

Nghiên cứu quản trị công ty thông qua chỉ số CGI, cấu trúc kim tự tháp và giá trị doanh nghiệp tại Việt Nam

TRẦN THỊ HẢI LÝ

Trường Đại học Kinh tế TP.HCM - hailyth@ueh.edu.vn

NGUYỄN KIM ĐỨC

Trường Đại học Kinh tế TP.HCM - ducnk.tdg@ueh.edu.vn

Ngày nhận:

15/03/2016

Ngày nhận lại:

30/08/2016

Ngày duyệt đăng:

31/08/2016

Mã số:

0316-G32-V03

Tóm tắt

Nghiên cứu xem xét mối quan hệ giữa quản trị công ty (QTCT), cấu trúc kim tự tháp (KTT), và giá trị doanh nghiệp (GTDN) tại VN. Tác giả sử dụng phương pháp ước lượng hồi quy cho dữ liệu bảng và giải quyết vấn đề nội sinh bằng phương pháp bình phương tối thiểu 2 giai đoạn (2SLS). Mẫu nghiên cứu gồm 103 công ty phi tài chính niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE) giai đoạn 2012–2014. Kết quả nghiên cứu cho thấy: (1) Các biến số thông thường như quy mô hội đồng quản trị (HĐQT), tính độc lập của HĐQT chưa hẳn là biến số tốt để đại diện cho cách thức QTCT; (2) Việc sử dụng bộ chỉ số QTCT gồm 117 tiêu chí do Connelly và cộng sự (2012) xây dựng (chỉ số CGI) đã đại diện cho cách thức QTCT một cách toàn diện hơn; và (3) Phát hiện thú vị nhất của nghiên cứu này là cấu trúc KTT đóng một vai trò quan trọng trong mối quan hệ giữa QTCT và GTDN.

Abstract

By using regression estimation for a panel dataset of 103 Vietnam's non-financial enterprises listed on HOSE during 2012–2014 and two-stage least square (2SLS) to deal with endogenous problems, this paper examines the relations among corporate governance, pyramidal ownership structure, and firm value. The results show that: (i) several variables commonly adopted such as size or independence of board of directors are not totally fine proxies for corporate governance practices; (ii) it is better to employ a set of corporate governance index (CGI), including 117 criteria developed by Connelly et al. (2012) since it allows for more comprehensive estimation of corporate governance; and (iii) most interestingly, the pyramidal ownership structure functions importantly in investigating the nexus between corporate governance and firm value.

Từ khóa:

Chỉ số CGI, quản trị công ty, cấu trúc kim tự tháp.

Keywords:

Corporate governance index (CGI), corporate governance, pyramidal ownership structure.

1. Giới thiệu

Trên góc độ tài chính chuẩn tắc, tối đa hóa giá trị tài sản cho cổ đông luôn là mục tiêu được các doanh nghiệp hướng đến. Tuy nhiên, bản thân nhà quản lý phần lớn không là chủ sở hữu, trong khi những người chủ thật sự (các cổ đông) lại không trực tiếp điều hành. Sự tách biệt giữa quyền sở hữu và quyền điều hành đã làm phát sinh vấn đề đại diện (Jensen & Meckling, 1976). Từ thực tế đó, các cổ đông cần một cơ chế, thường được gọi là QTCT để kiểm soát các nhà quản lý, nhằm đảm bảo các quyết định của họ hướng đến mục tiêu tối đa hóa lợi ích cho mình. Do đó, tác động của QTCT lên GTDN là vấn đề được các học giả quan tâm.

Đến nay, đã có nhiều nghiên cứu thực nghiệm về mối quan hệ giữa QTCT và GTDN được thực hiện trên thế giới và tại VN. Từ các nghiên cứu này, có thể phân loại các biến số đại diện cho QTCT thành hai nhóm: (1) Các biến số thông thường như: Tỷ lệ thành viên HĐQT độc lập (Hermalin & Weisbach, 1991), sự kiêm nhiệm (Chen & cộng sự 2008), quy mô HĐQT (Yermack, 1996); và/hoặc (2) các chỉ số QTCT. Nếu như các biến thông thường được cho là không đại diện một cách đầy đủ thì các chỉ số QTCT hiện tại (Gompers & cộng sự, 2003; Brown & Caylor, 2006; Bebchuk & cộng sự, 2009) rất khó áp dụng cho thị trường châu Á (Connelly & cộng sự, 2012). Chỉ số CGI gồm 117 tiêu chí do Connelly và cộng sự (2012) xây dựng được đánh giá là bộ chỉ số khá đầy đủ và định lượng một cách tổng thể nhất về chất lượng của cách thức QTCT. Bên cạnh đó, lợi ích từ việc tuân thủ cách thức QTCT tốt có thể sẽ bị triệt tiêu nếu có sự tồn tại của cấu trúc KTT (Connelly & cộng sự, 2012). Bài toán đặt ra là chỉ số CGI liệu có là thước đo tốt cho QTCT và mối quan hệ giữa QTCT và GTDN có chịu ảnh hưởng bởi việc công ty có/không tồn tại cấu trúc KTT? Nghiên cứu được tiến hành để giải quyết mục tiêu đó. Việc sử dụng chỉ số CGI và xem xét mối quan hệ giữa QTCT với GTDN khi có xét cấu trúc KTT là điểm mới của nghiên cứu này.

2. Cơ sở lý thuyết và phương pháp nghiên cứu

2.1. Cơ sở lý thuyết

2.1.1. Chỉ số CGI và cấu trúc KTT

Chỉ số quản trị công ty CGI

CGI là một trong các chỉ số đo lường cách thức QTCT tại một doanh nghiệp cụ thể. Chỉ số này do Connelly và cộng sự (2012) xây dựng dựa trên nền tảng của Tổ chức Hợp

tác xã và Phát triển kinh tế - OECD (1999, 2004) với 117 tiêu chí được đề xuất, và đã được áp dụng tại Thái Lan. Đây là bộ chỉ số tập hợp rất nhiều các quy định bắt buộc và tự nguyện phản ánh chất lượng và tầm nhìn của cách thức QTCT. Vì vậy, CGI được đánh giá là chỉ số QTCT khá đầy đủ và có thể định lượng một cách tổng thể nhất về chất lượng của cách thức QTCT.

Phiên bản đầu tiên của CGI có 57 tiêu chí. Sau khi thực hiện thử nghiệm vào các năm 2000, 2002, 2004, một số câu hỏi đã được sửa đổi, đồng thời các câu hỏi khác cũng được thêm vào. Đến nay, CGI đã bao gồm 117 tiêu chí. Mặc dù số lượng và định dạng các câu hỏi đã được thay đổi nhưng cấu trúc bộ chỉ số vẫn được giữ nguyên theo nguyên tắc QTCT của OECD (1999). Các tiêu chí này được chia thành 5 nhóm: (1) Quyền của cổ đông (22 tiêu chí, điểm tối đa 42); (2) sự đãi ngộ của cổ đông (13 tiêu chí, điểm tối đa 24); (3) vai trò của các bên liên quan (9 tiêu chí, điểm tối đa 14); (4) công khai và minh bạch (32 tiêu chí, điểm tối đa 40); và (5) trách nhiệm của HĐQT (41 tiêu chí, điểm tối đa 50)¹.

Cấu trúc KTT

Quyền sở hữu (Ownership Rights) thể hiện thông qua quyền được hưởng lợi ích (Cash Flow Rights); và quyền kiểm soát (Controlling Rights) thể hiện thông qua quyền biểu quyết (Voting Rights). Thông thường, việc sở hữu một cổ phiếu sẽ tương ứng với một quyền biểu quyết (One Share, One Vote). Tuy nhiên, mối quan hệ này sẽ khác khi tồn tại sở hữu gián tiếp do cách tính tỉ lệ sở hữu và tỉ lệ biểu quyết không giống nhau. Các công ty tồn tại hình thức sở hữu gián tiếp này được xem là có cấu trúc KTT. Nói cách khác, cấu trúc KTT là việc một thực thể có quyền sở hữu một chuỗi kiểm soát hiển thị từ trên xuống (La Porta & cộng sự, 1999). Chính vì vậy, cấu trúc KTT còn được gọi là cấu trúc dạng hình chóp với chủ sở hữu cuối cùng được đặt ở đỉnh và bên dưới là các lớp công ty trung gian. Kết quả trực tiếp của cấu trúc này là tách quyền sở hữu và quyền biểu quyết thực tế tại các công ty nằm ở phần dưới của KTT (Claessens & cộng sự, 2000). Do đó, cấu trúc KTT cho phép một cổ đông nắm giữ ít cổ phiếu hơn nhưng có quyền biểu quyết lớn hơn (Connelly & cộng sự, 2012).

2.1.2. QTCT thông qua chỉ số CGI, cấu trúc KTT và GTDN

Đầu tiên, trong kinh tế học truyền thống, bất cân xứng thông tin là cơ chế lí thuyết căn bản để giải thích cho mối quan hệ giữa chủ sở hữu và nhà quản lí. Sau đó, lí thuyết đại diện được phát triển bởi Jensen và Meckling (1976) thường được sử dụng để giải thích các vấn đề liên quan đến QTCT. Theo Jensen và Meckling (1976), vấn đề đại diện

sẽ xuất hiện khi một hoặc nhiều cá nhân (bên ủy nhiệm, Principals) thuê một hoặc nhiều cá nhân khác (bên đại diện, Agents) thực hiện một số công việc và chuyển quyền ra quyết định kinh tế cho bên đại diện. Lí thuyết đại diện thể hiện mối quan hệ cơ bản giữa bên ủy nhiệm và bên đại diện trong mối quan hệ hợp tác nhưng mỗi bên lại hướng đến những mục tiêu không giống nhau (Eisenhardt, 1989). Điều này đồng nghĩa với việc nhà quản lí có thể đưa ra các quyết định nhằm tối đa hóa lợi ích cá nhân để hưởng các khoản thưởng theo hợp đồng hoặc tránh các rủi ro thay vì tối đa hóa GTDN. Do đó, cổ đông cần phải giám sát các hoạt động của nhà quản lí nhằm đảm bảo cho lợi ích của họ, trong đó, cơ chế QTCT với sự giám sát của HĐQT là một cơ chế phổ biến.

Trước đây, các nghiên cứu thực nghiệm thường đại diện QTCT bằng các biến số thông thường như: Thành phần HĐQT (Agrawal & Knoeber, 1996; Hermalin & Weisbach, 2003); tỉ lệ thành viên HĐQT độc lập (Hermalin & Weisbach, 1991; Daraghma & Alsinawi, 2010; Rouf, 2011; Turki & Sedrine, 2012); sự kiêm nhiệm (Chen & cộng sự, 2008; Rouf, 2011); quy mô HĐQT (Yermack, 1996; Eisenberg & cộng sự, 1998; Andres & cộng sự, 2005; Rouf, 2011); và sở hữu tập trung (Himmelberg & cộng sự, 1999; Morck & cộng sự, 1988; Barontini & Caprio 2006). Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu vẫn chưa có sự thống nhất hoặc không thể kết luận về lợi ích của việc tuân thủ cách thức QTCT tốt (Cheung & cộng sự, 2014). Tính đến nay, mối quan hệ này đã được thực hiện tại nhiều thị trường khác nhau, tuy nhiên, bằng chứng trái ngược từ các thị trường đã (1) mở ra các hướng nghiên cứu mới liên quan đến chỉ số QTCT tổng thể, và (2) xem xét mối quan hệ giữa QTCT với GTDN khi có xét đến cấu trúc KTT.

Chỉ số QTCT và GTDN

Trong những năm gần đây, các học giả bắt đầu nhận thấy các cơ chế kiểm soát của QTCT là có thể thay thế cho nhau. Do đó, việc xem xét chất lượng một cách tổng thể của QTCT là cần thiết (Cheung & cộng sự, 2014). Điều này dẫn đến xuất hiện nhiều nghiên cứu tiếp cận QTCT một cách khác hơn bằng cách xây dựng các bộ chỉ số tổng hợp để đánh giá ảnh hưởng QTCT lên GTDN. Ở các quốc gia phát triển, có 4 nghiên cứu nổi bật về vấn đề này: Gompers và cộng sự (2003); Drobetz và cộng sự (2004); Bebchuk và cộng sự (2009); và Brown và Caylor (2006). Trong các nghiên cứu đó, các học giả đã cố gắng chứng minh mối quan hệ giữa chỉ số QTCT với GTDN. Tuy nhiên, các chỉ số này rất khó để áp dụng cho thị trường châu Á do tập trung chủ yếu vào việc chống bị thâm tóm (Takeover Defenses). Vì vậy, chỉ số QTCT tiếp tục được các học giả xây dựng cho các quốc gia mới nổi thuộc khu vực châu Á như: Hàn Quốc (Black & cộng

sự, 2006), Hồng Kông (Cheung & cộng sự, 2007), Thái Lan (Connelly & cộng sự, 2012). Nhìn chung, khi đại diện QTCT bằng một chỉ số QTCT tổng thể thì các nghiên cứu đều cho thấy tồn tại mối tương quan dương có ý nghĩa thống kê giữa QTCT với GTDN.

QTCT thông qua chỉ số CGI, cấu trúc KTT và GTDN

Thông qua cấu trúc KTT, các chủ sở hữu cuối cùng có thể chiếm đoạt lợi ích của cổ đông không nắm quyền kiểm soát. Sự chiếm đoạt này càng mạnh mẽ hơn tại các quốc gia mà ở đó việc thực thi và các quy định pháp lý về bảo vệ cổ đông không nắm quyền kiểm soát còn hạn chế (Xia, 2008). Quan điểm này được bảo vệ bởi Claessens và cộng sự (2002) khi kết quả cho thấy QTCT ở 8 quốc gia khu vực Đông Á tăng cùng với sự gia tăng quyền sở hữu của cổ đông kiểm soát cuối cùng nhưng lại giảm nếu có sự gia tăng quyền biểu quyết của họ. Các nghiên cứu sau đó thực hiện tại Ấn Độ (Bertrand & cộng sự, 2002), các thị trường mới nổi (Lins, 2003), và các quốc gia Đông Á (Lemmon & Lins, 2003) đều cho kết quả tương tự. Chính vì vậy, vấn đề đặt ra là liệu cấu trúc KTT có thể hiện vai trò điều tiết của mình trong mối quan hệ giữa QTCT và GTDN.

Gần đây nhất, Connelly và cộng sự (2012) đã xây dựng một bộ chỉ số QTCT hoàn thiện hơn và có xem xét ảnh hưởng của cấu trúc KTT đến mối quan hệ này. Kết quả nghiên cứu cho thấy chỉ số CGI và GTDN có tương quan cùng chiều khi xét ở góc độ tổng thể. Tuy nhiên, mối quan hệ này không có ý nghĩa thống kê nếu doanh nghiệp có sự tồn tại cấu trúc KTT.

2.2. Phương pháp nghiên cứu

2.2.1. Mô hình nghiên cứu

Mô hình nghiên cứu của tác giả được kế thừa từ nghiên cứu của Connelly và cộng sự (2012) và Cheung và cộng sự (2014). Đầu tiên, tác giả xem xét các biến thông thường đại diện cho QTCT như: Quy mô HĐQT, tính độc lập của HĐQT... (Mô hình (1)). Sau đó, biến CGI được bổ sung nhằm xem xét và đánh giá một cách toàn diện mối quan hệ giữa QTCT và GTDN (Mô hình (2)).

$$FV_{it} = \beta_0 + \beta_1 BOD_SIZE_{it} + \beta_2 BOD_IND_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 FIRM_AGE_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 CAP_EXP_{it} + \beta_7 LEVER_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$FV_{it} = \beta_0 + \beta_1 CGI_{it} + \beta_2 BOD_SIZE_{it} + \beta_3 BOD_IND_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 FIRM_AGE_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 CAP_EXP_{it} + \beta_8 LEVER_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Trong đó,

Biến phụ thuộc FV: GTDN được đại diện bằng Tobin's Q;

Các biến độc lập là các biến thông thường đại diện cho QTCT, bao gồm:

CGI: Chỉ số đo lường QTCT, được tính bằng tỉ lệ phần trăm (%);

BOD_SIZE: Quy mô HĐQT, được đo lường bằng số lượng thành viên trong HĐQT;

BOD_IND: Tính độc lập của HĐQT, được đo lường bằng tỉ lệ các thành viên độc lập trong HĐQT;

SIZE: Quy mô công ty, được đo lường bằng logarithm tự nhiên của tổng tài sản;

FIRM_AGE: Thời gian hoạt động của công ty, được đo lường bằng logarithm tự nhiên của tổng số năm hoạt động;

ROA: Tỉ suất sinh lợi trên tổng tài sản;

CAP_EXP: Chi tiêu vốn;

LEVER: Đòn bẩy tài chính.

Tuy nhiên, mối quan hệ giữa QTCT và GTDN có thể tồn tại hiện tượng nội sinh. Nghiên cứu thực nghiệm của Lehn và cộng sự (2007) cho thấy việc kiểm soát hiệu quả hoạt động trong quá khứ sẽ loại bỏ mối quan hệ đồng thời giữa chất lượng QTCT và GTDN. Kế thừa nghiên cứu của Lehn và cộng sự (2007), và Connelly và cộng sự (2012), nghiên cứu bổ sung biến hiệu quả hoạt động quá khứ, được đại diện qua chỉ số Tobin's Q bình quân hai năm liền trước như một biến kiểm soát trong mô hình (TOBINQ_A_{it}). Sau đó, phương pháp 2SLS được sử dụng với mô hình thể hiện trong phương trình (3) và (4).

$$FV_{it} = \beta_0 + \beta_1 CGI_{it} + \beta_2 TOBINQ_A_{it} + \beta_3 BOD_SIZE_{it} + \beta_4 BOD_IND_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 FIRM_AGE_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \beta_8 CAP_EXP_{it} + \beta_9 LEVER_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$CGI_{it} = \beta_0 + \beta_1 TOBINQ_A_{it} + \beta_2 BOD_SIZE_{it} + \beta_3 BOD_IND_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 FIRM_AGE_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 CAP_EXP_{it} + \beta_8 LEVER_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

2.2.2. Phương pháp ước lượng

Nghiên cứu sử dụng 3 phương pháp phổ biến trong hồi quy dữ liệu bảng: (1) Mô hình hồi quy gộp (Pooled OLS); (2) mô hình ảnh hưởng cố định (FEM); và (3) mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên (REM). Khi đó, kiểm định F, kiểm định LM (Breusch-Pagan Lagrange Multiplier), kiểm định Hausman được sử dụng để lựa chọn mô hình hồi quy phù hợp. Tuy nhiên, một trong những điểm yếu của các mô hình này là chưa xử lý được hiện tượng nội sinh tiềm ẩn (Getzmann & cộng sự, 2010). Do đó, phương pháp 2SLS được áp dụng nhằm tăng độ tin cậy của kết quả nghiên cứu.

2.2.3. Dữ liệu nghiên cứu

Mẫu dữ liệu gồm 103 công ty phi tài chính niêm yết trên HOSE giai đoạn 2012–2014. Mô hình nghiên cứu gồm 1 biến phụ thuộc, 3 biến giải thích, và 5 biến kiểm soát. Mỗi biến khác nhau sử dụng các dữ liệu khác nhau để tính toán.

Về nguồn dữ liệu, căn cứ vào nội dung và cách đo lường từng tiêu chí của các học giả trước đây, đặc biệt là Connelly và cộng sự (2012), nguồn dữ liệu sử dụng trong nghiên cứu này được tác giả thu thập từ: Báo cáo tài chính (BCTC), báo cáo thường niên, điều lệ công ty, quy chế QTCT, thông báo mời họp đại hội cổ đông, tài liệu đính kèm thông báo mời họp, biên bản họp đại hội cổ đông, nghị quyết đại hội cổ đông, báo cáo của HĐQT, báo cáo của Ủy ban Kiểm toán, báo cáo của Ban Giám đốc, nghị quyết HĐQT, và Website công ty.

Về thời gian thu thập dữ liệu, tại năm đang xét (năm t), có những tiêu chí thuộc CGI không chỉ chấm điểm ở năm t mà được chấm ở nhiều năm trước đó. Số năm quá khứ tối đa xuất hiện là 2 năm (năm $t-2$, $t-1$). Như vậy, để chấm điểm CGI trong giai đoạn 2012–2014, dữ liệu cần được thu thập từ năm 2010 đến năm 2014. Do đó, các công ty bị hủy niêm yết, công ty không hoạt động, công ty vừa phục hồi hoặc vừa tái cấu trúc trong giai đoạn 2010–2014 được loại khỏi mẫu nghiên cứu.

Để xem xét sự khác biệt theo cấu trúc KTT, mẫu tổng thể được chia thành mẫu có và không tồn tại cấu trúc KTT. Một công ty được xem là tồn tại cấu trúc KTT khi và chỉ khi quyền sở hữu không tương ứng với quyền biểu quyết. Nói cách khác, một công ty có cấu trúc KTT sẽ có cổ đông là công ty mà công ty này là công ty con của một công ty khác. Như vậy, để phân nhóm, tác giả xem danh sách cổ đông là công ty của các công ty trong mẫu thông qua cổng thông tin www.stockbiz.vn. Sau đó, kiểm tra các công ty cổ đông này có là công ty con của một công ty khác không, nếu có thì công ty trong mẫu được xem là có tồn tại cấu trúc KTT. Các chỉ tiêu thống kê mô tả phổ biến được trình bày ở Bảng 1. Hình 1 thể hiện sự biến động của chỉ số CGI tổng thể và 5 nhóm chỉ số thành phần trong giai đoạn 2012–2014.

Bảng 1

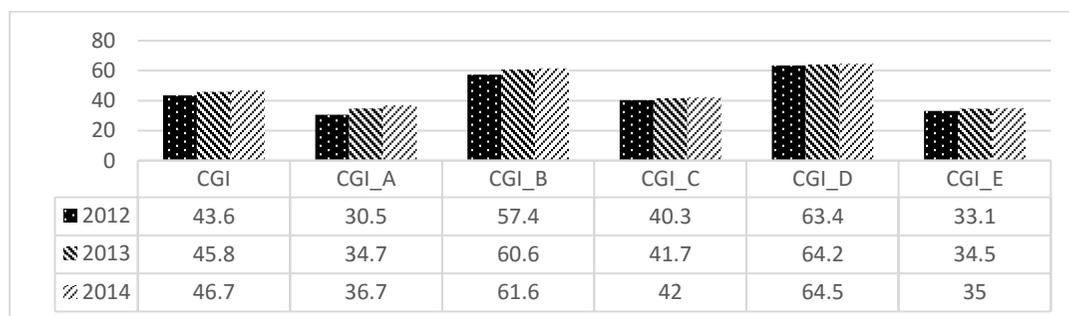
Thông kê mô tả mẫu nghiên cứu

Mã biến	Mẫu tổng thể	Mẫu theo sở hữu KTT		
		Không	Có	<i>t</i> - Statistic (Không - Có)
TOBINQ_Ait	0,689 (0,446)	0,664 (0,392)	0,771 (0,586)	-1,785* (0,598)
BOD_SIZE	5,880 (1,378)	5,873 (1,441)	5,903 (1,153)	-0,158 (0,186)
BOD_IND	0,527 (0,253)	0,538 (0,246)	0,491 (0,274)	1,391 (0,034)
SIZE	27,741 (1,162)	27,648 (1,154)	28,048 (1,143)	-2,581** (0,155)
FIRM_AGE	3,075 (0,536)	3,118 (0,529)	2,933 (0,540)	2,596*** (0,072)
ROA	0,068 (0,079)	0,069 (0,083)	0,064 (0,062)	0,473 (0,011)
CAP_EXP	0,054 (0,063)	0,052 (0,062)	0,059 (0,068)	-0,844 (0,009)
LEVER	0,103 (0,135)	0,103 (0,137)	0,104 (0,129)	-0,068 (0,182)
CGI	45,375 (5,078)	45,771 (5,167)	44,074 (4,567)	2,504** (0,678)
CGI_A	33,981 (11,785)	34,890 (12,126)	30,986 (10,097)	2,482** (1,573)
CGI_B	59,870 (8,514)	61,656 (7,787)	53,992 (8,200)	7,224*** (1,061)
CGI_C	41,320 (15,823)	39,633 (15,212)	46,875 (16,615)	-3,461*** (2,092)
CGI_D	64,029 (7,928)	64,516 (7,802)	62,425 (8,181)	1,970** (1,062)

Mã biến	Mẫu tổng thể	Mẫu theo sở hữu KTT		
		Không	Có	t - Statistic (Không - Có)
CGI_E	34,202 (6,786)	34,007 (6,833)	34,844 (6,630)	-0,917 (0,913)

Ghi chú: Độ lệch chuẩn được thể hiện trong dấu (). t-Statistics được tính toán cho sự khác biệt giữa không và có tồn tại cấu trúc KTT. Ký hiệu ***, **, * lần lượt thể hiện cho sự khác biệt có ý nghĩa thống kê ở mức 1%, 5%, 10%.

Nguồn: Kết quả tính toán từ dữ liệu do tác giả thu thập.



Hình 1. Điểm số CGI bình quân giai đoạn 2012-2014

Nguồn: Kết quả tính toán từ dữ liệu do tác giả thu thập

Bảng 2 thể hiện ma trận tương quan giữa các biến số. Bảng 2a trình bày hệ số tương quan giữa Tobin's Q và các biến giải thích. Bảng 2b trình bày hệ số tương quan giữa CGI và 5 nhóm chỉ số thành phần. Không có tương quan nào giữa hai biến độc lập vượt 0,8 cho thấy không có vấn đề đa cộng tuyến nghiêm trọng xuất hiện trong mô hình.

Bảng 2

Ma trận hệ số tương quan

Bảng 2a	
Tương quan giữa CGI và các đặc tính công ty	
	(01) (02) (03) (04) (05) (06) (07) (08) (09)
TOBINQ_A _{it}	1,00
BOD_SIZE	0,08 1,00

Bảng 2a

Tương quan giữa CGI và các đặc tính công ty

	(01)	(02)	(03)	(04)	(05)	(06)	(07)	(08)	(09)
BOD_IND	0,15	0,21	1,00						
SIZE	-0,15	0,28	0,10	1,00					
FIRM_AGE	0,11	0,01	-0,05	-0,10	1,00				
ROA	0,56	0,00	0,18	-0,09	0,01	1,00			
CAP_EXP	0,18	0,1	-0,02	0,08	-0,08	0,22	1,00		
LEVER	0,00	0,10	0,00	0,29	-0,02	-0,22	0,16	1,00	
CGI	0,21	0,22	-0,02	0,16	0,08	0,28	-0,00	-0,04	1,00

Bảng 2b

Tương quan giữa CGI và năm nhóm chỉ số của CGI

		(01)	(02)	(03)	(04)	(05)	(06)
CGI	Chi số QTCT	1,00					
CGI_A	Quyền của cổ đông	0,68	1,00				
CGI_B	Sự đãi ngộ đối với cổ đông	0,34	0,07	1,00			
CGI_C	Vai trò của các bên liên quan	0,42	0,07	0,04	1,00		
CGI_D	Công khai và minh bạch	0,50	0,10	-0,01	0,04	1,00	
CGI_E	Trách nhiệm của HĐQT	0,61	0,08	0,15	0,26	0,17	1,00

Ghi chú: Tương quan có ý nghĩa thống kê ở mức 10% được in đậm.

Nguồn: Kết quả tính toán từ dữ liệu do tác giả thu thập.

3. Kết quả và thảo luận

3.1. Kết quả nghiên cứu

Bảng 3 trình bày kết quả hồi quy với Pooled OLS, FEM và REM cho toàn bộ mẫu nghiên cứu. Sau đó, nghiên cứu bổ sung thêm biến CGI nhằm đánh giá một cách tổng thể cách thức QTCT. Cụ thể các bước nghiên cứu là: Xem xét ảnh hưởng của QTCT (được đại diện bởi các biến số thông thường) lên GTDN, và So sánh hiệu quả giữa các

biến số thông thường và CGI trong việc đại diện cho cách thức QTCT. Sau đó, tác giả xem xét khi công ty có duy trì cấu trúc KTT thì mối quan hệ này sẽ thay đổi như thế nào. Cuối cùng, Bảng 4 trình bày kết quả hồi quy theo 2SLS với biến phụ thuộc là Tobin's Q và chỉ số CGI nhằm giải quyết vấn đề nội sinh.

Bảng 3

Kết quả hồi quy với quy mô toàn bộ mẫu nghiên cứu

Biến giải thích	Mô hình (1)			Mô hình (2)		
	Pooled OLS	FEM	REM	Pooled OLS	FEM	REM
CGI				0,0057 (0,0044) [1,29]	0,0027 (0,0051) [0,52]	0,0135*** (0,0040) [3,34]
BOD_SIZE	0,0291* (0,0158) [1,84]	0,0806 (0,021) [0,38]	0,0200 (0,0176) [1,14]	0,0246 (0,0162) [1,52]	0,0052 (0,0218) [0,24]	0,0071 (0,0177) [0,4]
BOD_IND	0,0824 (0,0842) [0,98]	0,1860* (0,1116) [1,67]	0,1667* (0,0929) [1,79]	0,0985 (0,084) [1,16]	0,1846* (0,1119) [1,65]	0,1793** (0,0914) [1,96]
SIZE	- 0,0643*** (0,0191) [-3,37]	0,0236 (0,0781) [0,3]	-0,0219 (0,0292) [-0,75]	- 0,0684*** (0,0194) [-3,54]	0,0192 (0,0788) [0,24]	-0,0407 (0,0293) [-1,39]
FIRM_AGE	0,0813** (0,0383) [2,12]	1,0203*** (0,2088) [4,89]	0,1881*** (0,0620) [3,03]	0,0773* (0,0384) [2,02]	0,9674*** (0,2325) [4,16]	0,1511** (0,0622) [2,43]
ROA	3,2288*** (0,2821) [11,45]	0,8642*** (0,3087) [2,8]	1,6654*** (0,2758) [6,04]	3,1029*** (0,2983) [10,40]	0,8661*** (0,3093) [2,8]	1,5751*** (0,2725) [5,78]
CAP_EXP	0,2404 (0,3433) [0,7]	0,3918* (0,2316) [1,69]	0,3395 (0,2334) [1,45]	0,2936 (0,3454) [0,85]	0,3895* (0,2321) [1,68]	0,3752 (0,2296) [1,63]

Biến giải thích	Mô hình (1)			Mô hình (2)		
	Pooled OLS	FEM	REM	Pooled OLS	FEM	REM
LEVER	0,5609*** (0,1643) [3,41]	0,2480 (0,2735) [0,91]	0,3011 (0,2048) [1,47]	0,5628*** (0,1642) [3,43]	0,2694 (0,2770) [0,97]	0,3747* (0,2028) [1,85]
Hệ số tự do	1,720*** (0,5340) [3,22]	-3,3545* (1,9077) [-1,76]	0,3499 (0,8190) [0,43]	1,6119*** (0,5410) [2,99]	-3,1728 (1,9426) [-1,63]	0,4388 (0,8073) [0,54]
Số quan sát	309	309	309	309	309	309
Số công ty	103	103	103	103	103	103
Thống kê F	25,91***	6,73***		22,93***	5,90***	
Wald (χ^2)			57,21***			70,10***
F Test		13,28***			13,15***	
LM (χ^2)			155,85***			161,25***
Hausman (χ^2)		75,16***			59,61***	

Ghi chú: Kiểm định F, kiểm định LM, kiểm định Hausman được sử dụng để lựa chọn mô hình hồi quy phù hợp. Sai số chuẩn thể hiện trong dấu (), thống kê t thể hiện trong []. Ký hiệu ***, **, * lần lượt thể hiện cho mức ý nghĩa thống kê 1%, 5%, 10%.

Nguồn: Kết quả tính toán từ dữ liệu do tác giả thu thập

Bảng 4**Kết quả hồi quy theo 2SLS**

	Mô hình với toàn bộ mẫu		Mô hình với mẫu không tồn tại sở hữu KTT		Mô hình với mẫu có tồn tại sở hữu KTT		Mô hình với mẫu có tồn tại sở hữu KTT & sở hữu gia đình cao		Mô hình với mẫu có tồn tại sở hữu KTT & sở hữu gia đình thấp	
	(1)		(2)		(3)		(4)		(5)	
	Tobin's Q	CGI	Tobin's Q	CGI	Tobin's Q	CGI	Tobin's Q	CGI	Tobin's Q	CGI
CGI	0,0466*** (0,0178) [2,62]		0,0374** (0,0166) [2,25]		0,08305 (0,0695) [1,19]		-0,1142 (0,2868) [-0,40]		0,0294 (0,0695) [0,42]	
TOBINQ_A _{it}	-0,0645 (0,0667) [-0,97]	1,4049** (0,7087) [1,98]	-0,1100* (0,0580) [-1,9]	0,9133 (0,7750) [1,18]	0,4958 (0,2891) [1,72]	1,8198 (1,8323) [0,99]	-0,3863 (0,9154) [-0,42]	-2,3641 (4,9721) [-0,48]	0,7189** (0,596) [2,00]	3,4520* (1,8807) [1,84]
BOD_SIZE	-0,0089 (0,0231) [-0,39]	0,8166*** (0,2056) [3,97]	0,0106 (0,0189) [0,56]	0,5493*** (0,2290) [2,40]	-0,1146 (0,1036) [-1,11]	1,2211 (0,4195) [2,91]	-0,2124 (0,8156) [-0,26]	-2,5369 (2,9798) [-0,85]	-0,0360 (0,1123) [-0,32]	1,1311** (0,5634) [2,01]
BOD_IND	0,2124** (0,1076) [1,97]	-2,7882** (1,0943) [-2,55]	0,0896 (0,0189) [0,56]	-1,6928 (1,2931) [-1,31]	0,6593 (0,4899) [1,35]	-5,9543*** (1,8484) [-3,22]	-1,2825 (2,0559) [-0,62]	-5,4560 (10,7811) [-0,51]	0,2373 (0,6989) [0,34]	-9,0824*** (2,1039) [-4,32]
SIZE	-0,0900*** 0,0249 [-3,61]	0,5492** (0,2634) [2,08]	-0,0936*** (0,0298) [-3,15]	1,1641*** (0,3133) [3,72]	-0,0314 (0,0790) [-0,40]	0,3843 (0,5242) [0,73]	-0,5925 (0,5295) [-1,12]	-1,3037 (3,0310) [-0,43]	0,0157 (0,1135) [0,14]	1,1290* (0,5759) [1,96]
FIRM_AGE	0,0487 (0,0451) [1,08]	0,6968 (0,4972) [1,40]	0,0835** (0,0415) [2,01]	-0,2288 (0,5726) [-0,4]	0,0475 (0,2269) [0,21]	2,6713** (0,9189) [2,91]	-0,9913 (2,5597) [-0,39]	-8,6482 (5,1094) [-1,69]	0,2552 (0,2916) [0,88]	3,6936*** (0,9701) [3,81]

	Mô hình với toàn bộ mẫu		Mô hình với mẫu không tồn tại sở hữu KTT		Mô hình với mẫu có tồn tại sở hữu KTT		Mô hình với mẫu có tồn tại sở hữu KTT & sở hữu gia đình cao		Mô hình với mẫu có tồn tại sở hữu KTT & sở hữu gia đình thấp	
	(1)		(2)		(3)		(4)		(5)	
	Tobin's Q	CGI	Tobin's Q	CGI	Tobin's Q	CGI	Tobin's Q	CGI	Tobin's Q	CGI
ROA	2,4179*** (0,4937) [4,90]	17,3114*** (4,4186) [3,92]	2,5020*** (0,4539) [5,51]	17,7842*** (4,7723) [3,73]	1,9479 (2,0441) [0,95]	20,0195* (10,5541) [1,09]	0,0870 (8,3031) [0,01]	-20,0820 (48,3555) [-0,42]	3,0242 (2,0473) [1,48]	19,6375* (10,7134) [1,83]
CAP_EXP	0,6737 (0,4228) [1,59]	-9,2917** (4,4602) [-2,08]	0,3334 (0,4643) [0,72]	-15,995*** (5,2718) (-3,03)	1,2054 (1,1118) [1,08]	1,0260 (7,8196) [0,13]	0,8638 (5,4201) [0,16]	10,5345 (36,3843) [0,29]	1,0420 (1,0336) [1,01]	0,1843 (7,2587) [0,03]
LEVER	0,5537*** (0,1875) [2,95]	-0,1601 (2,149) [0,07]	0,5909*** (0,1786) [3,31]	1,6898 (2,4416) [0,69]	0,9860 (0,7648) [1,29]	-7,4130* (3,9838) [-1,86]	-1,6227 (4,4824) [-0,36]	-15,0559 (9,7146) [-1,55]	0,5546 (0,8267) [0,67]	-7,7218* (4,4154) [-1,75]
Hệ số tự do	0,6726 (0,7418) [0,91]	22,5068*** (7,153) [3,15]	1,0348* (0,6240) [1,66]	10,4652 (8,2964) [1,26]	-2,6101 (2,5532) [-1,02]	18,7011 (15,4885) [1,21]	28,5178 (40,7416) [0,7]	136,6131 (90,2229) [1,51]	-2,6353 (2,3818) [-1,11]	-4,7268 (16,5676) [-0,29]
Số quan sát	309	309	237	237	72	72	17	17	55	55
R ²	0,2038	0,1899	0,2984	0,2228	0,3233	0,4377	0,4945	0,6730	0,5620	0,5733

Ghi chú: Mẫu nghiên cứu chia thành hai nhóm, nhóm có tồn tại và nhóm không tồn tại sở hữu KTT. Sau đó, nhóm có tồn tại sở hữu KTT tiếp tục được chia thành nhóm có sở hữu gia đình cao và nhóm có sở hữu gia đình thấp. Sai số chuẩn thể hiện trong dấu (), thống kê t được thể hiện trong []. Ký hiệu ***, **, * lần lượt thể hiện cho mức ý nghĩa thống kê 1%, 5%, 10%.

Nguồn: Kết quả tính toán từ dữ liệu do tác giả thu thập

3.2. Thảo luận kết quả nghiên cứu

Kết quả Bảng 3 cho thấy FEM được lựa chọn cho cả hai mô hình. Vì vậy, nghiên cứu sử dụng mô hình FEM để thảo luận kết quả đạt được. Kết quả từ mô hình (1) cho thấy tính độc lập của HĐQT có tương quan dương với GTDN, ở mức ý nghĩa 10%, và không tồn tại mối quan hệ có ý nghĩa thống kê giữa quy mô HĐQT và GTDN. Khi bổ sung biến CGI, kết quả cho thấy CGI có tương quan dương với GTDN nhưng mối quan hệ này không có ý nghĩa thống kê. Tuy nhiên, có khả năng kết quả này bị ảnh hưởng bởi mối quan hệ nội sinh giữa CGI và Tobin's Q, khi đó, FEM có thể cho kết quả không phù hợp. Vì vậy, kết quả phải được lý giải sau khi đã khắc phục vấn đề nội sinh tiềm tàng, và kết quả của 2SLS là kết quả cuối cùng, được trình bày trong Bảng 4. Kết quả ở cột (1) Bảng 4 cho thấy các phân tích về tính độc lập của HĐQT và quy mô HĐQT trong nghiên cứu này vẫn mạnh mẽ. Tuy nhiên, kết quả theo 2SLS lại cho thấy tồn tại mối quan hệ có ý nghĩa thống kê ở mức 1% giữa CGI và GTDN. Điều này phần nào củng cố thêm sự hoài nghi về các biến số thông thường khi đại diện cho cách thức QTCT. Đồng thời, một bộ chỉ số tổng thể dường như sẽ phản ánh đúng “chất” hơn cho cách thức QTCT hiệu quả.

Bên cạnh đó, cấu trúc KTT có thể tác động lên mối quan hệ giữa CGI và GTDN. Vì vậy, nghiên cứu tiến hành xem xét trên hai nhóm mẫu, một nhóm có tồn tại và một nhóm không tồn tại cấu trúc KTT. Kết quả ứng với hai nhóm mẫu được trình bày ở cột (2) và cột (3) Bảng 4. Kết quả trong cột (2) và cột (3) cho thấy một phát hiện khá thú vị về quan hệ giữa QTCT và GTDN tại VN: Với các công ty không tồn tại sở hữu KTT, CGI vẫn có tương quan dương với GTDN ở mức ý nghĩa 5% (cột 2); tuy nhiên, với nhóm công ty có sự hiện diện của cấu trúc KTT, tác giả không tìm thấy bất kỳ kết quả có ý nghĩa thống kê nào về mối quan hệ giữa CGI và GTDN (cột 3).

Ngoài ra, với các công ty gia đình, các thành viên gia đình sẽ có cơ hội và khả năng đạt được lợi ích dựa trên chi phí của các cổ đông không nắm quyền kiểm soát (Fama & Jensen, 1983). Cơ hội và khả năng này càng được gia tăng khi các thành viên gia đình duy trì cấu trúc sở hữu theo dạng KTT (Connelly & cộng sự, 2012). Vì vậy, để có thể kết luận một cách chắc chắn, nghiên cứu tiếp tục chia nhóm có tồn tại sở hữu KTT thành hai nhóm nhỏ: Sở hữu gia đình cao và sở hữu gia đình thấp (cột (4) và (5))². Kết quả cho thấy, dù ở nhóm sở hữu gia đình cao hay thấp thì khi đã tồn tại cấu trúc KTT, mối tương quan giữa QTCT và GTDN là không có ý nghĩa thống kê.

4. Kết luận và gợi ý chính sách

4.1. Kết luận

Nghiên cứu phân tích mối quan hệ giữa QTCT, cấu trúc KTT và GTDN với mẫu nghiên cứu là 103 công ty phi tài chính niêm yết trên HOSE giai đoạn 2012–2014. Kết quả cho thấy CGI là biến số đại diện tốt cho QTCT hơn các biến số thông thường, nhất là khi công ty có tồn tại cấu trúc sở hữu không minh bạch, điển hình như cấu trúc KTT. Phát hiện thú vị nhất của nghiên cứu này là một cách thức QTCT tốt sẽ không có ý nghĩa thống kê trong mối quan hệ với GTDN nếu công ty thiết lập một cấu trúc KTT. Ngay cả khi chia nhóm các công ty có sở hữu KTT thành nhóm có sở hữu gia đình cao và thấp thì kết quả nghiên cứu vẫn không thay đổi. Điều này hàm ý mặc dù CGI là một chỉ số khá toàn diện, nhưng việc sử dụng bộ chỉ số này để đánh giá cách thức QTCT, sau đó đưa ra nhận định về GTDN có thể sẽ bị sai lệch nếu công ty có thiết lập một cơ chế kiểm soát thông qua cấu trúc KTT. Do đó, việc nhận diện sự tồn tại của cấu trúc KTT là vấn đề đầu tiên cần thực hiện trước khi xem xét mối quan hệ giữa QTCT và GTDN.

4.2. Gợi ý chính sách

Với cơ quan quản lý nhà nước

Trên nền tảng các tiêu chí trong CGI, các nhà hoạch định chính sách có thể: (1) Cụ thể hóa các tiêu chí; (2) Nghiên cứu điều chỉnh các tiêu chí sao cho phù hợp với thực tiễn VN; và (3) Ban hành quy định một cách cụ thể hơn về cách thức QTCT tại VN. Đồng thời, Bộ Tài chính, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước cần ban hành những quy định mang tính chế tài, yêu cầu doanh nghiệp phải công bố các dữ liệu cần thiết để nhà đầu tư và các bên liên quan dễ dàng tìm kiếm và sử dụng các dữ liệu này nhằm đánh giá cách thức QTCT theo chỉ số CGI. Các dữ liệu này cần được công bố trên Website của công ty và trên Sở Giao dịch Chứng khoán nơi công ty niêm yết.

Với doanh nghiệp (HĐQT và ban điều hành)

Mỗi doanh nghiệp cần xây dựng quy chế QTCT một cách chi tiết và phù hợp với ngành nghề kinh doanh của mình, không mang nặng tính hình thức. Đồng thời, nếu như trước đây các doanh nghiệp chỉ tập trung vào một số vấn đề nổi bật của QTCT thì giờ đây, CGI là một kênh tham khảo giúp doanh nghiệp nhận diện đầy đủ các tiêu chí cần quan tâm.

Với nhà đầu tư

Rõ ràng, một cách thức QTCT hiệu quả sẽ góp phần làm gia tăng GTDN. Tuy nhiên, các nhà đầu tư cần thận trọng trong quá trình đánh giá tính hiệu quả của QTCT. Việc sử dụng các chỉ tiêu thông thường có thể khiến nhà đầu tư đưa ra các quyết định không phù hợp. Khi đó, việc đánh giá dựa trên chỉ số CGI là cần thiết. Đồng thời, nhà đầu tư cũng cần xác định có tồn tại hay không cấu trúc KTT để đưa ra các nhận định một cách chính xác nhất.

Với kiểm toán viên

Kiểm toán viên cần xem xét và đánh giá một cách toàn diện cách thức QTCT trong mỗi cuộc kiểm toán hoặc soát xét BCTC. Rõ ràng, công ty có cách thức quản trị càng kém sẽ càng dễ đe dọa đến tính trung thực và hợp lý trong việc lập và trình bày BCTC. Do đó, đánh giá môi trường QTCT một cách đầy đủ sẽ giúp kiểm toán viên đưa ra các xét đoán nghề nghiệp phù hợp trong việc kiểm kê, xác định quy mô mẫu kiểm kê... góp phần giảm thiểu rủi ro nghề nghiệp cho các kiểm toán viên hành nghề.

Với chuyên gia thẩm định giá

Các thẩm định viên cần xem xét cách thức QTCT như một bước bắt buộc trong toàn bộ quy trình thẩm định giá. Trên thế giới và tại VN, hoạt động thẩm định giá doanh nghiệp có ba cách tiếp cận, trong đó cách tiếp cận từ thu nhập và cách tiếp cận từ tài sản vẫn là cách được ưu tiên sử dụng. Cách tiếp cận từ thu nhập đòi hỏi thẩm định viên phải ước tính rất nhiều tham số và mỗi tham số lại có nhiều quan điểm tính toán khác nhau. Việc xem xét cách thức QTCT giúp thẩm định viên có những đánh giá tổng quan nhất về tình hình hoạt động, từ đó có thêm cơ sở để đưa ra lập luận lựa chọn các quan điểm một cách hợp lý. Với cách tiếp cận từ tài sản, động tác này cũng giúp thẩm định viên đưa ra các xét đoán nghề nghiệp phù hợp trong giai đoạn rà soát tài chính tiền thẩm định, kiểm kê hàng tồn kho, và các khoản mục có tính chất phải thu, phải trả... ■

Chú thích

- ¹ Nội dung và cách đo lường CGI được trình bày trong phụ lục A, Connelly và cộng sự (2012).
- ² Thông qua báo cáo thường niên và các nguồn dữ liệu được công bố, tác giả liệt kê 10 cổ đông lớn nhất của mỗi công ty. Sau đó, cổ phần của các cổ đông có mối quan hệ ruột thịt hoặc quan hệ gần gũi gia đình được tổng hợp để xác định tổng sở hữu gia đình. Mối quan hệ gia đình được xác định từ báo cáo QTCT. Một công ty được xem là sở hữu gia đình cao khi tổng sở hữu gia đình vượt quá sở hữu trung vị của tất cả công ty trong mẫu (Connelly & cộng sự, 2012). Các công ty không có sở hữu gia đình được xếp cùng với nhóm công ty có sở hữu thấp.

Tài liệu tham khảo

- Agrawal, A., & Knoeber, C. R. (1996). Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31(3), 377-396.
- Andres, P. D., Azofra, V., & Lopez, F. (2005). Corporate Boards in OECD Countries: size, composition, functioning and effectiveness. *Corporate Governance*, 13(2), 197-210.
- Barontini, R., & Caprio, L. (2006). The effect of family control on firm value and performance: Evidence from continental Europe. *European Financial Management*, 12(5), 689-723.
- Bebchuk, L., Cohen, A., & Ferrell, A. (2009). What matters in corporate governance? *The Review of Financial Studies*, 22(2), 783-827.
- Bertrand, M., Mehta, P., & Mullainathan, S. (2002). Ferreting out Tunneling: An Application to Indian Business Groups. *The Quarterly Journal of Economics*, 117(1), 121-148.
- Black, B. S., Jang, H., & Kim, W. (2006). Does corporate governance predict firms' market values? Evidence from Korea. *Journal of Law, Economics, and Organization*, 22(2), 366-413.
- Brown, L. D., & Caylor, M. L. (2006). Corporate governance and firm valuation. *Journal of Accounting and Public Policy*, 25(4), 409-434.
- Chen, C. W., Lin, J. B., & Yi, B. (2008). CEO duality and firm performance - An endogenous issue. *Corporate Ownership and Control*, 6(1), 58-65.
- Cheung, Y. L., Connelly, J. T., Limpaphayom, P., & Zhou, L. (2007). Do investors really value corporate governance? Evidence from the Hong Kong market. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 18(2), 86-122.
- Cheung, Y.-L., Connelly, J. T., Estanislao, J. P., Limpaphayom, P., Lu, T., & Utama, S. (2014). The corporate governance and firm valuation in Asian emerging markets. Truy cập từ: https://www.researchgate.net/publication/300831061_Corporate_Governance_and_Firm_Valuation_in_Asian_Emerging_Markets
- Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. H. P. (2000). The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 81-112.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P., & Lang, L. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholding. *The Journal of Finance*, 57(6), 2741-2771.
- Connelly, J. T., Limpaphayom, P., & Nagarajan, N. J. (2012). Form versus substance: The effect of ownership structure and corporate governance on firm value in Thailand. *Journal of Banking & Finance*, 36(6), 1722-1743. doi:10.1016/j.jbankfin.2012.01.017.
- Daraghma, Z., & Alsinawi, A. (2010). Board of directors, management ownership, and capital structure and its effect on performance: The case of Palestine securities exchange. *International Journal of Business and Management*, 51(11), 118-127.

- Drobetz, W., Schillhofer, A., & Zimmerman, H. (2004). Corporate governance and expected stock returns: evidence from Germany. *European Financial Management*, 10(2), 267–293.
- Eisenberg, T., Sundgren, S., & Wells, M. T. (1998). Larger board size and decreasing firm value in small firms. *Journal of Financial Economics*, 48(1), 35-54.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of Management Review*, 14(1), 57–74.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26, 301–325.
- Getzmann, A., Lang, S., & Spremann, K. (2010). Determinants of the target capital structure and adjustment speed - evidence from Asian capital markets. In *European Financial Management Symposium*.
- Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107-155.
- Hermalin, B., & Weisbach, M. (1991). The effects of board composition and direct incentives on firm performance. *Financial Management*, 20(04), 101-112.
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2003). Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature. *Economic Policy Review*, 9(1), 7-26.
- Himmelberg, C. P., Hubbard, R. G., & Palia, D. (1999). Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. *Journal of Financial Economics*, 53(3), 353–384.
- 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.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, 54(2), 471–517.
- Lehn, K., Patro, S., & Zhao, M. (2007). Governance indexes and valuation: which causes which? . *Journal of Corporate Finance*, 13, 907–928.
- Lemmon, M., & Lins, K. (2003). Ownership structure, corporate governance, and firm value: Evidence from the East Asian financial crisis. *The Journal of Finance*, 58(4), 1445-1468.
- Lins, K. V. (2003). Equity ownership and firm value in emerging markets. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 159–184.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20(1-2), 293–315.
- OECD. (1999). *Principles of Corporate Governance*. Paris.
- OECD. (2004). *Principles of Corporate Governance*. Paris.

- Rouf, A. (2011). The Relationship between Corporate Governance and Value of the Firm in developing Countries: Evidence from Bangladesh. *The International Journal of Applied Economics and Finance*, 5(3), 237-244.
- Turki, A., & Sedrine, N. B. (2012). Ownership structure, board characteristics and corporate performance in Tunisia. *International Journal of Business and Management*, 7(4), 121–132.
- Xia, L. (2008). Founder control, ownership structure and firm value: Evidence from entrepreneurial listed firms in China. *China Journal of Accounting Research*, 1, 31-49.
- Yermack, D. (1996). Higher market values of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40(2), 185-211.