Người	2,751	7,393	1,000	3,000

Tên biến	Đơn vị tính	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Tối thiểu	Tối đa
Foreignshare	%	8,869	7,050	0,000	49,000
Boardshare	%	6,722	9,344	0,000	24,692
Stateshare	%	23,688	27,853	0,000	80,990
Firmsize	Nghìn tỷ đ	7,438	347,693	0,421	1.326,230
firmage	Năm	12,172	10,134	5,000	29,000

Bảng 2 trình bày trung bình, độ lệch chuẩn, nhỏ nhất, lớn nhất của giá trị mỗi biến: Hệ số vòng quay tài sản của các doanh nghiệp ở mức trung bình là 2,84 lần, thấp nhất là 0,06 lần và cao nhất là 24,61 lần và độ lệch chuẩn (đo lường mức biến động) của 8,42 lần. Quy mô hội đồng quản trị trung bình là 5,40 người, thấp nhất là 3 người và cao nhất là 11 người, độ lệch chuẩn 9,44 người. Chủ tịch hội đồng quản trị đồng thời là giám đốc điều hành trung bình là 0,13, thấp nhất là 0, cao nhất là 1, độ lệch chuẩn là 0,683. Số thành viên độc lập trong hội đồng quản trị bình quân 2,75 người, thấp nhất là 1 người, cao nhất là 3 người, độ lệch chuẩn là 7,39 người.

Tỷ lệ sở hữu nước ngoài trung bình khoảng 8,87%, thấp nhất là 0% và cao nhất là 49,00%,

độ lệch chuẩn là 7,05%. Tỷ lệ sở hữu cổ phần của nhà quản lý trung bình 6,72%, thấp nhất là 0% và cao nhất là 24,69%, độ lệch chuẩn là 9,34%. Tỷ lệ sở hữu Nhà nước trung bình là 23,69%, thấp nhất là 0%, cao nhất là 80,99%, độ lệch chuẩn là 27,05%. Như vậy, một trong những đặc điểm của doanh nghiệp cổ phần hóa là tỷ lệ sở hữu của Nhà nước thường chiếm tỷ trọng khá lớn trong cơ cấu vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp.

Quy mô doanh nghiệp bình quân là 7,44 nghìn tỷ đồng, cao nhất là 1.326,23 nghìn tỷ đồng, thấp nhất là 0,42 nghìn tỷ đồng, độ lệch chuẩn là 347,69 nghìn tỷ đồng. Số năm cổ phần hóa bình quân của 1 doanh nghiệp là 12,17 năm, thấp nhất là 5 năm cao nhất là 29 năm, độ lệch chuẩn là 10,41 năm.

**Bảng 3.** Ma trận tương quan giữa các biến

	Agency cost	Board size	duality	independent	Foreign share	Board share	State share	Firmsize
Agencycost	1							
Boardsize	0,07**	1						
Duality	0,22**	-0,32***	1					
Independent	-0,43*	0,23**	0,32 *	1				
Foreignshare	-0,23**	0,18***	-0,34*	0,23***	1			
Boardshare	-0,12**	-0,02***	0,01**	-0,38***	0,34***	1		
Stateshare	0,43**	0,13**	-0,05**	0,14**	-0,23***	-0,31*	1	
Firmsize	-0,21*	0,27***	0,11**	0,01***	0,11***	0,15**	0,20**	1
Firmage	0,13**	0,02**	0,01**	0,38***	0,15***	0,34**	0,28*	0,28*

**Ghi chú:** Ký hiệu \* mức ý nghĩa 10%; \*\* mức ý nghĩa 5%; \*\*\* mức ý nghĩa 1%.

Bảng 3 cho thấy, có sự tương quan âm giữa quy mô doanh nghiệp, sở hữu quản lý, sở hữu nước ngoài, sự độc lập của hội đồng quản trị, số năm cổ phần hóa và chi phí đại diện đo bằng

tỷ lệ nghịch của hệ số vòng quay tài sản, trong khi đó các biến tỷ lệ sở hữu cổ phần do cổ đông Nhà nước nắm giữ, quy mô hội đồng quản trị, Chủ tịch hội đồng quản trị đồng thời là giám

đốc điều hành có quan hệ dương với chi phí đại diện. Hệ số tương quan cặp giữa các biến đều nhỏ hơn 0,8 nên không xuất hiện hiện tượng đa cộng tuyến hoàn hảo.

**4.2. Kết quả hồi quy**

Bảng 4 trình bày kết quả kiểm định và ước lượng tham số của mô hình hồi quy lần lượt theo 3 phương pháp: pooled, ảnh hưởng cố định (FEM) và ảnh hưởng ngẫu nhiên (REM).

**Bảng 4.** Kết quả hồi quy

Tên biến	Pooled OLS	FEM	REM	FGLS
Boardsize	-0,1277** (0,046)	-0,0102* (0,054)	-0,0143** (0,035)	-0,0103*** (0,000)
Duality	-0,138** (0,049)	-0,0266** (0,034)	-0,0220** (0,038)	-0,0101** (0,0210)
Independent	0,3162*** (0,000)	0,3962*** (0,001)	0,3813*** (0,003)	0,1001** (0,0202)
Foreignshare	0,0330** (0,045)	0,0314** (0,034)	0,0357* (0,061)	0,0112* (0,0701)
Boardshare	0,0631*** (0,001)	0,0604*** (0,000)	0,0654*** (0,000)	0,0504*** (0,000)
Stateshare	-0,0429*** (0,000)	-0,0423*** (0,000)	-0,0449*** (0,000)	-0,0223*** (0,000)
Firmsize	0,7154** (0,012)	0,7127** (0,029)	0,7583** (0,010)	0,5583** (0,010)
firmage	0,5027 (0,431)	0,5339 (0,319)	0,5096 (0,427)	0,6035 (0,427)
Hàng số	0,3455*** (0,000)	0,4951*** (0,000)	0,3586*** (0,000)	0,2403*** (0,000)
Kiểm định F		F(216, 1162) = 32,94		
Kiểm định LM	Chi <sup>2</sup> (1) = 28,57***			
Kiểm định Hausman	Chi <sup>2</sup> (8) = 36,01**			
Kiểm định Wald	Wald chi <sup>2</sup> (8) = 9096,04***			
R <sup>2</sup>	0,4254	0,4319	0,3938	

**Ghi chú:** Ký hiệu \* mức ý nghĩa 10%; \*\* mức ý nghĩa 5%; \*\*\* mức ý nghĩa 1%.

Giá trị P được trình bày trong ngoặc ( ).

Dựa vào kết quả kiểm định LM (Lagrangian Multiplier test) cho thấy giá trị Prob = 0,000 < 0,05: mô hình REM phù hợp hơn pooled OLS. Tương tự, kết quả kiểm định Prob > F

= 0,000 < 0,05 cho thấy mô hình FEM sẽ phù hợp hơn so với Pooled OLS. Căn cứ vào kết quả kiểm định Hausman cho thấy: Prob > chi<sup>2</sup> = 0,0001 < 0,05 nên FEM là phù hợp hơn so với



REM. Như vậy, các kết quả kiểm định ở bảng 4 cho thấy, mô hình hồi quy FEM (ảnh hưởng cố định) là phù hợp nhất. Tuy nhiên, cần phải

kiểm tra thêm các khuyết tật của mô hình bằng các kiểm định như phương sai thay đổi, tự tương quan và đa cộng tuyến.

**Bảng 5.** Kết quả kiểm định hiện tượng phương sai thay đổi, đa cộng tuyến và tự tương quan

Kiểm định	Tiêu chí	Kết quả
Phương sai thay đổi	Prob>chi2 = 0,0000	Có hiện tượng phương sai thay đổi
Đa cộng tuyến	Vif = 6,3 <10	Không có hiện tượng đa cộng tuyến
Tương quan chuỗi	Prob > F = 0,1060	Không có hiện tượng tương quan

Kết quả kiểm định cho thấy, mô hình hồi quy FEM không xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến và tương quan chuỗi nhưng xảy ra hiện tượng phương sai thay đổi (Bảng 5). Để khắc phục hiện tượng phương sai thay đổi nghiên cứu này sử dụng phương pháp FGLS.

Kết quả ước lượng mô hình hồi quy bằng phương pháp FGLS được trình bày ở bảng 4 ủng hộ giả thuyết nghiên cứu về mối quan hệ ngược chiều giữa tỷ lệ sở hữu nước ngoài, sở hữu quản lý, sự độc lập của hội đồng quản trị với chi phí đại diện. Kết quả nghiên cứu cũng ủng hộ giả thuyết sở hữu cổ đông nhà nước, chủ tịch hội đồng quản trị đồng thời là giám đốc điều hành. Kết quả nghiên cứu không ủng hộ giả thuyết quy mô hội đồng quản trị có quan hệ ngược chiều với chi phí đại diện.

**4.3. Thảo luận kết quả nghiên cứu**

Dựa vào kết quả ước lượng từ mô hình trên cho thấy:

*Có mối quan hệ cùng chiều giữa quy mô hội đồng quản trị với chi phí đại diện ở mức ý nghĩa 5%. Hội đồng quản trị có quy mô lớn có thể làm cho việc biểu quyết, thảo luận và quyết định các vấn đề thuộc thẩm quyền cũng như định hướng chiến lược trong hoạt động của doanh nghiệp trở nên chậm chạp hơn, làm giảm hiệu quả hoạt động và làm tăng chi phí giám sát, từ đó làm tăng chi phí đại diện. Kết quả này phù hợp với nghiên cứu của Florackis và Ozkan (2004), Beiner và cộng sự (2013) nhưng ngược với kết quả nghiên cứu của Pearce và Zahra (1991), Singh và Davidson III (2003).*

*Chủ tịch hội đồng quản trị đồng thời là giám đốc điều hành làm tăng chi phí đại diện của doanh nghiệp cổ phần hóa ở mức ý nghĩa 1%.*

Khi chủ tịch hội đồng quản trị đồng thời là giám đốc điều hành dẫn đến sự tập trung quyền lực quá nhiều vào một cá nhân có thể dẫn đến sự lạm dụng quyền lực của người quản lý, tăng tính quan liêu trong việc ra quyết định và làm giảm tính năng động và hiệu quả đối với hoạt động kinh doanh. Kết quả này khác với nghiên cứu của McKnight và Mira (2003), Florackis và Ozkan (2004), Mcknight và Weir (2009).

*Có mối quan hệ ngược chiều giữa sự độc lập của hội đồng quản trị và chi phí đại diện ở mức ý nghĩa 1%. Khi số lượng thành viên độc lập trong hội đồng quản trị tăng lên, lợi ích của doanh nghiệp và cổ đông được bảo đảm và tạo điều kiện cho giám sát hiệu quả hơn nên làm giảm chi phí đại diện. Phát hiện này phù hợp với kết quả nghiên cứu của Byrd và Hickman (1992), Brickley và cộng sự (1994), Westphal và Zaiac (1995), McKnight và Mira (2003), Henry(2004).*

*Sở hữu nước ngoài được tìm thấy có tác động ngược chiều với chi phí đại diện mức ý nghĩa 5%. Các cổ đông nước ngoài có kiến thức chuyên môn và kinh nghiệm quản lý tốt hơn nên họ có thể giám sát hoạt động của nhà quản lý hiệu quả hơn so với cổ đông trong nước. Phát hiện này phù hợp với nghiên cứu của Xu và Wang (1999), Lu và Li (2019), Vijayakumaran (2019).*

*Sở hữu cổ phần của cổ đông nhà nước có tác động cùng chiều với chi phí đại diện ở mức ý nghĩa 1%. Điều này có thể là do trong bối cảnh Việt Nam, sự không rõ ràng về kiểm soát sở hữu, quyền tài sản, trách nhiệm của người đại diện phần vốn nhà nước tại doanh nghiệp và sự lẫn lộn giữa mục tiêu lợi nhuận và mục tiêu xã hội trong hoạt động của doanh nghiệp sau khi cổ phần hóa đã làm tăng chi phí đại diện ở những*

doanh nghiệp có tỷ lệ lớn sở hữu của cổ đông nhà nước. Phát hiện này cũng giống với kết quả nghiên cứu của Vijayakumaran (2019), Tian và Estrin (2007) nhưng lại trái ngược với kết quả nghiên cứu của Berglund (2020).

*Sở hữu quản lý có tác động ngược chiều đến chi phí đại diện ở mức ý nghĩa 5%. Có nghĩa là tỷ lệ sở hữu quản lý càng cao thì chi phí đại diện càng thấp. Khi sở hữu của các nhà quản lý tăng lên, lợi ích của người quản lý tiệm cận với lợi ích cổ đông nên hạn chế được mâu thuẫn lợi ích giữa người sở hữu và người quản lý làm giảm chi phí giám sát, chi phí ràng buộc cũng như giảm được các tổn thất do mâu thuẫn lợi ích. Kết quả này phù hợp với kết quả nghiên cứu Jensen và Meckling (1976), Singh và Davidson III (2003).*

*Có một mối quan hệ ngược chiều có ý nghĩa thống kê giữa quy mô doanh nghiệp và chi phí đại diện ở mức ý nghĩa 10%. Khi quy mô doanh nghiệp tăng lên, tính chuyên môn hóa hoạt động và tính chuyên nghiệp trong quản lý tăng cũng tăng lên, những quy định và ràng buộc trách nhiệm cũng như cơ chế giám sát và kiểm soát của chủ sở hữu đối với hoạt động quản lý cũng tốt hơn làm tăng hiệu quả hoạt động và giảm chi phí đại diện.*

Kết quả hồi quy không tìm thấy mối quan hệ có ý nghĩa thống kê giữa số năm cổ phần hóa và chi phí đại diện được đo bằng tỷ lệ tổng doanh thu/ tổng tài sản.

## 5. Kết luận và hàm ý chính sách

### 5.1. Kết luận

Bài viết này nghiên cứu tác động quản trị doanh nghiệp và cấu trúc sở hữu đến chi phí đại diện của doanh nghiệp cổ phần hóa niêm yết ở 2 sàn chứng khoán TP HCM và Hà Nội trong giai đoạn 2009-2019. Cấu trúc sở hữu được đề cập trong nghiên cứu này gồm: Sở hữu Nhà nước, sở hữu nước ngoài, sở hữu quản lý và quản trị doanh nghiệp bao gồm các biến: Quy mô hội đồng quản trị, sự độc lập của hội đồng quản trị, chủ tịch hội đồng quản trị đồng thời là giám đốc điều hành. Kết quả của nghiên cứu này ủng hộ giả thuyết nghiên cứu về mối quan hệ cùng chiều giữa tỷ lệ sở hữu nước ngoài, sở hữu quản lý, sự độc lập của hội đồng quản trị với hệ số vòng quay tài sản và quan hệ ngược chiều với

chi phí đại diện. Kết quả nghiên cứu cũng ủng hộ giả thuyết sở hữu cổ đông nhà nước, chủ tịch hội đồng quản trị đồng thời là giám đốc điều hành, quy mô hội đồng quản trị có quan hệ ngược chiều với hệ số vòng quay tài sản và cùng chiều với chi phí đại diện.

### 5.2. Hàm ý chính sách

Từ kết quả nghiên cứu trên, bài viết gợi mở một số hàm ý chính sách như sau:

*Thứ nhất*, cần tách bạch giữa mục tiêu kinh doanh và mục tiêu xã hội của doanh nghiệp nhà nước cổ phần hóa, đặc biệt là đối với những doanh nghiệp nhà nước còn nắm giữ cổ phần chi phối; cần tạo sự bình đẳng về mục tiêu trong kinh doanh và đảm bảo tính minh bạch trong hoạt động kinh doanh giữa doanh nghiệp có cổ phần chi phối của nhà nước và doanh nghiệp không có sở hữu vốn nhà nước.

*Thứ hai*, cần giảm tỷ trọng sở hữu Nhà nước xuống mức sàn chi phối ở các doanh nghiệp mà nhà nước cần sở hữu cổ phần chi phối và thoái toàn bộ vốn ở các doanh nghiệp mà Nhà nước không cần nắm giữ cổ phần và tạo cơ hội cho các nhà đầu tư nước ngoài tăng tỷ trọng tham gia sở hữu doanh nghiệp. Các cổ đông nước ngoài với tiềm lực tài chính mạnh, kinh nghiệm và kiến thức quản lý tốt có thể xây dựng cơ chế quản trị doanh nghiệp hiện đại, giúp nâng cao hiệu quả sử dụng tài sản và giảm chi phí đại diện.

*Thứ ba*, cần xem xét quy định số lượng thành viên hội đồng quản trị theo quy mô vốn và lao động của doanh nghiệp, đặc biệt là thành viên độc lập hội đồng quản trị; đồng thời cần quy định chặt chẽ cơ chế hoạt động của những thành viên này. Đối với doanh nghiệp mà nhà nước còn nắm giữ cổ phần cần quy định rõ ràng hơn về trách nhiệm của người đại diện phần vốn nhà nước thực chất hơn gắn với trách nhiệm pháp lý, tránh trường hợp đại diện mang tính hình thức.

*Thứ tư*, tiếp tục sửa đổi, điều chỉnh bộ quy tắc quản trị doanh nghiệp niêm yết; siết chặt kỷ luật kỷ cương trong minh bạch thông tin về tài chính và quản trị doanh nghiệp niêm yết; tăng cường cơ chế giám sát và chế tài đối với các doanh nghiệp niêm yết công bố thông tin không đúng thời hạn quy định hoặc công bố thông tin

sai lệch. Điều này giúp tăng cường tính minh bạch và chuyên nghiệp hóa hoạt động quản trị đối với các công ty cổ phần niêm yết nói chung và doanh nghiệp nhà nước cổ phần hóa niêm yết nói riêng.

### 5.3. Hạn chế và hướng nghiên cứu tiếp theo

Các hạn chế trong nghiên cứu này bao gồm: Thứ nhất, dữ liệu thu thập chỉ bao gồm các doanh nghiệp cổ phần hóa niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh và sàn giao dịch chứng khoán Hà Nội trong giai

đoạn 2009 – 2019. Thứ hai, chi phí đại diện rất khó đo lường vì vậy nghiên cứu này sử dụng hệ số hiệu quả sử dụng tài sản được đo bằng tỷ lệ tổng doanh thu thuần/ tổng tài sản bình quân đại diện cho biến phụ thuộc là chi phí đại diện. Dựa vào kết quả nghiên cứu và những hạn chế nêu trên, các nghiên cứu trong tương lai có thể: (1) thu thập thêm dữ liệu của tất cả các doanh nghiệp niêm yết làm dữ liệu mẫu; (2) sử dụng một cách đo khác làm đại diện cho chi phí đại diện và so sánh với kết quả của nghiên cứu này.

### Tài liệu tham khảo

- Ang, J. S., Cole, R. A., & Lin, J. W. (2000). Agency costs and ownership structure. *The Journal of Finance*, 55(1), 81-106
- Agrawal, A., & Knoeber, C. R. (1996). Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *Journal of financial and quantitative analysis*, 31(3), 377-397. <https://doi.org/10.2307/2331397>
- Beiner, S., Drobetz, W., Schmid, M., & Zimmermann, H. (2009). *An integrated framework of corporate governance and firm valuation-evidence from Switzerland*. SSRN electronic Journal. <https://DOI:10.2139/ssrn.489322>
- Berglund, T. (2020). Liquidity and Corporate Governance. *Journal of Risk and Financial Management*, 13(3), 1-9. <https://doi.org/10.3390/jrfm13030054>
- Brickley, J. A., Coles, J. L., & Terry, R. L. (1994). Outside directors and the adoption of poison pills. *Journal of financial Economics*, 35(3), 371-390. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(94\)90038-8](https://doi.org/10.1016/0304-405X(94)90038-8)
- Byrd, J. W., & Hickman, K. A. (1992). Do outside directors monitor managers?: Evidence from tender offer bids. *Journal of financial economics*, 32(2), 195-221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(92\)90018-S](https://doi.org/10.1016/0304-405X(92)90018-S)
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The journal of law and Economics*, 26(2), 301-325. <https://doi.org/10.1086/467037>
- Fan, P. S. (2004). *Review of literature & empirical research on corporate governance*. Monetary Authority of Singapore. [https://www.mas.gov.sg/-/media/MAS/resource/publications/staff\\_papers/MAS-Staff-Paper-No-29.pd](https://www.mas.gov.sg/-/media/MAS/resource/publications/staff_papers/MAS-Staff-Paper-No-29.pd)
- Fleming, G., Heaney, R., & McCosker, R. (2005). Agency costs and ownership structure in Australia. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13(1), 29-52. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2004.04.001>
- Florackis, C., & Ozkan, A. (2004). *Agency costs and corporate governance mechanisms: Evidence for UK firms*. University of York, UK. [https://www.efmaefm.org/0EFMSYMPOSIUM/2005/papers/29-Aydin\\_Ozkan\\_paper.pdf](https://www.efmaefm.org/0EFMSYMPOSIUM/2005/papers/29-Aydin_Ozkan_paper.pdf)
- Gujarati D. (2003). *Basic Econometrics (4<sup>th</sup> edn)*. New York: McGraw-Hill.
- Henry, D. (2004). Corporate governance and ownership structure of target companies and the outcome of takeovers. *Pacific-Basin Finance Journal*, 12(4), 419-444. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2003.09.004>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2002). Investor protection and corporate valuation. *The journal of finance*, 57(3), 1147-1170. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00457>
- Lu, S. L., & Li, Y. H. (2019). Effect of Corporate Governance on Institutional Investors' Preferences: An Empirical Investigation in Taiwan. *Journal of Risk and Financial Management*, 12(1), 1-21. <https://doi.org/10.3390/jrfm12010032>
- McKnight P.J., & Mira S. (2003). *Corporate Governance Mechanisms, Agency Costs and Firm Performance in UK Firms*. <http://ssrn.com/abstract=460300>
- McKnight, P.J., & Weir, C. (2009). Agency costs, corporate governance mechanisms and ownership structure in large UK publicly quoted companies: A panel data analysis. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 49(2), 139-158. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2007.09.008>

- Pearce, J. A., & Zahra, S. A. (1991). The relative power of CEOs and boards of directors: Associations with corporate performance. *Strategic management journal*, 12(2), 135-153. <https://doi.org/10.1002/smj.4250120205>
- Singh, M., & Davidson III, W. N. (2003). Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms. *Journal of banking & finance*, 27(5), 793-816. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(01\)00260-6](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(01)00260-6)
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of political economy*, 94(3, Part 1), 461-488. <https://doi.org/10.1086/261385>
- Tian, L., & Estrin, S. (2007). Debt financing, soft budget constraints, and government ownership: Evidence from China. *Economics of Transition*, 15(3): 461-481.
- Veliyath, R. (1999). Top management compensation and shareholder returns: unravelling different models of the relationship. *Journal of Management Studies*, 36(1), 123-143. <https://doi.org/10.1111/1467-6486.00129>
- Vijayakumaran, R. (2019). Agency Costs, Ownership, and Internal Governance Mechanisms: Evidence from Chinese Listed Companies. *Asian Economic and Financial Review*, 9(1), 133-154. <http://www.aessweb.com/journals/5002/January2019>
- Xu, X., & Wang, Y. (1999). Ownership structure and corporate governance in Chinese stock companies. *China economic review*, 10(1), 75-98. [https://doi.org/10.1016/S1043-951X\(99\)00006-1](https://doi.org/10.1016/S1043-951X(99)00006-1)
- Westphal, J. D., & Zajac, E. J. (1995). Who shall govern? CEO board power, demographic similarity, and new director selection. *Administrative Science Quarterly*, 40(1), 60-84. <https://doi.org/10.2307/2393700>