

MỤC LỤC

KINH TẾ VÀ QUẢN LÝ

- 1. Hồ Thị Lam, Nguyễn Thị Hoàng Phương, Phan Bá Tú, Phạm Dương Thuý Ý Nhi, Đinh Anh Huy và Ngô Tấn Hiệp** - Toàn cầu hóa, tăng trưởng kinh tế và dấu chân sinh thái - bằng chứng thực nghiệm từ ước lượng Panel ARDL. **Mã số: 182.1DEco.11** 3
Globalization, Economic Growth and Ecological Footprint - Empirical Evidence From Panel ARDL Estimates
- 2. Lê Thanh Tâm, Lê Thị Kim Nhung, Bùi Thu Hà, Nguyễn Quang Anh, Nguyễn Phương Mai và Dương Thùy Trang** - Các yếu tố tác động đến quản trị rủi ro của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong bối cảnh bất ổn địa chính trị quốc tế. **Mã số: 182.1FiBa.11** 22
Factors Affecting Risk Management of Listed Firms in Vietnam Stock Exchange Within International Geopolitical Instability Context
- 3. Lê Thị Nhung** - Tác động của quản trị công ty tới hiệu quả tài chính của các công ty cổ phần phi tài chính niêm yết tại Việt Nam. **Mã số: 182.1FiBa.11** 35
The Impact of Corporate Governance on the Financial Performance of Listed Non-Financial Joint Stock Companies in Vietnam

QUẢN TRỊ KINH DOANH

- 4. Vũ Thị Thúy Hằng và Nguyễn Thị Vân** - Nghiên cứu các yếu tố quyết định lựa chọn mô hình thương mại di động của doanh nghiệp vừa và nhỏ tại Việt Nam. **Mã số: 182.2TrEM.21** 50
Critical Determinants for Mobile Commerce Model Choosing in Vietnamese Small and Medium-Sized Enterprises

- 5. Đặng Thị Thu Trang và Lê Phương Cẩm Linh** - Các nhân tố tác động đến ý định đặt phòng farmstay trực tuyến: nghiên cứu thực nghiệm tại Việt Nam. **Mã số: 182.2TRMg.21** 70
Factors Affecting Online Farmstay Booking Intention: An Empirical Study in Vietnam
- 6. Phạm Thu Trang** - Tác động của khả năng chống chịu của tổ chức tới kết quả hoạt động và lợi thế cạnh tranh của các ngân hàng thương mại Việt Nam - góc nhìn từ nhân viên. **Mã số: 182.2BAdm.21** 88
The Influence of Organizational Resilience on Organizational Performance and Competitive Advantage - An Employee Perspective

Ý KIẾN TRAO ĐỔI

- 7. Đỗ Tuấn Vũ** - Nghiên cứu mối quan hệ giữa chuyển đổi số và kết quả kinh doanh của doanh nghiệp: tình huống của các doanh nghiệp nhỏ và vừa tỉnh Thanh Hóa. **Mã số: 182.3SMET.31** 103
Research on the Relationship Between Digital Transformation and Business Performance of Enterprises: The Situation of Small and Medium - Sized Enterprises in Thanh Hoa Province

TÁC ĐỘNG CỦA QUẢN TRỊ CÔNG TY TỚI HIỆU QUẢ TÀI CHÍNH CỦA CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN PHI TÀI CHÍNH NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM

Lê Thị Nhung

Học viện Chính sách và Phát triển

Email: lethinhung.litf@gmail.com

Ngày nhận: 14/07/2023

Ngày nhận lại: 08/09/2023

Ngày duyệt đăng: 12/09/2023

Nghiên cứu đánh giá tác động của thước đo riêng lẻ đại diện cho các nhân tố bên trong quản trị công ty tới hiệu quả tài chính của các công ty phi tài chính niêm yết tại Việt Nam. Bài viết sử dụng dữ liệu thứ cấp được thu thập từ các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết ở Việt Nam giai đoạn 2010 - 2021 trên cơ sở phương pháp phân tích dữ liệu bảng tĩnh và thực hiện các kiểm định lựa chọn mô hình. Nghiên cứu chỉ ra rằng, các doanh nghiệp có quy mô hội đồng quản trị lớn, tỷ lệ thành viên độc lập và tỷ lệ thành viên nữ trong hội đồng quản trị và ban kiểm soát cao, tỷ lệ thành viên kiêm nhiệm trong hội đồng quản trị thấp, tỷ lệ sở hữu nhà nước, sở hữu nước ngoài và sở hữu của ban điều hành lớn sẽ góp phần nâng cao hiệu quả tài chính doanh nghiệp. Kết quả bài viết được ủng hộ bởi lý thuyết các bên liên quan, lý thuyết đại diện và các nghiên cứu thực nghiệm liên quan. Nghiên cứu đưa ra các khuyến nghị đối với hoạt động quản trị công ty trong mối quan hệ với hiệu quả tài chính doanh nghiệp.

Từ khóa: Doanh nghiệp phi tài chính Việt Nam, hiệu quả tài chính, quản trị công ty.

JEL Classifications: G30, G32, G34.

DOI: 10.54404/JTS.2023.182V.03

1. Giới thiệu

Lý thuyết đại diện cho rằng luôn tồn tại sự xung đột lợi ích giữa các nhà quản lý và người chủ sở hữu trong công ty bởi có sự tách biệt quyền quản lý và quyền sở hữu công ty (Jensen, M. C. & Meckling, W. H., 1976). Người chủ sở hữu luôn mong muốn tối đa hóa giá trị doanh nghiệp. Trong khi đó, người quản lý thường điều hành doanh nghiệp theo hướng tăng quy mô doanh thu và tối đa hóa những gì họ nhận được trên chi phí của chủ sở hữu. Do vậy, người quản lý thường tìm cơ hội để điều chỉnh các thông tin kế toán của công ty. Điều này gây ra vấn đề đại diện, ảnh hưởng xấu đến giá trị doanh nghiệp và hiệu quả tài chính

(HQTC) của công ty. Đề giải quyết vấn đề đại diện này, (Shleifer, A. & Vishny, R. W., 1997) đã đưa ra giải pháp đó là doanh nghiệp cần thực hiện cơ chế quản trị công ty (QTCT).

QTCT được xem là một trong những nhân tố quan trọng giúp cải thiện kết quả hoạt động của doanh nghiệp (Flavianus, 2015) bởi QTCT tốt là công cụ giúp các nhà đầu tư, các bên liên quan hiểu rõ hơn về sự phát triển ổn định cũng như đảm bảo sự tin cậy, minh bạch của công ty, từ đó giúp gia tăng lòng tin của nhà đầu tư, của các bên liên quan đối với kết quả hoạt động của công ty. Đồng thời, một công ty được quản trị tốt thường có xu hướng hoạt động hiệu quả hơn và có khả năng tạo

ra dòng tiền kỳ vọng cao hơn trong tương lai (Jensen, M. C. & Meckling, W. H., 1976).

2. Cơ sở lý thuyết và tổng quan nghiên cứu

2.1. Quản trị công ty

Quản trị công ty là chủ đề rộng với tất cả các khía cạnh có liên quan đến cổ đông, các nhà quản lý, các bên có quyền lợi liên quan khác của công ty. (Parkinson, 2016) định nghĩa “QTCT là quá trình giám sát và kiểm soát được thực hiện nhằm đảm bảo việc quản lý và điều hành công ty được diễn ra phù hợp với lợi ích của các cổ đông”. Trong khi đó, (Gillan, S. L. & Starks, L. T., 1998) lại cho rằng “QTCT là hệ thống các luật lệ, các quy tắc và các yếu tố mà kiểm soát tình hình hoạt động tại một công ty”. Nhìn chung, các định nghĩa về QTCT đều cho thấy QTCT hướng đến việc kiểm soát, giám sát tình hình hoạt động của công ty nhằm đảm bảo lợi ích cho các cổ đông. Do vậy, nghiên cứu cho rằng QTCT là giải pháp được dùng để kiểm soát và giám sát tình hình hoạt động của công ty giúp công ty vận hành hiệu quả nhằm đáp ứng lợi ích của các cổ đông và các bên liên quan.

2.2. Hiệu quả tài chính

Hiệu quả tài chính là thước đo khả năng sinh lời của công ty, HQTTC cao sẽ giúp công ty có cơ hội nâng cao khả năng cạnh tranh, đảm bảo an toàn tài chính và hạn chế rủi ro kinh doanh. Nghiên cứu cho rằng, HQTTC là phạm trù kinh tế phản ánh những lợi ích đạt được từ hoạt động kinh doanh của công ty. HQTTC thể hiện kết quả hoạt động của công ty dựa trên các chỉ báo phản ánh mục tiêu kinh tế bao gồm nhóm các chỉ tiêu phản ánh khả năng sinh lời và nhóm các chỉ tiêu phản ánh giá trị thị trường (Venkatraman, N. & Ramanujam, V. , 1986). Trong đó, nhóm chỉ tiêu phản ánh khả năng sinh lời như: Doanh thu, ROS, ROA, ROE thể hiện hiệu quả sinh lời ngắn hạn

của doanh nghiệp. Trong khi đó, nhóm chỉ tiêu phản ánh giá trị thị trường gồm EPS, ROI, Tobin’s Q cho biết hiệu quả tiềm năng lợi nhuận của công ty trong tương lai (Hu, I. & Izumida, S. , 2008).

2.3. Lý thuyết về mối quan hệ giữa quản trị công ty và hiệu quả tài chính

2.3.1. Lý thuyết đại diện (Agency theory)

Lý thuyết đại diện định nghĩa QTCT là mối quan hệ giữa những người chủ sở hữu và những người quản lý công ty (Mallin, 2004). Lý thuyết đại diện giả định con người có tính tư lợi và khuynh hướng cá nhân, do vậy người quản lý không phải lúc nào cũng hành động vì lợi ích của chủ sở hữu. Do đó, trường phái này thường khuyến nghị các doanh nghiệp nên gia tăng các thành viên độc lập trong ban kiểm soát (BKS). Bởi với sự tham gia của các thành viên độc lập trong BKS sẽ giám sát thành viên hội đồng quản trị (HĐQT) và các nhà quản lý doanh nghiệp sát sao hơn, giúp doanh nghiệp giảm xung đột từ vấn đề đại diện, từ đó giúp công ty giảm chi phí đại diện (Wang, D. H. M. & Huynh, Q. L., 2013). Đồng thời, lý thuyết đại diện còn khuyến nghị cấu trúc HĐQT được chia làm hai cơ chế quan trọng:

Một là, trong cấu trúc lãnh đạo của HĐQT cần phân tách chức danh chủ tịch HĐQT và tổng giám đốc điều hành nhằm phát huy tối đa vai trò giám sát đội ngũ quản lý của chủ tịch HĐQT, từ đó bảo vệ được lợi ích của các cổ đông (Fama, E. F. & Jensen, M. C., 1983).

Hai là, thành phần của HĐQT đề cập đến tính độc lập và số lượng thành viên của HĐQT. Theo đó, HĐQT phải có sự tham gia của những thành viên không điều hành hoạt động công ty hay những thành viên độc lập nhằm đảm bảo tách biệt vai trò giám sát và điều hành công ty. Tính độc lập của HĐQT góp phần bảo vệ lợi ích của các cổ đông và tăng cường hiệu quả giám sát của HĐQT

(Fama, E. F. & Jensen, M. C., 1983). Đồng thời, quy mô HĐQT cũng cần hạn chế do với quy mô lớn có khả năng tăng chi phí đại diện và giảm hiệu quả hoạt động của công ty.

2.3.2. Lý thuyết nhà quản lý (Stewardship theory)

Ngược với quan điểm của lý thuyết đại diện, lý thuyết nhà quản lý giả định người quản lý có xu hướng hành động vì tập thể và luôn mong muốn khẳng định bản thân thông qua sự thành công của tổ chức, do đó người quản lý sẽ hành động vì lợi ích tốt nhất của người chủ sở hữu (Adams, R. B., Heitor, Almeida, H. & Ferreira, D., 2005). Theo đó, những học giả theo trường phái này cho rằng việc trao quyền cho ban điều hành, làm cho họ có động lực để điều hành doanh nghiệp tốt hơn. Vì vậy, lý thuyết nhà quản lý khẳng định việc giữ quyền kiểm nhiệm và trực tiếp điều hành sẽ có tác động tích cực đến hiệu quả tài chính của công ty.

2.3.3. Lý thuyết các bên liên quan (Stakeholder theory)

Lý thuyết các bên liên quan đề cao vai trò của thành viên nữ trong HĐQT. Theo đó, sự đa dạng giới tính trong HĐQT giúp tăng tính độc lập của HĐQT, từ đó góp phần tăng cường hiệu quả trong việc giám sát ban giám đốc (Ayuso, S. & Argandona, A., 2009). Bên cạnh đó, các thành viên nữ được cho là có nhiều ý tưởng độc đáo trong kinh doanh, giải quyết công việc linh hoạt hơn, có khả năng thiết lập mối quan hệ tốt với các bên liên quan (Võ Hồng Đức và Phan Bùi Gia Thủy, 2013). Do vậy, với sự tham gia của các thành viên nữ trong HĐQT sẽ góp phần nâng cao hiệu quả quản lý và giám sát, từ đó nâng cao hiệu quả tài chính của công ty.

2.4. Mối quan hệ giữa quản trị công ty và hiệu quả tài chính

Các nghiên cứu về mối quan hệ giữa QTCT và HQTC của công ty chủ yếu tập trung vào một số

đặc điểm của QTCT (Gillan, 2006); (Hassan, S. U. & Ahmed, A., 2012)): (1) Đặc điểm của HĐQT bao gồm: Tính độc lập, số lượng thành viên nữ, quy mô HĐQT, sự kiêm nhiệm; (2) Cấu trúc sở hữu bao gồm: Sở hữu BGD, sở hữu của nhà đầu tư lớn, sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài; (3) Đặc điểm của BKS bao gồm: Tính độc lập, trình độ chuyên môn, số lượng thành viên BKS. Nghiên cứu tập trung vào một số đặc điểm của QTCT trong mối quan hệ tác động tới HQTC và xây dựng giả thuyết nghiên cứu:

2.4.1. Đặc điểm của hội đồng quản trị và hiệu quả tài chính

Nghiên cứu của (Guest, 2009) tìm thấy tác động ngược chiều của quy mô HĐQT và HQTC công ty, điều này được lý giải bởi sự gia tăng trong quy mô HĐQT dẫn đến sự ỷ lại, chủ quan trong công việc giám sát của HĐQT và gây ra sự phức tạp, kém hiệu quả trong quá trình trao đổi thông tin giữa các thành viên HĐQT, dẫn đến HQTC của công ty bị suy giảm. Trái ngược với quan điểm trên, (Adams, R. & Mehran, H., 2005) cho rằng quy mô HĐQT lớn sẽ dễ thu thập và nắm bắt các thông tin hơn, đồng thời sẽ hỗ trợ người quản lý hiệu quả hơn, do đó dẫn đến tăng HQTC của công ty.

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

Một trong những đặc điểm của HĐQT gây nhiều tranh luận nhất đó là sự kiêm nhiệm vị trí chủ tịch HĐQT và tổng giám đốc điều hành (Gul, F. & Leung, S., 2004)). (Bhagat, S. & Bolton, B., 2008)) đồng thuận với quan điểm của lý thuyết đại diện trong việc đưa ra bằng chứng về tác động tiêu cực của việc kiêm nhiệm và HQTC của công ty. Ngược lại, dựa trên quan điểm lý thuyết nhà quản lý, (Brickley, J., Coles, J. & Jarrell, G., 1997) đã khẳng định chủ tịch HĐQT nên kiêm

nhiệm vị trí tổng giám đốc điều hành vì khi đó các chiến lược của công ty sẽ được thực hiện nhanh chóng hơn, hiệu quả hơn

Giả thuyết H1b: Sự kiêm nhiệm có tác động tới HQTC công ty

(Daily, C. & Dalton, D., 1993) cho rằng HĐQT phải đảm bảo được số lượng thành viên độc lập, không tham gia điều hành hoạt động công ty nhằm bảo vệ lợi ích của các cổ đông cũng như giám sát tốt hơn thành viên HĐQT, từ đó góp phần nâng cao hiệu quả hoạt động của công ty.

Giả thuyết H1c: Tính độc lập của HĐQT tác động thuận chiều tới HQTC của công ty

(Carter, M., Ittner, C. & Zechman, S., 2009) tìm thấy mối quan hệ tích cực giữa tỷ lệ nữ giới trong HĐQT và HQTC của công ty. Tuy nhiên, (Adams, R. B. & Ferreira, D., 2009) lại cho rằng sự tham gia của nữ giới trong HĐQT sẽ làm chậm quá trình ra quyết định. Ngoài ra, (Rose, 2007) sử dụng dữ liệu của các doanh nghiệp niêm yết Đan Mạch giai đoạn 1998 - 2001, cho thấy có một mối quan hệ không đáng kể giữa tỷ lệ nữ giới trong HĐQT và HQTC.

Giả thuyết H1d: Thành viên nữ trong HĐQT tác động thuận chiều tới HQTC của công ty

2.4.2. Cấu trúc sở hữu và hiệu quả tài chính

Các nghiên cứu thực nghiệm về tỷ lệ sở hữu nhà nước đến HQTC của công ty cho các kết quả không nhất quán. Theo đó, (Hoàng, 2015) chỉ ra tác động tiêu cực của sở hữu nhà nước đến hiệu quả hoạt động của công ty. Tuy nhiên, (Diễm, 2013) lại tìm thấy ảnh hưởng tích cực tới HQTC của tỷ lệ sở hữu nhà nước. Kết quả này được lý giải bởi những công ty có sở hữu nhà nước là những công ty lâu đời, quy mô lớn, hệ thống phân phối rộng lớn và thương được thụ hưởng những ưu đãi chính sách, do đó các công ty này được kỳ vọng có HQTC cao.

Giả thuyết H2a: Sở hữu nhà nước có tác động tích cực tới HQTC công ty.

Mối quan hệ giữa tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài tới HQTC của công ty hiện nay còn chưa nhất quán, (Marashdeh, 2014) cho rằng sở hữu nước ngoài có tác động tích cực tới HQTC của công ty do địa bàn nghiên cứu có sự phân biệt giữa các nhà đầu tư trong nước và nước ngoài. Ngoài ra, theo (Thủy, 2015) thì nhà đầu tư nước ngoài thường có kinh nghiệm quản trị tốt giúp gia tăng giá trị cổ phiếu của công ty. Trong một số trường hợp khác thì không tìm thấy hoặc tìm thấy mối quan hệ ngược chiều giữa sở hữu nhà đầu tư nước ngoài và HQTC công ty (Stulz, 2005).

Giả thuyết H2b: Sở hữu nước ngoài có tác động thuận chiều tới HQTC công ty

Các công ty có sự nắm giữ của một Ngân hàng thường chịu sự quản lý chặt chẽ hơn, thành viên HĐQT đại diện cho ngân hàng thường không ưa thích mạo hiểm và cố gắng đưa ra các quyết định thận trọng, từ đó khiến HQTC công ty giảm (Morck, R., Nakamura, M. & Shivdasani, A., 2014).

Giả thuyết H2c: Sở hữu bởi tổ chức là ngân hàng có tác động ngược chiều tới HQTC công ty.

(Hassan, S. U. & Ahmed, A., 2012) chỉ ra mối quan hệ thuận chiều giữa sở hữu cổ phần của BGD và HQTC của công ty. Tuy nhiên, tỷ lệ sở hữu của BGD và HQTC có mối quan hệ phi tuyến được tìm thấy trong nghiên cứu của (Fama, E. F. & Jensen, M. C., 1983) bởi khi sở hữu đủ lớn, người quản lý sẽ có đủ quyền lực để tự theo đuổi mục tiêu riêng của mình dựa trên chi phí của chủ sở hữu mà không bị kiểm soát bởi HĐQT.

Giả thuyết H2d: Sở hữu của CEO tác động thuận chiều tới HQTC của công ty.

2.4.3. Đặc điểm của ban kiểm soát và hiệu quả tài chính

(Tornyeva, K. & Wereko, T., 2012) tìm thấy bằng chứng về mối quan hệ thuận chiều giữa tính độc lập của thành viên BKS và HQTC của công ty do giảm được chi phí đại diện, đồng thời, sự hiện diện của thành viên BKS độc lập và có trình độ chuyên môn sẽ làm tăng giá trị của công ty, theo đó tăng kết quả hoạt động kinh doanh của công ty.

Giả thuyết H3: Tính độc lập của các thành viên BKS có tác động thuận chiều tới HQTC công ty.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu được nghiên cứu sử dụng là dữ liệu thứ cấp được thu thập từ cophieu68.vn gồm: (i) Bản cáo bạch gồm bản cáo bạch niêm yết, bản cáo bạch phát hành lần đầu và bản cáo bạch phát hành thêm (nếu có); (ii) Báo cáo thường niên; (iii) Báo cáo tài chính sau kiểm toán, đối với các công ty có công ty con, báo cáo tài chính được sử dụng là báo cáo tài chính hợp nhất; (iv) Số liệu về giá cổ phiếu theo giá đóng cửa ngày 31/12 hàng năm. Tiêu chí chọn mẫu trong nghiên cứu này như sau:

Một là, các công ty cổ phần có cổ phiếu niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) hoặc Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX).

Hai là, các công ty công bố đầy đủ báo cáo tài chính sau kiểm toán trong khoảng thời gian từ năm 2010 - 2021.

Ba là, không xét đến các công ty trong lĩnh vực tài chính - ngân hàng, do đặc thù ngành nghề, các chỉ tiêu hoạt động của các doanh nghiệp trong lĩnh vực tài chính - ngân hàng có những điểm khác biệt.

Theo đó, nghiên cứu xác định được 113 doanh nghiệp đủ tiêu chuẩn được đưa vào mẫu nghiên

cứu (số doanh nghiệp được lựa chọn trong mẫu chiếm 15,09% tổng số 749 doanh nghiệp niêm yết trên hai sàn HOSE và HNX tính đến 31/12/2022), tạo dữ liệu bảng cân bằng với 1.356 quan sát trong giai đoạn 2010 - 2021.

3.2. Đo lường các biến trong mô hình

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

Theo (Gillan, 2006) QTCT có thể được xem xét trên góc độ quản trị bên trong và quản trị bên ngoài công ty, mỗi góc độ lại có nhiều chủ thể khác nhau. Do đó, QTCT được đại diện bởi nhiều yếu tố khác nhau và được đo lường theo nhiều cách thức khác nhau. Theo (Cremers, K. J. & Nair, V. B., 2005), việc thu thập số liệu gặp nhiều khó khăn nên những bộ thể điểm, chỉ số QTCT ít được sử dụng. Chính vì vậy, các thước đo riêng lẻ thường được sử dụng nhiều hơn trong nghiên cứu thực nghiệm về QTCT và HQTC.

Trên cơ sở tổng quan nghiên cứu và căn cứ vào tình hình thực tế thu thập số liệu, nghiên cứu sử dụng thước đo riêng lẻ đại diện cho QTCT và tập trung vào các nhân tố QTCT bao gồm: Cơ cấu HĐQT (sự kiêm nhiệm, quy mô HĐQT, thành viên nữ trong HĐQT, sự độc lập của HĐQT); cấu trúc sở hữu của HĐQT (sở hữu nhà nước, sở hữu nước ngoài, sở hữu bởi tổ chức là ngân hàng; sở hữu của thành viên BGD); đặc điểm của BKS bao gồm tính độc lập của thành viên BKS.

3.2.2. Đo lường biến phụ thuộc: Hiệu quả tài chính (FP)

(Joh, 2003) cho rằng nhóm các chỉ tiêu phản ánh khả năng sinh lời thường được sử dụng để đo lường HQTC nhiều hơn nhóm các chỉ tiêu phản ánh giá trị thị trường. Tuy nhiên, (Hu, I. & Izumida, S., 2008) lập luận rằng các chỉ tiêu phản ánh khả năng sinh lời chỉ thể hiện những chỉ báo hiệu quả ngắn hạn, trong khi đó các chỉ tiêu phản ánh giá trị thị trường có thể cho biết hiệu quả

tương lai của công ty. Do đó, nghiên cứu sử dụng kết hợp cả hai nhóm chỉ tiêu phản ánh khả năng sinh lời và chỉ tiêu phản ánh giá trị thị trường để đo lường HQTC tương tự trong nghiên cứu của (Bhagat, S. & Bolton, B., 2008), (Võ Hồng Diễm & Nguyễn Minh Tú, 2014)). Theo đó, nghiên cứu lựa chọn thước đo HQTC công ty thông qua chỉ tiêu ROE đại diện cho nhóm chỉ tiêu phản ánh khả năng sinh lời và Tobin's Q (TOQ) đại diện cho nhóm chỉ tiêu phản ánh giá trị thị trường.

3.2.3. Biến kiểm soát

Các biến kiểm soát được xác định dựa trên nghiên cứu của (Adams, R. & Mehran, H., 2005); (Hassan, S. U. & Ahmed, A., 2012); (Võ Hồng Đức và Phan Bùi Gia Thủy, 2013) gồm: Quy mô công ty, đòn bẩy tài chính.

Các biến của mô hình nghiên cứu được diễn giải tại Bảng 1.

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

Mô hình tác động của QTCT đến HQTC được xây dựng như sau:

$$FP_{it} = \alpha + \beta_2 BSIZE_{it} + \beta_3 EXED_{it} + \beta_4 INED_{it} + \beta_5 FEMALE_{it} + \beta_6 STATE_{it} + \beta_7 FORE_{it} + \beta_8 BANK_{it} + \beta_9 CEO_{it} + \beta_{10} INDEP_{it} + \beta_{11} SIZE_{it} + \beta_{12} LEV_{it} + \varepsilon_{it} (*)$$

Trong đó:

FP: Hiệu quả tài chính được đo lường qua hai chỉ tiêu là ROE và TOQ.

Nghiên cứu sử dụng các phương pháp ước lượng dữ liệu bảng tĩnh gồm: Phương pháp bình phương nhỏ nhất dạng gộp (Pooled OLS), mô hình tác động cố định (FEM), mô hình tác động ngẫu nhiên (REM). Nghiên cứu tiến hành kiểm định, lựa chọn mô hình phù hợp, kiểm tra khuyết tật và khắc phục khuyết tật của mô hình lựa chọn bằng phương pháp ước lượng nhỏ nhất khả thi (FGLS) với sự trợ giúp của phần mềm Stata 14.

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

4.1. Kết quả nghiên cứu

4.1.1. Phân tích ban đầu với dữ liệu

Thống kê mô tả:

Nghiên cứu tiến hành phân tích thống kê mô tả với dữ liệu thu thập được của các biến trong mô hình nghiên cứu, kết quả được thể hiện trong Bảng 2 dưới đây:

Số liệu về HQTC của doanh nghiệp tại Bảng 2 cho thấy, ROE trung bình là 0,2188, với mức thấp nhất là -0,2892, mức cao nhất đạt 0,7103; TOQ trung bình là 0,6922, với mức thấp nhất là 0,0512, mức cao nhất đạt 2,4206. Như vậy, mức độ biến động của ROE và TOQ trong mẫu nghiên cứu là khá lớn, kết quả này cũng được nhìn thấy ở mức biến động của các biến độc lập gồm EXED, INED, FEMALE, STATE, BANK, INDEP. Ngược lại, các biến BSIZE, SIZE, LEV của mô hình ít biến động hơn. Nghiên cứu thực hiện kiểm tra biến ngoại lai (outliers) bằng việc sử dụng biểu đồ scatter trong khoảng 5%-95% percentile với sự hỗ trợ của phần mềm Stata 14, kết quả cho thấy dữ liệu không tồn tại outliers.

Ma trận hệ số tương quan cặp và kiểm định đa cộng tuyến:

Số liệu tại Bảng 3 cho thấy hệ số tương quan cặp của các biến độc lập trong mô hình (*) đều nhỏ hơn 0,3, có thể thấy mức độ tương quan giữa các biến độc lập khá thấp. Do đó, vấn đề đa cộng tuyến của mô hình (*) là không nghiêm trọng.

Tuy nhiên, đây mới chỉ là hệ số tương quan cặp giữa các biến, nghiên cứu thực hiện kiểm định khuyết tật đa cộng tuyến của mô hình (*) thông qua việc thực hiện kiểm tra hệ số nhân tử phóng đại phương sai (VIF). Kết quả chạy hệ số VIF đối với mô hình (*) trường hợp biến phụ thuộc ROE và TOQ được thể hiện tại Bảng 4.

Bảng 1: Diễn giải các biến sử dụng trong nghiên cứu

Tên biến	Ký hiệu	Đo lường	Kỳ vọng dấu	Nguồn tham khảo
Biến phụ thuộc: Hiệu quả tài chính				
Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu	ROE	Lợi nhuận sau thuế/Vốn chủ sở hữu bình quân		(Bhagat, S. & Bolton, B., 2008); (Võ Hồng Diễm & Nguyễn Minh Tú, 2014)
Giá trị thị trường trên giá trị sổ sách	TOQ	Giá trị thị trường/ Giá trị sổ sách của tổng tài sản		(Bhagat, S. & Bolton, B., 2008); (Võ Hồng Diễm & Nguyễn Minh Tú, 2014)
Biến độc lập				
Quy mô HĐQT	BSIZE	Logarit tự nhiên của số thành viên HĐQT	+/-	(Guest, 2009), (Adams, R. & Mehran, H., 2005)
Sự kiêm nhiệm của HĐQT	EXED	Tỷ lệ thành viên ban giám đốc là thành viên HĐQT	+/-	(Brickley, J., Coles, J. & Jarrell, G., 1997); (Bhagat, S. & Bolton, B., 2008)
Sự độc lập của HĐQT	INED	Tỷ lệ thành viên HĐQT độc lập	+	(Daily, C. & Dalton, D., 1993)
Thành viên nữ trong HĐQT	FEMALE	Tỷ lệ thành viên nữ trong HĐQT	+	(Carter, M., Ittner, C. & Zechman, S., 2009)
Sở hữu nhà nước	STATE	Tỷ lệ sở hữu nhà nước	+	(Diễm, 2013)
Sở hữu nước ngoài	FORE	Tỷ lệ sở hữu nước ngoài của các cổ đông lớn (nắm giữ từ 5% cổ phần)	+	(Marashdeh, 2014); (Thủy, 2015)
Sở hữu từ các ngân hàng	BANK	Tỷ lệ sở hữu của cổ đông là các ngân hàng thương mại	-	(Morck, R., Nakamura, M. & Shivdasani, A., 2014)
Sở hữu của CEO	CEO	Tỷ lệ sở hữu của CEO	-	(Hassan, S. U. & Ahmed, A., 2012)
Tính độc lập của BKS	INDEP	Tỷ lệ thành viên BKS hoạt động độc lập	+	(Tornyeva, K. & Wereko, T., 2012)
Biến kiểm soát				
Quy mô doanh nghiệp	SIZE	Logarit tự nhiên giá trị tổng tài sản		
Đòn bẩy tài chính	LEV	Hệ số nợ		

(Nguồn: Tác giả tổng hợp)

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

Biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
ROE	1,356	0,2188	0,1130	-0,2892	0,7103
TOQ	1,356	0,6922	0,4223	0,0512	2,4206
BSIZE	1,356	1,7099	0,2446	1,0986	2,5649
EXED	1,356	0,2760	0,1649	0	0,8
INED	1,356	0,2363	0,0800	0	0,6667
FEMALE	1,356	0,1607	0,1785	0	0,75
STATE	1,356	0,1829	0,2652	0	0,875
FORE	1,356	0,0500	0,1144	0	0,517
BANK	1,356	0,0131	0,0864	0	0,756
CEO	1,356	0,0447	0,0951	0	0,563
INDEP	1,356	0,5161	0,1006	0	0,832
SIZE	1,356	28,0525	1,3844	25,4391	32,6175
LEV	1,356	0,4794	0,2193	0,0310	1,6188

(Nguồn: Tổng hợp từ phần mềm Stata 14)

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

	BSIZE	EXED	INED	FEMALE	STATE	FORE	BANK	CEO	INDEP	SIZE	LEV
BSIZE	1										
EXED	-0,261	1									
INED	0,216	-0,103	1								
FEMALE	0,090	0,066	-0,114	1							
STATE	0,006	-0,040	-0,077	-0,015	1						
FORE	0,299	-0,149	0,122	0,159	0,127	1					
BANK	-0,009	0,048	0,031	0,013	-0,118	0,124	1				
CEO	-0,122	0,156	-0,105	-0,199	0,205	0,108	0,221	1			
INDEP	0,111	0,003	-0,192	0,117	0,023	0,008	0,004	0,021	1		
SIZE	0,251	0,054	-0,002	0,017	0,210	0,215	0,203	0,126	-0,115	1	
LEV	0,109	0,072	0,080	-0,287	-0,211	-0,114	-0,111	0,115	-0,001	0,333	1

(Nguồn: Tổng hợp từ phần mềm Stata 14)

Bảng 4 cho thấy, hệ số VIF trung bình của mô hình (*) với biến phụ thuộc ROE và TOQ đều là 1,19, do đó, mô hình (*) không có khuyết tật đa cộng tuyến.

Bảng 4: Hệ số nhân tử phóng đại phương sai

Biến	VIF (ROE)	1/VIF (ROE)	VIF (TOQ)	1/VIF (TOQ)
SIZE	1,33	0,7532	1,33	0,7518
STATE	1,21	0,8247	1,21	0,8249
FORE	1,22	0,8167	1,23	0,8163
CEO	1,13	0,8866	1,13	0,8860
BSIZE	1,29	0,7724	1,30	0,7716
BANK	1,11	0,9002	1,11	0,9001
LEV	1,31	0,7622	1,31	0,7623
EXED	1,13	0,8828	1,13	0,8818
FEMALE	1,17	0,8556	1,17	0,8550
INED	1,10	0,9095	1,10	0,9097
INDEP	1,11	0,8772	1,10	0,8850
Trung bình VIF	1,19		1,19	

(Nguồn: Tổng hợp từ phần mềm Stata 14)

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

Nghiên cứu thực hiện ước lượng mô hình (*) với biến phụ thuộc là ROE và TOQ bằng 3 phương pháp: OLS gộp, FEM, REM dưới sự trợ giúp của phần mềm Stata 14. Theo đó, nghiên cứu thực hiện kiểm định Hausman để lựa chọn giữa mô hình FEM và REM, kết quả P-value < 0,05 đối với trường hợp biến phụ thuộc là ROE và TOQ, mô hình FEM được chọn đối với cả hai

trường hợp biến phụ thuộc là ROE và TOQ. Tiếp theo, mô hình FEM và OLS gộp được lựa chọn bởi kiểm định F, kết quả P-value < 0,05 đối với trường hợp biến phụ thuộc là ROE và TOQ, chứng tỏ có sự khác biệt có ý nghĩa giữa các quan sát cố định đối với mô hình có biến phụ thuộc là ROE và TOQ. Vì vậy, mô hình FEM là phù hợp hơn đối với trường hợp biến phụ thuộc ROE và TOQ với mức ý nghĩa 5%. Kết quả kiểm định lựa chọn mô hình được tổng hợp trong Bảng 5:

Bảng 5: Kết quả kiểm định lựa chọn mô hình (*)

Kiểm định	Giá trị xác suất P	Mô hình được chọn
Kiểm định Hausman (ROE)	P-value=0,0000	Mô hình FEM
Kiểm định Hausman (TOQ)	P-value= 0,0001	Mô hình FEM
Kiểm định F (ROE)	P-value= 0,0002	Mô hình FEM
Kiểm định F (TOQ)	P-value= 0,0001	Mô hình FEM

(Nguồn: Tổng hợp từ phần mềm Stata 14)

Để đảm bảo chất lượng của các ước lượng thu được từ mô hình (*), nghiên cứu tiến hành kiểm định sự hiện hữu của các khuyết tật phương sai sai số thay đổi và tự tương quan đối với hai mô hình FEM được chọn ở trên. Trong đó, kiểm định Wald được thực hiện để kiểm tra khuyết tật phương sai sai số thay đổi của mô hình (*) với biến phụ thuộc ROE và TOQ; kiểm định Wooldridge được thực hiện để kiểm tra khuyết tật tự tương quan của mô hình (*) với biến phụ thuộc ROE và TOQ. Kết quả kiểm định khuyết tật được tổng hợp tại Bảng 6, theo đó mô hình FEM được chọn tồn tại cả phương sai sai số thay đổi và tự tương quan.

GLS, kết quả ước lượng của mô hình (*) không có biến BANK bằng phương pháp GLS tại Bảng 7 sẽ được sử dụng để thảo luận kết quả nghiên cứu.

4.2. Thảo luận kết quả nghiên cứu

Kết quả Bảng 7 cho thấy, các biến có tác động có ý nghĩa thống kê đến ROE tại mức ý nghĩa 1% gồm: Biến BSIZE, EXED, FEMALE, FORE; biến CEO, INED, INDEP và LEV tại mức ý nghĩa 5%; biến STATE, BANK và SIZE tại mức ý nghĩa 10%. Các biến có tác động có ý nghĩa thống kê đến TOQ với mức ý nghĩa 1% gồm: Biến BSIZE, EXED, INED, STATE, FORE, CEO, LEV; biến FEMALE, BANK, INDEP và SIZE tại mức ý nghĩa 10%.

Bảng 6: Kết quả kiểm định khuyết tật của mô hình FEM

Kiểm định	Giá trị xác suất P	Kết luận
Phương sai sai số thay đổi (ROE)	P-value = 0,0001	Mô hình có khuyết tật phương sai sai số thay đổi
Phương sai sai số thay đổi (TOQ)	P-value = 0,0000	Mô hình có khuyết tật phương sai sai số thay đổi
Tự tương quan (ROE)	P-value = 0,0000	Mô hình có khuyết tật tự tương quan
Tự tương quan (TOQ)	P-value = 0,0000	Mô hình có khuyết tật tự tương quan

(Nguồn: Tổng hợp từ phần mềm Stata 14)

Khuyết tật phương sai sai số thay đổi và tự tương quan trong mô hình FEM với biến phụ thuộc ROE và TOQ sẽ khiến các ước lượng thu được từ mô hình (*) không đảm bảo độ tin cậy. Do đó, nghiên cứu thực hiện khắc phục khuyết tật phương sai sai số thay đổi và tự tương quan bằng mô hình GLS trên Stata đối với cả hai biến phụ thuộc ROE và TOQ. Kết quả ước lượng GLS đối với mô hình (*) cho thấy biến sở hữu từ các ngân hàng (BANK) không tác động đến ROE và TOQ. Do đó, nghiên cứu loại biến BANK ra khỏi mô hình (*) ban đầu và thực hiện chạy lại ước lượng

Như vậy, các giả thuyết đều được xác nhận trong nghiên cứu này. Giả thuyết H2c không được xác nhận với dữ liệu trong nghiên cứu này.

Về quy mô HĐQT (BSIZE): Quy mô HĐQT tác động thuận chiều tới HQTC của công ty với độ tin cậy 99% ở cả mô hình với biến phụ thuộc là ROE và TOQ. Điều này cho thấy, quy mô HĐQT lớn sẽ thuận lợi trong việc thu thập và nắm bắt thông tin, đồng thời có khả năng hỗ trợ người quản lý tốt hơn từ đó tăng HQTC công ty. Kết luận này được ủng hộ bởi (Adams, R. & Mehran, H., 2005).

Bảng 7: Kết quả hồi quy của mô hình

Biến	GLS(ROE)	GLS(TOQ)
BSIZE	0,712***	0,805***
	(0,009)	(0,007)
EXED	-0,371***	-0,500***
	(0,001)	(0,003)
INED	0,425**	0,517***
	(0,031)	(0,018)
FEMALE	0,336***	0,326*
	(0,007)	(0,003)
STATE	0,311*	0,162***
	(0,013)	(0,007)
FORE	0,452***	0,679***
	(0,004)	(0,003)
CEO	0,861**	0,392***
	(0,004)	(0,008)
INDEP	0,547**	0,654*
	(0,008)	(0,002)
SIZE	0,031*	0,071*
	(0,012)	(0,010)
LEV	-0,321**	-0,227***
	(0,012)	(0,006)
_CONS	1,319***	1,411***
	(0,008)	(0,016)
N	1,356	1,356

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

(Nguồn: Tổng hợp từ phần mềm Stata 14)

Về sự độc lập của HĐQT (INED): Tác động ngược chiều tới HQTC của công ty với biến phụ thuộc là ROE ở mức ý nghĩa 5% và TOQ ở mức

ý nghĩa 1%. Kết quả này nhất quán với lý thuyết đại diện và nghiên cứu thực nghiệm của (Daily, C. & Dalton, D., 1993) và một lần nữa khẳng định sự

tham gia của các thành viên độc lập trong HĐQT của công ty sẽ góp phần tách biệt vai trò giám sát và điều hành công ty nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Về sự kiêm nhiệm của HĐQT (EXED): Kết quả chỉ ra tác động ngược chiều đến HQTC của doanh nghiệp đối với mô hình biến phụ thuộc là ROE và TOQ tại mức ý nghĩa 1% bởi việc tỷ lệ kiêm nhiệm của thành viên HĐQT cao ảnh hưởng đến các quyết định có tính rủi ro cao hơn và vai trò kiểm soát quản lý của HĐQT cũng suy giảm, gây ra các rủi ro về hoạt động khiến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp giảm. Kết quả này được ủng hộ bởi lý thuyết đại diện và các nghiên cứu thực nghiệm của (Bhagat, S. & Bolton, B., 2008).

Về tỷ lệ thành viên nữ trong HĐQT (FEMALE): Tỷ lệ nữ giới tham gia trong thành viên HĐQT có tác động tích cực tới HQTC ở cả hai mô hình với biến phụ thuộc ROE và TOQ. Kết quả này được ủng hộ bởi lý thuyết các bên liên quan và nghiên cứu thực nghiệm của (Carter, M., Ittner, C. & Zechman, S., 2009). Điều này được lý giải bởi thành viên nữ thường có sự mềm dẻo, linh hoạt trong việc giải quyết các mối quan hệ của công ty với các bên liên quan. Do đó, với sự gia tăng của tỷ lệ thành viên nữ trong HĐQT sẽ góp phần nâng cao lợi thế cạnh tranh, hiệu quả quản lý và giám sát, từ đó nâng cao HQTC của công ty.

Về sở hữu nhà nước (STATE): Tác động thuận chiều tới HQTC với biến phụ thuộc là ROE và TOQ ở mức ý nghĩa lần lượt là 10% và 1%. Thực tế tại Việt Nam cho thấy, các doanh nghiệp có vốn cổ phần chi phối của nhà nước đều là những doanh nghiệp có hoạt động lâu đời, quy mô vốn lớn, được hưởng nhiều chính sách hỗ trợ từ nhà nước. Đồng thời, sự có mặt của các cổ đông đại diện phần vốn nhà nước trong doanh nghiệp

thường hỗ trợ các hoạt động tư vấn, đóng góp vào tiến trình hoàn thiện hệ thống thể chế nội bộ nhằm nâng cao năng lực và hiệu quả công tác quản trị, điều hành doanh nghiệp, do đó giúp doanh nghiệp nâng cao hiệu quả hoạt động. Kết luận này tương đồng với nghiên cứu của (Diễm, 2013).

Về sở hữu nước ngoài (FORE): Tác động thuận chiều tới HQTC với cả hai biến phụ thuộc ROE và TOQ ở mức ý nghĩa 1%. Kết quả này phù hợp với nghiên cứu của (Marashdeh, 2014); (Thủy, 2015). Điều này cho thấy, các nhà đầu tư nước ngoài là những người có nhiều kinh nghiệm và am hiểu trên thị trường tài chính và các thông lệ quản trị trong doanh nghiệp, do đó với sự tham gia của các cổ đông là nhà đầu tư nước ngoài sẽ góp phần nâng cao hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp niêm yết ở Việt Nam.

Về sở hữu của Tổng giám đốc/giám đốc (CEO): Tác động thuận chiều tới HQTC với biến phụ thuộc là ROE tại mức ý nghĩa 5% và TOQ tại mức ý nghĩa 1%. Kết quả cho thấy khi tỷ lệ sở hữu của CEO càng cao thì HQTC càng lớn, do khi CEO là chủ sở hữu doanh nghiệp thì họ có xu hướng đưa ra quyết định nhằm tối đa hóa giá trị công ty bởi điều này đồng nghĩa với việc tối đa hóa lợi nhuận của chính họ. Kết quả này phù hợp với các nghiên cứu của (Hassan, S. U. & Ahmed, A., 2012).

Về tính độc lập của BKS (INDEP): Tác động thuận chiều tới HQTC với cả hai biến phụ thuộc ROE và TOQ ở mức ý nghĩa 10%. Kết quả nghiên cứu này đồng nhất với nghiên cứu của (Tornyeva, K. & Wereko, T., 2012), đồng thời kết quả này cũng ủng hộ quan điểm của lý thuyết đại diện. Theo đó, với tỷ lệ thành viên độc lập trong BKS gia tăng sẽ góp phần giám sát thành viên HĐQT, các nhà quản lý doanh nghiệp tốt hơn, giảm chi phí đại diện, tăng hiệu quả hoạt động của công ty.

Các biến kiểm soát SIZE, LEV được đưa vào mô hình với biến phụ thuộc ROE và TOQ đều có tác động có ý nghĩa thống kê tới HQTC công ty. Kết quả này cho thấy, những doanh nghiệp có quy mô lớn, mức độ sử dụng nợ thấp sẽ có HQTC cao.

5. Kết luận và một số khuyến nghị

Nghiên cứu cung cấp bằng chứng thực nghiệm về tác động của thước đo riêng lẻ đại diện cho các nhân tố bên trong QTCT tới HQTC của các doanh nghiệp niêm yết Việt Nam, dữ liệu thứ cấp được thu thập từ các công ty phi tài chính niêm yết trên HOSE và HNX trong giai đoạn 2010 - 2021. Kết quả của nghiên cứu nhất quán với lý thuyết đại diện, lý thuyết các bên liên quan và các nghiên cứu thực nghiệm liên quan. Kết quả nghiên cứu cho thấy các nhân tố quy mô HĐQT, sự độc lập, tỷ lệ thành viên nữ tham gia HĐQT, sở hữu nhà nước, sở hữu nước ngoài, sở hữu của CEO và tính độc lập của BKS có tác động thuận chiều tới HQTC với cả hai biến phụ thuộc là ROE và TOQ; ngược lại, sự kiêm nhiệm của HĐQT tác động ngược chiều tới ROE và TOQ. Với dữ liệu trong nghiên cứu này, chưa tìm thấy bằng chứng cho thấy sự tham gia của các cổ đông tổ chức là ngân hàng trong thành phần HĐQT có tác động đến HQTC của công ty.

Dựa trên kết quả nghiên cứu, một số khuyến nghị về QTCT hướng tới nâng cao HQTC tại các công ty phi tài chính niêm yết tại Việt Nam theo hướng các doanh nghiệp hoàn thiện mô hình quản trị và quy chế hoạt động của HĐQT, cụ thể:

Về phía HĐQT, kết quả nghiên cứu khuyến nghị HĐQT các công ty phi tài chính niêm yết tại Việt Nam nên hoàn thiện mô hình quản trị và quy chế hoạt động của HĐQT theo hướng: (1) Tách bạch vị trí chủ tịch HĐQT và giám đốc điều hành doanh nghiệp nhằm đảm bảo vai trò giám sát ban điều hành của HĐQT và giảm dần tỷ lệ thành viên

HĐQT kiêm nhiệm điều hành; (2) Xác định quy mô HĐQT hợp lý; (3) Tuân thủ về tỷ lệ thành viên HĐQT độc lập nhằm bảo vệ lợi ích của các bên, của cổ đông thiểu số, thể hiện trách nhiệm xã hội và giải trình của các công ty đại chúng niêm yết; (4) Đa dạng hóa giới tính trong thành viên HĐQT nhằm tận dụng lợi thế của nữ giới trong hoạt động quản lý và giám sát doanh nghiệp.

Về phía BKS của công ty, kết quả nghiên cứu khuyến nghị việc gia tăng tính độc lập của thành viên BKS giúp các công ty giảm bớt xung đột từ vấn đề đại diện, đồng thời xây dựng cơ chế nhằm đảm bảo thành viên BKS hoạt động và thực thi nhiệm vụ một cách độc lập.

Về phía doanh nghiệp, nghiên cứu khuyến nghị: (1) Các doanh nghiệp nên lưu ý việc đa dạng hóa và gia tăng tỷ lệ sở hữu của các cổ đông lớn theo hướng phát huy thế mạnh của các cổ đông lớn trong hoạt động giám sát và quản trị doanh nghiệp; (2) Các doanh nghiệp cần tích cực hơn nữa trong việc thay đổi và áp dụng các thông lệ quản trị tiên tiến nhằm phát triển hiệu quả bền vững và thu hút các nhà đầu tư; (3) Gia tăng tỷ lệ tham gia của các nhà đầu tư nước ngoài và duy trì cổ đông đại diện phần vốn nhà nước tại doanh nghiệp góp phần nâng cao năng lực quản trị, khả năng cạnh tranh của doanh nghiệp.

Nghiên cứu này có hai điểm hạn chế chính: Một là, các doanh nghiệp được lựa chọn trong mẫu nghiên cứu chỉ chiếm hơn 15% tổng số doanh nghiệp niêm yết trên hai sàn khiến tính đại diện của mẫu chưa thực sự tốt; hai là, nghiên cứu chưa xem xét đến sự tác động của cơ chế khen thưởng cho thành viên BGD và thành viên HĐQT, đồng thời chưa tính đến yếu tố tập trung sở hữu, kiểm soát sở hữu trong các nhân tố nội tại của QTCT tác động tới HQTC của công ty. Trong những nghiên cứu tiếp theo, có thể mở rộng dữ

liệu mẫu nghiên cứu nhằm cung cấp thêm bằng chứng thực nghiệm cho vấn đề nghiên cứu này tại Việt Nam. Đồng thời, bổ sung và làm rõ cơ chế tác động cũng như mối quan hệ tác động dựa trên dữ liệu thực nghiệm của các yếu tố liên quan đến cơ chế khen thưởng, tập trung sở hữu, kiểm soát sở hữu, đặc biệt là kiểm soát chéo trong mối quan hệ của QTCT tác động tới HQTC của các doanh nghiệp Việt Nam. ♦

Tài liệu tham khảo:

- Adams, R. & Mehran, H. (2005). *Corporate performance, board structure and its determinants in the banking industry*. New York: Federal Reserve Bank of New York.
- Adams, R. B. & Ferreira, D. (2009). Women in the Boardroom and their impact on Governance and Performance. *Journal of Financial Economics*, 291-309.
- Adams, R. B., Heitor, Almeida, H. & Ferreira, D. (2005). Powerful CEOs and their impact on corporate performance. *The Review of Financial Studies*, 18-27.
- Ayuso, S. & Argandona, A. (2009). Responsible corporate governance: Towards a Stakeholder board of directors? *IESE Business School Working Paper*, 1-18.
- Bhagat, S. & Bolton, B. (2008). Corporate governance and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 257- 273.
- Brickley, J., Coles, J. & Jarrell, G. (1997). Leadership structure: Separating the CEO and Chairman of the board. *Journal of Corporate Finance*, 189- 220.
- Carter, M., Ittner, C. & Zechman, S. (2009). Explicit relative performance evaluation in performance- vest equity grants. *Review of Accounting Studies*, 269- 306.
- Cremers, K. J. & Nair, V. B. (2005). Governance mechanisms and Equity prices. *The Journal of Finance*, 2859-2894.
- Daily, C. & Dalton, D. (1993). Number of directors and financial performance: A meta-analysis. *Journal of Management*, 674- 686.
- Diễm, V. T. (2013). *Cấu trúc sở hữu, quản trị công ty và giá trị doanh nghiệp, bằng chứng các công ty niêm yết ở Việt Nam*. Thành phố Hồ Chí Minh: Trường Đại học Kinh tế TP. Hồ Chí Minh.
- Fama, E. F. & Jensen, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 301- 325.
- Gillan, S. T. (2006). Recent developments in corporate governance: An overview. *Journal of Corporate Finance*, 381- 402.
- Gillan, S. L. & Starks, L. T. (1998). A survey of shareholders activism: Motivation and Empirical Evidence. *Contemporary Finance Digest*, 10- 34.
- Guest, P. M. (2009). The impact of boardsize on firm performance: Evidence from the UK. *The European Journal of Finance*, 385- 404.
- Gul, F. & Leung, S. (2004). Board leadership, outside directors' expertise and voluntary corporate disclosure. *Journal of Accounting and Public Policy*, 351- 379.
- Hassan, S. U. & Ahmed, A. (2012). Corporate governance, earnings management and financial performance: A case of Nigerian manufacturing firms. *American International Journal of Contemporary Research*, 214- 226.
- Hoàng, L. Đ. (2015). *Tác động của cấu trúc sở hữu tới hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ở Việt Nam*. Hà Nội: Trường Đại học Kinh tế quốc dân.
- Hu, I. & Izumida, S. . (2008). Ownership concentration and Corporate performance: A

Causal analysis with Japanes panel data. *Corporate Governance: An International Review*, 16-28.

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

Joh, S. W. (2003). Corporate governance and firm profitability evidence from Korea before the economics crisis. *Journal of Financial Economics* , 287-322.

Mallin, C. A. (2004). *Corporate governance*. The United States: Oxford University Press.

Marashdeh, Z. M. (2014). *The effect of corporate governance on firm performance in Jordan*. Vương quốc Anh: University of Central Lancashire.

Morck, R., Nakamura, M. & Shivdasani, A. (2014). Banks, ownership structure, and firm value in Japan. *Chicago Journal*, 539-567.

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

Rose, C. (2007). Does female board representation influence firm performance? The Danish evidence. *Corporate Governance*, 404-413.

Shleifer, A. & Vishny, R. W. . (1997). A survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, 737- 783.

Stulz, R. M. (2005). The limits of financial globalization. *Journal of Finance*, 1595- 1638.

Thủy, C. T. (2015). Ảnh hưởng của tỷ lệ sở hữu nước ngoài và thông tin kế toán đến giá cổ phiếu. *Tạp chí Tài chính*, 48-57.

Tornyeva, K. & Wereko, T. (2012). Corporate governance and firm performance: Evidence from the Insurance sector of Ghana. *European Journal of Business and Management*, 95-112.

Venkatraman, N. & Ramanujam, V. . (1986). Measurement of business performance in strategy

research: A comparison of approach. *Academy of Management Review*, 801- 814.

Võ Hồng Diễm & Nguyễn Minh Tú . (2014). The impact of corporate governance on firm performance: Empirical Study in Vietnam. *International Journal of Economics and Finance*, 1-13.

Võ Hồng Đức và Phan Bùi Gia Thủy. (2013). Corporate governance and firm performance: Empirical evidence from Vietnam. *Journal of Economic Development*, 1-15.

Wang, D. H. M. & Huynh, Q. L. (2013). Complicated relationships among audit committee independence, nonfinancial and financial performance. *Knowledge Management, Economics and Information Technology*, 15-27.

Summary

The research evaluates the impact of individual measures representing the internal factors of corporate governance on the financial performance of listed non-financial companies in Vietnam. The study uses secondary data collected from listed non-financial enterprises in Vietnam for the period 2010- 2021 on the basis of static panel data analysis and performing test model selection. The research shows that enterprises have a large board size, high percentage of independent members and high percentage of female members on the board of directors and supervisory board, and a low percentage of executive director, high state ownership, high foreign ownership and large management ownership will contribute to improving corporate financial performance. The study results are supported by the stakeholder theory, agency theory and related empirical studies. The research makes recommendations for corporate governance in relation to financial performance of the enterprises.