

Lê Thị Nhung & cộng sự (2024). Quản trị công ty và hiệu quả tài chính: Bằng chứng thực nghiệm từ các doanh nghiệp vật liệu xây dựng niêm yết Việt Nam. *Tạp chí nghiên cứu Chính sách và Phát triển*, 01(2024), 51-63

*Tạp chí Nghiên cứu
Chính sách
và Phát triển*

© Học viện
Chính sách
và Phát triển 2024
© CSR, 2024

Bài báo khoa học

Quản trị công ty và hiệu quả tài chính: Bằng chứng thực nghiệm từ các doanh nghiệp vật liệu xây dựng niêm yết Việt Nam

Lê Thị Nhung (TS)

Phạm Thu Hà, Phạm Vũ Ngọc Lam, Hoàng Lâm Oanh,

Đinh Thị Kim Thúy, Trần Thị Thu

Học viện Chính sách và Phát triển

Email: nhunglt@apd.edu.vn

Tóm tắt:

Nghiên cứu đánh giá tác động của các yếu tố quản trị nội bộ đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp vật liệu xây dựng niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn 2010 – 2022. Thông qua dữ liệu tài chính và phi tài chính thu thập được từ các doanh nghiệp trong mẫu, bài viết sử dụng các phương pháp hồi quy dữ liệu bảng tĩnh và thực hiện các phương pháp thích hợp nhằm kiểm định mô hình. Nghiên cứu chỉ ra rằng, các doanh nghiệp có quy mô hội đồng quản trị lớn, tỷ lệ nữ giới trong hội đồng quản trị cao, tỷ lệ sở hữu của cổ đông nước ngoài, cổ đông trong nước, cổ đông tổ chức lớn và tỷ lệ thành viên độc lập thấp sẽ góp phần gia tăng hiệu quả tài chính doanh nghiệp. Kết quả bài viết là hữu ích với các chủ sở hữu và các nhà quản lý doanh nghiệp.

Ngày nhận bài:

05/03/2024

Bản sửa lại lần 1:

25/04/2024

Ngày duyệt bài:

05/05/2024

Mã số: TC050124

Từ khóa: *Hiệu quả tài chính, quản trị công ty, vật liệu xây dựng, doanh nghiệp xây dựng*

Abstract:

The research evaluates the impact of internal management factors on the financial performance of listed construction materials enterprises in Vietnam in the period 2010 – 2022. Through financial and non-financial data collected from enterprises in the sample, the study uses static panel data regression methods and implements appropriate methods to test the model. The research shows that enterprises have large board size, a high proportion of women on the board, and a high proportion of ownership of foreign shareholders, domestic shareholders, and institutional shareholders and low proportion of independent members will contribute to increasing corporate financial performance. The results of the study

are useful to enterprise owners and managers.

Keywords: *Financial performance, corporate governance, construction materials, construction businesses*

1. Giới thiệu

Lý thuyết đại diện đã chỉ ra rằng trong công ty cổ phần (CTCP) luôn tồn tại vấn đề mâu thuẫn giữa một bên là người sở hữu vốn và một bên là người sử dụng vốn. Trong đó, các nhà quản lý hay người sử dụng vốn là người trực tiếp đưa ra quyết định trong quá trình hoạt động của công ty, đồng thời vì không phải là người sở hữu vốn nên họ có xu hướng hành động vì lợi ích của cá nhân thay vì hướng đến lợi ích của các cổ đông (Jensen & Meckling, 1976). Chính điều này gây nên vấn đề đại diện trong các CTCP, ảnh hưởng xấu tới hiệu quả tài chính (HQTC) của các doanh nghiệp. Các yếu tố quản trị nội bộ công ty như cấu trúc hội đồng quản trị (HĐQT), cấu trúc sở hữu, đặc điểm Ban kiểm soát (BKS) là một trong những cách thức quan trọng và phổ biến để các chủ sở hữu có thể kiểm soát và điều chỉnh hành vi của các nhà quản lý nhằm nâng cao HQTC của doanh nghiệp (Fama & Jensen, 1983). Do vậy, việc nghiên cứu về mối quan hệ tác động của các yếu tố quản trị nội bộ công ty đến HQTC của các doanh nghiệp giúp cho các chủ sở hữu, các cơ quan quản lý và các nhà hoạch định chính sách có thể hiểu rõ ràng hơn về mối quan hệ này.

Ngành vật liệu xây dựng (VLXD) của Việt Nam đóng vai trò quan trọng trong quá trình công nghiệp hóa, hiện đại hóa đất nước, đồng thời các doanh nghiệp trong ngành đang có tiềm năng lớn để phát triển. Trong những năm gần đây, Việt Nam đang là một trong những quốc gia dẫn đầu về đầu tư cơ sở hạ tầng với mức đầu tư đạt khoảng 5,7% GDP, nhiều công trình được xây dựng và hoàn thiện tạo điều kiện cho các loại VLXD mới phát triển. Theo thống kê, bình quân mỗi năm Việt Nam sẽ có khoảng 80 đến 90 triệu mét vuông hạ tầng xây dựng, trong đó VLXD chiếm 30 –

50% tổng nguồn vốn đầu tư. Với tiềm năng và cơ hội phát triển đó, nếu các công ty VLXD sử dụng tốt các nguồn lực và đặc biệt là nâng cao hiệu quả quản trị sẽ có cơ hội gia tăng HQTC. Tuy nhiên các nghiên cứu về mối quan hệ giữa quản trị công ty và HQTC tại các doanh nghiệp đưa đến kết quả chưa nhất quán, đặc biệt các nghiên cứu riêng cho nhóm doanh nghiệp VLXD ở Việt Nam còn hạn chế. Điều này cho thấy mối quan hệ giữa các yếu tố quản trị nội bộ và HQTC của các doanh nghiệp VLXD ở Việt Nam cần được nghiên cứu và làm rõ.

2. Cơ sở lý thuyết và tổng quan nghiên cứu

2.1. Quản trị công ty

Quản trị công ty là khái niệm rộng, có liên quan đến nhiều đối tượng như cổ đông, các nhà quản lý, các bên liên quan của công ty. Cho đến nay không có định nghĩa thống nhất về quản trị công ty, mỗi thể chế luật pháp, đặc tính văn hóa tại mỗi quốc gia khác nhau sẽ đưa ra các định nghĩa khác nhau về quản trị công ty. Tổ chức tài chính quốc tế (IFC) cho rằng “Quản trị công ty là những cơ cấu và những quá trình để định hướng và kiểm soát công ty”. Parkinson (2016) định nghĩa “Quản trị công ty là quá trình giám sát và kiểm soát được thực hiện nhằm đảm bảo việc quản lý và điều hành công ty được diễn ra phù hợp với lợi ích của các cổ đông”. Nhìn chung, các định nghĩa về quản trị công ty đều cho thấy quản trị công ty hướng đến việc kiểm soát, giám sát tình hình hoạt động của công ty nhằm đảm bảo lợi ích cho các cổ đông và các bên có quyền lợi liên quan.

2.2. Hiệu quả tài chính

Hiệu quả tài chính của một doanh nghiệp là thước đo khả năng sinh lời của doanh nghiệp. HQTC cao sẽ giúp doanh nghiệp nâng cao khả năng cạnh tranh, đảm bảo an toàn cho doanh nghiệp trong môi trường kinh doanh. Theo Venkatraman & Ramanujam (1986), HQTC phản ánh kết quả hoạt động của công ty thông qua các nhóm chỉ tiêu phản ánh khả năng sinh lời và nhóm chỉ tiêu phản ánh giá trị

thị trường. Trong đó, các chỉ tiêu phản ánh giá trị thị trường như EPS, Tobin's q cho thấy sự đánh giá của thị trường đối với HQTC của công ty trong tương lai, ngược lại các chỉ tiêu ROA, ROE phản ánh khả năng sinh lời ngắn hạn của doanh nghiệp (Hu & Izumida, 2008).

2.3. Mối quan hệ giữa quản trị công ty và hiệu quả tài chính doanh nghiệp

Các nghiên cứu về mối quan hệ giữa quản trị công ty và HQTC của các doanh nghiệp chủ yếu tập trung vào một số đặc điểm quản trị nội bộ (Hassan & Ahmed, 2012) gồm: (1) Cấu trúc HĐQT bao gồm quy mô HĐQT, tỷ lệ kiêm nhiệm của HĐQT, tỷ lệ độc lập của HĐQT, tỷ lệ nữ trong HĐQT; (2) Cấu trúc sở hữu của HĐQT bao gồm sở hữu của các thành viên ban giám đốc (BGĐ), sở hữu của cổ đông nước ngoài, sở hữu của cổ đông trong nước, sở hữu của nhà đầu tư tổ chức; (3) Đặc điểm của Ban kiểm soát (BKS) bao gồm quy mô BKS, tỷ lệ thành viên độc lập trong BKS. Nghiên cứu tập trung vào một số đặc điểm quản trị nội bộ trong mối quan hệ tác động tới HQTC của doanh nghiệp và xây dựng giả thuyết nghiên cứu.

2.3.1. Cấu trúc hội đồng quản trị và hiệu quả tài chính

Topal & cộng sự (2014) cho rằng quy mô HĐQT có tác động tích cực đến HQTC bởi hiệu quả của quá trình ra quyết định nhanh hơn thông qua việc tăng quy mô HĐQT, khi đó sẽ dễ dàng hơn trong việc trao đổi thông tin giữa các bộ phận và hỗ trợ người quản lý hiệu quả hơn nên HQTC của công ty tăng.

Giả thuyết H1a: Quy mô HĐQT tác động tích cực tới HQTC của công ty.

Thành viên HĐQT độc lập giữ vai trò hạt nhân trong việc giám sát đội ngũ quản lý công ty. Tran & cộng sự (2023) chỉ ra tỷ lệ thành viên HĐQT độc lập không tham gia điều hành có ảnh hưởng tích cực đến HQTC vì việc tăng tỷ lệ thành viên HĐQT độc lập giúp giám sát tốt hơn, tránh lạm dụng quyền hạn và tăng lợi ích của một nhóm lớn cổ đông. Đồng nhất với

quan điểm này, Green & Roy (2018) báo cáo rằng tỷ lệ thành viên HĐQT độc lập có ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả của công ty thông qua khảo sát 11 quốc gia ở Tây Âu.

Giả thuyết H1b: Tỷ lệ thành viên HĐQT độc lập có tác động tích cực đến HQTC của công ty.

Bình đẳng giới trong các công ty hiện nay đang là một xu thế, sự đa dạng về giới tính trong HĐQT cho thấy sự hiện diện của các nhà quản lý nữ đã dần gia tăng. Martínez (2019) tìm thấy mối quan hệ tích cực giữa tỷ lệ nữ và HQTC thông qua việc nghiên cứu các công ty hàng đầu của Tây Ban Nha giai đoạn 2003 – 2017, nghiên cứu chỉ ra rằng các thành viên nữ thường mềm dẻo và linh hoạt trong việc giải quyết mối quan hệ giữa công ty với các bên liên quan. Do đó, nghiên cứu đề xuất giả thuyết sau:

Giả thuyết H1c: Tỷ lệ nữ có tác động tích cực đến HQTC của công ty.

Theo lý thuyết đại diện, công ty nên tách biệt quyền kiêm nhiệm nhằm đảm bảo vai trò giám sát của HĐQT, do đó Assenga & cộng sự (2018) chỉ ra rằng tính kiêm nhiệm có tác động tiêu cực đến HQTC của các công ty niêm yết ở Tanzania.

Giả thuyết H1d: Tỷ lệ thành viên kiêm nhiệm có tác động tiêu cực đến HQTC của công ty.

2.3.2. Cấu trúc sở hữu và hiệu quả tài chính

Nghiên cứu của Trần Minh Trí & Dương Như Hùng (2011) chỉ ra rằng các công ty có tỷ lệ sở hữu cổ phần của các thành viên BGĐ có ảnh hưởng tích cực đến HQTC của công ty. Đồng tình với quan điểm này, Kiều Anh Khoa & Nguyễn Bá Hoàng (2022) cũng kết luận sở hữu các thành viên BGĐ có ảnh hưởng tích cực đến HQTC của công ty thông qua việc nghiên cứu 212 công ty phi tài chính niêm yết trên TTCK Việt Nam giai đoạn 2017 – 2021.

Giả thuyết H2a: Sở hữu các thành viên BGD có tác động tích cực đến HQTC công ty.

Các công ty có tỷ lệ sở hữu là cổ đông nước ngoài có tác động tích cực đến HQTC của công ty, bởi vì họ thường là những nhà đầu tư có kinh nghiệm, có sự hiểu biết sâu về hoạt động của thị trường chứng khoán, do vậy họ sẽ có những quyết định nhằm ổn định và tăng giá trị của công ty mà họ đầu tư (Thủy, 2015). Tương tự, Rokhim & Susanto (2011) đã cho ra kết quả nghiên cứu sở hữu nước ngoài có tác động tích cực đến HQTC của các ngân hàng Indonesia.

Giả thuyết H2b: Sở hữu của cổ đông nước ngoài có tác động tích cực đến HQTC công ty.

Các cổ đông trong nước thường là những cổ đông có kinh nghiệm, chuyên môn và hiểu rõ hơn về công ty của nước sở tại do đó Lâm Chí Dũng & Võ Hoàng Diễm Trinh (2023) khi nghiên cứu về tác động cấu trúc sở hữu đến khả năng sinh lời của các ngân hàng giai đoạn 2007 – 2021 đã chỉ ra tác động tích cực của sở hữu của cổ đông trong nước đến HQTC.

Giả thuyết H2c: Sở hữu của cổ đông trong nước có tác động tích cực đến HQTC công ty.

Theo Phạm Trường Phước (2017), khi tỷ lệ sở hữu nhà đầu tư tổ chức càng lớn thì hiệu quả công ty càng cao do các nhà đầu tư tổ chức có thể mạnh là cơ chế giám sát chặt chẽ, có kinh nghiệm trong thị trường tài chính và quản trị công ty. Bên cạnh đó, các nhà đầu tư tổ chức thường có kinh nghiệm, có sự am hiểu về hoạt động của thị trường chứng khoán, do đó họ sẽ có những hành động nhằm ổn định và gia tăng giá trị cổ phiếu của công ty mà họ đầu tư (Chu Thị Thu Thủy, 2015).

Giả thuyết H2d: Sở hữu nhà đầu tư tổ chức có tác động tích cực đến HQTC công ty.

2.3.3. Đặc điểm của Ban kiểm soát và hiệu quả tài chính

Nghiên cứu của Detthamrong & cộng sự (2017) chỉ ra quy mô BKS càng lớn thì HQTC càng cao bởi quy mô BKS lớn chứng tỏ đảm

bảo được chuyên môn, năng lực về tài chính, kế toán, giám sát cũng như kinh nghiệm. Các nghiên cứu của Wambugu (2014), Nguyễn Thị Quế & cộng sự (2021) cũng đồng tình với quan điểm này.

Giả thuyết H3a: Quy mô BKS ảnh hưởng tích cực đến HQTC công ty.

Sự có mặt của các thành viên độc lập trong BKS giúp cho việc trao đổi thông tin giữa HĐQT và các cổ đông được minh bạch, giảm thiểu được chi phí đại diện, đồng thời giảm sự chèn ép của cổ đông lớn với các cổ đông thiểu số (Phạm Quốc Việt, 2010). Nhất quán với quan điểm này, Bronson & cộng sự (2009) chỉ ra tỷ lệ thành viên độc lập trong BKS có ảnh hưởng tích cực đến chất lượng giám sát quá trình báo cáo tài chính.

Giả thuyết H3b: Tỷ lệ thành viên độc lập BKS ảnh hưởng tích cực đến HQTC công ty.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu nghiên cứu là dữ liệu thứ cấp được thu thập từ <https://finance.vietstock.vn/>, bao gồm báo cáo thường niên, báo cáo tài chính sau kiểm toán và số liệu về giá đóng cửa ngày 31/12 hàng năm của cổ phiếu. Các doanh nghiệp được lựa chọn vào mẫu nghiên cứu thỏa mãn đồng thời hai tiêu chí: (i) Các CTCP thuộc ngành VLXD có cổ phiếu niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh hoặc Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội giai đoạn 2010- 2022; (ii) Các CTCP công bố đầy đủ báo cáo tài chính sau kiểm toán trong giai đoạn 2010 – 2022. Theo đó, nghiên cứu xác định được 15 doanh nghiệp đáp ứng được các tiêu chí trên để đưa vào mẫu nghiên cứu, tạo nên dữ liệu bảng cân bằng với 195 quan sát.

3.2. Đo lường các biến trong mô hình

3.2.1. Đo lường biến độc lập: Quản trị công ty

Các tài liệu nghiên cứu về quản trị công ty cho thấy có hai hướng đo lường quản trị công ty. Một là, xây dựng bộ chỉ số quản trị công ty

như G-Index, Gov-Score, E-index,... Hai là, các nhân tố QTCT riêng lẻ thuộc nhóm bên trong hoặc bên ngoài công ty. Trong đó, các nghiên cứu thực nghiệm thường tập trung vào các nhân tố quản trị nội bộ của công ty gồm: Cấu trúc HĐQT, cấu trúc sở hữu, đặc điểm BKS (Cremers & Nair, 2005; Gillan, 2006). Trên cơ sở tổng quan nghiên cứu và căn cứ vào tình hình thu thập dữ liệu thực tế, nghiên cứu sử dụng các yếu tố quản trị nội bộ của công ty để đo lường biến số quản trị công ty của các doanh nghiệp VLXD Việt Nam gồm: Cấu trúc HĐQT (quy mô HĐQT, tỷ lệ thành viên độc lập HĐQT, tỷ lệ nữ trong HĐQT, tỷ lệ thành viên kiêm nhiệm); cấu trúc sở hữu (sở hữu của các thành viên BGD, sở hữu của cổ đông nước ngoài, sở hữu của cổ đông trong nước, sở hữu của nhà đầu tư tổ chức); đặc điểm của BKS (quy mô BKS, tỷ lệ thành viên độc lập trong BKS).

3.2.2. *Đo lường biến phụ thuộc: Hiệu quả tài chính*

Nghiên cứu sử dụng cả nhóm chỉ tiêu phản ánh khả năng sinh lời và nhóm chỉ tiêu phản ánh giá trị thị trường để đo lường biến HQTC doanh nghiệp. Trong đó, nghiên cứu lựa chọn ROA đại diện cho nhóm chỉ tiêu phản ánh khả năng sinh lời (Phạm Thị Kiều Trang, 2017) và biến Tobin’s q đại diện cho nhóm chỉ tiêu phản ánh giá trị thị trường (Hồ Quang Dũng, 2016).

3.2.3. *Biến kiểm soát*

Bài viết xác định các biến kiểm soát của mô hình dựa trên nghiên cứu của Adams & Mehran (2005), Võ Hồng Đức & Phan Bùi Gia Thủy, s2013), theo đó các biến kiểm soát gồm: Quy mô doanh nghiệp, số năm hoạt động và đòn bẩy tài chính. Các biến của mô hình nghiên cứu được diễn giải trong Bảng 1.

Bảng 1: Diễn giải các biến sử dụng trong mô hình

Tên biến	Ký hiệu	Đo lường	Kỳ vọng dấu	Nguồn tham khảo
Biến phụ thuộc: Hiệu quả tài chính				
Tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản	ROA	Lợi nhuận sau thuế/ Tổng tài sản bình quân		Phạm Thị Kiều Trang (2017)
Giá trị thị trường trên giá trị sổ sách	Tobin’s Q	Giá trị thị trường/ Giá trị sổ sách của tổng tài sản		Hồ Quang Dũng (2016)
Biến độc lập				
Quy mô Hội đồng quản trị	SIZE 1	Logarit tự nhiên của số thành viên HĐQT	+	Topal & cộng sự (2013)
Tỷ lệ thành viên HĐQT độc lập	MEMBER	Số thành viên HĐQT độc lập/Tổng số thành viên HĐQT	+	Mỹ & cộng sự (2023); Green & Roy (2018)
Tỷ lệ nữ trong HĐQT	GENDER	Số thành viên HĐQT là nữ/ Tổng số thành viên HĐQT	+	Martínez (2019)
Tỷ lệ kiêm nhiệm	CONCUR	Tỷ lệ thành viên ban điều hành là thành viên của HĐQT	-	Assenga và cộng sự (2018)
Sở hữu các thành viên BGD	OWN	Tỷ lệ sở hữu cổ phần của thành viên BGD	+	Trần Minh Trí & Dương Như Hùng (2011); Kiều Anh Khoa & Nguyễn Bá Hoàng (2022)

Sở hữu của cổ đông nước ngoài	OWN_INTER	Tỷ lệ sở hữu cổ phần của cổ đông nước ngoài	+	Chu Thị Thu Thủy (2015); Rokhim & Susanto (2011)
Sở hữu của cổ đông trong nước	OWN_DOMES	Tỷ lệ sở hữu cổ phần của cổ đông trong nước	+	Lâm Chí Dũng & Võ Hoàng Diễm Trinh (2023)
Sở hữu nhà đầu tư tổ chức	OWN_ORGANI	Tỷ lệ sở hữu cổ phần của nhà đầu tư tổ chức	+	Phạm Trường Phước (2017); Chu Thị Thu Thủy (2015)
Quy mô BKS	SIZE 2	Logarit tự nhiên của số thành viên trong BKS	+	Detthamronga & cộng sự (2017); Wambugu (2014); Nguyễn Thị Quế & cộng sự (2021)
Tỷ lệ thành viên độc lập trong BKS	INDEP	Số thành viên BKS hoạt động độc lập/ Tổng số thành viên BKS	+	Phạm Quốc Việt (2010); Bronson & cộng sự (2009)
Biến kiểm soát				
Quy mô doanh nghiệp	SIZE 3	Logarit tự nhiên giá trị Tổng tài sản		
Số năm hoạt động	EXPER	Logarit tự nhiên (Năm nghiên cứu- Năm thành lập)		
Đòn bẩy tài chính	LOAN	Nợ phải trả/ Tổng tài sản		

Nguồn: Nhóm nghiên cứu tổng hợp

3.3. Mô hình nghiên cứu và phương pháp phân tích dữ liệu

Mô hình tác động của quản trị công ty đến HQTCT được xây dựng như sau:

$$FP_{it} = \beta_1 + \beta_2 GOV_{it} + \beta_3 Control_{it} + \varepsilon_{it} (*)$$

Trong đó: FP: Hiệu quả tài chính được đo lường bởi ROA và Tobin's q.

GOV: Quản trị công ty được đo lường bởi: Quy mô HĐQT (SIZE 1), tỷ lệ thành viên HĐQT độc lập (MEMBER), tỷ lệ nữ trong HĐQT (GENDER), tỷ lệ kiêm nhiệm (CONCUR), sở hữu của các thành viên BGD (OWN), sở hữu của cổ đông nước ngoài (OWN_INTER), sở hữu của cổ đông trong nước (OWN_DOMES), sở hữu nhà đầu tư tổ chức (OWN_ORGANI), quy mô BKS (SIZE 2), tỷ lệ thành viên độc lập trong BKS (INDEP).

Control: Biến kiểm soát gồm: Quy mô doanh nghiệp (SIZE 3), số năm hoạt động (EXPER), đòn bẩy tài chính (LOAN).

Nghiên cứu thực hiện các phương pháp ước lượng dữ liệu bảng tĩnh gồm ước lượng OLS gộp, hiệu ứng tác động ngẫu nhiên (REM), hiệu ứng tác động cố định (FEM). Tiếp theo, bài viết sử dụng các kiểm định thích hợp nhằm lựa chọn mô hình phù hợp với dữ liệu của mẫu nghiên cứu, thực hiện kiểm định các khuyết tật của mô hình được chọn nhằm đảm bảo tính không chệch của kết quả nghiên cứu. Cuối cùng, thực hiện các phương pháp khắc phục khuyết tật (nếu có) của mô hình. Toàn bộ quá trình phân tích dữ liệu được thực hiện trong nghiên cứu với sự hỗ trợ của phần mềm Stata 17.

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

4.1. Kết quả nghiên cứu

4.1.1. Phân tích ban đầu với dữ liệu

Thống kê mô tả:

Bảng 2 trình bày thống kê mô tả gồm: Số quan sát, giá trị trung bình, độ lệch chuẩn, giá trị nhỏ nhất, giá trị lớn nhất của các biến sử dụng trong mô hình nghiên cứu sự tác động của quản trị công ty đến HQTC của các công ty VLXD niêm yết Việt Nam.

Bảng 2: Thống kê mô tả các biến trong mô hình

Biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
ROA	195	15,4174	2,0169	15,04	30,48
Tobin's Q	195	1,2399	0,9851	0,1186	10,3737
SIZE 1	195	1,7468	0,3074	1,0986	2,3026
MEMBER	195	0,4010	0,2323	0	1
GENDER	195	0,1431	0,2319	0	1
CONCUR	195	0,3855	0,3397	0	1
OWN	195	31,1088	29,7560	0,011	92,41
OWN_INTER	195	13,3728	18,7751	0,003	86,14
OWN_DOMES	195	67,8644	30,7705	6,78	99,997
OWN_ORGANI	195	37,4584	29,3340	0	94,74
SIZE 2	195	1,1555	0,1865	0,6931	1,7918
INDEP	195	0,4662	0,3236	0	1
SIZE 3	195	2,6562	1,9915	2,2584	2,9444
EXPER	195	3,4144	18,1234	2,0794	4,3041
LOAN	195	0,5045	0,4341	0,0389	4,8097

Nguồn: Nhóm nghiên cứu tổng hợp từ phần mềm Stata

Số liệu về HQTC của doanh nghiệp cho thấy, ROA trung bình là 15,4174, với mức thấp nhất là 15,04, mức cao nhất đạt 30,48. Tobin's q trung bình là 1,2399, với mức thấp nhất là

0,1186, mức cao nhất đạt 10,3737.

Tương quan giữa các biến trong mô hình:

Bảng 3: Ma trận tương quan giữa các biến giải thích trong mô hình

	SIZE 1	MEMBER	GENDER	CONCUR	OWN	OWN_INTER	OWN_DOMES	OWN_ORGANI	SIZE 2	INDEP	SIZE 3	EXPER	LOAN
SIZE 1	1.0000												
MEMBER	-0.0423	1.0000											
GENDER	-0.1901	-0.0768	1.0000										
CONCUR	-0.4764	-0.5692	0.1497	1.0000									
OWN	0.0518	-0.1359	0.1026	0.2550	1.0000								
OWN_INTER	0.0956	0.0771	-0.1624	-0.1494	-0.3545	1.0000							
OWN_DOMES	-0.0269	0.0915	0.1533	-0.2863	-0.4045	-0.3062	1.0000						
OWN_ORGANI	-0.0694	0.0590	-0.0763	-0.1113	-0.5652	0.3338	0.1810	1.0000					
SIZE 2	0.3679	-0.1976	-0.1632	-0.0544	0.1119	-0.0336	0.2071	0.1229	1.0000				
INDEP	0.1569	0.1416	0.1407	0.0945	-0.0503	-0.2495	-0.0626	-0.3711	-0.3586	1.0000			
SIZE 3	0.5235	-0.1172	-0.0554	-0.4192	-0.1573	0.3032	0.3168	0.2407	0.2958	-0.2269	1.0000		
EXPER	0.2008	-0.0560	-0.1845	0.0202	-0.3251	0.1484	0.0111	0.3035	0.0075	-0.0615	0.1725	1.0000	
LOAN	-0.0332	-0.1649	-0.0566	0.1605	0.1484	-0.1840	0.0198	-0.0393	0.1235	-0.1250	0.0389	-0.0016	1.0000

Nguồn: Tổng hợp từ phần mềm Stata

Kết quả Bảng 3 cho thấy hệ số tương quan cặp giữa các biến độc lập và biến kiểm soát trong mô hình (*) đều nhỏ hơn 0,7. Theo Dormann & cộng sự (2013) thì khả năng xảy ra cộng tuyến giữa các biến không cao. Tuy nhiên, đây mới chỉ là hệ số tương quan cặp, nghiên cứu thực hiện thêm bước kiểm tra hệ

số nhân tử phóng đại phương sai (VIF) trong phân tích hồi quy tuyến tính để có thể đưa ra đánh giá về khuyết tật đa cộng tuyến của mô hình (*). Bảng 4 cho thấy, hệ số VIF trung bình của mô hình (*) với biến phụ thuộc ROA và Tobin's q đều là 2,43 (< 10). Do đó, mô hình (*) không có khuyết tật đa cộng tuyến.

Bảng 4: Hệ số nhân tử phóng đại phương sai

Biến	VIF (ROA)	1/VIF (ROA)	VIF (TOQ)	1/VIF (TOQ)
SIZE 1	3,12	0,3201	3,12	0,3201
MEMBER	2,30	0,4356	2,30	0,4356
GENDER	1,26	0,7937	1,26	0,7937
CONCUR	3,52	0,2842	3,52	0,2842
OWN	3,71	0,2693	3,71	0,2693
OWN_INTER	2,79	0,3588	2,79	0,3588
OWN_DOMES	3,37	0,2970	3,37	0,2970
OWN_ORGANI	2,15	0,4661	2,15	0,4661
SIZE 2	1,83	0,5467	1,83	0,5467
INDEP	2,07	0,4834	2,07	0,4834
SIZE 3	2,87	0,3478	2,87	0,3478
EXPER	1,43	0,7008	1,43	0,7008
LOAN	1,12	0,8897	1,12	0,8897
Trung bình VIF	2,43		2,43	

Nguồn: Tổng hợp từ phần mềm Stata

4.1.2. Kết quả kiểm định lựa chọn và xây dựng mô hình

Đầu tiên, để lựa chọn mô hình hồi quy phù hợp, nghiên cứu thực hiện kiểm định ước lượng mô hình (*) với biến phụ thuộc là ROA và Tobin's q (TBQ) bằng 3 phương pháp: OLS

gộp, FEM, REM với sự trợ giúp của phần mềm Stata 14. Kiểm định F để lựa chọn mô hình FEM và OLS gộp; kiểm định Breusch & Pagan để lựa chọn mô hình REM và OLS gộp; kiểm định Hausman để lựa chọn mô hình thích hợp giữa FEM và REM. Kết quả kiểm định được thể hiện ở Bảng 5.

Bảng 5: Kết quả kiểm định lựa chọn mô hình

Kiểm định	Giá trị xác suất P	Mô hình được chọn
Kiểm định F (ROA)	P-value=0,0001	Mô hình FEM
Kiểm định F (TBQ)	P-value=0,0000	Mô hình FEM
Kiểm định Breusch & Pagan (ROA)	P-value= 0,0003	Mô hình REM
Kiểm định Breusch & Pagan (TBQ)	P-value= 0,0001	Mô hình REM
Kiểm định Hausman (ROA)	P-value=0,000	Mô hình FEM
Kiểm định Hausman (TBQ)	P-value=0,000	Mô hình FEM

Nguồn: Tổng hợp từ phần mềm Stata

Kết quả Bảng 5 cho thấy mô hình FEM phù hợp hơn đối với trường hợp biến phụ thuộc là ROA và TBQ. Để đảm bảo tính không chệch của các ước lượng từ mô hình (*), nghiên cứu

tiến hành kiểm định phương sai sai số thay đổi và tự tương quan của hai mô hình FEM được chọn. Kết quả kiểm định khuyết tật được tổng hợp tại Bảng 6.

Bảng 6: Kết quả kiểm định chất lượng mô hình

Kiểm định	Giá trị xác suất P	Kết luận
Kiểm định tự tương quan (ROA)	P-value=0,0672	Mô hình không có tự tương quan
Kiểm định tự tương quan (TBQ)	P-value= 0,0001	Mô hình có tự tương quan
Kiểm định phương sai sai số thay đổi (ROA)	P-value= 0,0000	Mô hình có phương sai sai số thay đổi
Kiểm định phương sai sai số thay đổi (TBQ)	P-value= 0,0000	Mô hình có phương sai sai số thay đổi

Nguồn: Tổng hợp từ phần mềm Stata

Theo kết quả kiểm định khuyết tật được tổng hợp tại Bảng 6, mô hình FEM được chọn với biến phụ thuộc ROA có phương sai sai số thay đổi, không có tự tương quan; mô hình FEM được chọn với biến phụ thuộc TBQ có cả khuyết tật phương sai sai số thay đổi và tự tương quan. Do đó nghiên cứu thực hiện khắc

phục khuyết tật của mô hình được chọn bằng ước lượng GLS trên Stata đối với biến phụ thuộc ROA và TBQ.

Đối với mô hình có biến phụ thuộc ROA: Kết quả chạy GLS cho thấy biến OWN_DOMES và biến kiểm soát EXPER đều có P-value > 0,05, không có ý nghĩa thống kê.

Đối với mô hình có biến phụ thuộc TBQ: Kết quả chạy GLS cho thấy SIZE1, MEMBER, OWN, SIZE 2, INDEP, EXPER có P-value >0,05, không có ý nghĩa thống kê. Do vậy, tiến hành bỏ biến EXPER ra khỏi mô hình

và chạy lại ước lượng GLS với mô hình biến phụ thuộc ROA và TBQ. Kết quả hồi quy của mô hình (*) không có biến EXPER bằng phương pháp GLS tại Bảng 7 sẽ được sử dụng để thảo luận kết quả nghiên cứu.

Bảng 7: Kết quả hồi quy của mô hình

Biến	GLS (ROA)	GLS (TBQ)
SIZE1	2,6630*	-0,0348
	(2,30)	(-0,51)
MEMBER	-1,8290*	0,0831
	(2,301)	(0,97)
GENDER	3,2750****	0,2610**
	(5,07)	(3,09)
CONCUR	-1,7940*	-0,4840***
	(-2,05)	(-6,11)
OWN	-0,0810***	0,0011
	(-5,46)	(0,72)
OWN_INTER	0,1490***	0,0147***
	(6,19)	(7,76)
OWN_DOMES	-0,0142	0,0044**
	(-0,99)	(2,97)
OWN_ORGANI	0,0265*	0,0054***
	(2,23)	(5,34)
INDEP	-2,6380**	-0,0694
	(-3,13)	(-0,75)
SIZE2	-6,3660***	-0,1680
	(-5,18)	(-1,88)
SIZE3	-1,3150***	-0,2360***
	(-6,05)	(-12,56)
LOAN	1,8580***	1,8760***
	(4,65)	(82,34)
_cons	32,5500***	3,2400***
	(13,94)	(12,22)
N	195	195
R ²	0,6958	0,7136

* $p < 0,1$, ** $p < 0,05$, *** $p < 0,01$

Nguồn: Nhóm nghiên cứu tổng hợp từ phần mềm Stata

4.2. Thảo luận kết quả nghiên cứu

Kết quả tại Bảng 7 cho thấy các giả thuyết H1b, H2a, H2c, H3a và H3b không được xác nhận trong nghiên cứu này, các giả thuyết còn lại đều được xác nhận.

Với quy mô Hội đồng quản trị (SIZE 1): Quy mô HĐQT có mối tương quan cùng chiều với HQTC biến phụ thuộc ROA (mức ý nghĩa 10%) và không có tác động có ý nghĩa thống kê đến HQTC với biến phụ thuộc TBQ, kết quả là nhất quán với nghiên cứu của Topan & cộng sự (2013). Điều này cho thấy khi quy mô HĐQT lớn có thể dễ dàng thu thập và nắm bắt thông tin hơn và hỗ trợ hoạt động quản lý hiệu quả hơn giúp tăng HQTC của doanh nghiệp.

Với tỷ lệ thành viên HĐQT độc lập (MEMBER): Tỷ lệ thành viên HĐQT độc lập có tác động ngược chiều đến HQTC với biến ROA (mức ý nghĩa 10%) và không có tác động có ý nghĩa thống kê đến HQTC với biến TBQ. Kết quả này cho thấy giả thuyết H1b không được xác nhận trong nghiên cứu này, điều này cho thấy các thành viên độc lập chưa thực sự tham gia hiệu quả vào việc gia tăng giá trị doanh nghiệp tại các doanh nghiệp VLXD niêm yết, mà chỉ tham gia để đảm bảo quy định về pháp lý.

Với Tỷ lệ thành viên nữ trong HĐQT (GENDER): Tỷ lệ thành viên nữ trong HĐQT có mối quan hệ tỷ lệ thuận và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% và 5% với HQTC của các công ty VLXD trong cả hai mô hình. Kết quả này đồng nhất với Martínez (2019), cho thấy rằng sự hiện diện của nữ giới trong HĐQT khiến mức độ xung đột lợi ích được cải thiện, tạo sự tin tưởng đối với khách hàng và kết nối giữa các thành viên trong HĐQT giúp nâng cao HQTC của doanh nghiệp.

Về tỷ lệ kiêm nhiệm của HĐQT (CONCUR): Kết quả thực nghiệm cho thấy ở cả hai mô hình với biến phụ thuộc là ROA và TBQ đều cho kết quả tác động ngược chiều với mức ý nghĩa tương ứng là 10% và 1%. Kết quả này được ủng hộ bởi nghiên cứu của Assenga & cộng sự (2018). Như vậy tính kiêm nhiệm

làm suy giảm khả năng giám sát của HĐQT khiến cho HQTC của các công ty giảm.

Về sở hữu của các thành viên BGD (OWN): Kết quả chỉ ra mối quan hệ ngược chiều có ý nghĩa thống kê 1% với biến ROA và không có ý nghĩa thống kê với TBQ. Kết quả trái ngược với giả thuyết H2a của nghiên cứu, điều này cho thấy khi tỷ lệ sở hữu của các thành viên BGD tăng làm giảm tính khách quan, minh bạch trong các quyết định quản lý khiến cho HQTC của các công ty VLXD giảm.

Về sở hữu của cổ đông trong nước (OWN_DOMES): Kết quả cho thấy có mối quan hệ cùng chiều với biến TOQ ở mức ý nghĩa 5% và không có tác động có ý nghĩa thống kê tới biến ROA. Kết quả này nhất quán với nghiên cứu của Lâm Chí Dũng & Võ Hoàng Diễm Trinh (2023), cho thấy các cổ đông trong nước với kinh nghiệm và sự am hiểu thị trường khiến gia tăng giá trị công ty.

Về sở hữu của cổ đông nước ngoài (OWN_INTER): Kết quả thuận chiều và có ý nghĩa thống kê 1% được chỉ ra ở cả biến ROA và TBQ, kết quả đồng nhất với phát hiện của Chu Thị Thu Thủy (2015), Rokhim & Susanto (2011), điều này cho thấy những nhà đầu tư nước ngoài có nhiều kinh nghiệm trong hoạt động quản trị công ty, họ sẽ có những quyết định đóng góp tốt hơn cho công ty khi muốn đưa công ty lên vị thế cao hơn.

Với sở hữu nhà đầu tư tổ chức (OWN_ORGANI): Có tác động tích cực đến HQTC với cả hai biến phụ thuộc ROA và TBQ ở mức ý nghĩa 10% và 1%. Kết quả nhất quán với nghiên cứu của Phạm Trường Phước (2017), Chu Thị Thu Thủy (2015) và cho thấy với sự tham gia của các nhà đầu tư tổ chức sẽ làm giảm sự bất cân xứng thông tin, giúp doanh nghiệp gia tăng HQTC.

Với quy mô BKS (SIZE 2): Tác động tiêu cực đến HQTC đối với biến phụ thuộc ROA ở mức ý nghĩa 1% và không có tác động có ý nghĩa thống kê đến TBQ, kết quả này cho thấy giả thuyết H3a không được xác nhận với dữ liệu của doanh nghiệp VLXD niêm yết, đồng

thời cho thấy quy mô BKS lớn không mang lại hiệu quả trong việc giám sát và kiểm soát hoạt động của các doanh nghiệp này, khiến HQTC của doanh nghiệp giảm.

Với tỷ lệ thành viên độc lập trong BKS (INDEP): Tác động tiêu cực tới HQTC với biến ROA tại mức ý nghĩa 5% và không có tác động có ý nghĩa thống kê đến biến TBQ cho thấy giả thuyết H3b không được xác nhận trong nghiên cứu này. Kết quả này cho thấy sự tham gia của các thành viên độc lập trong BKS chưa thể hiện được vai trò trong hoạt động giám sát, tham vấn độc lập, khách quan đối với hoạt động của doanh nghiệp VLXD.

Các biến kiểm soát bao gồm SIZE 3, LOAN đều có tác động có ý nghĩa thống kê đến ROA và TBQ, kết quả này cho thấy các công ty VLXD niêm yết có quy mô lớn và huy động đòn bẩy tài chính cao sẽ có HQTC cao.

5. Kết luận và một số khuyến nghị

Nghiên cứu cung cấp bằng chứng thực nghiệm về tác động của các yếu tố quản trị nội bộ đến HQTC của các doanh nghiệp VLXD niêm yết tại Việt Nam giai đoạn 2010- 2022. Kết quả nghiên cứu cho thấy 6 trong số 10 giả thuyết nghiên cứu đặt ra được xác nhận với dữ liệu của mẫu. Trong đó, quy mô HĐQT; tỷ lệ thành viên nữ trong HĐQT; sở hữu của cổ đông trong nước, nước ngoài, nhà đầu tư tổ chức có tác động tích cực trong việc gia tăng HQTC của các doanh nghiệp VLXD tại Việt Nam. Từ những kết quả được phát hiện qua nghiên cứu, nhóm tác giả đưa ra một số khuyến nghị sau. Một là, nâng cao sự tuân thủ quy định về thành viên độc lập trong HĐQT

và BKS của các công ty VLXD niêm yết tại Việt Nam. Hai là, nâng cao năng lực của các thành viên độc lập trong HĐQT và trong BKS, thực tế các thành viên độc lập trong HĐQT và BKS của các doanh nghiệp VLXD niêm yết hiện nay chưa phát huy được vai trò của mình trong việc giám sát, kiểm soát hoạt động của nhà quản lý và bảo vệ quyền lợi cho các cổ đông. Do đó, các thành viên độc lập phải có đủ năng lực chuyên môn và kinh nghiệm liên quan đến lĩnh vực hoạt động của công ty, từ đó có thể đưa ra ý kiến khách quan, có giá trị góp phần vào việc gia tăng giá trị doanh nghiệp. Ba là, giới hạn tỷ lệ kiêm nhiệm trong HĐQT nhằm bảo đảm sự độc lập của HĐQT trong việc giám sát hoạt động của các nhà quản lý doanh nghiệp. Bốn là, thiết lập quy mô HĐQT phù hợp và đa dạng hóa giới tính của các thành viên HĐQT góp phần tận dụng được lợi thế về chuyên môn, kinh nghiệm của các thành viên HĐQT. Cuối cùng, các doanh nghiệp VLXD Việt Nam nên chú trọng việc đa dạng hóa sở hữu, đặc biệt là gia tăng tỷ lệ sở hữu của các nhà đầu tư tổ chức nhằm phát huy thế mạnh của các cổ đông tổ chức trong hoạt động giám sát và quản trị doanh nghiệp.

Nghiên cứu này chỉ giới hạn trong 15 doanh nghiệp niêm yết ngành VLXD tại Việt Nam khiến kết quả thực nghiệm còn hạn chế. Do vậy trong những nghiên cứu tiếp theo, có thể mở rộng dữ liệu mẫu nghiên cứu nhằm cung cấp thêm bằng chứng thực nghiệm cho vấn đề này tại các doanh nghiệp VLXD ở Việt Nam.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Adams, R. & Mehran, H. (2005), *Corporate performance, board structure and its determinants in the banking industry*, Working paper, Federal Reserve Bank of New York.
2. Assenga, M., P., Aly, D. & Hussainey, K. (2018), *The impact of board characteristics on the financial performance of Tanzanian firms*, *Corporate Governance*, 1089 – 1106.

3. Bronson, S., N., Carcello, J., V., Hollogsworth, C., W. & Neal, T., L. (2009), *Are fully independent audit committees really necessary*, *Journal of Accounting and Public Policy*, 609 – 625.
4. Chu Thị Thu Thủy (2015), *Ảnh hưởng của tỷ lệ sở hữu nước ngoài và thông tin kế toán đến giá cổ phiếu*, *Tạp chí Tài chính*, 48 – 57.
5. Cremers, K., J., M. & Nair V., B. (2005), *Governance Mechanisms and Equity Prices*, *The*

Journal of Finance, 2859 – 2894.

6. Detthamrong, U., Chancharat, N. & Vithessonthi, C.

7. (2017), *Corporate governance, Capital structure and Firm performance: Evidence from Thailand*, Research in International Business and Finance, 42, 689 – 7090.

8. Dormann, C., F., Elith, J., Bacher, S., Buchmann, C., Carl, G., Carré, G., Marquéz, J., R., G., Gruber, B., Lafourcade, B., Leitão, P., J., Münkemüller, T., McClean, C., Osborne, P., E., Reineking, B., Schröder B., Skidmore, A., K., Zurell, D & Lautenbach, S. (2013), *Collinearity: a review of methods to deal with it and a simulation study evaluating their performance*, *Ecography*, 27 – 46.

9. Fama, E. F. & Jensen, M. C. (1983), *Separation of Ownership and Control*, Journal of Law and Economics, 301 – 325.

10. Gillan, S., L. (2006), *Recent developments in corporate governance: An overview*, Journal of Corporate Finance, 381 – 402.

11. Green, T., A., Valverde, P. & Roy, S. (2018), *Anodic Reactions and the Corrosion of Copper in Deep Eutectic Solvents*, Journal of The Electrochemical Society, 313 – 320.

12. Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976), *Theory of the firm: Managerial behavior, Agency costs and Ownership structure*, Journal of Financial Economics, 305 – 360.

13. Hassan, S., U. & Ahmed, A. (2012), *Corporate Governance, Earnings Management and Financial Performance: A case of Nigerian Manufacturing Firms*, American International Journal of Contemporary Research, 214 – 226.

14. Hồ Quang Dũng (2016), *Nghiên cứu tác động của cấu trúc vốn đến giá trị doanh nghiệp ngành khai khoáng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam*, Luận văn Thạc sĩ, Đại học Đà Nẵng.

15. Hu, Y. & Izumida, S. (2008), *Ownership Concentration and Corporate Performance: A Causal Analysis with Japanese Panel Data*, Corporate Governance: An International Review, 16(4).

16. 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*, Tạp chí Khoa học & Đào tạo Ngân hàng, 13 – 40.

17. Lâm Chí Dũng & Võ Hoàng Diễm Trinh (2023), *Tác động của cấu trúc sở hữu đến khả năng sinh lời và rủi ro của các ngân hàng thương mại Việt Nam*, Tạp chí Ngân hàng, <https://tapchinganhang.gov.vn/tac-dong-cua-cau-truc-so-huu-den-kha-nang-sinh-loi-va-rui-ro-cua-cac-ngan-hang-thuong-mai-viet-nam.htm>

18. Martínez, M., C., V. (2019), *Women on corporate boards and firm's financial performance*, Women's Studies International Forum.

19. Nguyễn Thị Quế, Trần Mạnh Dũng & Nguyễn

Xuân Hưng (2021), *Ảnh hưởng của kiểm soát nội bộ đến hiệu quả tài chính của các công ty niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam*, Tạp chí Kinh tế và Phát triển, 46 – 55.

20. Parkinson, M. M. (2016), *Corporate governance during financial distress- an empirical analysis*, International Journal of Law and Management, 486 – 506.

21. Phạm Quốc Việt (2010), *Nghiên cứu ảnh hưởng của các nhân tố điều hành công ty đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của công ty cổ phần*, Luận án Tiến sĩ, Trường Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh.

22. Phạm Thị Kiều Trang (2017), *Phân tích tác động của quản trị công ty tới hiệu quả tài chính của các công ty phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam*, Luận án Tiến sĩ, Trường Đại học Kinh tế Quốc dân.

23. Phạm Trường Phước (2017), *Đánh giá nguyên nhân hoạt động kém hiệu quả của các công ty tài chính thuộc kiểm soát tập đoàn kinh tế, Tổng Công ty Nhà nước tại Việt Nam*, Luận văn Thạc sĩ, Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh.

24. Rokhim, R. & Susanto, A., P. (2011), *The Increase of Foreign Ownership and its Impact on the Performance, Competition & Risk in Indonesian Banking Industry*, Asian Journal of Business and Accounting, 139 – 155.

25. Topal, Y. & Dogan, M. (2014), *Impact of Board Size on Financial Performance: The Case of BIST Manufacturing Industry*, International Journal of Business Management and Economic Research, 74 – 79.

26. Topan, V., M., Paun, C., V., Musetescu, R., C. & Danuletiu, D., C. (2019), *The Impact of Financial Sector Development and Sophistication on Sustainable Economic Growth*, Academic Open Access Publishing, 1 – 21.

27. Tran, N., M., Nghiem, L., T., Tu., N., N. & Tam, L., T., T. (2023), *Board Independence and Financial Performance: Empirical Evidence on Mediating role of Market competition from the Vietnamese market*, International Journal of Professional Business, 1 – 23.

28. Trần Minh Trí & Dương Như Hùng (2011), *Ảnh hưởng của tỷ lệ sở hữu quản trị đến hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết trên sàn HOSE*, Tạp chí Phát triển Khoa học và Công nghệ, 116 – 124.

29. Venkatraman, N. & Ramanujam, V. (1986), *Measurement of business performance in strategy research: A comparison of approaches*, Academy of Management Review, 801 – 814.

30. Võ Hồng Đức & Phan Bùi Gia Thủy (2013), *Tác động của đặc điểm quản trị công ty đến hiệu quả hoạt động công ty: Minh chứng từ Việt Nam*, Tạp chí Kinh tế và Phát triển, 68 – 75.

31. Wambugu, M., W. (2014), *The Effect of Voluntary Financial Disclosures on the Stock Returns of Firms Quoted on the Nairobi Securities Exchange*, University of Nairobi Research Archive.