



THE MODERATING ROLE OF BOARD SIZE IN THE RELATIONSHIP BETWEEN BOARD CHARACTERISTICS AND PERFORMANCE OF CONSTRUCTION COMPANIES

Nguyen Thi Ngoc Tinh^{1*}, Cao Thi Nhan Anh¹

¹Ho Chi Minh City University of Technology and Engineering, Vietnam

ARTICLE INFO	ABSTRACT
DOI: 10.52932/jfmr.v17i4.972 <i>Received:</i> June 04, 2025 <i>Accepted:</i> October 23, 2025 <i>Published:</i> August 25, 2026 Keywords: Board characteristics, Board size, Construction companies, Firm performance, Viet Nam Mã JEL: M10, G30, J21	Purpose – This study examines the effects of Board of Directors (BOD) characteristics on firm performance and the moderating role of board size among listed construction companies in Vietnam. Study design/methodology/approach – Panel data comprise 330 observations from construction companies listed on HOSE, HNX, and UPCOM during 2017-2022. The study conducts F-test, Hausman, Breusch-Pagan, Durbin-Watson, and White tests in Stata 17; a GLS model with an AR(1) structure and panel-level heteroskedasticity is used to address model deficiencies. Findings – CEO duality and independent directors negatively affect ROE, while gender diversity positively affects ROA, ROE, and Tobin's Q. Board size moderates the relationships between board meeting frequency and ROA and Tobin's Q, independent directors and ROA, and gender diversity and ROA and Tobin's Q; no moderating effect is found for CEO duality. Research limitations/implications – Board size should be considered together with monitoring quality, board independence, and functional structure rather than as a stand-alone quantitative criterion. The study is limited to listed construction companies, relies primarily on quantitative data, and does not integrate non-financial factors. Future research may extend to multiple industries, combine qualitative methods, and test nonlinear relationships. Originality/contribution – This study adds to the limited empirical evidence in Vietnam on the moderating role of board size in the relationship between BOD characteristics and firm performance, particularly in the construction industry. Practical implications – The findings provide a basis for construction companies to design appropriate BOD structures, with attention to controlling the concentration of power, enhancing the monitoring effectiveness of independent directors, improving board meeting quality, and leveraging gender diversity. Social implications – Improving BOD governance quality may contribute to greater transparency, accountability, and protection of shareholders' interests in listed companies

*Corresponding author: Email: ntngoctinh267@gmail.com



VAI TRÒ ĐIỀU TIẾT CỦA QUY MÔ HỘI ĐỒNG QUẢN TRỊ TRONG MỐI QUAN HỆ GIỮA CÁC ĐẶC ĐIỂM CỦA HỘI ĐỒNG QUẢN TRỊ VÀ HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG CỦA DOANH NGHIỆP XÂY DỰNG

Nguyễn Thị Ngọc Tình^{1*}, Cao Thị Nhân Anh¹

¹Trường Đại học Công nghệ Kỹ thuật Thành phố Hồ Chí Minh

THÔNG TIN	TÓM TẮT
DOI: 10.52932/jfmr.v17i4.972	Mục đích bài viết – Nghiên cứu xem xét mối quan hệ giữa các đặc điểm của Hội đồng quản trị (HĐQT) và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, tập trung vào vai trò điều tiết của quy mô hội đồng trong ngành xây dựng tại Việt Nam.
Ngày nhận bài: 04/06/2025	Thiết kế/phương pháp luận/cách tiếp cận – Dữ liệu gồm 330 quan sát từ các công ty xây dựng niêm yết trên HOSE, HNX và UPCOM giai đoạn 2017-2022. Nghiên cứu sử dụng hồi quy dữ liệu bảng, thực hiện các kiểm định F-test, Hausman, Breusch-Pagan, Durbin-Watson và White trên Stata 17; mô hình GLS với cấu trúc AR (1) và phương sai thay đổi theo panel được dùng để xử lý các khuyết tật phát hiện.
Ngày chấp nhận: 23/10/2025	Kết quả nghiên cứu – Kết quả cho thấy, sự kiêm nhiệm và thành viên độc lập tác động tiêu cực đến ROE, trong khi đa dạng giới tính cải thiện ROA, ROE và Tobin's Q. Quy mô hội đồng quản trị có thể làm thay đổi cường độ và hướng tác động của các đặc điểm quản trị nhưng hiệu ứng không đồng nhất giữa ROA, ROE và Tobin's Q.
Ngày đăng: 25/08/2026	Hàm ý/hạn chế của nghiên cứu – Kết quả nghiên cứu cung cấp bằng chứng thực nghiệm để thiết kế cơ cấu hội đồng quản trị phù hợp với ngành xây dựng Việt Nam, đồng thời đưa ra các hàm ý cho doanh nghiệp. Quy mô hội đồng quản trị cần được xem xét cùng với chất lượng giám sát, tính độc lập và cấu trúc chức năng thay vì như một tiêu chí định lượng riêng lẻ.
Từ khóa: Công ty xây dựng, Đặc điểm hội đồng quản trị, Hiệu quả doanh nghiệp, Quy mô hội đồng quản trị, Việt Nam	Điểm độc đáo/đóng góp của bài viết – Các bằng chứng về vai trò điều tiết của quy mô hội đồng tại Việt Nam còn hạn chế; nghiên cứu này góp phần lấp đầy khoảng trống thực nghiệm đó trong bối cảnh ngành xây dựng. Nghiên cứu tiếp theo có thể mở rộng theo hướng đa ngành, kết hợp định tính và xem xét các quan hệ phi tuyến.
Thể loại bài viết: Bài nghiên cứu	
Mã JEL: M10, G30, J21	

*Tác giả liên hệ: Email: ntngoctinh267@gmail.com

1. Giới thiệu

Năm 2022, hơn 1.800 doanh nghiệp xây dựng tạm ngừng hoạt động, mức cao nhất trong 5 năm, trong khi tỷ suất lợi nhuận toàn ngành giảm còn 2,5%, thấp hơn mức trên 4% trước đại dịch (Finance Vietstock). Bối cảnh này làm nổi bật vai trò của quản trị doanh nghiệp, đặc biệt là hội đồng quản trị trong định hướng chiến lược, giám sát điều hành và bảo vệ lợi ích cổ đông (OECD, 2023). Với đặc thù vốn lớn, chu kỳ đầu tư dài và yêu cầu quản trị linh hoạt, ngành xây dựng đặt ra câu hỏi về cách quy mô hội đồng quản trị ảnh hưởng đến hiệu lực của các đặc điểm quản trị. Các nghiên cứu quốc tế cho thấy, quy mô hội đồng quản trị có thể khuếch đại hoặc làm suy giảm tác động của nhiệm vụ, thành viên độc lập, số cuộc họp và đa dạng giới tính, nhưng bằng chứng tại Việt Nam còn hạn chế. Trên nền tảng lý thuyết đại diện, lý thuyết phụ thuộc nguồn lực và lý thuyết kế toán thực chứng, nghiên cứu kiểm định tác động của các đặc điểm hội đồng quản trị đến ROA, ROE và Tobin's Q, đồng thời đánh giá vai trò điều tiết của quy mô hội đồng quản trị. Dữ liệu gồm 330 quan sát của các công ty niêm yết trên HOSE, HNX và UPCOM giai đoạn 2017-2022. Các mô hình dữ liệu bảng và FGLS được thực hiện trên Stata 17. Kết quả là cơ sở để xuất hàm ý quản trị cho doanh nghiệp xây dựng Việt Nam.

2. Cơ sở lý thuyết

Theo OECD (2023), hội đồng quản trị là cơ quan trung tâm của hệ thống quản trị doanh nghiệp, có chức năng định hướng chiến lược, giám sát điều hành và bảo đảm trách nhiệm giải trình. Vai trò này góp phần giảm chi phí đại diện và kiểm soát hành vi lệch chuẩn của nhà quản lý (Jensen & Meckling, 1976). Lipton và Lorsch (1992) cũng nhấn mạnh hiệu quả doanh nghiệp phụ thuộc đáng kể vào cấu trúc và chất lượng hoạt động của hội đồng quản trị.

Hiệu quả hoạt động phản ánh khả năng tạo lợi nhuận từ các nguồn lực đầu tư và năng lực quản trị doanh nghiệp. Nguyễn Diệu Trang (2020) xem đây là mức sinh lợi so với vốn bỏ ra.

Nghiên cứu sử dụng ba chỉ số phổ biến: ROA đo hiệu quả sử dụng tài sản (Basah & Salleh, 2017); ROE phản ánh khả năng sinh lợi trên vốn chủ sở hữu và mức độ tạo giá trị cho cổ đông (Doğan & Yildiz, 2013); Tobin's Q, tỷ lệ giữa giá trị thị trường và chi phí thay thế tài sản, phản ánh kỳ vọng của nhà đầu tư về hiệu suất hiện tại và tiềm năng tương lai (Guest, 2009; Salem và cộng sự, 2019). Kết hợp ROA, ROE và Tobin's Q cho phép đánh giá đồng thời hiệu quả nội tại và kỳ vọng thị trường, đồng thời so sánh hướng và mức độ tác động của các đặc điểm hội đồng quản trị trên từng khía cạnh hiệu quả.

2.1. Lý thuyết nghiên cứu

Lý thuyết đại diện (Agency Theory)

Lý thuyết đại diện giải thích xung đột lợi ích giữa cổ đông và nhà quản lý khi quyền sở hữu tách biệt quyền kiểm soát. Nhà quản lý có thể ưu tiên lợi ích cá nhân (Ross, 1973), trong khi bất cân xứng thông tin làm tăng chi phí đại diện (Jensen & Meckling, 1976); các xung đột mục tiêu vì vậy có thể làm giảm hiệu quả tổ chức (Eisenhardt, 1989). Trong nghiên cứu này, nhiệm vụ, thành viên độc lập và đa dạng giới tính phản ánh các cơ chế giám sát, còn quy mô hội đồng quản trị được xem là yếu tố điều tiết có thể khuếch đại hoặc làm suy giảm hiệu lực của các cơ chế đó. Vì vậy, nghiên cứu đồng thời kiểm định tác động trực tiếp của đặc điểm hội đồng quản trị và vai trò điều tiết của quy mô hội đồng quản trị.

Lý thuyết phụ thuộc nguồn lực (Resource Dependence Theory)

Lý thuyết phụ thuộc nguồn lực (RDT) cho rằng, doanh nghiệp phụ thuộc vào khả năng huy động các nguồn lực thiết yếu từ môi trường bên ngoài (Pfeffer & Salancik, 1978). Hội đồng quản trị là cầu nối giúp doanh nghiệp tiếp cận nguồn lực thông qua kinh nghiệm, uy tín và quan hệ xã hội của thành viên (Nienhüser, 2008); các yếu tố xã hội và cấu trúc quyền lực cũng góp phần hình thành lợi thế tổ chức (Pfeffer & Fong, 2005). Theo cách tiếp cận này, hội đồng quản trị có quy mô phù hợp có thể mở

rộng nguồn lực và tăng tính đa dạng, từ đó hỗ trợ hiệu quả hoạt động.

Lý thuyết kế toán thực chứng (Positive Accounting Theory – PAT)

Lý thuyết kế toán thực chứng (PAT) của Watts và Zimmerman (1978) giải thích lựa chọn chính sách kế toán của nhà quản lý và được phát triển trong các nghiên cứu sau (Fields và cộng sự, 2001). Trong ngành xây dựng, đặc trưng vốn lớn, chu kỳ dự án dài và rủi ro tài chính cao làm gia tăng áp lực huy động vốn và duy trì uy tín với nhà đầu tư, ngân hàng và cơ quan quản lý. Theo PAT, nhà quản lý có thể điều chỉnh lợi nhuận hoặc công bố thông tin nhằm đáp ứng động cơ hợp đồng, chi phí chính trị hay lợi ích cá nhân; vì vậy cấu trúc hội đồng quản trị có vai trò quan trọng trong hạn chế hoặc kiểm soát các hành vi cơ hội.

2.2. Tổng quan nghiên cứu trong và ngoài nước

Các nghiên cứu quốc tế cho thấy, quy mô hội đồng quản trị có thể đóng vai trò điều kiện hóa, làm thay đổi cường độ tác động của các đặc điểm quản trị đến hiệu quả doanh nghiệp. Norliana và cộng sự (2018), với 245 công ty niêm yết Malaysia giai đoạn 2009-2013 cho thấy, ảnh hưởng của tính độc lập hội đồng quản trị đến hiệu suất được khuếch đại khi hội đồng quản trị lớn hơn. Zheng và Tsai (2019), nghiên cứu 159 công ty du lịch niêm yết tại Trung Quốc giai đoạn 2008-2017 cũng cho thấy, quy mô hội đồng quản trị có thể giảm hoặc đảo ngược tác động bất lợi và tăng lợi ích liên quan. Bakri và cộng sự (2024), từ 5.057 quan sát tại Malaysia giai đoạn 2012-2021, phát hiện tác động dương của cổ tức đến giá trị doanh nghiệp mạnh hơn khi quy mô hội đồng quản trị lớn. Dù khác bối cảnh và biến số, các kết quả đều cho thấy, tác động quản trị phụ thuộc đáng kể vào quy mô hội đồng quản trị, củng cố sự cần thiết kiểm định vai trò điều tiết này.

Tại Việt Nam, Nguyễn Thị Thu Thủy và Nguyễn Văn Thuận (2021) sử dụng GMM với 479 công ty niêm yết giai đoạn 2008-2018, ghi nhận tác động thuận chiều của CEO kiêm

nhiệm và quy mô ban kiểm soát, nhưng tác động ngược chiều của tỷ lệ thành viên hội đồng quản trị độc lập đến hiệu quả hoạt động. Quy mô hội đồng quản trị chưa được xem như biến điều tiết, trong khi kết quả trái chiều của thành viên độc lập gợi ý khả năng hiệu lực của tính độc lập phụ thuộc vào quy mô hội đồng quản trị. Đây là cơ sở để nghiên cứu hiện tại mở rộng mô hình trong bối cảnh doanh nghiệp xây dựng.

Nguyễn Thị Như Quỳnh và cộng sự (2023) kiểm định các đặc điểm hội đồng quản trị trong ngành thực phẩm và ghi nhận tác động tích cực của tỷ lệ nữ và thành viên độc lập, nhưng tác động tiêu cực của CEO kiêm nhiệm và quy mô ủy ban kiểm soát. Nghiên cứu chưa xem quy mô hội đồng quản trị là biến điều tiết, song việc sử dụng nhiều mô hình hồi quy, xét tác động phi tuyến và yếu tố bên ngoài như đại dịch cho thấy, tiềm năng mở rộng theo hướng điều kiện hóa các quan hệ quản trị.

Hoàng Hương Giang (2022) chủ yếu tổng thuật lý thuyết, qua đó củng cố cơ sở lựa chọn các đặc điểm hội đồng quản trị trong bối cảnh Việt Nam và chỉ ra sự thiếu vắng nghiên cứu chuyên sâu về cấu trúc và tương tác trong hội đồng quản trị.

Kiều Anh Khoa và Nguyễn Bá Hoàng (2022) phân tích 1.060 quan sát của 212 công ty phi tài chính giai đoạn 2017-2021 và phát hiện quy mô hội đồng quản trị tác động tiêu cực, có ý nghĩa thống kê đến hiệu quả tài chính. Các tác giả lưu ý nhiều doanh nghiệp Việt Nam có tính chất gia đình, quy mô vốn nhỏ và ít tầng quản lý. Vậy câu hỏi đặt ra đối với những doanh nghiệp xây dựng niêm yết quy mô vốn lớn hơn đáng kể và cấu trúc quản lý chính thức, nhiều tầng hơn để tuân thủ quy định và duy trì hoạt động trên thị trường công khai. Thì vai trò điều tiết của quy mô hội đồng quản trị có tiềm năng ảnh hưởng kép? Quy mô hội đồng quản trị không chỉ ảnh hưởng trực tiếp mà có thể làm suy yếu hoặc khuếch đại tác động của các đặc điểm như CEO kiêm nhiệm, tỷ lệ nữ hay tính độc lập, vốn thường được xem là các yếu tố tích cực hay không?

2.3. Giả thuyết nghiên cứu

Nghiên cứu phân tích tác động của các đặc điểm hội đồng quản trị và vai trò điều tiết của quy mô hội đồng quản trị đối với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp xây dựng niềm yết tại Việt Nam. Các biến độc lập gồm nhiệm, thành viên độc lập, quy mô hội đồng quản trị, số cuộc họp và đa dạng giới tính; hiệu quả hoạt động được đo bằng ROA, ROE và Tobin's Q. Các biến kiểm soát gồm quy mô doanh nghiệp, số năm thành lập, đòn bẩy tài chính, tăng trưởng doanh thu và dòng tiền.

Kiểm nhiệm (KN). Việc Chủ tịch hội đồng quản trị đồng thời giữ chức Tổng Giám đốc có thể làm suy yếu cơ chế giám sát và gia tăng hành vi cơ hội. Các nghiên cứu quốc tế (Rajeevan & Ajward, 2019; Al Azeez và cộng sự, 2019; Hamid & Bello, 2019) và bằng chứng trong nước (Ngô Hoàng Điệp & Bùi Văn Dương, 2017; Trần Thị Bích Duyên & Phạm Nguyễn Đình Tuấn, 2022) cho thấy, kiểm nhiệm có liên hệ với hiệu quả hoặc quản trị lợi nhuận theo hướng bất lợi.

Giả thuyết H1: Có mối quan hệ tiêu cực giữa Sự kiểm nhiệm với Hiệu quả hoạt động doanh nghiệp.

Thành viên độc lập (TVDL). Thành viên hội đồng quản trị độc lập được kỳ vọng hạn chế hành vi tư lợi và xung đột lợi ích giữa ban điều hành và cổ đông. Thông tư 116/2020/TT-BTC quy định các điều kiện nhằm bảo đảm tính độc lập thực chất, gồm không làm việc tại công ty hoặc công ty con trong ba năm gần nhất, sở hữu không quá 1% cổ phần có quyền biểu quyết, không có quan hệ thân thuộc với ban điều hành/hội đồng quản trị/Ban kiểm soát và không nhận lợi ích tài chính thường xuyên ngoài thù lao. Black và Kim (2012) ghi nhận mối quan hệ tích cực giữa tỷ lệ thành viên độc lập và hiệu suất doanh nghiệp; tuy nhiên, Nguyễn Thị Thu Thủy và Nguyễn Văn Thuận (2021) cho thấy, bằng chứng tại Việt Nam còn trái chiều. Vì vậy, H2 được đề xuất để kiểm định trong bối cảnh doanh nghiệp xây dựng.

Giả thuyết H2: Có mối quan hệ tích cực giữa số lượng Thành viên độc lập với Hiệu quả hoạt động doanh nghiệp.

Số lượng cuộc họp (CH) phản ánh mức độ hoạt động và giám sát của hội đồng quản trị, hỗ trợ việc ra quyết định về đầu tư, tái cấu trúc, nhân sự cấp cao, phân chia lợi nhuận và tuân thủ. Sarkar và cộng sự (2008) cho thấy, hội đồng quản trị họp thường xuyên có thể xử lý vấn đề quan trọng nhanh hơn; tại Việt Nam, Nguyễn Thị Như Quỳnh và cộng sự (2023) cũng ghi nhận liên hệ tích cực giữa tần suất họp và hiệu suất hoạt động.

Giả thuyết H3: Có mối quan hệ tích cực giữa Cuộc họp với Hiệu quả hoạt động doanh nghiệp.

Đa dạng giới tính (DDGT). Sự hiện diện của nữ giới trong hội đồng quản trị giúp đa dạng hóa quan điểm và có thể cải thiện chất lượng quyết định quản trị. Carter và cộng sự (2003) và Erhardt và cộng sự (2003) ghi nhận mối liên hệ tích cực giữa đa dạng giới trong hội đồng quản trị và hiệu suất tài chính doanh nghiệp.

Giả thuyết H4: Có mối quan hệ tích cực giữa Đa dạng giới tính với Hiệu quả hoạt động doanh nghiệp.

Biến điều tiết và giả thuyết nghiên cứu

Một nhóm nghiên cứu cho rằng, hội đồng quản trị lớn có thể làm giảm hiệu quả giám sát và ra quyết định do chi phí phối hợp và giao tiếp. Yermack (1996) cho thấy, doanh nghiệp có hội đồng quản trị nhỏ hơn đạt Tobin's Q cao hơn; Guest (2009), trên 2.746 công ty tại Anh giai đoạn 1981-2002, ghi nhận quy mô hội đồng quản trị lớn tác động tiêu cực đến lợi nhuận, Tobin's Q và lợi nhuận cổ phiếu. Mak & Kusnadi (2005) cũng cho thấy, hội đồng quản trị nhỏ hơn gắn với hiệu quả hoạt động tốt hơn.

Ngược lại, quan điểm về “quy mô tối ưu” cho rằng, hội đồng quản trị quy mô trung bình có thể cân bằng giữa năng lực giám sát, đa dạng nguồn lực và tính linh hoạt. Kalsie và Shrivastav (2016) cho thấy, quy mô trung bình giúp tối ưu tác động đến ROA.

Như vậy, quy mô hội đồng quản trị không chỉ có thể tác động trực tiếp đến hiệu suất mà còn khuếch đại hoặc làm suy yếu ảnh hưởng của các đặc điểm quản trị. Vì vậy, nghiên cứu xem quy mô hội đồng quản trị là biến điều tiết và đề xuất H5 cùng các giả thuyết H5a-H5d.

Giả thuyết H5: Quy mô hội đồng quản trị tác động tích cực đến mối quan hệ giữa đặc điểm và Hiệu quả hoạt động doanh nghiệp.

Giả thuyết H5a: Quy mô hội đồng quản trị tác động tích cực đến mối quan hệ giữa Sự kiểm nhiệm và Hiệu quả hoạt động doanh nghiệp.

Giả thuyết H5b: Quy mô hội đồng quản trị tác động tích cực đến mối quan hệ giữa Cuộc họp và Hiệu quả hoạt động doanh nghiệp.

Giả thuyết H5c: Quy mô hội đồng quản trị tác động tích cực đến mối quan hệ giữa Thành viên độc lập và Hiệu quả hoạt động doanh nghiệp.

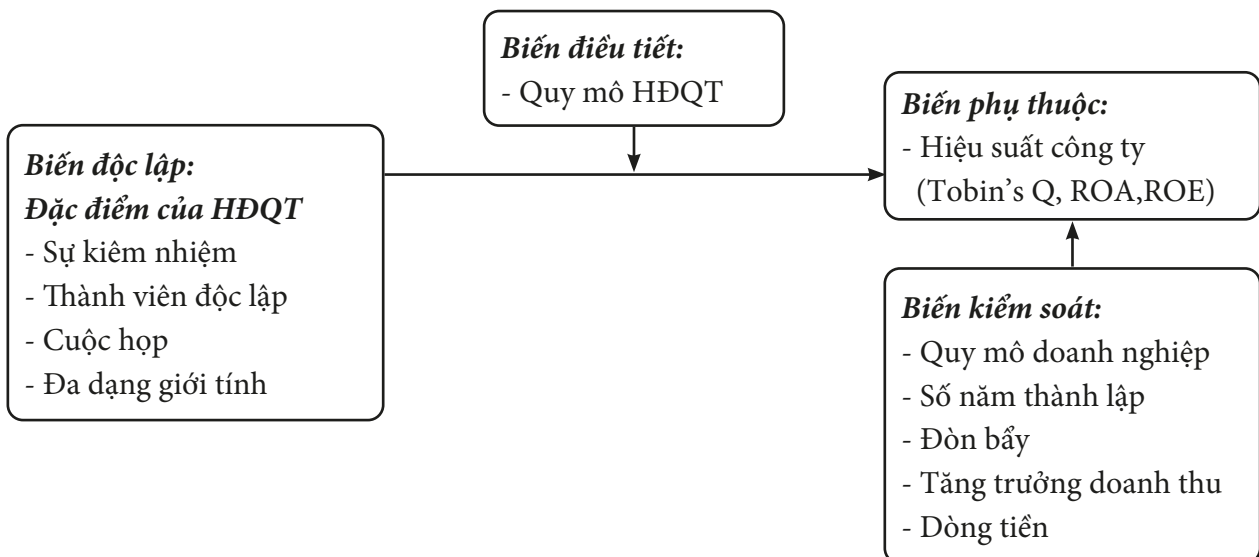
Giả thuyết H5d: Quy mô hội đồng quản trị tác động tích cực đến mối quan hệ giữa đa dạng giới tính và Hiệu quả hoạt động doanh nghiệp.

Các biến kiểm soát gồm quy mô doanh nghiệp, số năm thành lập, đòn bẩy tài chính, tăng trưởng doanh thu thuần và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh, phản ánh năng lực vận hành, kinh nghiệm, rủi ro tài chính, triển vọng tăng trưởng và thanh khoản. Salem và cộng sự (2019) sử dụng các biến này trong mô hình phân tích hiệu suất.

3. Mô hình và phương pháp nghiên cứu

3.1. Mô hình nghiên cứu

Mô hình kế thừa Salem và cộng sự (2019) và Norliana và cộng sự (2018), đồng thời bổ sung quy mô hội đồng quản trị như biến điều tiết. Bên cạnh tác động trực tiếp của từng đặc điểm quản trị, mô hình kiểm định các biến tương tác để làm rõ mức độ quy mô hội đồng quản trị làm thay đổi mối quan hệ giữa đặc điểm hội đồng quản trị và hiệu quả doanh nghiệp.



Hình 1. Mô hình nghiên cứu đề xuất

Thang đo nghiên cứu xem chi tiết tại Phụ lục 1 (xem Phụ lục 1 online).

Mẫu nghiên cứu

Theo Greene (2012), cỡ mẫu hồi quy tuyến tính bội cần đáp ứng yêu cầu tối thiểu theo số

biến độc lập để đánh giá độ phù hợp tổng quát của mô hình, như R^2 và kiểm định F.

$$n \geq 50 + 8m$$

Trong đó: n là kích thước mẫu tối thiểu, m là số biến độc lập trong mô hình.

Nghiên cứu sử dụng 330 quan sát doanh nghiệp từ báo cáo tài chính đã kiểm toán, báo cáo thường niên, báo cáo quản trị và các nguồn công bố trên cổng thông tin tài chính/sàn chứng khoán giai đoạn 2017-2022. Các trường hợp thiếu thông tin hoặc bất thường được rà soát, loại bỏ; dữ liệu sau đó được xử lý và mã hóa thành dữ liệu bảng phục vụ hồi quy.

Mô hình hồi quy

Để kiểm định tác động của đặc điểm hội đồng quản trị và vai trò điều tiết của quy mô hội đồng quản trị đến hiệu quả doanh nghiệp, nghiên cứu sử dụng hai nhóm mô hình. Hieuqua là biến phụ thuộc; hội đồng quản trị gồm KN, TVDL, CH, DDGT; KS là các biến kiểm soát; BS*HĐQT là các biến tương tác giữa quy mô hội đồng quản trị và từng đặc điểm hội đồng quản trị.

$$\text{Hieuqua}_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 \text{HĐQT}_{i,t} + \beta_2 \text{KS}_{i,t} + \mu_{i,t} \quad (1)$$

Trong đó,

α_0 là hằng số; β là hệ số hồi quy; $\text{HĐQT}_{i,t}$ gồm KN, TVDL, CH và DDGT; $\text{KS}_{i,t}$ gồm QMDN, NTL, DB, TDTT và DT; $\mu_{i,t}$ là sai số ngẫu nhiên của doanh nghiệp i tại thời điểm t .

Mô hình (1) kiểm định tác động trực tiếp của các đặc điểm hội đồng quản trị đến ROA, ROE và Tobin's Q như sau:

$$\begin{aligned} \text{ROA}_{i,t} = & \alpha_{i,t} + \beta_1 \text{KN}_{i,t} + \beta_2 \text{TVDL}_{i,t} \\ & + \beta_3 \text{CH}_{i,t} + \beta_4 \text{DDGT}_{i,t} + \beta_5 \text{QMDN}_{i,t} \\ & + \beta_6 \text{NTL}_{i,t} + \beta_7 \text{DB}_{i,t} + \beta_8 \text{TDTT}_{i,t} \\ & + \beta_9 \text{DT}_{i,t} + \mu_{i,t} \end{aligned} \quad (1a)$$

$$\begin{aligned} \text{ROE}_{i,t} = & \alpha_{i,t} + \beta_1 \text{KN}_{i,t} + \beta_2 \text{TVDL}_{i,t} \\ & + \beta_3 \text{CH}_{i,t} + \beta_4 \text{DDGT}_{i,t} + \beta_5 \text{QMDN}_{i,t} \\ & + \beta_6 \text{NTL}_{i,t} + \beta_7 \text{DB}_{i,t} + \beta_8 \text{TDTT}_{i,t} \\ & + \beta_9 \text{DT}_{i,t} + \mu_{i,t} \end{aligned} \quad (1b)$$

$$\begin{aligned} \text{Tobin's } Q_{i,t} = & \alpha_{i,t} + \beta_1 \text{KN}_{i,t} + \beta_2 \text{TVDL}_{i,t} + \\ & \beta_3 \text{CH}_{i,t} + \beta_4 \text{DDGT}_{i,t} + \beta_5 \text{QMDN}_{i,t} \\ & + \beta_6 \text{NTL}_{i,t} + \beta_7 \text{DB}_{i,t} + \beta_8 \text{TDTT}_{i,t} \\ & + \beta_9 \text{DT}_{i,t} + \mu_{i,t} \end{aligned} \quad (1c)$$

Mô hình (2) bổ sung các biến tương tác BS*HĐQT để kiểm định vai trò điều tiết của quy mô hội đồng quản trị:

$$\begin{aligned} \text{Hieuqua}_{i,t} = & \alpha_0 + \beta_1 \text{HĐQT}_{i,t} \\ & + \beta_2 \text{BS} * \text{HĐQT}_{i,t} + \beta_3 \text{KS}_{i,t} + \mu_{i,t} \end{aligned} \quad (2)$$

Trong mô hình (2), α_0 , β , HĐQT, KS và μ được hiểu như mô hình (1); BS*HĐQT là biến tương tác giữa quy mô hội đồng quản trị (BS) và từng đặc điểm hội đồng quản trị để kiểm định vai trò điều tiết.

Từ mô hình (2), các phương trình tương ứng với ROA, ROE và Tobin's Q được mở rộng như sau:

$$\begin{aligned} \text{ROA}_{i,t} = & \alpha_{i,t} + \beta_1 \text{KN}_{i,t} + \beta_2 \text{TVDL}_{i,t} \\ & + \beta_3 \text{CH}_{i,t} + \beta_4 \text{DDGT}_{i,t} + \beta_5 \text{KN} * \text{BS}_{i,t} \\ & + \beta_6 \text{TVDL} * \text{BS}_{i,t} + \beta_7 \text{CH} * \text{BS}_{i,t} \\ & + \beta_8 \text{DDGT} * \text{BS}_{i,t} + \beta_9 \text{QMDN}_{i,t} + \beta_{10} \text{NTL}_{i,t} \\ & + \beta_{11} \text{DB}_{i,t} + \beta_{12} \text{TDTT}_{i,t} + \beta_{13} \text{DT}_{i,t} + \mu_{i,t} \end{aligned} \quad (2a)$$

$$\begin{aligned} \text{ROE}_{i,t} = & \alpha_{i,t} + \beta_1 \text{KN}_{i,t} + \beta_2 \text{TVDL}_{i,t} \\ & + \beta_3 \text{CH}_{i,t} + \beta_4 \text{DDGT}_{i,t} + \beta_5 \text{KN} * \text{BS}_{i,t} \\ & + \beta_6 \text{TVDL} * \text{BS}_{i,t} + \beta_7 \text{CH} * \text{BS}_{i,t} \\ & + \beta_8 \text{DDGT} * \text{BS}_{i,t} + \beta_9 \text{QMDN}_{i,t} + \beta_{10} \text{NTL}_{i,t} \\ & + \beta_{11} \text{DB}_{i,t} + \beta_{12} \text{TDTT}_{i,t} + \beta_{13} \text{DT}_{i,t} + \mu_{i,t} \end{aligned} \quad (2b)$$

$$\begin{aligned} \text{Tobin's } Q_{i,t} = & \alpha_{i,t} + \beta_1 \text{KN}_{i,t} + \beta_2 \text{TVDL}_{i,t} \\ & + \beta_3 \text{CH}_{i,t} + \beta_4 \text{DDGT}_{i,t} + \beta_5 \text{KN} * \text{BS}_{i,t} \\ & + \beta_6 \text{TVDL} * \text{BS}_{i,t} + \beta_7 \text{CH} * \text{BS}_{i,t} \\ & + \beta_8 \text{DDGT} * \text{BS}_{i,t} + \beta_9 \text{QMDN}_{i,t} + \beta_{10} \text{NTL}_{i,t} \\ & + \beta_{11} \text{DB}_{i,t} + \beta_{12} \text{TDTT}_{i,t} + \beta_{13} \text{DT}_{i,t} + \mu_{i,t} \end{aligned} \quad (2c)$$

Ý nghĩa của các hệ số hồi quy được đánh giá dựa trên dấu, độ lớn và mức ý nghĩa thống kê của từng biến.

4. Kết quả và thảo luận

4.1. Dữ liệu nghiên cứu

Thống kê mô tả 330 quan sát giai đoạn 2017-2022 (xem Phụ lục 2 online) cho thấy, hội đồng quản trị có trung bình khoảng 6 thành viên, dao động 3-11. Tỷ lệ kiêm nhiệm trung bình là 0,173; tỷ lệ thành viên độc lập trung bình 42,3% và cao nhất 85,7%. Số cuộc họp dao động 4-118 lần/năm, trung bình 18 lần cho thấy, khác biệt đáng

kể về mức độ hoạt động hội đồng quản trị. Tỷ lệ nữ trong hội đồng quản trị còn thấp, trung bình 13,7% và tối đa 66,7%. Quy mô doanh nghiệp có giá trị trung bình 28,275; tuổi đời 7-62 năm, trung bình 26 năm; đòn bẩy tài chính trung bình 65,7%. ROA trung bình 6,6%, ROE 15,2% và tăng trưởng doanh thu thuần 38,4%, nhưng biến động lớn giữa các doanh nghiệp. Dòng tiền cũng phân tán đáng kể, phản ánh khác biệt về thanh khoản và quản trị tài chính.

4.2. Kết quả kiểm định

Kết quả VIF (*xem Phụ lục 3 online*) cho thấy, tất cả biến độc lập có VIF < 2, thấp hơn ngưỡng cảnh báo 10 (Gujarati & Porter, 2009). VIF trung bình là 1,196 và cao nhất 1,596 cho thấy, mô hình không có vấn đề đa cộng tuyến nghiêm trọng.

Kiểm định F-test, Hausman và Breusch-Pagan LM được sử dụng để lựa chọn giữa OLS, FEM và REM (*xem Phụ lục 4 online*). Với mô hình 1c (Tobin's Q), kiểm định Hausman truyền thống không thực hiện được do ma trận hiệp phương sai không xác định; kiểm định Sargan-Hansen với sai số chuẩn mạnh cho p-value = 0,0018, ủng hộ FEM. Breusch-Pagan LM có p-value = 0,000, bác bỏ giả thuyết sai số cá thể bằng 0 và cho thấy, REM phù hợp hơn OLS. Các kiểm định này là cơ sở lựa chọn mô hình trước khi xử lý phương sai thay đổi, tự tương quan và phân tích vai trò điều tiết.

4.3. Kết quả hồi quy

Sau khi điều chỉnh các khuyết tật của mô hình, kết quả FGLS cho thấy, mức ý nghĩa của các biến được cải thiện và cung cấp cơ sở cho phân tích các giả thuyết nghiên cứu.

Bảng 1. Bảng tổng hợp kết quả hồi quy mô hình FGLS

	(1a)	(1b)	(1c)	(2a)	(2b)	(2c)
	ROA	ROE	TOBINSQ	ROA	ROE	TOBINSQ
KN	-0,000277 (0,000877)	-0,0213*** (0,00367)	0,00480 (0,00636)	-0,00148 (0,00487)	-0,0390 (0,0313)	0,0202 (0,0402)
TVDL	-0,000956 (0,00304)	-0,0338*** (0,0126)	0,00651 (0,00458)	-0,0325*** (0,00796)	-0,000479 (0,0372)	0,00566 (0,0432)
CH	-0,00000653 (0,0000149)	-0,000361*** (0,000107)	0,000640*** (0,0000988)	0,000249*** (0,0000666)	-0,000219 (0,000590)	-0,00124*** (0,000444)
DDGT	0,0274*** (0,00750)	0,0859*** (0,0303)	0,0519*** (0,0158)	0,166*** (0,0211)	-0,106 (0,118)	-0,224*** (0,0772)
QMDN	-0,00154*** (0,000407)	0,0120*** (0,00313)	-0,0237*** (0,00133)	-0,00144*** (0,000419)	0,0117*** (0,00297)	0,0115*** (0,000436)
NTL	0,0286*** (0,00295)	-0,0134 (0,00858)	-0,0125 (0,00816)	-0,00293 (0,00212)	-0,00728 (0,00808)	0,137*** (0,00516)
DB	-0,000836 (0,00205)	-0,000956 (0,00591)	0,424*** (0,0164)	-0,0000421 (0,00196)	-0,00373 (0,00542)	0,0150** (0,00613)
TTDT	-0,000322 (0,000398)	-0,000618 (0,00117)	-0,000564 (0,000802)	-0,000167 (0,000139)	-0,00205* (0,00123)	0,00610*** (0,000191)
DT	0,00694** (0,00286)	0,0968*** (0,0137)	-0,000712 (0,00713)	0,00927*** (0,00204)	0,0695*** (0,0182)	-0,0573*** (0,00738)

	(1a)	(1b)	(1c)	(2a)	(2b)	(2c)
	ROA	ROE	TOBINSQ	ROA	ROE	TOBINSQ
KNBS				0,000179 (0,000565)	0,00283 (0,00448)	0,000347 (0,00705)
TVDLBS				0,00391*** (0,00106)	-0,00382 (0,00541)	0,00296 (0,00628)
CHBS				0,0000282*** (0,00000864)	-0,0000441 (0,0000771)	0,000164*** (0,0000600)
DDGTBS				-0,0235*** (0,00404)	0,0287 (0,0195)	0,0576*** (0,00960)
Constant	-0,0315** (0,0160)	-0,201** (0,0871)	1,260*** (0,0530)	0,0619*** (0,0131)	-0,211** (0,0852)	0 (,)
Observations	330	330	330	330	330	330

Ghi chú: Số liệu trong dấu ngoặc đơn () thể hiện sai số chuẩn;

Ký hiệu *, **, *** lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%*.

KN: Sự kiêm nhiệm, TVDL: Thành viên độc lập, CH: Cuộc họp, DDGT: Đa dạng giới tính, QMDN: Quy mô doanh nghiệp, NTL: Số năm thành lập; DB: Đòn bẩy, TDTT: Tăng trưởng doanh thu thuần, DT: Dòng tiền.

Giả thuyết H1 dự đoán mối quan hệ tiêu cực giữa kiêm nhiệm và hiệu quả hoạt động. Kết quả cho thấy, KN tác động âm đến ROE ($\beta = -0,0213$, $p < 0,01$), ủng hộ H1 và phù hợp với lập luận của lý thuyết đại diện về xung đột giữa quyền giám sát và điều hành (Jensen & Meckling, 1976). Kết quả cũng nhất quán với bằng chứng tại Ấn Độ (Hamza & Aziz, 2022), Sri Lanka (Rajeevan & Ajward, 2019), Indonesia (Al Azeez và cộng sự, 2019), Nigeria (Hamid & Bello, 2019) và Việt Nam (Nguyễn Thị Thu Thủy & Nguyễn Văn Thuận, 2021), qua đó nhấn mạnh yêu cầu kiểm soát sự tập trung quyền lực trong hội đồng quản trị.

Giả thuyết H2 kỳ vọng thành viên độc lập tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động. Tuy nhiên, TVDL có hệ số âm đối với ROA và ROE, đặc biệt ROE ($\beta = -0,0338$, $p < 0,001$), nên H2 không được ủng hộ. Kết quả phù hợp với Al-Absy và Hasan (2023) và Nguyễn Thị Thu Thủy và Nguyễn Văn Thuận (2021) gợi ý rằng, hiệu quả giám sát của thành viên độc lập có thể bị hạn chế khi tính độc lập thực chất và quyền giám sát chưa được bảo đảm.

Giả thuyết H3 kỳ vọng số cuộc họp tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động. Kết quả cho thấy, CH tác động dương đến Tobin's Q ($\beta = 0,00064$, $p < 0,05$), âm đến ROE ($\beta = -0,00361$, $p < 0,05$) và không có ý nghĩa với ROA. Kết quả này tương đồng với Vafeas (1999), theo đó tăng tần suất họp có thể tạo cải thiện ngắn hạn nhưng lợi ích dài hạn chưa rõ. Do đó, tần suất họp không đồng nghĩa với hiệu quả, chất lượng nội dung và hiệu lực giám sát mới là yếu tố cần được chú trọng.

Giả thuyết H4 dự đoán tác động tích cực của đa dạng giới tính. DDGT có tác động dương và có ý nghĩa thống kê với Tobin's Q ($\beta = 0,0519$, $p < 0,01$), ROA ($\beta = 0,0274$, $p < 0,01$) và ROE ($\beta = 0,0859$, $p < 0,01$), qua đó ủng hộ H4. Kết quả phù hợp với Carter và cộng sự (2003) và bằng chứng tại doanh nghiệp cảng biển Việt Nam của Đào Văn Thi (2024) cho thấy, đa dạng giới có thể góp phần nâng cao chất lượng quản trị và hiệu quả tài chính.

Giả thuyết H5a kỳ vọng quy mô hội đồng quản trị làm tăng tác động của kiêm nhiệm đến

hiệu quả hoạt động. Tuy nhiên, biến tương tác KNBS không có ý nghĩa thống kê với Tobin's Q ($\beta = 0,000347$), ROA ($\beta = 0,000179$) và ROE ($\beta = 0,00283$), nên H5a không được ủng hộ. Mặc dù quy mô lớn có thể tăng nguồn lực và góc nhìn đa chiều (Rajeevan & Ajward, 2019), kết quả cho thấy, quy mô hội đồng quản trị không đủ để làm thay đổi tác động của nhiệm vụ; chất lượng giám sát, tính độc lập và minh bạch vẫn quan trọng hơn.

Giả thuyết H5b kỳ vọng quy mô hội đồng quản trị điều tiết tích cực mối quan hệ giữa số cuộc họp và hiệu quả hoạt động. CHBS tác động dương đến Tobin's Q ($\beta = 0,000164$, $p < 0,01$), âm đến ROA ($\beta = -0,000282$, $p < 0,01$) và không có ý nghĩa với ROE cho thấy, tác động điều tiết không đồng nhất. Họp thường xuyên trong hội đồng quản trị quy mô lớn có thể tạo tín hiệu tích cực cho thị trường, nhưng đồng thời làm tăng chi phí phối hợp và hành chính. Kết quả phù hợp với quan điểm của Bathula (2008) rằng, lợi ích từ hội đồng quản trị lớn phụ thuộc vào khả năng phân công và khai thác đa dạng chuyên môn.

Giả thuyết H5c kỳ vọng quy mô hội đồng quản trị điều tiết tích cực mối quan hệ giữa thành viên độc lập và hiệu quả hoạt động. TVDLBS có tác động dương, có ý nghĩa với ROA ($\beta = 0,00391$, $p < 0,01$) nhưng không có ý nghĩa với ROE và Tobin's Q. Như vậy, H5c chỉ được ủng hộ trong phạm vi ROA. Quy mô lớn có thể tạo điều kiện để thành viên độc lập phát huy vai trò giám sát trong ngắn hạn, nhưng chưa tạo tác động nhất quán trên các chỉ tiêu khác. Kết quả này tương thích với lập luận của Belkhir (2009) về lợi ích tiềm năng của việc tăng số thành viên hội đồng quản trị.

Giả thuyết H5d kỳ vọng quy mô hội đồng quản trị điều tiết tích cực mối quan hệ giữa đa dạng giới và hiệu quả hoạt động. DDGTBS tác động dương đến Tobin's Q ($\beta = 0,0576$, $p < 0,01$) nhưng âm đến ROA ($\beta = -0,0235$, $p < 0,01$) cho thấy, hiệu ứng trái chiều giữa kỳ vọng thị trường và hiệu quả nội tại. Kết quả phù hợp với Hamza và Aziz (2022) khi cho rằng, lợi ích

của đa dạng cần được xem xét cùng quy mô và đặc điểm doanh nghiệp. Vì vậy, H5d chỉ được xác nhận một phần ở khía cạnh Tobin's Q.

Đánh giá kết quả hồi quy và tác động của các biến kiểm soát

QMDN tác động âm đến Tobin's Q ($\beta = -0,0237$, $p < 0,01$) và ROA ($\beta = -0,00154$, $p < 0,05$), phù hợp với lập luận rằng, năng lực quản trị tại nền kinh tế đang phát triển có thể chưa theo kịp tăng trưởng quy mô (Salem và cộng sự, 2019; Moradi và cộng sự, 2012). NTL tác động dương đến ROA ($\beta = 0,0286$, $p < 0,01$), nhất quán với Nguyễn Minh Hà (2010) và Salem và cộng sự (2019) cho thấy, kinh nghiệm tích lũy có thể hỗ trợ năng lực tổ chức. DT tác động dương đến ROA ($\beta = 0,00694$, $p < 0,05$) và ROE ($\beta = 0,0968$, $p < 0,01$), củng cố vai trò của khả năng tạo tiền mặt (Opler và cộng sự, 1999; Salem và cộng sự, 2019). TTDT không có ý nghĩa thống kê. DB lại tác động dương mạnh đến Tobin's Q ($\beta = 0,424$, $p < 0,01$); trong ngành xây dựng có tính chu kỳ cao, nhà đầu tư có thể xem đòn bẩy như tín hiệu về kỳ vọng lợi nhuận tương lai tương tự (Salem và cộng sự, 2019).

5. Kết luận và hàm ý chính sách

Kết quả chính

Nghiên cứu cung cấp bằng chứng về vai trò điều tiết của quy mô hội đồng quản trị trong ngành xây dựng Việt Nam. H1 được ủng hộ khi nhiệm vụ tác động tiêu cực đến ROE, phù hợp với lý thuyết đại diện về rủi ro tập trung quyền lực. Thành viên độc lập và số cuộc họp không tạo tác động tích cực nhất quán, nên H2 và H3 không được ủng hộ như kỳ vọng. Ngược lại, đa dạng giới tính tác động dương đến ROA, ROE và Tobin's Q, ủng hộ H4. Vai trò điều tiết của quy mô hội đồng quản trị thể hiện ở một phần H5b, H5c và H5d, trong khi H5a không có ý nghĩa thống kê. Nhìn chung, quy mô hội đồng quản trị có thể làm thay đổi cường độ và hướng tác động của các đặc điểm quản trị nhưng hiệu ứng không đồng nhất giữa ROA, ROE và Tobin's Q. Do đó, quy mô hội đồng

quản trị cần được xem xét cùng với chất lượng giám sát, tính độc lập và cấu trúc chức năng thay vì như một tiêu chí định lượng riêng lẻ.

Hàm ý quản trị

OECD (2023) cho thấy, hầu hết quốc gia yêu cầu tối thiểu 3 thành viên hội đồng quản trị và chỉ 13 quốc gia đặt giới hạn tối đa. Khảo sát của IFC tại Argentina, Brazil, Chile, Colombia, Mexico, Panama và Peru ghi nhận phần lớn doanh nghiệp có 5-11 thành viên. Hội đồng quản trị quá lớn có thể làm tăng chi phí phối hợp, chống chéo và giảm tốc độ ra quyết định; quá nhỏ lại có thể hạn chế đa dạng quan điểm và năng lực thực thi. Do đó, doanh nghiệp lớn và phức tạp có thể cần nhiều thành viên hơn để bảo đảm chuyên môn và phân công vào các ủy ban chuyên trách.

Tại Việt Nam, Điều 154 Luật Doanh nghiệp số 59/2020/QH14 quy định khung về hội đồng quản trị. Trong mẫu nghiên cứu, các doanh nghiệp có hiệu quả hoạt động cao thường duy trì hội đồng quản trị khoảng 5-8 thành viên. Mức này có thể hỗ trợ sự đa dạng chuyên môn nhưng vẫn duy trì tính linh hoạt trong phối hợp, ra quyết định, giám sát và định hướng chiến lược.

Việc đưa biến điều tiết vào mô hình giúp phản ánh tính điều kiện của cấu trúc quản trị và mở rộng các mô hình của Salem và cộng sự (2019) và Norliana và cộng sự (2018) trong dữ liệu doanh nghiệp xây dựng Việt Nam giai đoạn 2017-2022. Kết quả cho thấy, quy mô hội đồng quản trị chỉ phát huy lợi ích khi đi cùng cấu

trúc chức năng hợp lý và thành viên có chuyên môn phù hợp. Mở rộng số lượng mà thiếu định hướng và cơ chế phối hợp có thể làm tăng chi phí, suy yếu giám sát hoặc làm giảm tác động tích cực của một số đặc điểm, như đa dạng giới tính. Vì vậy, doanh nghiệp nên điều chỉnh quy mô hội đồng quản trị theo mức độ phức tạp, chiến lược phát triển và năng lực vận hành, đồng thời ưu tiên chất lượng thành viên và hiệu lực giám sát.

Hạn chế

Nghiên cứu có ba hạn chế chính: (1) chỉ xem xét doanh nghiệp xây dựng niêm yết; (2) chủ yếu dựa trên dữ liệu định lượng; và (3) chưa tích hợp các yếu tố phi tài chính như đổi mới, tầm nhìn chiến lược và trách nhiệm xã hội. Nghiên cứu tiếp theo có thể mở rộng theo hướng đa ngành, kết hợp định tính và xem xét các quan hệ phi tuyến.

Báo cáo tài trợ

Nghiên cứu này không nhận được bất kỳ khoản tài trợ cụ thể nào.

Tính khả dụng của dữ liệu

Dữ liệu được cung cấp bởi Vietstock và không cung cấp cho bên thứ ba.

Tuyên bố về sử dụng AI (trí tuệ nhân tạo)

Tác giả sử dụng Google Gemini để hiệu đính ngôn ngữ và hỗ trợ cấu trúc câu, toàn bộ nội dung cuối cùng đã được tác giả rà soát, chỉnh sửa và chịu trách nhiệm.

Tài liệu tham khảo

- AlAzeez, H. A. R., Sukoharsono, E. G., Roekhudin, & Andayani, W. (2019). The impact of board characteristics on earnings management in the international oil and gas corporations. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 23(1), 1-26. <https://www.abacademies.org/articles/the-impact-of-board-characteristics-on-earnings-management-in-the-international-oil-and-gas-corporations-7901.html>
- Al-Absy, M., & Hasan, M. (2023). Impact of the board of directors' characteristics on firm performance: A case of Bahraini listed firms. *Problems and Perspectives in Management*, 21(1), 291-301. [https://doi.org/10.21511/ppm.21\(1\).2023.25](https://doi.org/10.21511/ppm.21(1).2023.25)
- Bakri, M. A., Ayub, N., & Gazali, H. M. (2024). Integrating agency and resource dependency theories: the moderating effect of board size on the relationship between dividends and firm value in Malaysia. *Future Business Journal*, 10, Article 37. <https://doi.org/10.1186/s43093-024-00324-6>

- Basah, M. Y. A., & Salleh, Z. (2017). Board of directors' effectiveness and firm performance: Evidence from Jordan. *Research Journal of Finance and Accounting*, 8(18), 23-34. https://www.researchgate.net/publication/320130813_Board_of_Directors'_Effectiveness_and_Firm_Performance_Evidence_from_Jordan
- Bathula, H., (2008). *Board characteristics and firm performance: Evidence from new zealand*. Auckland university of technology. <https://openrepository.aut.ac.nz/items/5bc22f28-ad72-4986-9fb4-ee80fd2d55af>
- Belkhir, M. (2009). Board structure, ownership structure and firm performance: Evidence from banking. *Applied Financial Economics*, 19(19), 1581-1593. <https://doi.org/10.1080/09603100902967561>
- Black, B. & Kim, Woonchan (2012). The effect of board structure on firm value: A multiple identification strategies approach using Korean data. *Journal of Financial Economics, Elsevier*, 104(1), 203-226. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.08.001>
- Bùi Văn Dương, & Ngô Hoàng Điệp (2017). Đặc điểm hội đồng quản trị và hành vi quản trị lợi nhuận của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Khoa học Đại học Mở Thành phố Hồ Chí Minh - Kinh tế và Quản trị Kinh doanh*, 12(2), 113-126. <https://ideas.repec.org/a/bjw/econvi/v12y2017i2p113-126.html>
- Carter, D. A., Simkins, B. J., & Simpson, W. G. (2003). Corporate governance, board diversity, and firm value. *Financial Review*, 38(1), 33-53. <https://doi.org/10.1111/1540-6288.00034>
- Đào Văn Thi (2024). Tác động của đặc điểm quản trị tới hiệu quả tài chính của doanh nghiệp cảng biển Việt Nam niêm yết. *Nghiên cứu Tài chính Kế toán*, 266, 57-61. <https://sti.vista.gov.vn/publication/download/447737-a2cf757259f8c24d8547316689f02a32.html>
- Doğan, M., & Yildiz, F. (2013). The impact of the board of directors' size on the bank's performance: Evidence from Turkey. *European Journal of Business and Management*, 5(6), 130-140. Retrieved from <https://www.iiste.org/Journals/index.php/EJBM/article/view/4694>
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of Management Review*, 14(1), 57-74. <https://doi.org/10.5465/amr.1989.4279003>
- Erhardt, N. L., Werbel, J. D., & Shrader, C. B. (2003). Board of director diversity and firm financial performance. *Corporate Governance: An International Review*, 11(2), 102-111. <https://doi.org/10.1111/1467-8683.00011>
- Fields, T. D., Lys, T. Z., & Vincent, L. (2001). *Empirical research on accounting choice*. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 255-307. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00019-2](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00019-2)
- Guest, P. M. (2009). The impact of board size on firm performance: Evidence from the UK. *The European Journal of Finance*, 15(4), 385-404. <https://doi.org/10.1080/13518470802466121>
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). *Basic econometrics* (5th ed.). McGraw-Hill.
- Hamid, K. T., & Bello, A. B. (2019). Board characteristics and firm performance: Evidence from Nigeria. *Journal of Business and Management*, 21(1), 1-10. <https://www.ajol.info/index.php/jb/article/view/241658>
- Hamza, N., & Aziz, T. (2022). Board characteristics impact on the firm performance in the Indian context. *Journal of World Economy: Transformations & Transitions*, 2(5), 19. <https://doi.org/10.52459/jowett25191022>
- Hoàng Hương Giang (2022). Ảnh hưởng của hội đồng quản trị tới kết quả hoạt động của công ty niêm yết: Nhìn dưới góc độ lý luận. *Tạp chí Kinh tế & Dự báo*, 34, 97-100. <https://scholar.dlu.edu.vn/thuvienso/bitstream/DLU123456789/185787/1/CVv39S212022097.pdf>
- International Finance Corporation (2011). *Achieving effective boards: A comparative study of corporate governance frameworks and board practices in Argentina, Brazil, Chile, Colombia, Mexico, Panama and Peru*. <https://www.ifc.org/content/dam/ifc/doc/mgrt/achieving-effective-boardsfinal.pdf>
- 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)
- Kalsie, A., & Shrivastav, S. M. (2016). Analysis of board size and firm performance: Evidence from NSE companies using panel data approach. *Indian Journal of Corporate Governance*, 9(2), 148-172. <https://doi.org/10.1177/0974686216666456>

- Kiều Anh Khoa & Nguyễn Bá Hoàng (2022). Tác động của quy mô hội đồng quản trị, cấu trúc sở hữu và đặc điểm của ban kiểm soát đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam. Học viện Ngân hàng. *Tạp chí Khoa học & Đào tạo Ngân hàng*, 245(10), 13-25. <https://vjol.info.vn/index.php/HVNH-KHDAOTAONH/article/view/72879>
- Lipton, M., & Lorsch, J. W. (1992). A modest proposal for improved corporate governance. *The Business Lawyer*, 48(1), 59-77. https://www.hbs.edu/faculty/Pages/item.aspx?num=4179&utm_source
- Mak, Y. T., & Kusnadi, Y. (2005). Board size really matters: Further evidence on the negative relationship between board size and firm value. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13(3), 301-318. https://www.researchgate.net/publication/4910367_Size_Really_Matters_Further_Evidence_on_the_Negative_Relationship_Between_Board_Size_and_Firm_Value
- Moradi, M., Salehi, M., & Honarmand, S. (2012). Board characteristics and firm performance: Evidence from Iran. *International Journal of Business and Social Science*, 3(14), 223-229. https://ijbssnet.com/journals/Vol_3_No_14_Special_Issue_July_2012/24.pdf
- Nguyễn Diệu Trang (2020). *Tác động của cấu trúc vốn chủ sở hữu đến hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết trên HOSE*. Trường Đại học Ngân hàng Thành phố Hồ Chí Minh. <https://tailieuho.hub.edu.vn/handle/HUB/7957>
- Nguyễn Minh Hà (2010). Tác động của quy mô và tuổi đời doanh nghiệp đến tăng trưởng của doanh nghiệp ở Việt Nam. *Tạp chí Khoa học Đại học Mở Thành phố Hồ Chí Minh - Kinh tế và Quản trị Kinh doanh*, 5(2), 10-19. <https://journalofscience.ou.edu.vn/index.php/econ-vi/article/view/1272>
- Nguyễn Thị Như Quỳnh, Lê Đình Luân, & Lê Đình Hạc (2023). Tác động của quản trị công ty đến hiệu quả hoạt động: Nghiên cứu trường hợp của các doanh nghiệp thuộc nhóm ngành thực phẩm và đồ uống niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Kinh tế và Ngân hàng Châu Á*, 205, 93-110, <https://vjol.info.vn/index.php/DHNHTPHCM/article/view/82473>
- Nguyễn Thị Thu Thủy, & Nguyễn Văn Thuận (2021). 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. *Tạp chí Nghiên cứu Tài chính - Marketing*, 62, 38-50, <https://jfm.edu.vn/index.php/jfm/article/view/141>
- Nienhüser, W. (2008). Resource dependence theory - How well does it explain behavior of organizations? *Management Revue*, 19(1+2), 9-32. <https://doi.org/10.5771/0935-9915-2008-1-2-9>
- Norliana, A. N., Norlia, M., & Musibah, A. S. (2018). The moderating role of board size for the relationship between board independence and firm performance in Malaysia. *The Turkish Online Journal of Design, Art and Communication, Special Edition*, 350-356. <https://publishing.globalsrc.org/ojs/index.php/jbsee/article/download/2803/1631>
- OECD (2023). *OECD corporate governance factbook 2023*. OECD Publishing, Paris. <https://doi.org/10.1787/6d912314-en>
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 52(1), 3-46. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(99\)00003-3](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00003-3)
- Pfeffer, J., & Fong, C. T. (2005). Building organization theory from first principles: The self-enhancement motive and understanding power and influence. *Organization Science*, 16(4), 372-388. <https://ideas.repec.org/a/inm/ororsc/v16y2005i4p372-388.html>
- Pfeffer, J., & Salancik, G. R. (1978). *The external control of organizations: A resource dependence perspective*. Harper & Row. <https://www.jstor.org/stable/2392563?origin=crossref>
- Rajeevan, S., & Ajward, R. (2019). Board characteristics and earnings management in Sri Lanka. *Journal of Asian Business and Economic Studies*, 27(1), 2-18. <https://doi.org/10.1108/JABES-03-2019-0027>
- Ross, S. A. (1973). The economic theory of agency: The principal's problem. *American Economic Review*, 63(2), 134-139. https://econpapers.repec.org/article/aeaecrev/v_3a63_3ay_3a1973_3ai_3a2_3ap_3a134-39.htm
- Salem, W. F., Metawe, S. A., Youssef, A. A., & Mohamed, M. B. (2019). Boards of directors' characteristics and firm value: A comparative study between Egypt and USA. *Open Access Library Journal*, 6, e5323. https://file.scirp.org/pdf/OALibJ_2019041611021549.pdf

- Sarkar, J., Sarkar, S., & Sen, K. (2008). Board of directors and opportunistic earnings management: Evidence from India. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 23(4), 517-551. <https://doi.org/10.1177/0148558X0802300405>
- Trần Thị Bích Duyên, & Phạm Nguyễn Đình Tuấn (2022). Quản trị công ty và quản trị lợi nhuận Việt Nam: Tiếp cận từ phân tích tổng hợp. *Tạp chí Nghiên cứu Tài chính - Marketing*, (59), 25-39. <https://doi.org/10.52932/jfm.vi59.36>
- Vafeas, N. (1999). Board meeting frequency and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 53(1), 113-142. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(99\)00018-5](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00018-5)
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1978). Towards a positive theory of the determination of accounting standards. *The Accounting Review*, 53(1), 112-134. https://www.scirp.org/reference/referencespapers?referenceid=1337749&utm_source
- Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40(2), 185-211. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(95\)00844-5](https://doi.org/10.1016/0304-405X(95)00844-5)
- Zheng, C., & Tsai, H. (2019). The moderating effect of board size on the relationship between diversification and tourism firm performance. *Tourism Economics*, 25(7), 1084–1104. <http://hdl.handle.net/10397/93210>