

Chỉ số quản trị công ty và hiệu quả tài chính: Bằng chứng từ Việt Nam

HỒ VIỆT TIẾN

Trường Đại học Kinh tế TP.HCM – hvtien@ueh.edu.vn

NGUYỄN ĐÌNH KHÔI

khoinguyenncs2013@st.ueh.edu.vn

Ngày nhận:

30/12/2016

Ngày nhận lại:

21/01/2017

Ngày duyệt đăng:

25/01/2017

Mã số:

1216-G19-V07

Nghiên cứu thực hiện khảo sát ảnh hưởng của chỉ số quản trị công ty lên hiệu quả tài chính của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM với bộ dữ liệu thô được thu thập từ báo cáo thường niên và các báo cáo khác của các công ty giai đoạn 2013–2015. Tác giả sử dụng mô hình hồi quy gồm 5 biến độc lập là 5 chỉ số quản trị công ty thành phần, và 3 biến phụ thuộc đại diện cho hiệu quả tài chính và tính ổn định của công ty trên thị trường. Kết quả cho thấy có mối quan hệ dương giữa chỉ số quản trị công ty tổng và hiệu quả tài chính công ty trong cùng năm, nhưng mối quan hệ này không có ý nghĩa khi lệch năm. Các chỉ số quản trị công ty thành phần như: “Đổi xử bình đẳng với các cổ đông”, “Vai trò các bên liên quan”, “Công khai và minh bạch” là các yếu tố có ý nghĩa trong việc cải thiện và nâng cao hiệu quả tài chính của các công ty niêm yết trong cùng năm; trong khi đó, đối xử bình đẳng với các cổ đông tốt ở hiện tại cũng làm cải thiện tỉ số giữa giá trị thị trường và giá trị thay thế của một tài sản hữu hình và làm giảm rủi ro thị trường ở năm sau.

Abstract

This paper attempts to examine the effects of Corporate Governance Index on financial performance of listed companies on Hochiminh Stock Exchange with the raw data gathered from their annual financial statements and other reports during three years, 2013–2015. Regression models are formulated using five independent variables of five component indexes of Corporate Governance Index and three dependent variables to proxy for Corporate Financial Performance and stability. The results show that there exists a positive relationship between Corporate Governance Index and Corporate Financial Performance in the same year, but this relationship becomes insignificant considering different years. Particularly, the component indexes of Corporate Governance Index, such as “Equal treatment of shareholders,” “The role of stakeholders,” and “Disclosure and transparency” are crucial factors to the improvement and enhancement of the financial performance of those listed companies in the same year. Meanwhile, “Equal treatment of shareholders” positively affects Tobin’s Q and reduces market risk in the next year.

Từ khóa:

Chỉ số quản trị công ty;
Các nguyên tắc OECD;
hiệu quả tài chính; Việt
Nam.

Keywords:

Corporate governance
index; OECD principles;
Corporate financial
performance; Vietnam.

1. Giới thiệu

Quản trị công ty (Corporate Governance - CG) là một chủ đề nghiên cứu nổi bật trong lĩnh vực tài chính 20 năm gần đây. Quản trị công ty đã và đang trở thành mối quan tâm của các nền kinh tế đang phát triển, nhất là sau khủng hoảng tài chính (Thái Lan, năm 1997; Mỹ, năm 2007; và châu Âu, năm 2010) (Sun & cộng sự, 2011). Thực hành quản trị công ty tốt làm tăng hiệu quả phân phối nguồn lực và hiệu quả tài chính, đáp ứng cam kết và quyền lợi với các bên liên quan, gia tăng cơ hội đầu tư và khuyến khích phát triển kinh tế (Strange & cộng sự, 2009). Mặc dù quản trị công ty được quan tâm ở các nước đang phát triển nhưng các quốc gia này vẫn thiếu một cơ chế quản trị thích hợp (Claessens & Fan, 2002). Điều này được nhìn nhận như là một nguyên nhân gây nên khủng hoảng tài chính (Tarraf, 2011).

Quản trị công ty là các quy định và thực hành nhằm kiểm soát mối quan hệ giữa các nhà quản lí và các cổ đông, cũng như các bên liên quan với công ty. Quản trị công ty góp phần phát triển công ty và ổn định tài chính bằng cách củng cố và tăng cường niềm tin của thị trường, tính minh bạch của thị trường tài chính và hiệu quả kinh tế (OECD¹, 2004). Quản trị công ty giúp phân công quyền và trách nhiệm cho các thành viên tham gia công ty (như: Hội đồng quản trị, các nhà quản lí, cổ đông và các bên liên quan khác), đồng thời giúp đảm bảo các quy định và quy trình ra quyết định được rõ ràng. Quản trị công ty tốt là một công cụ hữu hiệu giúp cho công ty đạt được hiệu quả tốt hơn (Bhagat & Bolton, 2008; Core & cộng sự, 1999; Kang & Shivdasani, 1995; Klapper & Love, 2004; Singh & Davidson III, 2003).

Do đo lường quản trị công ty tương đối phức tạp, đa chiều nên hầu hết các nghiên cứu đều sử dụng biến đại diện (Proxy) cho quản trị công ty, như: Số lượng thành viên độc lập của hội đồng quản trị, tỉ lệ sở hữu nước ngoài, tỉ lệ sở hữu nhà nước, tỉ lệ sở hữu của ban quản lí, ban giám đốc, số phiên họp hội đồng quản trị trong năm, sự tách biệt giữa chủ tịch hội đồng quản trị và tổng giám đốc, tỉ lệ cổ phiếu được ủy quyền tại đại hội đồng cổ đông, tỉ lệ công ty có kiểm toán báo cáo tài chính... Các nghiên cứu ở VN hiện nay cũng theo cách tiếp cận này, như: Võ Hồng Đức và Đoàn Bảo Huy (2015); Nguyễn Thu Hiền và cộng sự (2016); Trần Thị Giang Tân và Trương Thùy Dương (2016)... Các biến đại diện này có ưu điểm là định lượng được, tuy nhiên chỉ phản ánh một phương diện nào đó của quản trị công ty. Mặt khác, việc thu thập dữ liệu biến đại

¹ Tổ chức Hợp tác và Phát triển Kinh tế (Organization for Economic Co-Operation and Development - OECD)

diện ở các nước phát triển khá đơn giản và đầy đủ nhờ có hệ thống cơ sở dữ liệu về doanh nghiệp (nhất là về các công ty niêm yết), trong khi để tìm kiếm các dữ liệu này ở VN là tương đối khó và đa số là phải thu thập thủ công.

Năm 1999, OECD đã ban hành các quy tắc quản trị công ty (Best Practice), sau đó đến năm 2004 tiếp tục ban hành bộ quy tắc hoàn chỉnh với 179 câu hỏi về quản trị công ty. Bộ quy tắc này đã cung cấp thẻ điểm (Scorecard) về các phương diện khác nhau của quản trị công ty. Có tương đối ít nghiên cứu ở VN sử dụng thẻ điểm để đánh giá thực hành quản trị công ty đối với các công ty niêm yết tại VN, bởi vì việc áp dụng 179 câu hỏi cho 1 công ty là tương đối phức tạp. Công ty Kiểm toán và Tư vấn Tài chính Quốc tế (IFC) đã có 1 nghiên cứu cho 2 năm 2010 và 2011 (IFC, 2011 và IFC, 2012) nhưng kết quả còn nhiều tranh luận, trong khi đó nghiên cứu của Nguyễn Thu Hiền (ADB, 2013) chỉ khảo sát 39 công ty lớn nhất thị trường VN. Nghiên cứu này sẽ khảo sát hầu hết các công ty trên thị trường chứng khoán lớn nhất Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE) trong 3 năm, từ 2013 đến 2015, sau đó phân tích quan hệ giữa chỉ số quản trị công ty (Corporate Governance Index – CGI) với hiệu quả tài chính công ty (Corporate Financial Performance – CFP) tại VN.

Có nhiều nghiên cứu đã chứng minh mối quan hệ tích cực giữa quản trị công ty và hiệu quả tài chính (như: Bhagat & Bolton, 2008; Gompers & cộng sự, 2003; Griffin & Prakash, 2014; Jensen, 1993; Jensen & Meckling, 1976; Kim & cộng sự, 2013; Klapper & Love, 2004), theo đó, trong nghiên cứu này, quan hệ giữa quản trị công ty và hiệu quả tài chính được khảo sát với giả định rằng:

- Quản trị công ty có mối quan hệ dương với hiệu quả công ty;
- Quản trị công ty tốt dẫn đến hiệu quả công ty tốt trong tương lai.

Phần còn lại của bài báo được bố cục như sau: Phần 2 lược khảo các nghiên cứu trước và trình bày các giả thuyết nghiên cứu; phần 3 đề cập đến dữ liệu và phương pháp nghiên cứu; phần 4 phân tích kết quả hồi quy; cuối cùng là phần 5, kết luận và hàm ý.

2. Tổng quan nghiên cứu trước

Theo OECD (2004), quản trị công ty là những biện pháp nội bộ để điều hành và kiểm soát công ty, liên quan tới mối quan hệ giữa ban giám đốc, hội đồng quản trị, các cổ đông cũng như các bên liên quan khác; quản trị công ty tạo ra một cơ cấu để đề ra các mục tiêu của công ty, xác định các phương diện để đạt được những mục tiêu đó, cũng như để giám sát kết quả hoạt động của công ty.

Lí thuyết đại diện (Agency Theory) dựa trên nghiên cứu của Berle và Means (1932) được xem là lí thuyết kinh điển của quản trị công ty về sự tách biệt giữa quyền sở hữu và quyền kiểm soát trong các công ty. Một trong những nghiên cứu được trích dẫn rộng rãi về lí thuyết đại diện là của Jensen và Meckling (1976). Lí thuyết này cho thấy sự phân tách giữa chủ sở hữu và nhà quản lí có thể dẫn đến nhà quản lí hành động không nhằm mục tiêu tối đa hóa giá trị sở hữu cổ đông, mà vì lợi ích của chính bản thân họ. Do đó, cần có một cơ chế kiểm soát để bảo vệ lợi ích của các cổ đông. Vấn đề đại diện xảy ra bắt nguồn từ lí thuyết bất cân xứng thông tin giữa chủ sở hữu và nhà quản lí. Ngoài ra, lí thuyết các bên liên quan (Stakeholder Theory) theo Hill và Jones (1992) cũng được xem là một trong những lí thuyết nền được sử dụng để giải thích cho quan hệ này. Lí thuyết các bên liên quan tập trung vào tầm quan trọng trong quan hệ giữa các bên liên quan của công ty như: Khách hàng, nhân viên và cộng đồng ảnh hưởng đến hiệu quả công ty.

Có sự khác nhau đáng kể về quản trị công ty ở các thị trường mới nổi so với thị trường các nước phát triển: Sự phát triển của thị trường tài chính tư nhân vẫn còn giới hạn, và do vậy, việc sử dụng các kênh tài chính truyền thống trở nên phổ biến; cấu trúc sở hữu tập trung cao; sở hữu định chế thấp; thị trường kém hiệu quả vì kém minh bạch, bất cân xứng thông tin lớn, các chi phí giám sát và thực thi cao hơn; chính phủ và các tổ chức liên quan chính phủ không chỉ thiết lập luật lệ mà còn là người tham gia chủ động trong nền kinh tế, ví dụ thông qua các công ty vốn nhà nước hay vốn do nhà nước kiểm soát; đầu tư theo trào lưu là phổ biến, một phần là hệ quả của thị trường kém hiệu quả, nhưng một phần là do tập quán xã hội; rủi ro cao vì tính không ổn định các yếu tố vĩ mô, chính trị ở các thị trường mới nổi. Từ những đặc điểm này, một số giả thuyết nghiên cứu về quản trị công ty ở các nước phát triển không nhất thiết đúng tại các nền kinh tế mới nổi (Ararat & cộng sự, 2016; Boubakri & cộng sự, 2005; Claessens & Yurtoglu, 2013; Wright & cộng sự, 2005; Xu & Meyer, 2013).

Vì quản trị công ty không mang tính chất định lượng nên nhiều nghiên cứu đã tìm kiếm chỉ số đại diện là CGI. Các nghiên cứu xây dựng chỉ số quản trị và sau đó đánh giá sự ảnh hưởng của thực hành quản trị công ty đến giá trị công ty như: Bebchuk và cộng sự (2009), Black (2002), Black và cộng sự (2006a), Cheung và cộng sự (2007), Durnev và Kim (2005), Gompers và cộng sự (2003), Klapper và Love (2004).

Gompers và cộng sự (2003) nghiên cứu chỉ số quản trị (G-Index) để đại diện cho quyền cổ đông cho gần 1.500 các công ty lớn của Mỹ trong suốt thập niên 90. G-Index

bao gồm 24 điều khoản liên quan đến các biện pháp chống đầu độc và quyền cổ đông. Kết quả nghiên cứu cho thấy các công ty có quyền cổ đông mạnh hơn sẽ ít bị đầu độc, đồng thời chứng minh mối quan hệ dương có ý nghĩa thống kê giữa G-Index và lợi nhuận cổ phiếu trong suốt thời gian nghiên cứu. Gompers và cộng sự (2003) thừa nhận quyền cổ đông yếu tạo nên mâu thuẫn đại diện và dẫn đến giá trị công ty thấp trong dài hạn. G-Index trở thành một tiêu chuẩn đo lường chất lượng quản trị công ty của các công ty ở Mỹ trong một thời gian.

Nghiên cứu thực nghiệm của Durnev và Kim (2005) sử dụng dữ liệu của 859 công ty lớn ở 27 quốc gia để đánh giá liệu quản trị công ty có khả năng dự báo giá trị thị trường của công ty hay không, và đã kết luận nếu chỉ số quản trị công ty cao sẽ dự báo chỉ số giữa giá trị thị trường và giá trị thay thế của một tài sản hữu hình (Tobin's Q) cũng sẽ cao. Demsetz (1983) cho rằng quản trị công ty có ảnh hưởng đến kì vọng của thị trường về công ty, tương tự như nghiên cứu của Brown và Caylor (2006) về mối quan hệ dương giữa hiệu quả quản trị công ty và lợi nhuận cổ phiếu trong tương lai. Một nghiên cứu khác của Brown và Caylor (2009) cũng tìm thấy quản trị công ty cải thiện hiệu quả hoạt động công ty, được đo lường bởi lợi nhuận trên tài sản (ROA) và lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE).

Nghiên cứu của Bhagat và Bolton (2008), sử dụng ROA, SRD² và Tobin's Q của năm hiện tại và năm kế tiếp cho thấy quản trị công ty tốt có mối quan hệ tích cực và có ý nghĩa với hiệu quả ở hiện tại và trong tương lai, nhưng không có mối quan hệ với suất sinh lợi thị trường cổ phiếu trong tương lai.

Cheung và cộng sự (2010a) đề cập đến minh bạch thông tin trong các công ty Trung Quốc. Kết quả cho thấy có mối quan hệ dương và có ý nghĩa giữa minh bạch thông tin của công ty và Tobin's Q.

Các nghiên cứu thực nghiệm trên đồng nhất CGI với 1 phương diện của quản trị công ty. Trong khi đó, các nguyên tắc quản trị công ty của OECD (2004) là một hệ thống toàn diện, là cơ sở để xây dựng thể điểm quản trị công ty. Vì vậy, CGI theo OECD (2004) là chỉ số quản trị công ty tổng và có thể lượng hóa chất lượng quản trị công ty, trên cơ sở đó có thể đánh giá tác động của quản trị công ty đến hiệu quả công ty. Nghiên cứu này tuân thủ cách tiếp cận của Brown và Caylor (2006), Brown và Caylor (2009), và Bhagat và Bolton (2008), sử dụng các nguyên tắc OECD để xác định thể điểm, sau đó phân tích

² Biến động lợi nhuận cổ phiếu (Stock Returns Deviation – SRD)

quan hệ giữa CGI và hiệu quả tài chính với hai giả thuyết sau:

H₁: quản trị công ty có tác động tích cực đến hiệu quả tài chính

Những công ty có quản trị công ty tốt thì có xu hướng đầu tư vào các dự án sinh lợi, vì vậy làm tăng giá trị công ty (Jensen & Meckling, 1976).

H₂: quản trị công ty hiện tại có ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả tài chính trong tương lai

Một khi quản trị công ty có hiệu quả trong hiện tại sẽ giúp công ty cải thiện hiệu quả tài chính trong tương lai.

3. Mô tả dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu

Đối tượng nghiên cứu gồm 281 công ty niêm yết tại HOSE năm 2013, 288 công ty năm 2014, và 284 công ty năm 2015. Tất cả các số liệu và thông tin về công ty được thu thập từ các báo cáo công khai như báo cáo tài chính, báo cáo thường niên, báo cáo quản trị... giá cổ phiếu được lấy từ HOSE trong giai đoạn 2013–2015.

3.2. Phương pháp nghiên cứu

Hiệu quả tài chính là biến phụ thuộc được thu thập và tính toán từ các báo cáo tài chính đã được kiểm toán gồm ROA, Tobin's Q (Brown & Caylor, 2006) và SRD – tức độ lệch chuẩn suất sinh lợi ngày được năm hóa (Annualize) theo cách tiếp cận của Bhagat và Bolton (2008), Black và cộng sự (2006a), và Core và cộng sự (2006).

Thẻ điểm quản trị công ty được chia thành 5 nhóm quản trị công ty thành phần, 28 tiêu chí, thông qua 179 câu hỏi gồm: Quyền của cổ đông – CG_osh (5 tiêu chí); đối xử công bằng với các cổ đông – CG_esh (5 tiêu chí); vai trò của các bên liên quan – CG_rst (4 tiêu chí); công khai và minh bạch – CG_dat (9 tiêu chí); và trách nhiệm của hội đồng quản trị – CG_reob (5 tiêu chí).

Phương pháp phân tích nội dung được sử dụng, nghĩa là chuyển các câu hỏi thực hành quản trị công ty thành các chỉ số định lượng. Cụ thể như sau:

+ Bước 1: Nếu thông tin về quản trị công ty có hiện diện sẽ được 1 điểm, nếu không có thông tin sẽ được 0 điểm (Brown & Caylor 2004; Gompers & cộng sự, 2003).

+ Bước 2: Tính điểm trung bình của từng tiêu chí CGI bằng trung bình của điểm trả lời của từng câu hỏi tương ứng với các câu hỏi trong từng tiêu chí.

$$CGI_{\text{tiêu chí}} = \sum_{i=1}^n \frac{\text{điểm trả lời của từng câu hỏi}_i}{\text{tổng số câu hỏi}_i}$$

+ Bước 3: Tính điểm trung bình của CGI thành phần bằng trung bình của điểm trung bình các tiêu chí trong CGI thành phần.

$$CGI_{\text{thành phần}} = \sum_{i=1}^n \frac{CGI_{\text{tiêu chí}_i}}{\text{tổng các tiêu chí}_i}$$

+ Bước 4: Tính điểm CGI tổng (TotalCG) của từng công ty sẽ là trung bình cộng của 5 quản trị công ty thành phần trên (Brown & Caylor, 2006; Gompers & cộng sự, 2003), như sau:

$$CGI_{\text{tổng}_j} = \frac{\sum_{i=1}^5 CGI_{\text{thành phần}_i}}{5}$$

Trong đó, CGI_j : Chỉ số quản trị công ty tổng của công ty thứ j, $0 \leq CGI \leq 1$.

Hai nhóm trợ lý nghiên cứu thực hiện quá trình chấm điểm. Nhóm thứ 1 phân tích nội dung và chấm điểm quản trị công ty, nhóm thứ 2 chấm kiểm tra, theo quy trình tương tự và độc lập với nhóm 1. Kết quả của 2 nhóm được dùng để kiểm tra chéo. Nếu kết quả của 2 nhóm khác biệt dưới 5% thì kết quả nhóm 1 được chấp nhận là chỉ số quản trị công ty của công ty liên quan.

Chỉ số quản trị công ty tổng được tính không có trọng số đối với 5 chỉ số quản trị công ty thành phần (Brown & Caylor, 2006; Garay & González, 2008; Gompers & cộng sự, 2003). Nghiên cứu sử dụng ba biến đại diện cho hiệu quả tài chính gồm ROA (hiệu quả hoạt động), Tobin's Q (TBQ) và SRD. Các biến kiểm soát gồm:

- Quy mô công ty, biến SIZE (Brown & Caylor, 2006)
- Đòn bẩy tài chính, biến LEV (Black & cộng sự, 2006a).

Theo Bhagat và Bolton (2008), mô hình hồi quy đa biến dự kiến sẽ có dạng như sau:

Mô hình hồi quy 1 (cùng năm):

$$CFP_{jt} = \beta_1 + \beta_2 CGI_{2jt} + \beta_3 LEV_{3jt} + \beta_4 SIZE_{4jt} + u_{jt} \quad (1)$$

Mô hình hồi quy 2 (lệch 1 năm):

$$CFP_{j,t+1} = \beta_1 + \beta_2 CGI_{2jt} + \beta_3 LEV_{3jt+1} + \beta_4 SIZE_{4jt+1} + u_{jt+1} \quad (2)$$

Trong đó,

β_1 : Hệ số tung độ gốc;

t: Năm hiện tại ($t = 1, \dots, k$);

t+1: Năm kế tiếp;

CGI_{jt} : Chỉ số quản trị công ty của công ty thứ j ($j = 1, 2, \dots, n$) tại thời điểm t ;

CFP_{jt} : hiệu quả tài chính của công ty thứ j (ROA, TBQ, SRD) tại thời điểm t ;

ROA = Lợi nhuận sau thuế/tổng tài sản;

$TBQ = (\text{Nợ ngắn hạn} + \text{nợ dài hạn} + \text{vốn hóa thị trường})/\text{giá trị sổ sách tổng tài sản}$ (Cheung & cộng sự, 2010a);

$SRD = \text{Độ lệch chuẩn của tỉ suất sinh lợi ngày} * \sqrt{250}$ (được tính theo giá đóng cửa của từng cổ phiếu);

$SIZE_{jt}$: Quy mô công ty của công ty j (Logarit tự nhiên [tổng tài sản]) tại thời điểm t ;

LEV_{jt} : Đòn bẩy của công ty j ($LEV = \text{tổng nợ}/\text{tổng tài sản}$) tại thời điểm t ;

αu_{jt} : Sai số tại thời điểm t .

Phương pháp phân tích hồi quy thích hợp với dữ liệu bảng là mô hình các ảnh hưởng cố định (Fixed effects model – FEM) được sử dụng để kiểm tra các giả thuyết sau khi đã kiểm định Hausman. Mô hình hồi quy đã được kiểm tra tính vững về phương sai thay đổi, đa cộng tuyến (có hệ số VIF trung bình = 1,43) và nội sinh. Để giảm đi ảnh hưởng bất thường của một số quan sát, tác giả thực hiện bằng cách lấy logarit tự nhiên của biến phụ thuộc TBQ (Lemmon & Lins, 2003; Nguyen & cộng sự, 2014). Ngoài ra, mô hình hồi quy FEM được sử dụng để tối thiểu hóa vấn đề nội sinh (Cheung & cộng sự, 2010b). Sau khi đã xử lý các hiện tượng trên xảy ra đối với mô hình hồi quy, kết quả phân tích sẽ trình bày ở phần tiếp theo.

4. Kết quả và thảo luận

4.1. Thống kê mô tả

Bảng 1

Chỉ số quản trị công ty trung bình ở các nước Asean giai đoạn 2012–2013

Quốc gia	Năm quan sát	Số quan sát	Quyền cổ đông	Đối xử bình đẳng	Vai trò các bên liên quan	Công khai và minh bạch	Trách nhiệm hội đồng quản trị
Indonesia	2012–2013	100	34,4	37,4	52,2	53,7	44,1
Philippines	2012–2013	100	56,0	71,4	28,0	54,3	40,9
Singapore	2012–2013	100	5,1	11,7	3,8	14,1	21,8

Quốc gia	Năm quan sát	Số quan sát	Quyền cổ đông	Đối xử bình đẳng	Vai trò các bên liên quan	Công khai và minh bạch	Trách nhiệm hội đồng quản trị
VN	2012–2013	39	41,3	43,0	26,9	37,2	17,2
VN(*)	2013–2014	569	49,9	57,3	55,7	76,2	46,1

Nguồn: ADB (2013); * Tính toán của tác giả.

Bảng 1 cho thấy điểm quản trị công ty của các công ty niêm yết tại VN được cải thiện đáng kể từ năm 2012 đến năm 2014. Tuy nhiên, sự khác biệt này có thể do cỡ mẫu khác nhau, mẫu các năm thuộc giai đoạn 2012–2013 bao gồm cả Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) và HOSE trong khi mẫu các năm thuộc giai đoạn 2013–2014 chỉ gồm HOSE.

Bảng 2

Thống kê mô tả các biến

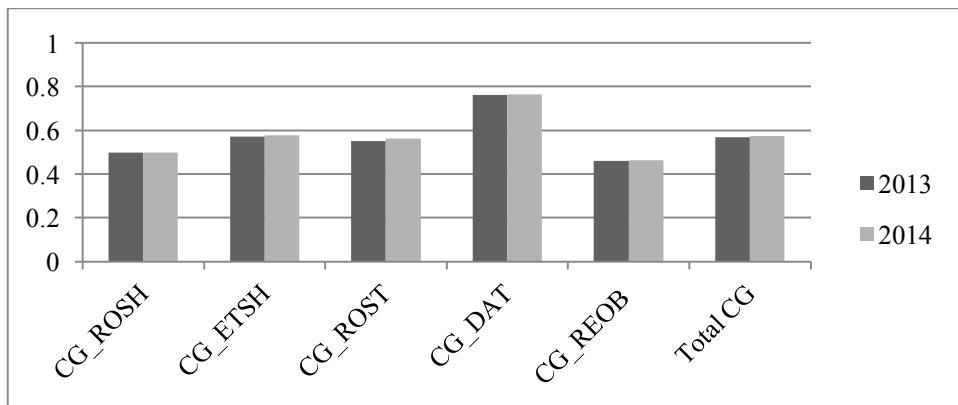
Biến	Quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
ROA	853	0,0517057	0,1116792	–1,587402	0,7836998
SRD	853	0,4281887	0,1153494	0,1103753	0,8619471
Ln(TBQ)	853	–0,3757333	0,5571689	–2,491468	1,733005
SIZE	853	12,10563	0,6096697	10,87887	14,82029
LEV	853	0,2462921	0,1914486	0	0,7809782
CG_rosh	853	0,4992446	0,1497737	0,1157895	0,7894737
CG_etsh	853	0,5739518	0,0669268	0,1571429	0,7428571
CG_rost	853	0,5579762	0,0990771	0,1884615	0,8846154
CG_dat	853	0,7622936	0,0749658	0,4783951	0,9783951
CG_reob	853	0,4619204	0,0718896	0,1945455	0,7527273
TotalCG	853	0,5710773	0,0653456	0,295905	0,8031225

Nguồn: Tính toán của tác giả.

Bảng 2 tóm tắt thống kê mô tả cơ bản của các chỉ số quản trị công ty, ROA, TBQ,

SRD, các biến kiểm soát giai đoạn 2013–2015. Chỉ số quản trị công ty tổng có khoảng điểm từ 0,29 đến 0,80 với trung bình là 0,57 và độ lệch chuẩn là 0,065 (Hình 1).

Bảng 3a và 3b trình bày hệ số tương quan của các biến trong cùng năm và năm kế tiếp. Nhìn chung, chỉ số quản trị công ty tổng cũng như các biến quản trị công ty thành phần đều có tương quan dương với biến ROA, TBQ cùng năm cũng như khác năm. Tuy nhiên, biến quản trị công ty tổng và quản trị công ty thành phần cùng năm và lệch năm đều có mối quan hệ âm với biến SRD.



Hình 1. CGI trung bình giai đoạn 2013–2014

Nguồn: Tính toán của tác giả.

Bảng 3a

Hệ số tương quan giữa biến quản trị công ty và hiệu quả tài chính công ty cùng năm

Var	TotalCG	CG_resh	CG_etsh	CG_rost	CG_dat	CG_reob	ROA	SRD	lnTBQ	SIZE	LEV
TotalCG	1,0000										
CG_resh	0,8154	1,0000									
CG_etsh	0,5370	0,2250	1,0000								
CG_rost	0,7138	0,4300	0,2751	1,0000							
CG_dat	0,5839	0,2956	0,2735	0,2570	1,0000						
CG_reob	0,7654	0,5038	0,4022	0,4692	0,3924	1,0000					

Var	TotalCG	CG_ rosh	CG_ etsh	CG_ rost	CG_ dat	CG_ reob	ROA	SRD	lnTBQ	SIZE	LEV
ROA	0,3023	0,2759	0,1003	0,2611	0,1486	0,1933	1,0000				
SRD	-0,4054	-0,4013	-0,1060	-0,3417	-0,1377	-0,2948	-0,3525	1,0000			
lnTBQ	0,2540	0,2222	0,0543	0,1999	0,2289	0,1295	0,6090	-0,2157	1,0000		
SIZE	0,3519	0,3342	0,0347	0,2705	0,1519	0,3417	-0,0428	-0,3531	-0,1256	1,0000	
LEV	-0,2116	-0,2424	-0,1384	-0,1385	0,0249	-0,1615	-0,3371	0,1168	0,1814	0,1709	1,0000

Nguồn: Tính toán của tác giả

Bảng 3b

Hệ số tương quan giữa biến quản trị công ty và hiệu quả tài chính công ty lịch 1 năm

Var	TotalCG _t	CG_ rosh _t	CG_ etsh _t	CG_ rost _t	CG_ dat _t	CG_ reob _t	ROA _{t+1}	SRD _{t+1}	lnTBQ _{t+1}	SIZE _{t+1}	LEV _{t+1}
TotalCG _t	1,0000										
CG_ rosh _t	0,8151	1,0000									
CG_ etsh _t	0,5401	0,2255	1,0000								
CG_ rost _t	0,7143	0,4278	0,2751	1,0000							
CG_ dat _t	0,5833	0,2989	0,2735	0,2570	1,0000						
CG_ reob _t	0,7659	0,5112	0,4022	0,4692	0,3924	1,0000					
ROA _{t+1}	0,2545	0,2347	0,1264	0,1944	0,1429	0,1361	1,0000				
SRD _{t+1}	-0,4015	-0,3635	-0,1132	-0,3465	-0,1908	-0,2904	-0,3042	1,0000			
lnTBQ _{t+1}	0,2380	0,2171	0,0731	0,1821	0,1888	0,1164	0,3820	-0,2157	1,0000		
SIZE _{t+1}	0,3523	0,3359	-0,0347	0,2705	0,1519	0,3417	-0,0445	-0,3627	-0,1256	1,0000	
LEV _{t+1}	-0,1377	-0,1372	0,0822	-0,1145	0,0059	0,0706	-0,1837	0,0673	0,1814	0,1668	1,0000

Nguồn: Tính toán của tác giả

Bảng 4

Kết quả hồi quy cùng năm giữa quản trị công ty tổng và hiệu quả tài chính công ty

Biến	ROA	Biến	TBQ	Biến	SRD
TotalCG	Coef. 0,0386349 t-stat. 0,31 (sig.) (0,759)	TotalCG	Coef. 1,350586 ** t-stat. 2,37 (sig.) (0,019)	TotalCG	Coef. 0,1880069 t-stat. 1,08 (sig.) (0,281)
SIZE	Coef. 0,0306212 t-stat. 1,05 (sig.) (0,294)	SIZE	Coef. 0,0669326 t-stat. 0,92 (sig.) (0,361)	SIZE	Coef. -0,0091956 t-stat. -0,70 (sig.) (0,482)
LEV	Coef. -0,14204*** t-stat. -2,85 (sig.) (0,005)	LEV	Coef. 0,548766** t-stat. 2,50 (sig.) (0,013)	LEV	Coef. -0,00233 t-stat. -0,03 (sig.) (0,973)
F(3,287)	3,06	F(3,287)	4,77	F(3,285)	0,54
Prob > F	0,0286	Prob > F	0,0029	Prob > F	0,6544
R ² : Overall	0,0850	R ² : Overall	0,0494	R ² : Overall	0,0685

Ghi chú: *, **, *** lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5%, 1%.*Nguồn:* Tính toán của tác giả.**Bảng 5**

Kết quả hồi quy khác năm giữa quản trị công ty tổng (năm t) và hiệu quả tài chính công ty (năm t+1)

Biến	ROA _{t+1}	Biến	TBQ _{t+1}	Biến	SRD _{t+1}
TotalCG _t	Coef. 0,14137 t-stat. 0,69 (sig.) (0,493)	TotalCG _t	Coef. 0,0438862 t-stat. 0,08 (sig.) (0,940)	TotalCG _t	Coef. -0,2712601 t-stat. -1,22 (sig.) (0,225)
SIZE _{t+1}	Coef. -0,0434201 t-stat. -1,11 (sig.) (0,268)	SIZE _{t+1}	Coef. -0,0404634 t-stat. -0,64 (sig.) (0,520)	SIZE _{t+1}	Coef. -0,0626338** t-stat. -2,30 (sig.) (0,022)
LEV _{t+1}	Coef. 0,0319862 t-stat. 1,48 (sig.) (0,140)	LEV _{t+1}	Coef. 0,7444641*** t-stat. 4,45 (sig.) (0,000)	LEV _{t+1}	Coef. 0,0277657 t-stat. 1,09 (sig.) (0,276)

Biến	ROA _{t+1}	Biến	TBQ _{t+1}	Biến	SRD _{t+1}
F(4,287)	0,77	F(3,287)	6,64	F(4,285)	2,58
Prob > F	0,3371	Prob > F	0,0002	Prob > F	0,0537
R ² : Overall	0,5089	R ² : Overall	0,0423	R ² : Overall	0,2045

Ghi chú: *, **, *** lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5%, 1%.

Nguồn: Tính toán của tác giả.

4.2. Kết quả phân tích hồi quy

Kết quả hồi quy được thực hiện theo 2 cách như sau:

- CGI tổng/thành phần tác động đến các chỉ số hiệu quả tài chính cùng năm;
- CGI tổng/thành phần tác động đến các chỉ số hiệu quả tài chính lệch 1 năm;

Bảng 4 và 6 thể hiện kết quả tác động giữa CGI tổng/thành phần và hiệu quả tài chính cùng năm, trong khi Bảng 5 và 7 trình bày kết quả tác động giữa CGI tổng/thành phần năm t và hiệu quả tài chính năm $t+1$.

4.2.1. Kết quả chỉ số quản trị công ty tổng tác động đến hiệu quả tài chính công ty cùng năm

Bảng 4 cho thấy chỉ số TotalCG của năm t có tương quan dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 5% với TBQ năm t , kết quả này phù hợp với nghiên cứu của Connelly và cộng sự (2012), Trần Thị Hải Lý và Nguyễn Kim Đức (2016), Nguyen và cộng sự (2014), và Wintoki và cộng sự (2012), kết quả này ủng hộ giả thuyết thứ nhất của nghiên cứu.

Tuy nhiên, Bảng 5 cho thấy chỉ số TotalCG không có mối quan hệ với TBQ năm $t+1$, điều này có nghĩa là quản trị tốt hôm nay không dẫn đến hiệu quả tài chính tốt trong tương lai. Nói một cách khác, quản trị công ty tốt chỉ có mối quan hệ tích cực với hiệu quả tài chính trong hiện tại, nhưng không có mối quan hệ với hiệu quả tài chính trong tương lai. Sở dĩ biến CGI tổng ít hoặc có tác động không đáng kể đến hiệu quả tài chính tương lai một phần là do các biến CGI thành phần có tác động trái chiều nhau đối với hiệu quả tài chính (sẽ phân tích ở phần sau).

4.2.2. Kết quả chỉ số quản trị công ty thành phần tác động đến hiệu quả tài chính công ty

Bảng 6 và 7 phân tích tác động cụ thể của từng CGI thành phần đến hiệu quả tài chính, cùng năm và lệch năm (năm $t+1$).

Kết quả ở Bảng 6 cho thấy biến CGI thành phần vai trò các bên liên quan (CG_rost)

không chỉ có cùng mối quan hệ dương và có ý nghĩa 10% với biến ROA, mà còn có mối tương quan dương mạnh ở mức ý nghĩa 1% với TBQ trong cùng năm. Hai biến thành phần khác của quản trị công ty là đối xử bình đẳng với cổ đông (CG_etsh) và công khai và minh bạch thông tin (CG_dat) cũng có mối quan hệ dương ở mức ý nghĩa lần lượt là 10% và 1% với biến TBQ trong cùng năm. Điều này cho thấy nếu công ty quan tâm đáng kể đến các bên liên quan như người lao động, khách hàng, cộng đồng, nhà đầu tư, môi trường... thì không những tạo ra hình ảnh tích cực của công ty trên thị trường, mà còn làm tăng hiệu quả tài chính của công ty. Đối xử bình đẳng với các cổ đông và công khai, minh bạch thông tin không chỉ giúp nâng cao quyền của cổ đông mà còn giảm đi sự bất cân xứng thông tin cho các nhà đầu tư, tác động tích cực đến hiệu quả tài chính. Chất lượng thông tin kịp thời của công ty là vấn đề mà nhà đầu tư rất quan tâm trong bối cảnh thị trường chứng khoán VN hiện nay. Kết quả nghiên cứu chưa tìm thấy có mối quan hệ nào giữa quản trị công ty thành phần với biến động lợi nhuận cổ phiếu trong cùng năm.

Việc thực hiện tốt trách nhiệm thông tin, trách nhiệm giải trình và trách nhiệm tài chính đối với các bên liên quan đã được phản ánh cụ thể trong các báo cáo thường niên và báo cáo tài chính là một trong những yếu tố quan trọng có tác động tích cực đến giá trị cổ phiếu của công ty trên thị trường. Điều này phù hợp với nghiên cứu của Healy và Palepu (2001), Black và cộng sự (2006b), và Meek và cộng sự (1995) cho rằng chất lượng của công bố thông tin cũng phản ánh các mâu thuẫn đại diện và sự bất cân xứng thông tin bên trong công ty, do đó, khi thông tin có chất lượng tốt sẽ giúp các nhà đầu tư đánh giá tốt về chất lượng tài sản cũng như rủi ro nếu đầu tư.

Bảng 6

Kết quả hồi quy cùng năm về mối quan hệ giữa chỉ số tổng hợp về quản trị công ty thành phần và hiệu quả tài chính công ty

Biến	ROA	Biến	TBQ	Biến	SRD
CG_rosh Coef.	-0,0349854	CG_rosh Coef.	-0,164858	CG_rosh Coef.	-0,0163391
t-stat.	-1,16	t-stat.	-0,99	t-stat.	-0,30
(sig.)	(0,249)	(sig.)	(0,322)	(sig.)	(0,765)
CG_etsh Coef.	-0,1122401	CG_etsh Coef.	0,4951195*	CG_etsh Coef.	0,0351648
t-stat.	-0,83	t-stat.	1,93	t-stat.	0,32
(sig.)	(0,410)	(sig.)	(0,055)	(sig.)	(0,747)

Biến	ROA	Biến	TBQ	Biến	SRD
CG_rost	Coef. 0,1037941* t-stat. 1,89 (sig.) (0,059)	CG_rost	Coef. 0,829960*** t-stat. 3,83 (sig.) (0,000)	CG_rost	Coef. 0,0614496 t-stat. 0,75 (sig.) (0,455)
CG_dat	Coef. -0,0180657 t-stat. -0,35 (sig.) (0,725)	CG_dat	Coef. 0,5916897*** t-stat. 2,74 (sig.) (0,007)	CG_dat	Coef. 0,1297186 t-stat. 1,56 (sig.) (0,121)
CG_reob	Coef. 0,2315845 t-stat. 1,62 (sig.) (0,107)	CG_reob	Coef. 0,6831482 t-stat. 1,04 (sig.) (0,299)	CG_reob	Coef. 0,1082917 t-stat. 0,65 (sig.) (0,516)
SIZE	Coef. 0,0298003 t-stat. 1,05 (sig.) (0,293)	SIZE	Coef. 0,0510515 t-stat. 0,72 (sig.) (0,474)	SIZE	Coef. -0,0115261 t-stat. -0,82 (sig.) (0,410)
LEV	Coef. -0,135214*** t-stat. -2,63 (sig.) (0,009)	LEV	Coef. 0,5376336*** t-stat. 2,76 (sig.) (0,006)	LEV	Coef. -0,0058943 t-stat. -0,09 (sig.) (0,931)
F(7,287)	3,53	F(7,287)	6,13	F(7,285)	0,50
Prob > F	0,0012	Prob > F	0,0000	Prob > F	0,8310
R ² : Overall	0,0854	R ² : Overall	0,0475	R ² : Overall	0,0218

Ghi chú: *, **, *** lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5%, 1%.

Nguồn: Các kết quả được thu thập bởi tác giả và được xử lý trên phần mềm Stata.

Bảng 7

Kết quả hồi quy lệch 01 năm về mối quan hệ giữa quản trị công ty thành phần (năm t) và hiệu quả tài chính công ty (năm t+1)

Biến	ROA _{t+1}	Biến	TBQ _{t+1}	Biến	SRD _{t+1}
CG_rosht	Coef. -0,0307071 t-stat. -0,62 (sig.) (0,533)	CG_rosht	Coef. 0,1112601 t-stat. 0,79 (sig.) (0,432)	CG_rosht	Coef. 0,0750044 t-stat. 1,35 (sig.) (0,178)
CG_etsh _t	Coef. 0,0899919	CG_etsh _t	Coef. -0,6908034*	CG_etsh _t	Coef. -0,344735**

Biến	ROA _{t+1}	Biến	TBQ _{t+1}	Biến	SRD _{t+1}
t-stat.	0,99	t-stat.	-1,95	t-stat.	-2,02
(sig.)	(0,324)	(sig.)	(0,053)	(sig.)	(0,044)
CG_rost _t Coef.	0,0892564	CG_rost _t Coef.	0,3210168	CG_rost _t Coef.	-0,1151579
t-stat.	1,24	t-stat.	1,46	t-stat.	-0,87
(sig.)	(0,218)	(sig.)	(0,145)	(sig.)	(0,385)
CG_dat _t Coef.	0,2062846	CG_dat _t Coef.	-0,1865769	CG_dat _t Coef.	-0,1344073
t-stat.	1,06	t-stat.	-0,58	t-stat.	-1,34
(sig.)	(0,292)	(sig.)	(0,560)	(sig.)	(0,181)
CG_reob _t Coef.	-0,325882*	CG_reob _t Coef.	-0,4429859	CG_reob _t Coef.	-0,2449658
t-stat.	-1,93	t-stat.	-0,87	t-stat.	-1,18
(sig.)	(0,054)	(sig.)	(0,383)	(sig.)	(0,238)
SIZE _t Coef.	-0,0480016	SIZE _t Coef.	-0,0428245	SIZE _t Coef.	-0,060220**
t-stat.	-1,15	t-stat.	-0,67	t-stat.	-2,36
(sig.)	(0,253)	(sig.)	(0,503)	(sig.)	(0,019)
LEV _t Coef.	0,0312717	LEV _t Coef.	0,758765***	LEV _t Coef.	0,0317478
t-stat.	1,41	t-stat.	4,42	t-stat.	1,33
(sig.)	(0,159)	(sig.)	(0,000)	(sig.)	(0,184)
F(7,287)	0,98	F(7,287)	3,53	F(8,285)	2,44
Prob > F	0,4475	Prob > F	0,0012	Prob > F	0,0190
R ² : Overall	0,0001	R ² : Overall	0,0344	R ² : Overall	0,1500

Ghi chú: *, **, *** lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5%, 1%.

Nguồn: Các kết quả được thu thập bởi tác giả và được xử lý trên phần mềm Stata

Trong khi đó, tác động của thành phần quản trị công ty năm t với hiệu quả tài chính năm $t+1$ ở Bảng 7 cho kết quả khác so với khi xem xét cùng năm. Quan hệ giữa đối xử bình đẳng với cổ đông (CG_etsh) và TBQ có hệ số âm (mức ý nghĩa 10%) một phần là do xu hướng thị trường chứng khoán giai đoạn 2014–2015 suy giảm, giá trị trên thị trường chứng khoán nhỏ hơn tổng tài sản, và phần khác là do trung bình TBQ < 1 nên Ln(TBQ) có giá trị trung bình âm. Ngoài ra, biến CG_etsh cũng có mối quan hệ âm ở mức ý nghĩa 5% với SRD trong tương lai. Điều này cho thấy, khi các cổ đông thiểu số được đối xử bình đẳng ở hiện tại, họ có xu hướng mua và giữ, giảm bớt đầu cơ, làm cho

rủi ro của cổ phiếu trên thị trường giảm trong tương lai, nghĩa là giữ cho giá cổ phiếu ổn định.

5. Kết luận và hàm ý

Kết quả khảo sát và phân tích các công ty niêm yết trên HOSE có công bố chính sách quản trị công ty trong các báo cáo công khai giai đoạn 2013–2015 cho thấy: (1) Chỉ số quản trị công ty tổng và các chỉ số quản trị công ty thành phần có tác động tích cực đến hiệu quả tài chính trong cùng năm; (2) Chỉ số quản trị công ty tổng không có tác động đến hiệu quả tài chính khi so sánh lệch 1 năm; (3) Ảnh hưởng của quản trị công ty thành phần đến hiệu quả tài chính nói chung cùng năm rõ ràng hơn so với lệch năm; (4) Đối xử bình đẳng với các cổ đông tốt hôm nay làm giảm biến động giá cổ phiếu, giảm rủi ro trong tương lai.

Kết quả trên cho thấy công ty nào có hệ thống quản trị công ty tốt, cụ thể là có trách nhiệm với các bên liên quan như người lao động, môi trường và sản phẩm, và đồng thời công khai, minh bạch thông tin sẽ giúp tăng hiệu quả tài chính.

Nghiên cứu này chỉ mới khảo sát 3 năm thuộc giai đoạn 2013–2015 trong bối cảnh việc thực hành quản trị công ty theo tiêu chuẩn của OECD ở VN chỉ mới bắt đầu. Hạn chế này sẽ được khắc phục trong tương lai khi hoạt động quản trị công ty trở thành thông lệ, các nguyên tắc OECD trở nên phổ biến đối với các công ty niêm yết tại VN trong thực tế■

Tài liệu tham khảo

- ADB. (2013). *ASEAN corporate governance scorecard: Country reports and assessments 2012–2013*, Asian Development Bank.
- Ararat, M., Black, B. S., & Yurtoglu, B. B. (2016). The effect of corporate governance on firm value and profitability: Time-series evidence from Turkey. *Emerging Markets Review*, available online 21 October 2016.
- Bebchuk, L. A., Cohen, A. & Ferrell, A. (2009). What matters in corporate governance? *Review of Financial Studies*, 22(2), 783–827.
- Berle, A., & Means, G. (1932). *The modern corporation and private property*. New York: Macmillan.

- Bhagat, S., & Bolton, B. (2008). Corporate governance and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 14(3), 257–273.
- Black, B. (2002). The corporate governance behavior and market value of Russian firms. *Emerging Markets Review*, 2(2), 89–108.
- Black, B. S., Jang, H., & Kim, W. (2006a). Predicting firms corporate governance choices: Evidence from Korea. *Journal of Corporate Finance*, 12(3), 660–691.
- Black, B. S., Love, I., & Rachinsky, A. (2006b). Corporate governance indices and firms' market values: Time series evidence from Russia. *Emerging Markets Review*, 7(4), 361–379.
- Boubakri, N., Cosset, J.-C., & Guedhami, O. (2005). Liberalization, corporate governance and the performance of privatized firms in developing countries. *Journal of Corporate Finance*, 11(5), 767–790.
- Brown, L. D., & Caylor, M. L. (2004). Corporate governance study: The correlation between corporate governance and company performance. *Corporate Governance Study, Institutional Shareholder Services*.
- Brown, L. D., & Caylor, M. L. (2006). Corporate governance and firm valuation. *Journal of Accounting and Public Policy*, 25(4), 409–434.
- Brown, L. D., & Caylor, M. L. (2009). Corporate governance and firm operating performance. *Review of quantitative finance and accounting*, 32(2), 129–144.
- Cheung, Y.-L., Jiang, P., & Tan, W. (2010a). A transparency Disclosure Index measuring disclosures: Chinese listed companies. *Journal of Accounting and Public Policy*, 29(3), 259–280.
- Cheung, Y.-L., Jiang, P., Limpaphayom, P., & Lu, T. (2010b). Corporate governance in China: A step forward. *European Financial Management*, 16(1), 94–123.
- Cheung, Y.L., Thomas Connelly, J., Limpaphayom, P., & Zhou, L. (2007). Do investors really value corporate governance? Evidence from the Hong Kong market. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 18(2), 86–122.
- Claessens, S., & Fan, J. P. H. (2002). Corporate governance in Asia: A survey. *International Review of finance*, 3(2), 71–103.
- Claessens, S., & Yurtoglu, B. B. (2013). Corporate governance in emerging markets: A survey. *Emerging Markets Review*, 15, 1–33.
- 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.
- Core, J. E., Guay, W. R., & Rusticus, T.O. (2006). Does weak governance cause weak stock returns?

- An examination of firm operating performance and investors' expectations. *The Journal of Finance*, 61(2), 655–687.
- Core, J. E., Holthausen, R. W., & Larcker, D. F. (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of financial economics*, 51(3), 371–406.
- Demsetz, H. (1983). The structure of ownership and the theory of the firm. *The Journal of Law & Economics*, 26(2), 375–390.
- Durnev, A., & Kim, E. (2005). To steal or not to steal: Firm attributes, legal environment, and valuation. *The Journal of Finance*, 60(3), 1461–1493.
- Garay, U., & González, M. (2008). Corporate governance and firm value: The case of Venezuela. *Corporate Governance: An International Review*, 16(3), 194–209.
- Gompers, P. A., Ishii, J. L., & Metrick, A. 2003. Corporate governance and equity prices. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107–156.
- Griffin, J. J., & Prakash, A. (2014). Corporate responsibility: Initiatives and mechanisms. *Business & Society*, 53(4), 465–482.
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1), 405–440.
- Hill, C. W., & Jones, T. M. (1992). Stakeholder-agency theory. *Journal of Management Studies*, 29(2), 131–154.
- IFC. (2011). *Corporate Governance Scorecard for Vietnam 2011*. Retrieved from http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/region_ext_content/ifc_external_corporate_site/east+asia+and+the+pacific/resources/corporate+governance+scorecard+for+vietnam+2011
- IFC. (2012). *Corporate Governance Scorecard for Vietnam 2012*. Retrieved from http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/region_ext_content/ifc_external_corporate_site/east+asia+and+the+pacific/resources/corporate+governance+scorecard+for+vietnam+2012
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831–880.
- 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.
- Kang, J.-K., & Shivdasani, A. (1995). Firm performance, corporate governance, and top executive turnover in Japan. *Journal of Financial Economics*, 38(1), 29–58.
- Kim, D.-H., Kim, J., Byun, Y., & Chun, S.-H. (2013). A Study on the effect of governance adequacy on the corporate performance. *Procedia – Social and Behavioral Sciences*, 107, 59–66.

- Klapper, L. F., & Love, I. (2004). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of corporate Finance*, 10(5), 703–728.
- Lemmon, M. L., & Lins, K. V. (2003). Ownership structure, corporate governance, and firm value: Evidence from the East Asian financial crisis. *The journal of finance*, 58(4), 1445–1468.
- Meek, G. K., Roberts, C. B., & Gray, S. J. (1995). Factors influencing voluntary annual report disclosures by US, UK and continental European multinational corporations. *Journal of International Business Studies*, 26(3), 555–572.
- Nguyen, T., Locke, S., & Reddy, K. (2014). A dynamic estimation of governance structures and financial performance for Singaporean companies. *Economic Modelling*, 40, 1–11.
- Nguyễn Thu Hiền, Trần Duy Thanh, Nguyễn Tiến Thông, Nguyễn Hải Ngân Hà, & Võ Thị Thanh Nhân. (2016). Quản trị công ty và quá trình điều chỉnh động cấu trúc vốn trên TTCK VN. *Tạp chí khoa học Đại học Mở TP.HCM*, 50(5), 25–40.
- OECD. (2004). *OECD Principles of Corporate Governance*.
- Singh, M., & Davidson III, W. N. (2003). Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms. *Journal of Banking & Finance*, 27(5), 793–816.
- Strange, R., Filatotchev, I., Buck, T., & Wright, M. (2009). Corporate governance and international business. *Management International Review*, 49(4), 395–407.
- Sun, W., Stewart, J., & Pollard, D. (2011). Introduction: Rethinking corporate governance—lessons from the global financial crisis. In W. Sun, J. Stewart, & D. Pollard (Eds.). *Corporate Governance and the Global Financial Crisis: International Perspectives* (pp. 1–21). New York: Cambridge University Press.
- Tarraf, H. (2011). The role of corporate governance in the events leading up to the global financial crisis: Analysis of aggressive risk-taking. *Global Journal of Business Research*, 5(4), 93–105.
- Trần Thị Giang Tân, & Trương Thùy Dương. (2016). Ảnh hưởng các đặc tính của hội đồng quản trị đến sai sót trọng yếu trên BCTC: Bằng chứng thực nghiệm tại Việt Nam. *Tạp chí Phát triển kinh tế*, 27(8), 42–60.
- Trần Thị Hải Lý, & Nguyễn Kim Đức. (2016). Nghiên cứu quản trị công ty thông qua chỉ số CGI, cấu trúc kim tự tháp và giá trị doanh nghiệp tại Việt Nam. *Tạp chí Phát triển kinh tế*, 27(8), 61–80.
- Võ Hồng Đức, & Đoàn Bảo Huy. (2015). Does gender diversity improve financial firm's performance? New evidence using two-stage least squares estimation and instrument variables. *Journal of Economic Development*, 22(2), 102–123.
- Wintoki, M. B., Linck, J. S., & Netter, J. M. (2012). Endogeneity and the dynamics of internal

corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 105(3), 581–606.

Wright, M., Filatotchev, I., Hoskisson, R. E., & Peng, M. W. (2005). Strategy research in emerging economies: Challenging the conventional wisdom', *Journal of Management Studies*, 42(1), 1–33.

Xu, D., & Meyer, K. E. (2013). Linking theory and context: Strategy research in emerging economies' after Wright et al.(2005). *Journal of Management Studies*, 50(7), 1322–1346.