

Thành viên độc lập hội đồng quản trị và hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh

Nguyễn Hải Yến, Ngô Phú Thanh*



Use your smartphone to scan this QR code and download this article

TÓM TẮT

Bài viết nghiên cứu tác động của thành viên độc lập hội đồng quản trị đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh trong giai đoạn từ năm 2012 đến 2018. Mẫu nghiên cứu là dạng dữ liệu bảng không cân bằng với 1693 quan sát. Phương pháp ước lượng GMM hệ thống được sử dụng để kiểm soát nội sinh, các khuyết tật khác trong mô hình nghiên cứu và phù hợp với dạng dữ liệu có thời gian ngắn, số lượng doanh nghiệp nhiều. Kết quả nghiên cứu cho thấy thành viên độc lập làm giảm hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp. Bên cạnh đó, nghiên cứu kiểm tra sự tác động của số lượng thành viên độc lập đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp niêm yết. Đây cũng là đóng góp mới của nghiên cứu. Cụ thể, các doanh nghiệp có một hoặc hai thành viên độc lập làm giảm hiệu quả hoạt động, có ý nghĩa thống kê. Song, các doanh nghiệp có từ ba thành viên độc lập chưa tìm thấy sự tác động làm giảm hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp. Như vậy, các thành viên độc lập chưa thể góp phần hỗ trợ cải thiện hiệu quả hoạt động doanh nghiệp một phần do sự bất cân xứng thông tin giữa người nội bộ và người bên ngoài, và do năng lực quản trị của các thành viên. Đồng thời, nghiên cứu đưa ra hàm ý chính sách rằng để phát huy hiệu quả vai trò của thành viên độc lập quản trị với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Từ khóa: thành viên độc lập hội đồng quản trị, hiệu quả hoạt động, doanh nghiệp niêm yết

GIỚI THIỆU

Thành viên độc lập hội đồng quản trị bắt nguồn từ Mỹ khi có sự phân tán quyền sở hữu trong các công ty cổ phần. Hội đồng quản trị có số lượng các thành viên bên ngoài nhiều hơn các thành viên trực tiếp điều hành phổ biến ở Mỹ từ những năm 1960¹. Thành viên độc lập hội đồng quản trị được hiểu là thành viên không trực tiếp hoặc gián tiếp có mối quan hệ với công ty thông qua các thành viên khác trong hội đồng quản trị của công ty². Do đó, thành viên độc lập giữ vai trò cốt lõi trong việc nâng cao hiệu quả hoạt động của hội đồng quản trị và giảm thiểu chi phí đại diện trong doanh nghiệp qua việc tăng cường giám sát^{2,3}. Nhờ đó, hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp được cải thiện. Cho đến ngày nay, thành viên độc lập hội đồng quản trị trở nên phổ biến ở các quốc gia trên thế giới, song các nghiên cứu lý thuyết và bằng chứng thực nghiệm về vai trò của thành viên độc lập đối với hiệu quả hoạt động vẫn còn tranh cãi¹. Một số nghiên cứu cho thấy thành viên độc lập hội đồng quản trị làm gia tăng hiệu quả hoạt động của các doanh

nh nghiệp⁴⁻⁷. Ngược lại, một số nghiên cứu khác đưa ra kết quả rằng thành viên độc lập hội đồng quản trị tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp^{1,3,8-14}. Bên cạnh đó, các nghiên cứu chủ yếu tập trung vào tỷ lệ thành viên độc lập trong hội đồng quản trị, chưa quan tâm đến số lượng thành viên độc lập có tại doanh nghiệp⁶.

Ở Việt Nam, các doanh nghiệp đang trong chuyển đổi có những nét tương đồng với các nước đang phát triển khác về các cơ chế quản trị bên ngoài và môi trường kinh doanh. Cơ chế giám sát quản trị bên ngoài vẫn chưa đầy đủ, và thành viên độc lập hội đồng quản trị đóng một vai trò quan trọng trong quản trị doanh nghiệp để giảm thiểu chi phí đại diện và tăng cường chất lượng hệ thống quản trị doanh nghiệp³. Bởi vậy, với mong muốn giúp doanh nghiệp có cơ chế giám sát để nâng cao hiệu quả hoạt động, Nhà nước đã quy định điều kiện, cơ chế hoạt động của thành viên độc lập hội đồng quản trị trong Luật doanh nghiệp 2014. Sau đó, năm 2017 Bộ tài chính tiếp tục ban hành thông tư 95/2017/TT-BTC hướng dẫn một số điều của Nghị định 71/2017 hướng dẫn về quản trị công ty áp dụng với công ty đại chúng do có hiệu lực từ ngày 6/11/2017 để quy định chặt chẽ hơn về số lượng thành viên hội

* https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/b3f84d89-541a-45cc-a7db-41a20c021763/IFC_Indicative_Independent_Director_Definition_062719.pdf?MOD=AJPERES&CVID=mKqqtW

Trích dẫn bài báo này: Yến N H, Thanh N P. Thành viên độc lập hội đồng quản trị và hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh. *Sci. Tech. Dev. J. - Eco. Law Manag.*; 5(4):1881-1891.

Trường Đại học Kinh tế - Luật,
VNU-HCM, Việt Nam

Liên hệ

Ngô Phú Thanh, Trường Đại học Kinh tế -
Luật, VNU-HCM, Việt Nam

Email: thanhnp@uel.edu.vn

Lịch sử

- Ngày nhận: 22/03/2021
- Ngày chấp nhận: 29/7/2021
- Ngày đăng: 15/8/2021

DOI: 10.32508/stdjelm.v5i4.784



Bản quyền

© ĐHQG Tp.HCM. Đây là bài báo công bố mở được phát hành theo các điều khoản của the Creative Commons Attribution 4.0 International license.



đồng quản trị độc lập. Sau khi có những quy định mới ban hành, liệu hội đồng thành viên độc lập có thực sự giúp cải thiện hiệu quả doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam không? Câu hỏi này đến nay vẫn chưa có nhiều nghiên cứu thực hiện tại thị trường mới nổi như Việt Nam³. Trong bài nghiên cứu này, nhóm tác giả khai thác tìm hiểu sự tác động của thành viên độc lập hội đồng quản trị đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Sau phần 1 giới thiệu, nghiên cứu được cấu trúc gồm bốn phần: Phần 2 đề cập đến bằng chứng thực nghiệm để phát triển các giả thuyết nghiên cứu. Phần 3 trình bày về đặc điểm của mẫu nghiên cứu, xây dựng các biến và mô hình nghiên cứu. Phần 4 đưa ra kết quả nghiên cứu, những phân tích về kết quả liên quan. Cuối cùng, phần 5 đưa ra các kết luận.

CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ BẰNG CHỨNG THỰC NGHIỆM

Lý thuyết về sự tác động của thành viên độc lập đến hiệu quả hoạt động

Trong hệ thống các học thuyết tài chính, hai học thuyết có thể giải thích sự tác động của thành viên độc lập đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp: lý thuyết vấn đề người đại diện¹⁵ và lý thuyết người quản lý¹⁶. Hai lý thuyết có quan điểm trái ngược nhau về mối quan hệ giữa thành viên độc lập và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Cụ thể như sau:

Lý thuyết vấn đề người đại diện

Hình thức công ty cổ phần tách rời giữa người chủ sở hữu vốn và những người quản lý hay điều hành trong doanh nghiệp (các cổ đông). Điều này làm phát sinh các mâu thuẫn và xung đột lợi ích giữa các cổ đông và ban lãnh đạo doanh nghiệp¹⁵. Những mâu thuẫn và xung đột lợi ích làm gia tăng chi phí đại diện, từ đó làm giảm hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Khi đó, quản trị doanh nghiệp (corporate governance) đã ra đời, và được xem là một hệ thống giám sát và làm cân bằng lợi ích nhằm giải quyết vấn đề lợi dụng quyền hạn của người quản lý và giảm thiểu xung đột lợi ích giữa cổ đông và người quản lý¹⁷. Tuy nhiên, toàn bộ hội đồng quản trị của doanh nghiệp là người nội bộ làm hệ thống quản trị công ty bị méo mó, xuất hiện thêm nhiều gian lận. Do đó, theo lý thuyết vấn đề đại diện cần đưa thêm các thành viên độc lập vào hội đồng quản trị của doanh nghiệp để giám sát hoạt động của ban điều hành. Các thành viên độc lập thường là các chuyên gia trong một lĩnh vực nhất định, có thể phát huy sức mạnh chuyên môn trong việc giám sát các quyết định và thực hiện các quyết định của người quản lý/ban điều hành¹⁸. Từ

đó, làm giảm bớt chi phí đại diện và gia tăng hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Lý thuyết quản lý

Theo lý thuyết quản lý, các nhà quản lý doanh nghiệp có nghĩa vụ bảo vệ lợi ích cho các cổ đông trong doanh nghiệp, thực hiện các mục tiêu tối đa hóa giá trị doanh nghiệp. Đồng thời, các nhà quản lý doanh nghiệp có cùng lợi ích với các cổ đông. Do đó, họ không nhất thiết phải thực hiện các hành động cho mục tiêu cá nhân, và họ đáng tin cậy, có động cơ làm việc vì những người chủ sở hữu doanh nghiệp¹⁶. Từ đó, lý thuyết quản lý gợi ý rằng việc quản lý điều hành tối ưu nhất khi hội đồng quản trị có quyền lực tối cao. Vì vậy, các thành viên độc lập hội đồng quản trị là không cần thiết, và không làm cải thiện hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp bởi các nhà quản lý đã thực hiện quản trị tài chính hiệu quả vì mục tiêu của chủ sở hữu^{16,19}. Như vậy, các lý thuyết vẫn còn tranh cãi về sự tác động của thành viên độc lập đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. một mặt lý thuyết đại diện cho rằng thành viên độc lập có tác động tăng hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Mặt khác, lý thuyết quản lý cho rằng thành viên độc lập không cần thiết và không giúp cải thiện hiệu quả hoạt động doanh nghiệp.

Bằng chứng thực nghiệm sự tác động của thành viên độc lập hội đồng quản trị đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp

Mối quan hệ giữa cấu trúc hội đồng quản trị và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp là một trong những chủ đề được nghiên cứu nhiều nhất trong lĩnh vực tài chính doanh nghiệp trong hai thập kỷ vừa qua⁶. Tuy nhiên, các kết quả nghiên cứu liên quan đến mối quan hệ giữa thành viên độc lập hội đồng quản trị và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp còn trái ngược nhau. Hầu hết các nghiên cứu ban đầu trên các doanh nghiệp tại Mỹ cho kết quả rằng tác động của thành viên độc lập đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp là không có ý nghĩa thống kê của Bhagat S và Black B năm 1999; Bhagat S và Black B năm 2001; Hermalin BE và Weisbach MS năm 1991; MacAvoy và cộng sự năm 1983^{8,9,11,20} hoặc thành viên độc lập ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp như nghiên cứu của Agrawal A và Knoeber CR năm 1996²¹. Ngoại trừ có nghiên cứu sự kiện của Agrawal A và Knoeber CR năm 1996²¹ khẳng định rằng giá cổ phiếu tăng 0.2% khi các thành viên độc lập được bổ nhiệm vào hội đồng quản trị, và nghiên cứu của Core JE và cộng sự năm 1999²² chứng minh rằng có mối tương quan dương giữa tỷ lệ phần trăm thành viên độc lập với tỷ số M/B của doanh nghiệp. Một số nghiên cứu khác cho thấy ảnh hưởng tiêu cực

của thành viên độc lập đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, chẳng hạn như nghiên cứu tại Mỹ của Baysinger BD và Butler HN năm 1985; Chaganti RS và cộng sự năm 1985^{23,24}. Các kết quả nghiên cứu trái chiều nhau là do một số nguyên nhân sau đây. Thứ nhất, thành viên độc lập là yếu tố nội sinh^{12,13}. Cụ thể theo Hermalin BE và Weisbach MS năm 1988¹² đưa ra lý thuyết và bằng chứng thực nghiệm về hiệu quả hoạt động doanh nghiệp kém làm tăng số lượng thành viên độc lập. Lúc này, vai trò của các thành viên độc lập không thể được nhận ra do bị lấn át bởi hiệu quả hoạt động doanh nghiệp kém trong quá khứ. Vì vậy, khó có thể xác định được mối quan hệ nhân quả giữa các thành viên hội đồng quản trị với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Thứ hai, không phải tất cả các thành viên độc lập đều thực hiện tốt chức năng giám sát. Một phần phụ thuộc vào năng lực, kỹ năng của các thành viên độc lập. Đồng thời, các giám đốc điều hành (CEO) có thể tham gia vào việc lựa chọn các thành viên hội đồng độc lập²⁵. Cuối cùng, các nghiên cứu giai đoạn đầu không tìm thấy mối quan hệ giữa các thành viên độc lập và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp có thể do vai trò của thành viên độc lập chưa thực sự được phát huy trong bối cảnh đó.

Các nghiên cứu lý thuyết và thực nghiệm sau này mở rộng nghiên cứu mối quan hệ giữa các thành viên độc lập và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp sang các quốc gia đang phát triển và thị trường mới nổi. Song, các kết quả nghiên cứu vẫn còn trái ngược nhau giữa các quốc gia. Bhagat S và Black B năm 2021; Hermalin BE và Weisbach đã^{9,13} minh chứng rằng các thành viên độc lập tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp Mỹ. Bhagat S và Bolton B năm 2008²⁶ với nghiên cứu các doanh nghiệp ở Mỹ đưa ra kết luận rằng mối quan hệ giữa thành viên độc lập và hiệu quả doanh nghiệp không có ý nghĩa thống kê với các cách đo lường hiệu quả hoạt động trong ngắn hạn và dài hạn. Tại thị trường mới nổi như Bangladesh, sự có mặt của thành viên độc lập làm giảm hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp niêm yết. Ngược lại, hầu hết các nghiên cứu tại thị trường mới nổi và các quốc gia đang phát triển cho kết quả thành viên độc lập và hiệu quả doanh nghiệp có tương quan dương với nhau^{1,3-6}. Nguyên nhân do cơ chế quản trị bên ngoài doanh nghiệp còn yếu, khả năng bảo vệ các nhà đầu tư thấp, nên cơ chế quản trị bên trong doanh nghiệp như thành viên độc lập phát huy tác dụng giám sát quản lý, từ đó cải thiện hiệu quả doanh nghiệp⁶. Ủng hộ quan điểm tồn tại mối quan hệ giữa thành viên độc lập và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp, Dahya và cộng sự năm 2008²⁷ sử dụng bộ dữ liệu bao gồm 22 quốc gia trên thế giới nhưng loại trừ Mỹ. Kết quả cho thấy hiệu quả hoạt động chịu ảnh hưởng tích cực từ

thành viên độc lập trong các doanh nghiệp. Tương tự, Dahya J và McConnell 2007²⁸ đã xem xét các doanh nghiệp tại Anh; Black B và Kim W năm 2012²⁹ xem xét các doanh nghiệp ở Hàn Quốc cũng cho kết quả rằng những quy định luật mới về quản trị công ty tác động tích cực đến mối quan hệ giữa thành viên độc lập và hiệu quả doanh nghiệp. Cùng với các lý thuyết và bằng chứng thực nghiệm, các nhà tạo lập chính sách và các sở giao dịch chứng khoán trên toàn thế giới đưa ra quy định bắt buộc về thành viên hội đồng quản trị độc lập. Họ coi thành viên hội đồng quản trị độc lập như một thành phần quan trọng không thể của một bộ máy quản trị công ty tốt⁶. Như vậy, các nhà quản trị doanh nghiệp, những nhà tạo lập chính sách và hầu hết các nghiên cứu trong thời gian gần đây tại các quốc gia không bao gồm Mỹ đều thừa nhận vai trò của các thành viên độc lập giúp cải thiện hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Nghiên cứu về mối quan hệ giữa thành viên độc lập và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp tại Việt Nam theo tìm hiểu của tác giả chưa thực sự có nhiều. Nguyễn và cộng sự³ năm 2017 với nghiên cứu vai trò của thành viên độc lập đối với hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn từ năm 2010-2014. Kết quả cho thấy tỷ lệ phần trăm thành viên độc lập trong hội đồng quản trị có tương quan âm với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp (đo lường bằng ROA). Các tác giả tập trung nghiên cứu giai đoạn trước và sau 2 năm kể từ ngày ban hành luật hướng dẫn về quản trị công ty năm 2012. Khoảng thời gian này chưa đủ dài để thấy được hiệu quả của văn bản luật đối với hoạt động của doanh nghiệp. Nghiên cứu của Ly TT và Duc NK³⁰ năm 2020 về quản trị công ty và giá trị doanh nghiệp cũng đề cập đến yếu tố thành viên độc lập trong giai đoạn từ 2006 đến 2014. Kết quả nghiên cứu cho thấy thành viên độc lập tác động cùng chiều đến Tobin's Q ở mức ý nghĩa 10%. Các nghiên cứu tại Việt Nam cho kết quả chưa thống nhất, đồng thời chủ yếu sử dụng tỷ lệ phần trăm của thành viên độc lập so với tổng số lượng các thành viên hội đồng quản trị, mà chưa xem xét đến con số tuyệt đối về thành viên độc lập trong hội đồng quản trị. Do vậy có thể nói, các nghiên cứu riêng về thành viên độc lập tác động đến hiệu quả hoạt động tại Việt Nam vẫn còn là chủ đề vẫn còn khoảng trống nghiên cứu: (i) chiều hướng tác động của thành viên độc lập đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp, (ii) cách đo lường số lượng viên độc lập chưa được đề cập. Bên cạnh đó, các quy định pháp luật hiện hành Việt Nam ủng hộ quan điểm cần có thành viên độc lập để cải thiện hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp^b.

^bLuật DN 2014, Luật Chứng khoán 2006 Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật Chứng khoán ngày 24 tháng 11 năm 2010 và

Vì vậy, nhóm tác giả đưa giả thuyết: *H1: Thành viên độc lập tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp.*

PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Dữ liệu nghiên cứu

Mẫu quan sát trong nghiên cứu này là các doanh nghiệp phi tài chính được niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh từ năm 2012 đến 2018. Trong giai đoạn này, các nhà tạo lập chính sách bắt đầu quan tâm đến quản trị doanh nghiệp, các quy định về quản trị doanh nghiệp đặc biệt liên quan đến thành viên độc lập được cụ thể hóa và rõ ràng hơn. Những doanh nghiệp trong lĩnh vực tài chính bao gồm ngân hàng, doanh nghiệp chứng khoán, doanh nghiệp bảo hiểm, các tổ chức tài chính theo chuẩn phân ngành ICB sẽ bị loại bỏ khỏi mẫu quan sát do đặc thù báo cáo tài chính của các doanh nghiệp này có nhiều sự khác biệt so với các doanh nghiệp còn lại. Những quan sát không đầy đủ dữ liệu tài chính và thông tin về quản trị doanh nghiệp trong giai đoạn nghiên cứu cũng sẽ được loại bỏ. Bảng dữ liệu cuối cùng là bảng dữ liệu không cân bằng với 1693 quan sát. Dữ liệu về bộ chỉ số tài chính của doanh nghiệp được lấy từ FinPro. Dữ liệu về quản trị công ty được nhóm nghiên cứu thu thập trực tiếp thông qua báo cáo thường niên, báo cáo quản trị và bản cáo bạch của các doanh nghiệp được đăng tải trên các website của doanh nghiệp, vietstock.vn và cafef.vn.

Đo lường các biến sử dụng trong mô hình

Hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp Để đo lường hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, nhóm tác giả sử dụng cách đo lường kế toán thông qua hai chỉ tiêu tỷ số lợi nhuận ròng chia tổng tài sản (ROA), và tỷ số lợi nhuận ròng chia vốn chủ sở hữu (ROE)^{3,6}. Nghiên cứu không sử dụng cách đo lường theo giá trị thị trường Tobin's Q hoặc lợi nhuận cổ phiếu doanh nghiệp do các giá trị kế toán phản ánh nhanh hơn với hoạt động tài chính của doanh nghiệp hơn so với các giá trị thị trường ở các thị trường chứng khoán trong giai đoạn đầu hoạt động hay cải tổ⁶.

Thành viên độc lập hội đồng quản trị. Khi xác định thành viên độc lập hội đồng quản trị, nhóm nghiên cứu dựa trên quy định của pháp luật trong từng giai đoạn thu thập. Giai đoạn trước năm 2014, nghiên cứu xác định thành viên độc lập dựa trên thông tư thông tư 121/2012/BTC. Cụ thể thành viên độc lập hội đồng quản trị là thành viên không điều hành, không giữ các

Nghị định 71/2017/NĐ-CP của Chính phủ hướng dẫn về quản trị công ty áp dụng đối với công ty đại chúng quy định chặt chẽ hơn về điều kiện trở thành thành viên độc lập, số lượng thành viên, và nhiệm kỳ hoạt động của thành viên độc lập.

chức vụ trong hoạt động của công ty, công ty con và công ty con liên kết hoặc tại các công ty nắm quyền kiểm soát. Những người có liên quan với thành viên độc lập hội đồng quản trị không được điều hành hoặc giữ các chức vụ công việc tại các tổ chức tương tự như thành viên độc lập. Ngoài ra, thành viên độc lập và người có liên quan không phải là cổ đông lớn hoặc người đại diện của công đồng lớn hoặc người có liên quan của cổ đông lớn của công ty (theo quy định, cổ đông lớn là cổ đông sở hữu 5% cổ phần trở lên); không làm việc tại các tổ chức cung cấp dịch vụ tư vấn pháp luật, kiểm toán cho công ty trong hai năm gần nhất; không phải là đối tác hoặc người liên quan của đối tác có giá trị giao dịch hàng năm với công ty chiếm từ 30% trở lên tổng doanh thu hoặc tổng giá trị hàng hóa, dịch vụ mua vào của công ty trong hai năm gần nhất. Cuối cùng, thành viên độc lập phải tham dự đầy đủ các cuộc họp hội đồng quản trị theo quy định trong điều lệ doanh nghiệp và của luật pháp.

Giai đoạn từ năm 2014 đến 2017, thành viên độc lập được xác định dựa trên luật doanh nghiệp năm 2014. Sau năm 2017, thành viên độc lập được ràng buộc thêm quy định Nghị định 71/2017/NĐ-CP hướng dẫn về quản trị công ty áp dụng đối với công ty đại chúng. Theo đó, thành viên độc lập và người có liên quan không làm việc, hoặc đã từng làm việc tại công ty hoặc công ty, đặc biệt thành viên độc lập không tham gia trong ít nhất 3 năm liền trước đó, và không được hưởng thu nhập như các thành viên hội đồng quản trị theo quy định. Bên cạnh đó, thành viên độc lập không phải là người từng làm thành viên Hội đồng quản trị, Ban kiểm soát của công ty ít nhất trong 05 năm liền trước đó. Về vấn đề sở hữu, thành viên độc lập và người có liên quan không phải là cổ đông lớn của công ty, không sở hữu trực tiếp hoặc gián tiếp nhiều hơn 1% tổng số cổ phần có quyền biểu quyết.

Nghiên cứu sử dụng hai cách đo lường thành viên độc lập hội đồng quản trị. Thứ nhất, nhóm tác giả sử dụng tỷ lệ phần trăm thành viên độc lập trong hội đồng quản trị. Phương pháp đo lường thứ hai được sử dụng là số lượng thành viên độc lập thực tế trong các doanh nghiệp để kiểm tra hiệu ứng ảnh hưởng của số lượng các thành viên độc lập đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp (Liu, 2015). Cụ thể, nghiên cứu sử dụng biến giả dl1, dl2, dl3, dl4 tương ứng 1 với hội đồng quản trị có 1, 2, 3 và hơn 3 thành viên độc lập và 0 với các trường hợp còn lại.

Các biến kiểm soát bao gồm các biến đặc điểm tài chính doanh nghiệp, các biến về quản trị doanh nghiệp dựa trên nghiên cứu của Liu Y và cộng sự năm 2015; Nguyen AP và cộng sự 2019^{6,31}. Cụ thể, tốc độ tăng trưởng doanh thu (sgrth) được tính bằng chênh lệch doanh thu trong hai năm liên tiếp, logarit

tự nhiên của số năm doanh nghiệp hoạt động (lnage), đòn bẩy tài chính là tỷ lệ tổng nợ phải trả chia tổng tài sản (lev), quy mô doanh nghiệp (lnsize) là logarit tự nhiên của tổng tài sản, logarit tự nhiên của số lượng thành viên hội đồng quản trị (lnboard). Thành viên hội đồng quản trị kiêm nhiệm ceo (duality) là biến giả nhận giá trị bằng 1 nếu doanh nghiệp trong năm có thành viên hội đồng quản trị kiêm nhiệm ceo, và còn lại nhận giá trị bằng 0.

Mô hình nghiên cứu

Để phân tích sự thay đổi do tác động của thành viên độc lập đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp, nhóm tác giả dựa trên cơ sở lý thuyết về quản trị công ty và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp và ước lượng dựa trên mô hình của Liu Y và cộng sự năm 2015⁶ như sau:

$$Performance_{it} = \alpha + \gamma * I_{it} + \beta * Control_{it} + d_i + d_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Trong đó: $Performance_{it}$ là hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp được đo lường bằng ROA và ROE. Thành viên độc lập hội đồng quản trị (lit) là biến độc lập chính trong mô hình được đại diện bằng dl là tỷ lệ phần trăm thành viên độc lập, và dl1, dl2, dl3, dl4 lần lượt biến giả tương ứng với số lượng thành viên độc lập 1,2,3, và hơn ba thành viên độc lập. Controlit là một vector các biến kiểm soát trong doanh nghiệp và các biến kiểm soát về quản trị. di và dt là ảnh hưởng cố định theo doanh nghiệp và năm, ε_{it} là sai số.

Hầu hết các nghiên cứu thực nghiệm xem xét mối quan hệ giữa hội đồng quản trị và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp gặp vấn đề nội sinh do ảnh hưởng của các yếu tố không quan sát được, tính đồng thời, và các mối quan hệ nhân quả nghịch. Nghiên cứu mối quan hệ giữa thành viên độc lập và hiệu quả hoạt động cũng không ngoại lệ. Ảnh hưởng của các yếu tố không quan sát được sẽ xuất hiện khi có một số biến ẩn không được xác định, và nó tác động lên mối quan hệ giữa đặc tính của hội đồng quản trị và hiệu quả hoạt động. Tính đồng thời xuất hiện khi doanh nghiệp lựa chọn mức độ thành viên độc lập nhất định tương ứng với mức độ hiệu quả hoạt động doanh nghiệp mong muốn. Cuối cùng vấn đề mối quan hệ nhân quả nghịch xảy ra khi doanh nghiệp với mức độ hiệu quả hoạt động nhất định đưa ra yêu cầu về thành viên độc lập tương ứng⁶. Vì vậy, nghiên cứu sẽ áp dụng các phương pháp ước lượng GMM hệ thống để giải quyết hiện tượng nội sinh có thể xảy ra khi xem xét mối quan hệ giữa thành viên độc lập hội đồng quản trị và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Tuy nhiên, khi sử dụng phương pháp ước lượng GMM hệ thống, một số hồi quy có thể bị ảnh hưởng bởi những biến

động trong quá khứ, chẳng hạn như biến trễ của biến phụ thuộc³². Do đó, phương trình hồi quy (1) được viết lại như sau:

$$Performance_{it} = \alpha + \delta * Performance_{it-1} + \gamma * I_{it} + \beta * Control_{it} + d_i + d_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ THẢO LUẬN

Mô tả thống kê

Dữ liệu thống kê các biến sử dụng trong mô hình nghiên cứu được trình bày trong Bảng 1. Mô tả thống kê bao gồm giá trị trung bình, độ lệch chuẩn, giá trị nhỏ nhất và giá trị lớn nhất.

Giá trị trung bình của ROE và ROA của các doanh nghiệp niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh trong giai đoạn 2012-2018 lần lượt ở mức xấp xỉ 13,9% và 7,6%. Mức ROA trung bình trong giai đoạn nghiên cứu thấp hơn mức 9,14% trong giai đoạn giai đoạn 2010-2014 của Nguyen và cộng sự năm 2017³. Tỷ lệ phần trăm các thành viên độc lập hội đồng quản trị trong mẫu nghiên cứu có giá trị trung bình khoảng 17,7%. Mức tỷ lệ này tương đồng với các thị trường mới nổi như 12,6% tại Bangladesh theo Rashid A năm 2018¹, song tương đối thấp so với Trung Quốc ở mức 30,2% theo Liu Y và cộng sự năm 2015⁶.

Bảng 2 trình bày ma trận hệ số tương quan theo cặp giữa các biến sử dụng trong mô hình nghiên cứu. Toàn bộ các biến đại diện cho thành viên độc lập (dl, dl1, dl2, dl3, dl4) không có hệ số tương quan cao với các biến phụ thuộc và biến kiểm soát khác, do đó tránh được vấn đề đa cộng tuyến giữa các biến trong mô hình nghiên cứu.

Kết quả hồi quy

Kết quả ước lượng sự tác động của thành viên độc lập hội đồng quản trị tới hiệu quả hoạt động trong giai đoạn từ năm 2012 đến năm 2018 của các doanh nghiệp niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh được thể hiện trong Bảng 3. Trước tiên, tác giả kiểm tra tính bền vững và sự phù hợp của mô hình GMM hệ thống thông qua AR (2) và kiểm định Sargan- Hansen. Kiểm định AR(2) và Sargan- Hansen đều không có ý nghĩa thống kê. Điều này đồng nghĩa với mô hình GMM hệ thống là phù hợp, không có hiện tượng tự tương quan bậc 2 và các biến công cụ sử dụng hợp lý. Bên cạnh đó, nhóm tác giả sử dụng hai cách đo lường hiệu quả hoạt động và thành viên độc lập khác nhau, nhưng kết quả chiều hướng tác động của thành viên độc lập hội đồng quản trị đến hiệu quả hoạt động vẫn không thay đổi. Mô hình đảm bảo tính vững. Dựa trên sự hợp lý của mô hình được

Bảng 1: Mô tả thống kê

Biến	Quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Nhỏ nhất	Lớn nhất
roe	1693	0,139	0,165	-1,602	1,607
roa	1693	0,076	0,089	-0,625	0,743
dl	1693	0,177	0,133	0	0,75
lnboard	1693	1,724	0,204	1,099	2,398
duality	1693	0,266	0,442	0	1
sgrth	1693	0,159	0,56	-0,912	8,735
lev	1693	0,481	0,215	0,002	0,971
lnsize	1693	27,931	1,282	25,534	32,2
lnage	1693	2,747	0,473	1,099	4,078

(Nguồn: Nhóm tác giả tính toán)

ước lượng bằng GMM hệ thống, tác giả xem xét tác động của thành viên độc lập hội đồng quản trị đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Khi sử dụng ước lượng bằng GMM hệ thống, số lượng quan sát trong mô hình ước lượng (1403) giảm đi so với số lượng quan sát trong thống kê mô tả (1693) là do trong mô hình ước lượng có sử dụng biến trễ của biến phụ thuộc.

Trong Bảng 3, cột 2 và cột 3 thể hiện ước lượng hồi quy lần lượt với biến phụ thuộc ROE, ROA và biến thành viên độc lập được đo bằng tỷ lệ phần trăm. Tỷ lệ phần trăm thành viên độc lập hội đồng quản trị có tương quan âm với ROE và ROA lần lượt ở mức ý nghĩa 5% và 10%. Hay thành viên độc lập hội đồng quản trị tác động làm giảm hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp trong giai đoạn nghiên cứu. Kết quả trái với giả thuyết đưa ra ban đầu. Thực sự, thành viên độc lập chưa tác động hiệu quả đến hoạt động của các doanh nghiệp niêm yết. Về mặt lý thuyết, kết quả nghiên cứu không ủng hộ lý thuyết vấn đề người đại diện, thay vào đó, phần nào ủng hộ lý thuyết quản lý. Kết quả này tương đồng với nghiên cứu của Nguyen và cộng sự 2017³ về các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn 2010-2014. Tuy nhiên, kết quả này không ủng hộ lý thuyết và các bằng chứng thực nghiệm ở các quốc gia phát triển và các nền kinh tế chuyển đổi khác (xem mục 2.2). Điều này là do các thành viên độc lập hội đồng quản trị gặp vấn đề bất cân xứng thông tin giữa người bên ngoài và nội bộ doanh nghiệp, vì vậy những người điều hành doanh nghiệp hiểu rõ được tình hình hiện tại của doanh nghiệp hơn các thành viên độc lập bên ngoài³. Trong khi đó, mức độ công bố thông tin của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam vẫn còn thấp, do đó các thành viên độc lập thêm rào cản để nắm bắt tình hình của doanh nghiệp³. Thêm vào đó, các thành viên độc lập chưa thực hiện

hết được khả năng giám sát của mình cũng là một nguyên nhân. Vì vậy, số lượng thành viên hội đồng quản trị có gia tăng nhưng không làm thay đổi sự tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Chi tiết tại cột 4, cột 5 trong Bảng 3 trình bày về ảnh hưởng số lượng thành viên độc lập đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp niêm yết trên sở giao dịch Thành phố Hồ Chí Minh. Cụ thể, doanh nghiệp có một hoặc hai thành viên độc lập có tác động ngược chiều đến hiệu quả hoạt động có ý nghĩa thống kê. Doanh nghiệp có từ ba thành viên độc lập trở lên cũng tác động ngược chiều đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp tuy nhiên chưa có ý nghĩa thống kê. Hay nói cách khác, chưa tìm thấy ảnh hưởng của số lượng thành viên độc lập nhiều hơn ba thành viên đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp niêm yết trên sở giao dịch thành phố Hồ Chí Minh trong giai đoạn nghiên cứu. Kết quả này hoàn toàn trái ngược với nghiên cứu của Liu Y và cộng sự năm 2015⁶.

KẾT LUẬN

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu bảng với 1699 quan sát trong giai đoạn từ năm 2012 đến năm 2018 để xem xét sự tác động của thành viên độc lập hội đồng quản trị đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh. Phương pháp GMM hệ thống được sử dụng khắc phục hiện tượng nội sinh xảy ra trong mô hình nghiên cứu. Kết quả nghiên cứu đóng góp vào hệ thống bằng chứng thực nghiệm về mối quan hệ giữa thành viên độc lập hội đồng quản trị và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Thứ nhất, nghiên cứu này tập trung vào Việt Nam – một thị trường mới nổi, với cơ chế quản trị công ty mới được quy định trong thời gian gần một thập kỷ trở lại đây, khác với các nghiên cứu trước chủ yếu tập trung vào các thị trường có cơ

Bảng 2: Ma trận hệ số tương quan giữa các biến trong mô hình

Biến	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)
(1) roe	1,000												
(2) roa	0,802*	1,000											
(3) dl	0,018	-0,004	1,000										
(4) dl1	-0,024	-0,038	0,062	1,000									
(5) dl2	0,034	0,032	0,584*	-0,495*	1,000								
(6) dl3	0,022	0,018	0,382*	-0,207*	-0,097*	1,000							
(7) dl4	0,018	0,031	0,128*	-0,056	-0,026	-0,011	1,000						
(8) Inboard	0,046	0,058	0,009	-0,114*	0,181*	0,233*	0,114*	1,000					
(9) duality	-0,015	-0,058	0,006	-0,025	0,001	0,045	-0,033	0,021	1,000				
(10) sgrth	0,126*	0,089*	0,001	0,020	-0,004	0,007	0,014	0,040	0,013	1,000			
(11) lev	-0,169*	-0,470*	-0,015	-0,041	0,028	-0,033	-0,034	-0,035	0,045	0,045	1,000		
(12) lnsize	0,063*	-0,062	0,139*	-0,065*	0,154*	0,143*	0,014	0,268*	-0,050	0,064*	0,308*	1,000	
(13) lnage	-0,029	-0,052	0,034	-0,101*	0,091*	0,019	0,029	0,040	0,029	-0,082*	0,043	0,025	1

Mức ý nghĩa thống kê: *** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1

(Nguồn: Nhóm tác giả tính toán)

Bảng 3: Tác động của thành viên độc lập hội đồng quản trị đến hiệu quả hoạt động

(1) Biến	Tỷ lệ % thành viên độc lập		Số lượng thành viên độc lập	
	(2) ROE	(3) ROA	(4) ROA	(5) ROE
dl	-0,143** (0,07)	0,075* (0,043)		
dl1			-0,013** (0,006)	-0,028* (0,016)
dl2			-0,021** (0,009)	-0,071** (0,032)
dl3			-0,006 (0,019)	-0,052 (0,042)
dl4			-0,017 (0,028)	-0,04 (0,089)
sgrth	,049*** (0,01)	0,025*** (0,003)	0,024*** (0,003)	0,054*** (0,016)
lev	-0,265*** (0,091)	-0,09*** (0,024)	-0,151*** (0,032)	-0,288*** (0,099)
lnsize	0,044*** (0,014)	0 (0,003)	0,007 (0,006)	0,044** (0,02)
lnage	-0,003 (0,013)	-0,001 (0,004)	-0,004 (0,005)	-0,006 (0,014)
lnboard	-0,047 (0,031)	0,004 (0,009)	0,001 (0,011)	-0,016 (0,03)
duality	0,001 (0,013)	-0,005 (0,004)	-0,003 (0,005)	0,001 (0,014)
L.roa		0,551*** (0,116)	0,457*** (0,067)	
L.roe	0,229** (0,102)			0,191* (0,104)
Hệ số chặn	-0,899*** (0,338)	0,066 (0,058)	-0,076 (0,15)	-0,93* (0,504)
Số quan sát	1403	1403	1403	1403
AR(2)	0,341	0,440	0,313	0,295
Kiểm định Hansen	0,153	0,150	0,1	0,210

Mức ý nghĩa thống kê :*** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1

(Nguồn: Tính toán dựa trên phần mềm Stata 15)

chế quản trị doanh nghiệp đã ra đời một thời gian dài. Thứ hai, nghiên cứu sử dụng thêm cách đo lường số lượng các thành viên độc lập hội đồng quản trị trong các doanh nghiệp Việt Nam để kiểm tra lại sự tác động của số lượng thành viên độc lập đến hiệu quả hoạt động.

Kết quả nghiên cứu cho thấy các thành viên độc lập có tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Thành viên độc lập chưa thể hỗ trợ thúc đẩy hiệu quả hoạt động doanh nghiệp là do những hạn chế của vấn đề bất cân xứng thông tin và hạn chế về chuyên môn của thành viên độc lập hội đồng quản trị khiến họ chưa thể thực hiện đầy đủ vai trò giám sát cũng như hỗ trợ cải thiện hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp³. Những điều khoản quy định về thành viên độc lập nói riêng và quản trị doanh nghiệp nói chung chưa tạo được hiệu ứng tích cực trong hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp niêm yết. Bên cạnh đó, kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng doanh nghiệp có số lượng thành viên độc lập ít (một hoặc hai thành viên) tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động có ý nghĩa thống kê, trong khi đó số lượng thành viên độc lập lớn hơn ba thành viên chưa tìm thấy sự tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu này phần nào ủng hộ chính sách của chính phủ khi quy định tối thiểu số lượng thành viên độc lập tối thiểu 1/3 trong hội đồng quản trị. Nghiên cứu vẫn còn hạn chế khi chưa xem xét sự tác động của yếu tố ngành nghề khác nhau khiến hiệu quả hoạt động và các thành viên độc lập cũng có thể khác nhau. Đây có thể là hướng mở để cho các nghiên cứu khác về mối quan hệ này trong tương lai.

Với những kết quả nghiên cứu thu được gợi ý các doanh nghiệp cần chú trọng hơn nữa việc trang bị kiến thức chuyên môn cho các thành viên độc lập hội đồng quản trị. Đồng thời, doanh nghiệp có những quy chế chặt chẽ về việc cung cấp thông tin cho các thành viên độc lập nhằm giảm thiểu vấn đề bất cân xứng thông tin giữa các thành viên nội bộ và thành viên độc lập. Dưới góc độ các nhà tạo lập chính sách cần có những quy định về việc kiểm tra giám sát việc thực hiện chức năng, vai trò của các thành viên độc lập.

LỜI CẢM ƠN

Nghiên cứu này được tài trợ bởi Trường Đại học Kinh tế - Luật; Đại học Quốc gia Thành phố Hồ Chí Minh trong khuôn khổ Đề tài cấp cơ sở Mã số CS/2019-09, Quyết định giao đề tài số 1240/QĐ-ĐHKTL ngày 15 tháng 10 năm 2019.

DANH MỤC TỪ VIẾT TẮT

GMM: Generalized method of moment (Phương pháp mô men tổng quát)

ROA: Return on total asset (Tỷ suất lợi nhuận ròng chia tổng tài sản)

ROE: Return on equity (Tỷ suất lợi nhuận ròng chia vốn chủ sở hữu)

XUNG ĐỘT LỢI ÍCH

Nhóm tác giả xin cam đoan rằng không có bất kỳ xung đột lợi ích nào trong công bố bài báo.

ĐÓNG GÓP CỦA CÁC TÁC GIẢ

- Tác giả Nguyễn Hải Yến chịu trách nhiệm nội dung: Tổng quan lý thuyết, chạy mô hình nghiên cứu;
- Tác giả Ngô Phú Thanh chịu trách nhiệm nội dung: Thu thập và xử lý dữ liệu, viết kết quả thảo luận, kết luận và giới thiệu.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Rashid A. Board independence and firm performance: Evidence from Bangladesh. *Future Business Journal*. 2018 Jun 1;4(1):34-49; Available from: <https://doi.org/10.1016/j.fbj.2017.11.003>.
2. Nguyen BD, Nielsen KM. The value of independent directors: Evidence from sudden deaths. *Journal of financial economics*. 2010 Dec 1;98(3):550-67; Available from: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.07.004>.
3. Nguyen TT, Evans E, Lu M. Independent directors, ownership concentration and firm performance in listed companies: evidence from Vietnam. *Pacific Accounting Review*. 2017 Apr 3; Available from: <https://doi.org/10.1108/PAR-07-2016-0070>.
4. Lefort F, Urzúa F. Board independence, firm performance and ownership concentration: Evidence from Chile. *Journal of Business Research*. 2008 Jun 1;61(6):615-22; Available from: <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2007.06.036>.
5. Li K, Lu L, Mittoo UR, Zhang Z. Board independence, ownership concentration and corporate performance-Chinese evidence. *International Review of Financial Analysis*. 2015 Oct 1;41:162-75; Available from: <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2015.05.024>.
6. Liu Y, Miletkov MK, Wei Z, Yang T. Board independence and firm performance in China. *Journal of Corporate Finance*. 2015 Feb 1;30:223-44; Available from: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.12.004>.
7. Young MN, Peng MW, Ahlstrom D, Bruton GD, Jiang Y. Corporate governance in emerging economies: A review of the principal-principal perspective. *Journal of management studies*. 2008 Jan;45(1):196-220; Available from: <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2007.00752.x>.
8. Bhagat S, Black B. The uncertain relationship between board composition and firm performance. *The Business Lawyer*. 1999 May 1:921-63;.
9. Bhagat S, Black B. The non-correlation between board independence and long-term firm performance. *J. Corp. L.* 2001;27:231;.
10. Bhagat S, Black BS. Independent directors. *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, Peter Newman, ed. 1998 May 30;2:283-7;.
11. Hermalin BE, Weisbach MS. The effects of board composition and direct incentives on firm performance. *Financial management*. 1991 Dec 1:101-12; Available from: <https://doi.org/10.2307/3665716>.
12. Hermalin BE, Weisbach MS. Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO. *American Economic Review*. 1998 Mar 1:96-118;.

13. Hermalin BE, Weisbach MS. Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature. *Journal of Law, Economics, & Organization*. 1985 Apr 1;1(1):101-24.
14. Jiang Y, Peng MW. Principal-principal conflicts during crisis. *Asia Pacific Journal of Management*. 2011 Dec;28(4):683-95; Available from: <https://doi.org/10.1007/s10490-009-9186-8>.
15. Jensen MC, Meckling WH. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*. 1976 Oct 1;3(4):305-60; Available from: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X).
16. Donaldson L, Davis JH. Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of management*. 1991 Jun;16(1):49-64; Available from: <https://doi.org/10.1177/031289629101600103>.
17. Larcker DF, Ormazabal G, Taylor DJ. The market reaction to corporate governance regulation. *Journal of financial economics*. 2011 Aug 1;101(2):431-48; Available from: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.03.002>.
18. Fama EF, Jensen MC. Separation of ownership and control. *The journal of law and Economics*. 1983 Jun 1;26(2):301-25; Available from: <https://doi.org/10.1086/467037>.
19. Luan CJ, Tang MJ. Where is independent director efficacy?. *Corporate Governance: An International Review*. 2007 Jul;15(4):636-43; Available from: <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2007.00593.x>.
20. MacAvoy PW, Cantor S, Dana J, Peck S. ALI proposals for increased control of the corporation by the board of directors: An economic analysis. *Statement of the Business Roundtable on the American Law Institute's Proposed "Principles of Corporate Governance and Structure: Restatement and Recommendation."* New York: Business Roundtable. 1983 Feb.
21. Agrawal A, Knoeber CR. Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *Journal of financial and quantitative analysis*. 1996 Sep 1;377-97; Available from: <https://doi.org/10.2307/2331397>.
22. Core JE, Holthausen RW, Larcker DF. Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of financial economics*. 1999 Mar 1;51(3):371-406; Available from: [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(98\)00058-0](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00058-0).
23. Baysinger BD, Butler HN. Corporate governance and the board of directors: Performance effects of changes in board composition. *Journal of Law, Economics, & Organization*. 1985 Apr 1;1(1):101-24.
24. Chaganti RS, Mahajan V, Sharma S. Corporate board size, composition and corporate failures in retailing industry [1]. *Journal of management studies*. 1985 Jul;22(4):400-17; Available from: <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.1985.tb00005.x>.
25. Shivdasani A, Yermack D. CEO involvement in the selection of new board members: An empirical analysis. *The journal of finance*. 1999 Oct;54(5):1829-53; Available from: <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00168>.
26. Bhagat S, Bolton B. Corporate governance and firm performance. *Journal of corporate finance*. 2008 Jun 1;14(3):257-73; Available from: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2008.03.006>.
27. Dahya J, Dimitrov O, McConnell JJ. Dominant shareholders, corporate boards, and corporate value: A cross-country analysis. *Journal of Financial Economics*. 2008 Jan 1;87(1):73-100; Available from: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.10.005>.
28. Dahya J, McConnell JJ. Board composition, corporate performance, and the Cadbury committee recommendation. *Journal of financial and quantitative analysis*. 2007 Sep 1:535-64; Available from: <https://doi.org/10.1017/S0022109000004099>.
29. Black B, Kim W. The effect of board structure on firm value: A multiple identification strategies approach using Korean data. *Journal of financial economics*. 2012 Apr 1;104(1):203-26; Available from: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.08.001>.
30. Lý TT, Đức NK. Corporate governance, pyramid ownership, and firm value: Evidence from Vietnam. *Journal of Asian Business and Economic Studies*. 2020 Oct 30;25(S01):85-102; Available from: <https://doi.org/10.24311/jed/2018.25.S01.4>.
31. Nguyen AP, Nguyen HA, Ho TH, Ngo PT. Risk and returns of different foreign ownership portfolios: Evidence from Vietnam stock market. *Cogent Economics & Finance*. 2019 Mar 22; Available from: <https://doi.org/10.1080/23322039.2019.1589412>.
32. Roodman D. How to do xtabond2: An introduction to difference and system GMM in Stata. *The stata journal*. 2009 Mar;9(1):86-136; Available from: <https://doi.org/10.1177/1536867X0900900106>.