

Quản trị công ty & hiệu quả hoạt động doanh nghiệp: Minh chứng thực nghiệm từ các công ty niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán TP.HCM

Võ Hồng Đức

Trường Đại học Mở TP.HCM

duc.vo@erawa.com.au

Phan Bùi Gia Thủy

Trường Đại học Mở TP.HCM

stephen_chau84@yahoo.com

Ngày nhận: 13/03/2013
Ngày nhận lại: 22/04/2013
Ngày duyệt đăng: 08/08/2013
Mã số: 03-13-BF-09

Tóm tắt

Nghiên cứu này được thực hiện với mục đích lượng hóa mối quan hệ giữa quản trị công ty với hiệu quả hoạt động doanh nghiệp ở VN. Kết quả nghiên cứu cho thấy các yếu tố của quản trị công ty như: thành viên nữ trong Hội đồng quản trị (HDQT), quyền kiêm nhiệm, kinh nghiệm của HDQT, và thù lao của HDQT tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động công ty. Ngoài ra, quy mô của HDQT tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động công ty. Đặc biệt hơn, kết quả nghiên cứu còn thể hiện tỉ lệ sở hữu vốn của HDQT có mối quan hệ phi tuyến với hiệu quả hoạt động công ty. Tuy nhiên, kết quả tác động của trình độ học vấn, thành viên HDQT không điều hành và cổ đông lớn đến hiệu quả hoạt động công ty trong nghiên cứu này vẫn chưa thể kết luận.

Từ khóa: Quản trị công ty, cấu trúc sở hữu vốn, cơ hội tăng trưởng.

Abstract

The research aims at quantifying relationship between corporate governance and firm performance in Vietnam. Results show that such factors of corporate governance as presence of female member in the board of directors, right to hold more positions concurrently, experience and remuneration of the board of directors have positive effects on the firm performance while the size of the board produces negative effects. More particularly, the research also finds that volume of equity capital held by board members has a nonlinear relationship with the firm performance. The research, however, cannot reach a conclusion about effects of other factors, such as education level, non-executive directors, and major shareholders, on the firm performance.

Keywords: Corporate governance, ownership structure, growth opportunities.

1. Giới thiệu

Hơn hai thập kỷ qua đã xuất hiện nhiều nghiên cứu về mối quan hệ giữa quản trị công ty với hiệu quả hoạt động doanh nghiệp trên phạm vi toàn cầu. Tuy nhiên, hiện tại có rất ít những nghiên cứu về mối quan hệ giữa quản trị công ty với hiệu quả hoạt động doanh nghiệp ở VN. Trong nước, những nghiên cứu theo chủ đề này chủ yếu ở dạng định tính, thông qua lược khảo quá trình lịch sử và hình thành quản trị công ty ở VN, tiếp cận từ những văn bản luật và những quy định pháp lý liên quan.

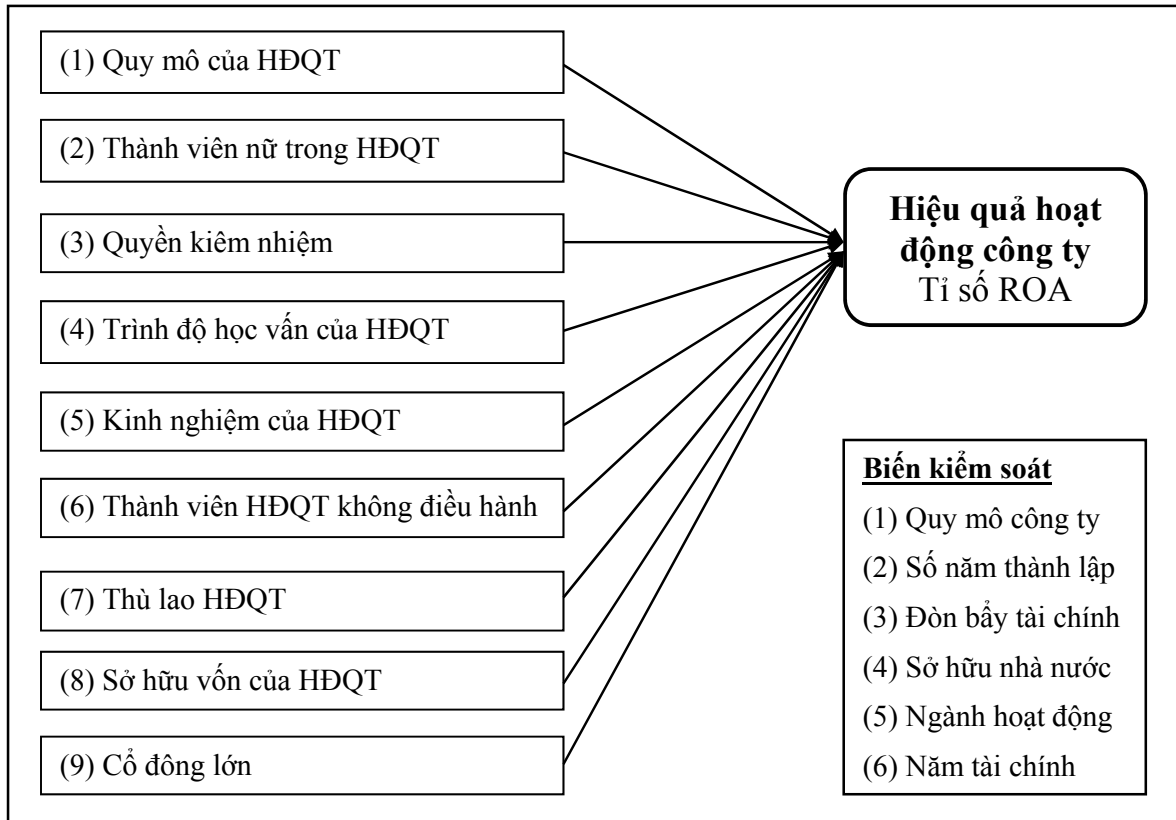
Do đó, nghiên cứu này được thực hiện với mục đích đo lường tác động của cơ chế quản trị công ty đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp tại VN. Cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu thực nghiệm đã được khảo sát và tổng hợp nhằm mục đích xây dựng khung tiếp cận nghiên cứu, cũng như phát triển các giả thuyết nghiên cứu nhằm dự đoán về mối quan hệ giữa quản trị công ty với hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Từ việc lược khảo lý thuyết, các yếu tố liên quan đến quản trị công ty được đo lường thông qua các biến như: (1) Quy mô HĐQT; (2) thành viên nữ trong HĐQT; (3) quyền kiểm soát; (4) trình độ học vấn của HĐQT; (5) kinh nghiệm của HĐQT; (6) thành viên HĐQT không điều hành; (7) thù lao của HĐQT; (8) tỉ lệ sở hữu vốn của HĐQT; và (9) cổ đông lớn. Đồng thời, hiệu quả hoạt động công ty được đo lường bằng chỉ số ROA (Return On Asset).

Nghiên cứu tiến hành kiểm định các giả thuyết nghiên cứu dựa trên việc phân tích mẫu nghiên cứu bao gồm 77 công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE) trong giai đoạn 2006-2011. Nghiên cứu sử dụng phương pháp bình phương bé nhất tổng quát khả thi (Feasible General Least Square - FGLS) và các kỹ thuật kinh tế lượng khác để ước lượng mô hình hồi quy. Kết quả hồi quy từ mô hình được sử dụng để giải thích các mối quan hệ và kiến nghị chính sách phát triển quản trị công ty hiện đại tại VN trong tương lai.

2. Cơ chế quản trị công ty

Mình chứng từ những nghiên cứu thực nghiệm đã từng bước làm sáng tỏ các cơ chế quản trị công ty ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Từ việc khảo sát các công trình khoa học liên quan đến cơ chế quản trị công ty tác động đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp, nghiên cứu này sẽ khái quát lại các yếu tố về quản trị công ty thường được các nhà nghiên cứu hay đề cập, nhấn mạnh và lượng hóa trong các công trình nghiên cứu. Các cơ chế quản trị này bao gồm: (1) Quy mô HĐQT (Yermack, 1996); (2) Tỉ lệ nữ có trong HĐQT (Carter & cộng sự, 2003); (3) Quyền kiểm soát (Chen & cộng sự, 2008); (4) Trình độ học vấn của các thành viên HĐQT (Darmadi, 2011); (5) Kinh nghiệm của HĐQT (Bonn & cộng sự, 2004); (6) Thành viên HĐQT không điều hành (Hermalin & Weisbach, 1991); (7) Thù lao của HĐQT (Palia, 2001); (8) Tỉ lệ sở hữu vốn của HĐQT (Gedajlovic & Shapiro, 1998) và sau cùng là (9) Cổ đông lớn (Dlugosz, 2006).

Để có hướng nhìn tổng quát về các mối quan hệ này, khung tiếp cận nghiên cứu được trình bày như Hình 1 dưới đây.



Hình 1. Khung tiếp cận nghiên cứu

2.1. Quy mô của Hội đồng quản trị

Trên thế giới, có hai trường phái nghiên cứu phân biệt rõ hai quan điểm. Quan điểm thứ nhất cho rằng quy mô HĐQT nhỏ hơn sẽ làm tăng hiệu quả hoạt động công ty do hạn chế được tính tư lợi, tính ăn theo của cấp quản lý (Lipton & Lorsch, 1992; Yermack, 1996). Quan điểm thứ hai cho rằng HĐQT có quy mô lớn hơn sẽ cải thiện hiệu quả hoạt động tốt hơn (Pfeffer, 1972; Klein, 1998; Coles & cộng sự, 2008). Sự hữu ích này là vì HĐQT có quy mô lớn sẽ hỗ trợ, tư vấn cho tổng giám đốc tốt hơn khi tính phức tạp trong môi trường kinh doanh, trong văn hóa tổ chức ngày càng đa dạng (Klein, 1998). Hơn nữa, một HĐQT có quy mô lớn sẽ có hệ thống dữ liệu thông tin tốt hơn, kết quả là HĐQT sẽ tự chủ trong các quyết định. Và do vậy quy mô HĐQT lớn hơn sẽ dẫn đến hiệu quả hoạt động tốt hơn (Dalton & cộng sự, 1999).

Mặc dù tồn tại hai quan điểm trái ngược nhưng Truong & cộng sự (1998) nhấn mạnh, ở VN, có sự khác biệt giữa phong cách quản lý so với quốc tế. Cụ thể, các nhà quản lý VN không chú trọng chia sẻ quyền lực. Điều này phản ánh một đặc điểm trong phong cách quản lý đó là văn hóa “khoảng cách quyền lực cao”. Điều này hoàn toàn khác biệt với cách làm việc nhóm và ủy quyền. Các nhà quản lý VN không nhận thức được những hành động như vậy khi phải chia sẻ quyền lực. Hàm ý rằng khi quy mô HĐQT gia tăng, sự ủy quyền và cách làm việc nhóm trong HĐQT sẽ giảm. Không những vậy, bằng thực nghiệm, kết quả nghiên cứu của Võ Hồng Đức & Phan Bùi Gia Thủy (2013a) đã cho thấy tồn tại mối quan hệ trái chiều giữa quy mô của HĐQT với giá trị công ty. Chính vì những cơ sở trên, giả thuyết nghiên cứu được đặt ra như sau:

Giả thuyết H1: Có sự tác động ngược chiều của quy mô Hội đồng quản trị đến hiệu quả hoạt động công ty.

2.2. Thành viên nữ trong Hội đồng quản trị

Thành viên nữ trong HĐQT được đề cập khá nhiều trong các chủ đề nghiên cứu và là một khía cạnh quan trọng thể hiện tính đa dạng trong HĐQT (Dutta & Bose, 2006). Đồng quan điểm trên, Smith & cộng sự (2006) cho rằng có ba lí do chính giải thích quan điểm thừa nhận tầm quan trọng của nữ giới trong HĐQT. Thứ nhất, thành viên nữ trong HĐQT hiểu biết từng đặc điểm thị trường cụ thể tốt hơn nam giới, vì vậy sẽ mang lại nhiều đột phá và gia tăng chất lượng ra quyết định cho HĐQT. Thứ hai, các thành viên nữ trong HĐQT sẽ xây dựng một hình ảnh mang tính cộng đồng tốt hơn cho doanh nghiệp và thông qua đó sẽ cải tiến hiệu quả hoạt động công ty. Thứ ba, các thành viên HĐQT sẽ gia tăng những tri thức, sự hiểu biết bên ngoài một khi nữ giới được bổ nhiệm vào HĐQT hay những vị trí giám sát cụ thể. Hơn thế nữa, nghiên cứu cũng chỉ ra rằng, số lượng các nhà quản lí nữ cấp cao có thể ảnh hưởng tích cực đến sự phát triển nghề nghiệp của các thành viên nữ thuộc cấp dưới quyền. Do đó, hiệu suất hoạt động của công ty sẽ gia tăng một cách trực tiếp cũng như gián tiếp.

Từ những quan điểm tích cực về tính đa dạng của các thành viên nữ trong HĐQT và nghiên cứu của Võ Hồng Đức & Phan Bùi Gia Thủy (2013b), nghiên cứu tiến hành đặt giả thuyết như sau:

Giả thuyết H2: Có sự tác động tích cực của thành viên nữ trong HĐQT đến hiệu quả hoạt động công ty.

2.3. Quyền kiểm nhiệm

Mặc dù kết quả nghiên cứu về quyền kiểm nhiệm vẫn chưa đi đến thống nhất, nhưng vẫn có sự đồng thuận cao giữa các cổ đông, các nhà đầu tư tổ chức và các nhà hoạch định chính sách cho rằng chủ tịch HĐQT không nên kiêm nhiệm chức vụ tổng giám đốc. Theo Dahya & cộng sự (2009), giữa năm 1994 và năm 2003, các nhà hoạch định chính sách ở ít nhất 15 quốc gia cùng với Vương quốc Anh luôn khuyến nghị cần tách biệt nhiệm vụ giữa chủ tịch HĐQT với tổng giám đốc. Ở các nước châu Âu, có đến 84% các công ty tách biệt hẳn chức năng kiểm nhiệm giữa chủ tịch HĐQT với tổng giám đốc và luôn có sự tách biệt rõ vai trò kiểm nhiệm này ở các quốc gia như: Úc, Phần Lan, Đức, Hà Lan, Thụy Điển, và Vương quốc Anh (Heidrick & Struggles, 2009).

Nhận thức tầm quan trọng khi tách biệt quyền kiểm nhiệm, kể từ giai đoạn 1999-2003, hàng trăm công ty đã chuyển đổi từ cấu trúc kiêm nhiệm sang cấu trúc tách rời quyền kiểm nhiệm, trong khi rất ít các công ty vẫn giữ nguyên cấu trúc kiêm nhiệm này (Chen, Lin & Yi, 2008). Các tác giả nhấn mạnh, ở những công ty có xu hướng duy trì quyền kiểm nhiệm, nhiều trường hợp chỉ ra rằng chủ tịch HĐQT kiêm nhiệm tổng giám đốc lạm dụng quyền lực của mình để tư lợi từ tài sản của công ty và lợi ích cổ đông. Ở VN, Bộ Tài chính (2012) quy định “chủ tịch HĐQT không được kiêm nhiệm chức giám đốc hoặc tổng giám đốc điều hành trừ khi việc kiêm nhiệm này được phê chuẩn tại Đại hội đồng cổ đông thường niên”. Đồng thời, theo quan điểm của Fama & Jensen (1983), quyền kiểm nhiệm sẽ làm giảm khả năng của HĐQT để giám sát các nhà quản lí, từ đó sẽ làm gia tăng chi phí đại diện. Trên cơ sở quan điểm người đại diện (Jensen & Meckling, 1976), giả thuyết nghiên cứu về quyền kiểm nhiệm được đặt ra như sau:

Giả thuyết H3: Quyền kiểm nhiệm tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động công ty.

2.4. Trình độ học vấn

Vai trò của HĐQT như một cơ chế quản trị nội bộ công ty (Fama, 1980) và là hệ thống kiểm soát cao nhất trong công ty (Fama & Jensen, 1983). HĐQT giám sát các quyết định cấp quản lý một cách hiệu quả sẽ gia tăng hiệu quả hoạt động kinh doanh. Để làm được công việc này, từng thành viên HĐQT phải là những chuyên gia trong công tác quản lý. Cụ thể, các thành viên HĐQT phải am hiểu tốt trong các lĩnh vực như: tài chính, kế toán, marketing, công nghệ thông tin, luật pháp và các lĩnh vực khác. Điều này hàm ý rằng vai trò giám sát và tư vấn của HĐQT có hiệu quả hay không phụ rất nhiều vào chất lượng của các thành viên HĐQT. Chất lượng của các thành viên HĐQT được thể hiện ở tính độc lập của HĐQT, trình độ học vấn, kinh nghiệm làm việc và đặc điểm của HĐQT (Nicholson & Kiel, 2004; Fairchild & Li, 2005; Adams & Ferreira, 2007).

Từ những cơ sở trên, giả thuyết được đặt ra nhằm kiểm định sự tác động của trình độ học vấn lên hiệu quả hoạt động công ty:

Giả thuyết H4: Trình độ học vấn của HĐQT tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động công ty.

2.5. Kinh nghiệm của Hội đồng quản trị

Tồn tại quan điểm cho rằng các thành viên HĐQT có độ tuổi trung bình cao sẽ có nhiều kinh nghiệm quản lý và có thể giúp cải thiện hiệu quả hoạt động công ty. Tuy nhiên, họ cũng có khuynh hướng bảo thủ và độc đoán. Khuynh hướng này làm cho các thành viên HĐQT ra quyết định tiềm ẩn nhiều rủi ro có thể ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả hoạt động công ty (Carlson & Karlsson, 1970). Hơn nữa, thành viên HĐQT có độ tuổi trung bình cao có thể bị hạn chế khả năng chịu đựng và sức lực khi đương đầu với sự cạnh tranh mang tính sáng tạo đột phá và việc thực thi các chiến lược mới (Child, 1975).

Mặc dù tồn tại hai quan điểm trái ngược nhau về kinh nghiệm của HĐQT tác động đến hiệu quả hoạt động công ty, nhưng theo lý thuyết ràng buộc các nguồn lực, lý thuyết nguồn vốn nhân lực và lý thuyết nguồn vốn xã hội, khi các thành viên HĐQT có nhiều kinh nghiệm thì vốn hiểu biết về xã hội cũng như sự trải nghiệm của họ sẽ gia tăng, từ đó ảnh hưởng đến tính hiệu quả trong HĐQT và kết quả là ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động công ty (Singh, 2007; Murphy & McIntyre, 2007). Trong môi trường hoạt động kinh doanh phức tạp, các thành viên HĐQT có nhiều kinh nghiệm sẽ gia tăng khả năng làm việc nhóm, từ đó gia tăng hiệu quả hoạt động công ty (Wegge & cộng sự, 2008). Chính vì vậy, giả thuyết về mối quan hệ giữa kinh nghiệm quản lý của thành viên HĐQT với hiệu quả hoạt động công ty được đặt ra như sau:

Giả thuyết H5: Kinh nghiệm của thành viên HĐQT tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động công ty.

2.6. Thành viên Hội đồng quản trị không điều hành

Nhiều nghiên cứu thực nghiệm cũng đã nhấn mạnh tầm quan trọng của các thành viên HĐQT không điều hành. Cụ thể, những công ty có tỉ lệ thành viên HĐQT bên ngoài cao ít phải đối mặt với những khó khăn về tài chính (Elloumi & Gueyié, 2001). Không những vậy, khi phải đối mặt với khó khăn tài chính, những công ty có HĐQT hoạt động độc lập cao sẽ ít lâm vào tình trạng phá sản hơn (Daily & cộng sự, 2003). Vì vậy, giả thuyết trong phần này được đặt ra như sau:

Giả thuyết H6: Thành viên HĐQT không điều hành tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động công ty.

2.7. Thù lao của Hội đồng quản trị

Một trong những mục đích chính của quản trị công ty hiệu quả là giải quyết vấn đề người đại diện (Jensen & Meckling, 1976). Lí thuyết người đại diện cho rằng mục tiêu của các nhà quản lí công ty và cổ đông thường không đồng nhất. Do đó, cổ đông cần gắn lợi ích của mình với các nhà quản lí thông qua thù lao chi trả cho những nỗ lực của cấp quản lí. Một khi những hành vi của nhà thừa hành không được nắm bắt rõ thì các khoản thù lao như một cơ chế quản trị công ty có tác dụng kích lệ, hướng các nhà quản lí đến lợi ích cổ đông. Từ đó, những kích lệ vật chất này sẽ làm giảm vấn đề người đại diện cũng như gia tăng hiệu quả hoạt động cho công ty (Jensen & Murphy, 1990; Mehran, 1995). Do đó, giả thuyết xây dựng cho thù lao chi trả cho HĐQT như sau:

Giả thuyết H7: Thù lao chi trả cho HĐQT tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động công ty.

2.8. Tỷ lệ sở hữu vốn của Hội đồng quản trị

Brickley & cộng sự (1988) cho rằng việc sở hữu cổ phiếu của các thành viên HĐQT là một sự kích lệ. Sự kích lệ này sẽ đảm bảo các thành viên HĐQT vận hành doanh nghiệp hoạt động hiệu quả hơn và giám sát các giám đốc điều hành doanh nghiệp một cách cẩn trọng hơn. Đồng quan điểm với các nghiên cứu trên, Jensen & Murphy (1990), Chung & Pruitt (1996) cho rằng, sở hữu cổ phiếu của HĐQT sẽ cải thiện hiệu quả hoạt động công ty. Mehran (1995) cung cấp một minh chứng có mối liên hệ cùng chiều giữa tỉ lệ sở hữu vốn của HĐQT với hiệu quả hoạt động công ty.

Giả thuyết H8a: Có mối tương quan cùng chiều giữa tỉ lệ sở hữu vốn của HĐQT với hiệu quả hoạt động công ty.

Tuy nhiên, các nghiên cứu của Gedajlovic & Shapiro (1998); Bhabra & cộng sự (2003) đã cung cấp những minh chứng cho thấy tỉ lệ sở hữu vốn có mối quan hệ không tuyến tính với hiệu quả hoạt động công ty. Đồng thời, từ quan điểm của Fama & Jensen (1983), tỉ lệ sở hữu vốn có tính hai mặt của nó, hay tỉ lệ sở hữu vốn của các thành viên HĐQT tác động lên hiệu quả hoạt động công ty là “con dao hai lưỡi”. Từ các quan điểm và minh chứng thực nghiệm như vừa đề cập, nghiên cứu tiến hành xây dựng giả thuyết như sau:

Giả thuyết H8b: Tác động của tỉ lệ sở hữu vốn của thành viên HĐQT lên hiệu quả hoạt động công ty là phi tuyến.

2.9. Cổ đông lớn

Cách thức trực tiếp để kiểm soát dòng tiền tự do và thực thi quyền kiểm soát của nhà đầu tư bên ngoài chính là tập trung sở hữu cổ phiếu. Nghiên cứu về cổ đông lớn, Shleifer & Vishny (1997) cho rằng ở một góc độ nào đó, cổ đông lớn góp phần giám sát hoạt động các nhà điều hành, đồng thời hạn chế tính chất “ăn theo” thuộc cấp quản lí. Mặt khác, tồn tại chi phí người đại diện liên quan đến cổ đông lớn. Thứ nhất, cổ đông thiểu số sẽ phải gánh chịu hậu quả nghiêm trọng từ việc cổ đông lớn lạm dụng tài sản công ty để tư lợi. Thứ hai, việc kiểm soát quá chặt hoạt động công ty từ cổ đông lớn sẽ làm giảm hiệu quả hoạt động của cấp quản lí. Các nhà quản

lí công ty sẽ không linh hoạt, chủ động cũng như giảm những sáng kiến trong các quyết định của mình, dẫn đến hạn chế hiệu quả hoạt động công ty (Burkart & cộng sự, 1997; Myers, 2000).

Mặc dù tồn tại hai quan điểm trái ngược về những ảnh hưởng của cổ đông lớn đến hiệu quả hoạt động công ty, nhưng nhiều nhà nghiên cứu vẫn thừa nhận tầm quan trọng của cổ đông lớn. Cụ thể, cổ đông lớn giữ vai trò quan trọng trong hệ thống quản trị công ty bởi vì họ có nhiều kỹ năng, thời gian và sự quan tâm đến hiệu quả trong điều hành. Denis & McConnell (2003), Becker & cộng sự (2011) cho rằng tập trung quyền hành thông qua sở hữu lớn tỉ lệ cổ phiếu hầu hết thường có ảnh hưởng tích cực đến giá trị công ty, và ở những công ty có sở hữu cổ đông lớn sẽ góp phần giám sát và kiểm soát tốt các hoạt động kinh doanh hằng ngày để tối thiểu hóa chi phí người đại diện. Do đó, trong nghiên cứu này, giả thuyết được xây dựng cho cổ đông lớn như sau:

Giả thuyết H9: Hiệu quả hoạt động công ty sẽ gia tăng khi có sự hiện hữu cổ đông lớn.

3. Biến đo lường

Biến đo lường được sử dụng để đưa vào mô hình phân tích gồm có: (1) biến phụ thuộc (biến hiệu quả hoạt động công ty); (2) biến độc lập; (3) biến điều tiết; và (4) biến kiểm soát. Khái niệm và đo lường các biến được mô tả trong Bảng 1 dưới đây:

Bảng 1. Bảng mô tả các biến đo lường được sử dụng trong nghiên cứu

Tên biến	Định nghĩa	Cách đo lường
Biến phụ thuộc		
ROA	Hiệu quả hoạt động công ty	(Lợi nhuận trước thuế và lãi vay)/Tổng tài sản
Biến giải thích		
Boardsize	Quy mô HĐQT	Số thành viên có trong HĐQT
Gender	Thành viên HĐQT là nữ	Số thành viên nữ có trong HĐQT
Duality	Quyền kiêm nhiệm	Có giá trị là 1 nếu chủ tịch HĐQT cũng là tổng giám đốc, ngược lại có giá trị là 0
Edu	Trình độ học vấn	Số thành viên HĐQT có bằng sau đại học
BoardAge	Kinh nghiệm của HĐQT	Số tuổi trung bình của HĐQT
OutDir	Thành viên HĐQT không điều hành	Số thành viên HĐQT không điều hành
Comp	Thù lao HĐQT	Logarit tự nhiên của $[1 + (\text{Tổng thù lao của HĐQT}/\text{Số thành viên HĐQT})]$
Own	Tỉ lệ sở hữu vốn của HĐQT	Số cổ phiếu của HĐQT/Số cổ phiếu lưu hành
Block	Cổ đông lớn	Có giá trị là 1 nếu công ty có cổ đông lớn nắm giữ hơn 5% vốn và không là cổ đông nhà nước, ngược lại có giá trị là 0
Biến kiểm soát		
FirmSize	Quy mô công ty	Logarit tự nhiên của tổng tài sản

FirmAge	Số năm thành lập công ty	Logarit tự nhiên số năm thành lập công ty
State	Sở hữu nhà nước	Có giá trị là 1 nếu công ty có phần vốn nhà nước, ngược lại có giá trị là 0
Leverage	Đòn bẩy tài chính	Tổng nợ trên vốn chủ sở hữu
Industry _{ij}	Biến giả ngành hoạt động	Có giá trị là 1 nếu số quan sát thứ i có nhóm ngành hoạt động trùng với thuộc tính ngành của biến giả thứ j, ngược lại có giá trị là 0
Year _{ij}	Biến giả năm tài chính	Có giá trị là 1 nếu số quan sát thứ i có năm tài chính trùng với thuộc tính năm của biến giả thứ j, ngược lại có giá trị là 0

4. Đặc điểm mẫu nghiên cứu

Mẫu nghiên cứu được hình thành từ việc thu thập dữ liệu 122 công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (không bao gồm các ngân hàng, các công ty tài chính, bảo hiểm và quỹ đầu tư) giai đoạn từ năm 2006 đến 2011. Điều cần lưu ý là cách trình bày báo cáo tài chính, báo cáo thường niên của các công ty không đồng nhất với nhau. Do vậy, mẫu nghiên cứu đã xuất hiện nhiều dữ liệu bị thiếu, ảnh hưởng đến các biến nghiên cứu chính có liên quan trực tiếp đến nghiên cứu. Chính vì lẽ đó, các công ty không thể hiện số liệu có liên quan đến các biến nghiên cứu sẽ được loại ra. Mẫu nghiên cứu sau cùng bao gồm 77 công ty niêm yết và tổng cộng có 325 quan sát trong giai đoạn 2006-2011.

Mẫu nghiên cứu này bao gồm các công ty niêm yết hoạt động trong 7 nhóm ngành: ngành sản xuất, ngành khai khoáng, ngành xây dựng & bất động sản, ngành thương mại, ngành sản xuất nông-lâm-ngư nghiệp, ngành tiện ích-cộng đồng và ngành vận tải-kho bãi. Các nhóm ngành nghiên cứu được dựa trên chuẩn phân ngành của Cục Thống kê Liên bang Mỹ (U.S. Census Bureau, 2008) với bộ thông số của hệ thống phân ngành công nghiệp Bắc Mỹ (North American Industrial Classification System - NAICS).

Tiếp theo, nghiên cứu tiến hành thống kê mô tả các biến quan sát. Các số liệu thống kê được trình bày trong Bảng 2 dưới đây.

Bảng 2. Thống kê mô tả các biến quan sát

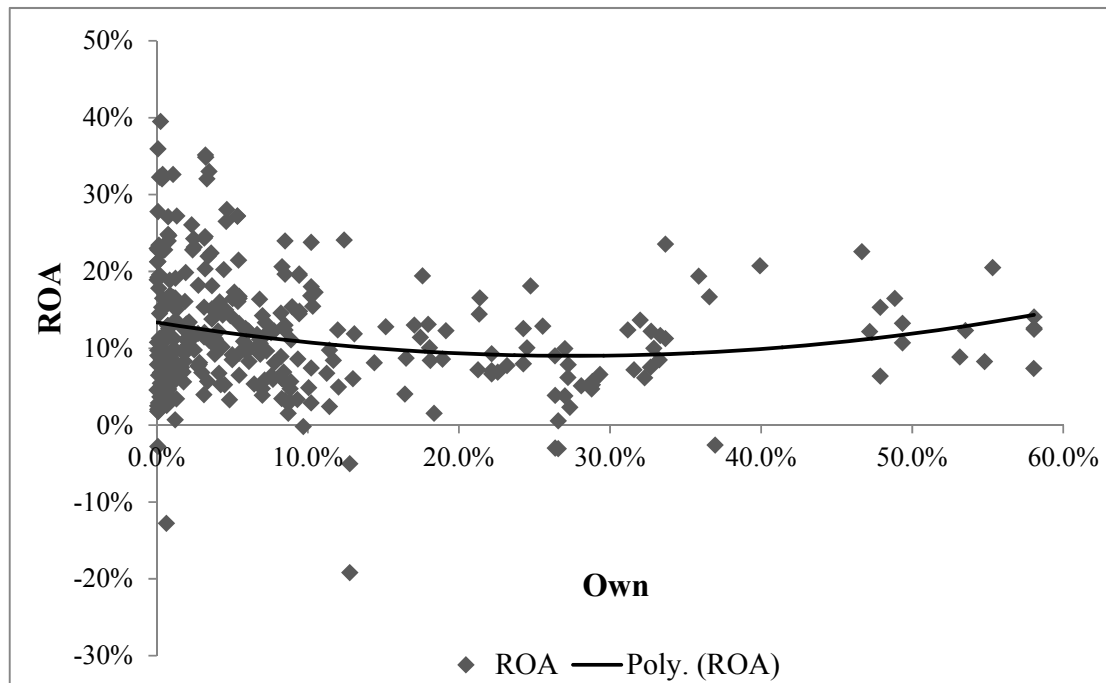
Biến quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Nhỏ nhất	Lớn nhất
Boardsize	5,85	1,29	5	11
Gender	0,88	1,04	0	7
Duality	51,4%	50,1%	0	1
Edu	1,48	1,31	0	6
BoardAge	48,4	4,2	35,8	61,6
OutDir	2,67	1,34	0	7
Comp	98,38	104,92	0	666,11

Own	9,8%	13,2%	0,0%	58,1%
Block	65,8%	47,5%	0	1
ROA	11,8%	7,8%	-19,2%	39,5%

Ghi chú: Bao gồm 325 quan sát, được thể hiện qua 77 công ty niêm yết trên HOSE trong giai đoạn 2006-2011

Nguồn: Kết quả tính toán của tác giả

Để ước lượng sơ khởi mối quan hệ giữa tỉ lệ sở hữu vốn của các thành viên HĐQT với hiệu quả hoạt động công ty, nghiên cứu phân tích đồ thị tương quan giữa sở hữu vốn của HĐQT với hiệu quả hoạt động công ty, và mối tương quan này được thể hiện ở Hình 2 dưới đây.



Hình 2. Tương quan giữa tỉ lệ sở hữu vốn của HĐQT với hiệu quả hoạt động công ty

Nguồn: Kết quả tính toán của tác giả

Hình 2 cho thấy có mối tương quan phi tuyến giữa tỉ lệ sở hữu vốn của HĐQT (Own) với hiệu quả hoạt động công ty (ROA). Tỉ số ROA giảm khi tỉ lệ sở hữu vốn tăng từ 0% đến khoảng 20%-25%. Sau đó, tỉ số ROA sẽ gia tăng khi tỉ lệ sở hữu vốn vượt qua mức tỉ lệ 20%-25% này. Sức thuyết phục của mối tương quan phi tuyến này sẽ được minh chứng trong phần kết quả thực nghiệm.

5. Kết quả thực nghiệm

Bảng 3 thể hiện ma trận tương quan giữa các biến độc lập và biến phụ thuộc. Kết quả cho thấy không có mối tương quan đáng kể nào giữa các biến độc lập với nhau. Hệ số tương quan cao nhất là 0,47 được thể hiện thông qua sự tương quan giữa quy mô công ty với thù lao HĐQT. Đồng thời Bảng 3 cũng trình bày chỉ số VIF (Variance Inflation Factor), một chỉ số quan trọng để nhận biết khả năng đa cộng tuyến trong mô hình. Chỉ số VIF lớn nhất trong Bảng 3 có giá trị là 1,69 và chỉ số này cho thấy khả năng xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến là không đáng kể.

Bảng 3. Bảng ma trận tương quan giữa các biến

Biến quan sát		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	VIF
(1)	ROA	1														-
(2)	Boardsize	0,02	1													1,46
(3)	Gender	0,30	0,37	1												1,38
(4)	Duality	0,17	0,10	0,24	1											1,38
(5)	Edu	0,08	0,20	0,11	0,08	1										1,41
(6)	BoardAge	0,21	-0,04	-0,03	-0,14	-0,14	1									1,20
(7)	OutDir	-0,13	0,28	-0,07	-0,32	0,06	0,04	1								1,34
(8)	Comp	0,24	0,04	0,13	0,05	0,29	0,11	-0,03	1							1,51
(9)	Own	-0,10	0,03	0,13	0,20	-0,23	-0,24	0,04	-0,21	1						1,69
(10)	Block	0,04	0,18	0,17	0,18	0,05	-0,05	0,12	0,10	0,36	1					1,37
(11)	FirmSize	0,02	-0,02	-0,01	0,13	0,32	-0,04	0,04	0,47	-0,04	-0,01	1				1,59
(12)	FirmAge	0,12	0,05	0,12	0,14	0,01	0,16	-0,09	0,14	0,02	-0,02	0,04	1			1,17
(13)	State	0,10	0,17	-0,12	-0,03	0,25	0,19	0,03	0,20	-0,45	-0,22	0,10	0,21	1		1,54
(14)	Leverage	-0,38	-0,10	-0,18	0,09	-0,08	-0,06	0,00	0,01	0,10	-0,16	0,29	-0,11	0,02	1	1,27

Nguồn: Kết quả tính toán của tác giả

Tiếp theo, trong Bảng 4, Bảng A trình bày kiểm định White và Bảng B trình bày kiểm định Breusch-Godfrey. Chỉ số Prob. Chi-Square ở Bảng A lớn hơn 5% và chỉ số Chi-Square ở Bảng B nhỏ hơn 5%. Kết quả này cho thấy mô hình không có hiện tượng phương sai của sai số thay đổi nhưng có hiện tượng tự tương quan của sai số.

Bảng 4. Kiểm định phương sai của sai số không đổi và tự tương quan của sai số

Bảng A. Kiểm định White			
Thống kê F	1,2758	Prob. F(25.299)	0,1744
Obs*R ²	31,3272	Prob. Chi-Square(25)	0,1784
Bảng B. Kiểm định Breusch-Godfrey:			
Thống kê F	57,5790	Prob. F(1.298)	0,0000
Obs*R ²	57,6274	Prob. Chi-Square(1)	0,0000

Nguồn: Kết quả tính toán của tác giả

Sau khi xem xét mức độ tương quan giữa các biến, phương sai của sai số thay đổi và tự tương quan của sai số, mô hình hồi quy sẽ được thực thi. Bảng 5 trình bày kết quả hồi quy bằng cách sử dụng phương pháp FGLS. Wooldridge (2002) cho rằng phương pháp này rất hữu dụng khi kiểm soát được hiện tượng phương sai của sai số không đồng nhất và hiện tượng tự tương quan. Phương pháp này đã được Kim & cộng sự (2010) sử dụng khi thực hiện hồi quy.

Bảng 5 gồm có hai mô hình mô tả kết quả hồi quy theo phương pháp FGLS. Mô hình (1) thể hiện các biến độc lập đại diện cho cơ chế quản trị công ty nhằm giải thích các mối quan hệ tuyến tính thông thường giữa quản trị công ty với hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Cụ thể:

Mô hình (1)

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 \text{Boardsize} + \beta_2 \text{Gender} + \beta_3 \text{Duality} + \beta_4 \text{Edu} + \beta_5 \text{BoardAge} + \beta_6 \text{OutDir} + \beta_7 \text{Comp} + \beta_8 \text{Own} + \beta_9 \text{Block} + \beta_{10} \text{FirmSize} + \beta_{11} \text{FirmAge} + \beta_{12} \text{Leverage} + \beta_{13} \text{State} + \beta_{14} \text{Industry}_{ij} + \beta_{15} \text{Year}_{ij} + \epsilon_i$$

Từ Hình 2, đồ thị biểu diễn mối tương quan giữa tỉ lệ sở hữu vốn của HĐQT với hiệu quả hoạt động công ty cho thấy, có sự nghi ngờ về mối quan hệ không tuyến tính. Do đó, ở mô hình (2), biến Own^2 (bình phương tỉ lệ sở hữu vốn của HĐQT) được đưa vào mô hình (1) nhằm làm sáng tỏ sự nghi ngờ này.

Mô hình (2)

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 \text{Boardsize} + \beta_2 \text{Gender} + \beta_3 \text{Duality} + \beta_4 \text{Edu} + \beta_5 \text{BoardAge} + \beta_6 \text{OutDir} + \beta_7 \text{Comp} + \beta_8 \text{Own} + \beta_9 \text{Own}^2 + \beta_{10} \text{Block} + \beta_{11} \text{FirmSize} + \beta_{12} \text{FirmAge} + \beta_{13} \text{Leverage} + \beta_{14} \text{State} + \beta_{15} \text{Industry}_{ij} + \beta_{16} \text{Year}_{ij} + \epsilon_i$$

Trong hai mô hình phân tích, nghiên cứu đều sử dụng các biến kiểm soát bao gồm: quy mô công ty (FirmSize); số năm thành lập (FirmAge); đòn bẩy tài chính (Leverage); sở hữu nhà nước (State); ngành hoạt động (Industry) và biến năm tài chính (Year). Kết quả hồi quy từ các mô hình là cơ sở để chấp nhận hay bác bỏ các giả thuyết nghiên cứu. Bảng 5 dưới đây trình bày các kết quả nghiên cứu:

Bảng 5. Kết quả hồi quy

Biến quan sát	Biến phụ thuộc: ROA	
	Mô hình (1)	Mô hình (2)
Hằng số	-0,0753	-0,0410
Boardsize	-0,0065*	-0,0052
Gender	0,0177***	0,0156***
Duality	0,0243***	0,0281***
Edu	-0,0060	-0,0076**
BoardAge	0,0020*	0,0016
OutDir	0,0012	0,0013
Comp	0,0119***	0,0131***
Own	0,0229	-0,1996*
Own^2		0,4544**
Block	-0,0110	-0,0091
FirmSize	0,0063	0,0046
FirmAge	0,0042	0,0065
State	0,0091	0,0055
Leverage	-0,0210***	-0,0208***
Industry	có kiểm soát	có kiểm soát
Year	có kiểm soát	có kiểm soát
Số quan sát	325	325

R ² điều chỉnh	25,42%	27,02%
Durbin-Watson	1,76	1,78

Ghi chú: *** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,10$

Nguồn: Kết quả tính toán của tác giả

6. Tóm tắt kết quả nghiên cứu

Sử dụng phương pháp FGLS, kết quả hồi quy cho thấy mối quan hệ giữa quản trị công ty với hiệu quả hoạt động doanh nghiệp có nhiều kết quả khác nhau. Mối quan hệ này gồm có: (1) mối quan hệ tích cực; (2) mối quan hệ tiêu cực; (3) mối quan hệ phi tuyến; và (4) không có mối quan hệ.

6.1. Mối quan hệ tích cực

Thành viên nữ trong HĐQT, quyền kiểm nhiệm, kinh nghiệm của HĐQT, thù lao của HĐQT có mối quan hệ tích cực với hiệu quả hoạt động công ty. Cụ thể:

- Thành viên nữ được đại diện cho tính đa dạng trong HĐQT và tính đa dạng này tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động công ty.

- Chủ tịch HĐQT kiêm nhiệm chức vụ tổng giám đốc (quyền kiểm nhiệm) làm gia tăng hiệu quả hoạt động công ty. Sự tác động tích cực này được hỗ trợ từ lý thuyết quản trị.

- Thành viên HĐQT có nhiều kinh nghiệm thể hiện qua độ tuổi trung bình cao sẽ gia tăng hiệu quả hoạt động công ty.

- Thù lao HĐQT, với chức năng gắn kết lợi ích của cổ đông với các cấp quản lý cũng như là một phần thưởng khích lệ các nhà quản lý, tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động công ty.

6.2. Mối quan hệ tiêu cực

Ngoài những mối quan hệ tích cực như vừa đề cập trên, quy mô HĐQT có mối quan hệ tiêu cực với hiệu quả hoạt động công ty. Cụ thể, khi quy mô HĐQT càng lớn dẫn đến hiệu quả hoạt động công ty giảm. Nguyên nhân do hiệu quả giám sát của các thành viên HĐQT bị hạn chế, tiềm ẩn chi phí “ăn theo” trong HĐQT và vấn đề đồng thuận cũng như khả năng điều phối công việc giảm.

6.3. Mối quan hệ phi tuyến

Ban đầu, khi tỉ lệ sở hữu vốn của HĐQT tăng từ 0%-22% dẫn đến hiệu quả hoạt động công ty giảm. Sau đó, khi tỉ lệ sở hữu vốn tiếp tục tăng vượt mức 22%, hiệu quả hoạt động công ty gia tăng. Kết quả này cho thấy, mối quan hệ giữa tỉ lệ sở hữu vốn của HĐQT với hiệu quả hoạt động công ty là mối quan hệ phi tuyến.

6.4. Không có mối quan hệ

Trong nghiên cứu này, kết quả cho thấy không có mối quan hệ nào giữa thành viên HĐQT không điều hành với hiệu quả hoạt động công ty. Ngoài ra, kết quả về sự tác động của trình độ học vấn của HĐQT, và sự hiện diện của cổ đông lớn trong công ty đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp vẫn chưa thể kết luận.

7. Các khuyến nghị chính sách

Từ kết quả thực nghiệm, nghiên cứu khuyến nghị các chính sách cho các đối tượng khác nhau như sau:

7.1. Các nhà hoạch định chính sách

Bộ Tài chính (2012) quy định số lượng thành viên trong HĐQT ở các công ty niêm yết tối thiểu là 5 và tối đa là 11 thành viên. Từ kết quả nghiên cứu: Quy mô HĐQT tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động công ty, do vậy các nhà hoạch định chính sách nên điều chỉnh giảm mức quy định này.

Trong quá trình thu thập số liệu, nghiên cứu đã phát hiện rất nhiều công ty không công bố thông tin về tỉ lệ sở hữu vốn của HĐQT. Từ kết quả nghiên cứu, tỉ lệ sở hữu vốn của HĐQT có ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động công ty. Do đó, các nhà hoạch định chính sách cần gia tăng chế tài các công ty niêm yết không minh bạch thông tin về tỉ lệ sở hữu cổ phiếu do HĐQT nắm giữ nói riêng và không tuân thủ những quy định trong quy chế quản trị công ty nói chung.

7.2. Các công ty niêm yết

Nghiên cứu này được thực hiện với mục đích gia tăng hiểu biết của các công ty niêm yết khi xây dựng cơ chế quản trị công ty nói chung cũng như cấu trúc HĐQT nói riêng. Do đó, các công ty niêm yết nên cần tham khảo kết quả nghiên cứu này để có thể áp dụng thích hợp khi xây dựng cơ chế quản trị công ty một cách linh hoạt, năng động và hiệu quả. Sau đây là những đề xuất giải pháp về quản trị công ty hướng đến các công ty niêm yết:

- Không nên có nhiều thành viên trong HĐQT vì những ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả hoạt động công ty khi quy mô HĐQT gia tăng.
- Cấu trúc HĐQT trong công ty nên có tỉ lệ nữ giới thích hợp vì từ kết quả nghiên cứu cho thấy thành viên nữ trong HĐQT góp phần làm gia tăng hiệu quả hoạt động công ty.
- Cũng từ kết quả nghiên cứu, thù lao của HĐQT tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động công ty. Do đó, rất cần thiết để các công ty niêm yết xây dựng một cơ chế lương thưởng, thù lao cho HĐQT một cách hợp lí. Chính sách này không những gắn kết lợi ích giữa cổ đông với cấp quản lí mà còn khích lệ, thúc đẩy các nhà quản lí hoạt động hiệu quả hơn nhằm tối đa hóa giá trị cho cổ đông.
- Các cán bộ quản lí ở các công ty niêm yết cần được đào tạo chuyên sâu nghiệp vụ quản trị công ty. Việc cử các cán bộ quản lí tham gia các khóa đào tạo như vậy sẽ giúp công ty nhận thức rõ và đúng đắn về tính minh bạch thông tin, tính trách nhiệm giải trình nói riêng, cũng như những thông lệ về quản trị công ty nói chung■

Tài liệu tham khảo

- Adams, R., B. and Ferreira, D. (2007), "A Theory of Friendly Boards", *Journal of Finance*, 62(1), 217-250.
- Becker, B. et al (2011), "Estimating the Effects of Large Shareholders using a Geographic Instrument", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46(4), 907-942.
- Bhabra, G., S. et al (2003), "Corporate Governance in Singapore: The Impact of Directors' Equity Ownership", *Advances in Financial Economics*, 8, 29-46.
- Brickley, J., A., Lease, R., C. and Smith, Jr., C. (1988), "Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amendments", *Journal of Financial Economics*, 20, 267-291.

- Bonn, I., Yoshikawa, T. and Phan, P. (2004), "Effects of Board Structure on Firm Performance: A Comparison Between Japan and Australia", *Asian Business & Management*, 3(1), 105-125.
- Bộ Tài chính (2012), *Quyết định số 121/2012/QĐ-BTC ngày 26/7/2012 về việc quy định về quản trị công ty áp dụng cho các công ty đại chúng*.
- Burkart, M., Gromb, D. and Panunzi, F. (1997), "Large Shareholders, Monitoring, and the Value of the Firm", *The Quarterly Journal of Economics*, 112(3), 693-728.
- Carlson, R., Karlsson, K. (1970), "Age, Cohorts, and the Generation of Generations", *American Sociological Review*, 35(4), 710-718.
- Carter, D., A., Simkins, B., J. and Simpson, W., G. (2003), "Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value", *The Financial Review*, 38(1), 33-53.
- Chen, C., W., Lin, J., B. and Yi, B. (2008), "CEO Duality and Firm Performance: An Endogenous Issue", *Corporate Ownership and Control*, 6(1), 58-65.
- Child, J. (1975), "Managerial and Organizational Factors Associated with Company Performance - Part II. A Contingency Analysis", *Journal of Management Studies*, 12, 12-27.
- Chung, K., H. and Pruitt, S., W. (1996), "Executive Ownership, Corporate Value, and Executive Compensation: A Unifying framework", *Journal of Banking and Finance*, 20(7), 1135-1159.
- Coles, J., L., Daniel, N., D. and Naveen, L. (2008), "Boards: Does one size fit all?", *Journal of Financial Economics*, 87(2), 329-356.
- Dahya, J., Garcia, L., G. and van Bommel, J. (2009), "One Man Two Hats: What's All the Commotion!", *The Financial Review*, 44(2), 179-212.
- Daily, C., M., Dalton, D., R. and Cannella, A., A. (2003), "Corporate Governance: Decades of Dialogue and Data", *The Academy of Management Review*, 28(3), 371-382.
- Dalton, D., R. et al (1999), "Number of Directors and Financial Performance: A Meta-Analysis", *The Academy of Management Journal*, 42(6), 674-686.
- Darmadi, S. (2011), "Board Members' Education and Firm Performance: Evidence from a Developing Economy", Working Paper.
- Denis, D., K. and McConnell, J. (2003), "International Corporate Governance", *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, 38(1), 1-36.
- Dlugosz, J. et al (2006), "Large Blocks of Stock: Prevalence, Size, and Measurement", *Journal of Corporate Finance*, 12(3), 594-618.
- Dutta, P. and Bose, S. (2006), "Gender Diversity in the Boardroom and Financial Performance of Commercial Banks: Evidence from Bangladesh", *The Cost and Management*, 34(6), 70-74.
- Elloumi, F. and Gueyié, J., P. (2001), "Financial Distress and Corporate Governance: An Empirical Analysis", *Corporate Governance*, 1(1), 15-23.
- Fama, E., F. (1980), "Agency Problems and the Theory of the Firm", *Journal of Political Economy*, 88(2), 288-307.
- Fama, E., F. and Jensen, M. C. (1983), "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economics*, 15(2), 301-325.
- Fairchild, L. and Li, J. (2005), "Director Quality and Firm Performance", *The Financial Review*, 40(2), 257-279.
- Gedajlovic, E., R. and Shapiro, D., M. (1998), "Management and Ownership Effects: Evidence from Five Countries", *Strategic Management Journal*, 19(6), 533-553.
- Heidrick & Struggles (2009), *Corporate Governance Report 2009 - Boards in Turbulent Times*, Heidrick and Struggles International, Inc.
- Hermalin, B., E. and Weisbach, M., S. (1991), "The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance", *Financial Management*, 20(4), 101-112.

- Jensen, M., C. and Meckling, W., H. (1976), "Theory of the Firm Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jensen, M., C. and Murphy, K., J. (1990), "Performance Pay and Top-Management Incentives", *Journal of Political Economy*, 98(2), 225-264.
- Kim, J. et al (2010), "Board Composition as a Linkage with Environmental Change and Firm Performance: A Case of Korean Bank Industry", *Journal of International Business and Economy*, 11(2), 49-67.
- Klein, A. (1998), "Firm Performance and Board Committee Structure", *Journal of Law and Economics*, 41(1), 275-303.
- Lipton, M. and Lorsch, J., W. (1992), "A Modest Proposal for Improved Corporate Governance", *Business Lawyer*, 48(1), 59-77.
- Mehran, H. (1995), "Executive Compensation Structure, Ownership and Firm Performance", *Journal of Financial Economics*, 38(2), 163-184.
- Murphy, S., A. and McIntyre, M. (2007), "Board of Director Performance: A Group Dynamics Perspective", *Corporate Governance*, 7(2), 209-224.
- Myers, S., C. (2000), "Outside Equity", *The Journal of Finance*, 55(3), 1005-1037.
- Nicholson, G., J. and Kiel, G., C. (2004), "Breakthrough Board Performance: How to Harness Your Board's Intellectual Capital", *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 4(1), 5-23.
- Palia, D. (2001), "The Endogeneity of Managerial Compensation in Firm Valuation - A Solution", *The review of Financial Studies*, 14(3), 735-764.
- Pfeffer, J. (1972), "Size and Composition of Corporate Boards of Directors: The Organization and its Environment", *Administrative Science Quarterly*, 17(2), 218-228.
- Shleifer, A. and Vishny, R., W. (1997), "A Survey of Corporate Governance", *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Singh, V. (2007), "Ethnic Diversity on Top Corporate Boards: A Resource Dependency Perspective", *The International Journal of Human Resource Management*, 18(12), 2128-2146.
- Smith, N., Smith, V. and Verner, M. (2006), "Do Women in Top Management Affect Firm Performance? A Panel Study of 2500 Danish Firms", *International Journal of Productivity and Performance Management*, 55(7), 569-593.
- Truong, Q., Swierczek, F., W. and Dang, C. (1998), "Effective Leadership in Joint Ventures in Vietnam: A Cross-cultural Perspective", *Journal of Organizational Change Management*, 11(4), 357-372.
- U.S. Census Bureau (2008), *2007 NAICS Definitions*, Lưu trữ ngày 10/03/2008, tại: <http://www.census.gov/eos/www/naics/htmls/4/448110.htm>
- Võ Hồng Đức và Phan Bùi Gia Thủy (2013a), "Tác động của đặc điểm Hội đồng quản trị đến hiệu quả hoạt động công ty: Minh chứng từ VN", *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*, Số 188(II), 68-75.
- Võ Hồng Đức và Phan Bùi Gia Thủy (2013b), "Tác động của thành viên Hội đồng quản trị nữ đến hiệu quả hoạt động công ty", *Tạp chí Công nghệ ngân hàng*, Số 85, 21-30.
- Wegge, J. et al (2008), "Age and Gender Diversity as Determinants of Performance and Health in a Public Organization: The Role of Task Complexity and Group Size", *Journal of Applied Psychology*, 93(6), 1301-1313.
- Wooldridge, J., M., (2002), *Introductory Econometrics: A Modern Approach*, 2nd Ed., South-Western College.
- Yermack, D. (1996), "Higher Market Valuation of Companies With a Small Board of Directors", *Journal of Financial Economics*, 40(2), 185-211.