

# ĐẶC ĐIỂM HỘI ĐỒNG QUẢN TRỊ VÀ THÔNG TIN BẤT CÂN XỨNG: ẢNH HƯỞNG ĐIỀU TIẾT CỦA LOẠI HÌNH DOANH NGHIỆP

**Phan Bùi Gia Thủy**

*Đại học Nguyễn Tất Thành*

*Email: pbgthuy@ntt.edu.vn*

**Nguyễn Trần Phúc**

*Đại học Ngân hàng Thành phố Hồ Chí Minh*

*Email: phucnt@buh.edu.vn*

**Ngô Vi Trọng**

*Đại học Ngân hàng Thành phố Hồ Chí Minh*

*Email: trongnv@buh.edu.vn*

Ngày nhận: 06/3/2019

Ngày nhận bản sửa: 12/4/2019

Ngày duyệt đăng: 05/10/2019

## **Tóm tắt:**

*Nghiên cứu được thực hiện với mục đích ước lượng sự tác động của đặc điểm hội đồng quản trị, gồm: thành viên hội đồng quản trị độc lập không điều hành và trình độ học vấn đến thông tin bất cân xứng. Trên cơ sở phân tích một mẫu gồm 161 công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh giai đoạn 2009 – 2015 tương ứng 1019 quan sát, kết quả nghiên cứu cho thấy thành viên hội đồng quản trị độc lập không điều hành và trình độ học vấn của hội đồng quản trị ảnh hưởng đến thông tin bất cân xứng chịu sự điều tiết của loại hình doanh nghiệp, gồm công ty có và không có vốn Nhà nước. Ngoài ra, ở nhóm gồm các công ty không có vốn Nhà nước, đặc điểm độc lập và trình độ học vấn của hội đồng quản trị tác động ngược chiều đến thông tin bất cân xứng, trong khi sự tác động này không có ý nghĩa đối với nhóm gồm các công ty có vốn Nhà nước.*

**Từ khóa:** Thành phần lựa chọn ngược, thông tin bất cân xứng, đặc điểm hội đồng quản trị, quản trị công ty, thành viên hội đồng quản trị độc lập.

**JEL:** G10; G30.

## **Board of director's characteristics and asymmetric information: The moderating effect of the firm type**

### *Abstract:*

*This study is to determine the impact of the director board's characteristics including independent directors and education level of board members on asymmetric information. Based on analyzing 161 firms listed on HOSE from 2009 to 2015 with 1,019 observations, the results show that the effect of the directors' independence and educational qualifications on asymmetric information depends on the moderation of the type of firms, state-owned and non-state-owned firms. Moreover, increasing in many outside directors and board members with a high education level could decline the risk of private information with non-state-owned firms, while this impact is not significant with state-owned ones.*

*Keywords:* Adverse selection component, asymmetric information, characteristics of board, corporate governance, independent directors.

*JEL:* G10; G30.

## 1. Giới thiệu

Thông tin bất cân xứng và đặc điểm hội đồng quản trị đã được nghiên cứu chuyên sâu từ những năm 1970. Thông tin bất cân xứng là nguyên nhân gây ra vấn đề lựa chọn ngược, chi phí người đại diện và bất ổn thị trường. Giải pháp cho vấn đề này đòi hỏi một cơ chế quản trị công ty theo thông lệ quốc tế, cụ thể đó là hội đồng quản trị (Cai & cộng sự, 2006; Kanagaretnam & cộng sự, 2007; Elbadry & cộng sự, 2015).

Nhiều công trình nghiên cứu tập trung vào mối quan hệ giữa đặc điểm của hội đồng quản trị và thông tin bất cân xứng theo nhiều khía cạnh khác nhau. Bên cạnh kết quả đạt được, vẫn tồn tại khoảng trống đó là không nhiều nghiên cứu xem xét đến đặc điểm độc lập và trình độ học vấn của hội đồng quản trị trong việc hạn chế thông tin bất cân xứng xét trong bối cảnh loại hình doanh nghiệp khác nhau, cụ thể là doanh nghiệp có và không có vốn Nhà nước. Theo các nhà nghiên cứu và Tổ chức Hợp tác và Phát triển Kinh tế (OECD), ảnh hưởng của thành viên hội đồng quản trị độc lập và tính chuyên gia của hội đồng quản trị đối với thông tin bất cân xứng có thể khác nhau đối với loại hình doanh nghiệp. Ở công ty có vốn Nhà nước, hội đồng quản trị bị hạn chế thông tin từ cấp điều hành (Wang, 2012), không được tinh gọn và ngại thay đổi với biến động môi trường kinh doanh (OECD, 2015), thiếu tính chuyên nghiệp cũng như khả năng giám sát độc lập (Wang & cộng sự, 2016; OECD, 2018). Kết quả, khả năng hoạt động độc lập và sự hiểu biết của các thành viên hội đồng quản trị không được phát huy hiệu quả trong môi trường công ty có vốn Nhà nước. Ở Việt Nam, hiện rất hiếm hoặc dường như không có các công trình nghiên cứu thực hiện ước lượng mối quan hệ giữa đặc điểm hội đồng quản trị và thông tin bất cân xứng, nhất là mối quan hệ này được so sánh và đối chiếu giữa các doanh nghiệp quốc doanh và ngoài quốc doanh.

Kết quả nghiên cứu cho thấy tồn tại ảnh hưởng ngược chiều của thành viên hội đồng quản trị độc lập không điều hành và trình độ học vấn của hội đồng quản trị đến thông tin bất cân xứng ở nhóm công ty không có vốn Nhà nước, nhưng không có ý nghĩa đối với nhóm công ty có vốn Nhà nước. Phát hiện này đóng góp hữu ích trên phương diện học thuật và là cơ sở tham khảo cho các công ty niêm yết hướng đến xây dựng cấu trúc quản trị công ty hiệu quả.

## 2. Cơ sở lý thuyết

### 2.1. Thông tin bất cân xứng

Thông tin bất cân xứng, xét phạm vi trên thị trường chứng khoán khi thực hiện giao dịch cổ phiếu, phản ánh một hoặc một nhóm đối tượng sở hữu những thông tin quan trọng về công ty mà chưa được công bố ra đại chúng, trong khi các nhà đầu tư khác không thể tiếp cận (Chae, 2005). Do đó, một khi giao dịch xảy ra, nhà đầu tư có thông tin sẽ thu được lợi ích tương ứng với phần tổn thất mà nhà đầu tư không có thông tin phải gánh chịu. Mức tổn thất này được gọi là chi phí lựa chọn ngược, một dạng hệ quả của thông tin bất cân xứng khi thực hiện giao dịch cổ phiếu (Copeland & Galai, 1983; Glosten & Milgrom, 1985).

Đo lường thông tin bất cân xứng có thể được áp dụng theo nhiều phương pháp khác nhau như phương pháp đối chiếu giá chuẩn (Venkatesh & Chiang, 1986; Lee, 1993; Huang & Stoll, 1996) và phương pháp kinh tế lượng (Glosten & Harris, 1988; George & cộng sự, 1991; Madhavan & cộng sự, 1997). Mỗi phương pháp có những ưu điểm, nhược điểm, và điều kiện sử dụng khác nhau tùy thuộc vào cơ sở thiết lập mô hình, gồm cơ sở thu nhập từ giao dịch, cân đối thu nhập và chi phí; hay thông tin chuỗi đặt lệnh và khả năng tiếp cận dữ liệu giao dịch, gồm dữ liệu giao dịch trong ngày hay đóng cửa cuối ngày của nhà nghiên cứu. Đối với quốc gia có thị trường chứng khoán đang phát triển, mô hình kinh tế lượng của George & cộng sự (1991) theo biến chỉ báo thường được áp dụng để đo lường thông tin bất cân xứng.

Một trong những cơ chế hiệu quả có thể hạn chế được thông tin bất cân xứng đó là đặc điểm hội đồng quản trị. Đặc điểm hội đồng quản trị được xem là cơ chế phát tín hiệu đến các nhà đầu tư bên ngoài và cơ chế giám sát đối với các nhà điều hành bên trong doanh nghiệp (Jensen & Meckling, 1976). Không những vậy, các thông lệ quốc tế tốt về quản trị công ty nhằm quy định các tiêu chuẩn về đặc điểm của hội đồng quản trị đã góp phần hạn chế rủi ro thông tin và bất bình đẳng giữa các cổ đông, kết quả là gia tăng tính minh bạch của thị trường.

### 2.2. Đặc điểm hội đồng quản trị và thông tin bất cân xứng

Nghiên cứu tập trung vào sự tác động của thành viên hội đồng quản trị độc lập không điều hành và trình độ học vấn của hội đồng quản trị đến thông tin bất cân xứng, và có xét đến bối cảnh loại hình doanh nghiệp khác nhau, cụ thể là loại hình doanh nghiệp

có vốn Nhà nước và doanh nghiệp tư nhân.

### 2.2.1. Thành viên Hội đồng quản trị độc lập không điều hành

Theo lý thuyết người đại diện, thành viên hội đồng quản trị độc lập bên ngoài công ty đại diện tốt cho cổ đông hơn và có khả năng giám sát các nhà quản lý tốt hơn so với các thành viên hội đồng quản trị tham gia điều hành (Weisbach, 1988). Hơn nữa, ở những công ty có nhiều thành viên hội đồng quản trị độc lập, mức độ công bố thông tin ra đại chúng sẽ nhiều hơn (Chen & Jaggi, 2000); do đó, hạn chế được thông tin bất cân xứng giữa các nhà đầu tư bên ngoài và môi trường hoạt động bên trong của công ty (Armstrong & cộng sự, 2014; Elbadry & cộng sự, 2015). Chính vì vậy, nghiên cứu xây dựng giả thuyết như sau:

**H<sub>1</sub>:** Thành viên hội đồng quản trị độc lập không điều hành tác động ngược chiều đến thông tin bất cân xứng.

Không phủ nhận vai trò quan trọng của các thành viên hội đồng quản trị độc lập, tuy nhiên hiệu quả hoạt động của các thành viên này có thể phụ thuộc vào đặc trưng loại hình doanh nghiệp (Shleifer & Vishny, 1997), cụ thể là doanh nghiệp có và không có vốn Nhà nước. Đối với công ty quốc doanh, các thành viên hội đồng quản trị độc lập ít có quyền lực trong việc sa thải các giám đốc điều hành (Kato & Long, 2006). Khi muốn thu thập thông tin, họ chọn cách thức hòa nhã đối với các nhà quản lý, đặc biệt là những nhà quản lý lâu năm. Ngoài ra, họ được bổ nhiệm bởi cơ quan đoàn thể Nhà nước vì vậy họ có thể hoạt động theo chủ trương, nhiệm vụ chính trị của Nhà nước thay vì tối đa hóa giá trị cho cổ đông và các bên liên quan (Xu & Wang, 1999). Các quan điểm này hàm ý ở các công ty quốc doanh, thành viên hội đồng quản trị độc lập không điều hành hoạt động kém hiệu quả hơn so với các công ty ngoài quốc doanh. Chính vì vậy nghiên cứu xây dựng giả thuyết như sau:

**H<sub>2</sub>:** Tồn tại khác biệt về sự tác động của thành viên hội đồng quản trị độc lập không điều hành đến thông tin bất cân xứng giữa công ty có và không có vốn Nhà nước.

### 2.2.2. Trình độ học vấn của hội đồng quản trị

Các nhà quản lý có trình độ học vấn cao, được đào tạo bài bản và chuyên sâu có khuynh hướng công bố thông tin ra bên ngoài nhiều hơn (Ahmed & Nicholls, 1994), góp phần gia tăng tính kịp thời và độ tin cậy của thông tin báo cáo tài chính (Yunos & cộng sự, 2012); do đó hạn chế được thông tin bất cân

xung của công ty (Chemmanur & cộng sự, 2009). Hơn nữa, Lewis & cộng sự (2014) chỉ ra rằng thành viên hội đồng quản trị có trình độ học vấn cao có trách nhiệm với công bố thông tin hơn. Mặt khác, Elbadry & cộng sự (2015) cho thấy thành viên hội đồng quản trị hiểu biết chuyên sâu về tài chính làm gia tăng tính thanh khoản cổ phiếu. Ngoài ra, một nghiên cứu ở Việt Nam của Võ Hồng Đức & Phan Bùi Gia Thủy (2013) minh chứng trình độ học vấn của hội đồng quản trị làm tăng hiệu quả hoạt động công ty. Vì vậy, giả thuyết nghiên cứu được đặt ra:

**H<sub>3</sub>:** Trình độ học vấn của hội đồng quản trị tác động ngược chiều đến thông tin bất cân xứng.

Thành viên hội đồng quản trị có trình độ học vấn cao được xem là nguồn lực quan trọng cho công ty, tuy nhiên nguồn lực này có thể chịu ảnh hưởng từ loại hình doanh nghiệp (OECD, 2018). Wang & cộng sự (2016) chỉ ra mức độ hoạt động chuyên nghiệp của thành viên hội đồng quản trị ở công ty có vốn Nhà nước thường không hiệu quả. Mặc dù họ có hiểu biết chuyên sâu nhưng không nhận đủ thông tin quan trọng từ các nhà điều hành để ra các quyết định cần thiết, từ đó giảm đi hiệu quả hoạt động giám sát (Wang, 2012). Mặt khác, bên cạnh mục tiêu tối đa hóa lợi nhuận và giá trị cho cổ đông, thành viên hội đồng quản trị ở công ty có vốn Nhà nước phải đáp ứng các nhiệm vụ khác như nhiệm vụ chính trị và bảo toàn vốn Nhà nước (Huang & Yu, 2006). Kết quả, các thành viên hội đồng quản trị ở công ty quốc doanh không thể hiện được những hiểu biết và tính chuyên gia của mình trong hoạt động vì lợi ích cao nhất của công ty và đối xử bình đẳng với các cổ đông. Do đó giả thuyết được đặt ra:

**H<sub>4</sub>:** Tồn tại khác biệt về sự tác động của trình độ học vấn của hội đồng quản trị đến thông tin bất cân xứng giữa công ty có và không có vốn Nhà nước.

## 3. Phương pháp nghiên cứu

### 3.1. Đo lường thông tin bất cân xứng

Nghiên cứu sử dụng thành phần lựa chọn ngược được áp dụng từ mô hình của George & cộng sự (1991) theo biến chỉ báo đại diện cho thông tin bất cân xứng. Mô hình George & cộng sự (1991) theo biến chỉ báo được sử dụng vì khả năng áp dụng phù hợp trong việc đo lường thông tin bất cân xứng ở Việt Nam (Nguyễn Văn Ngãi & cộng sự, 2016; Phan Bùi Gia Thủy & cộng sự, 2018). Mô hình này được ước lượng thông qua phương trình hồi quy sau:

$$2RD_{TM,it} = a_0 + a_1(S_{qt})[Q_{it} - Q_{it-1}] + \varepsilon_{it}$$

Trong đó:  $RD_{TM,it} = \Delta P_{it} - \Delta M_{it}$  là sai lệch giữa

thay đổi giá đóng cửa cuối ngày ( $\Delta P_{it}$ ) và thay đổi giá trị trung bình của giá đặt mua và giá đặt bán ( $\Delta M_{it}$ );  $S_{qit}$  là khoảng chênh lệch yết giá;  $Q_{it}$  là biến chỉ báo giao dịch được xác định theo Lee & Ready (1991), có giá trị +1 nếu tại thời điểm cuối ngày giá đóng cửa của cổ phiếu cao hơn giá trị trung bình của giá đặt mua và giá đặt bán của cổ phiếu đó, ngược lại  $Q_{it}$  có giá trị -1;  $a_1 = \pi$  là thành phần chi phí xử lý đặt lệnh. Do đó, thành phần lựa chọn ngược trung bình đối với mẫu nghiên cứu được tính bằng  $1 - a_1$ .

Đặt:  $x_{it} = (S_{qit})[Q_{it} - Q_{it-1}]$  và  $y_{it} = 2RD_{TM,it}$  ứng với mỗi cổ phiếu  $i$ , thành phần lựa chọn ngược riêng cho mỗi cổ phiếu  $i$  áp dụng mô hình George & cộng sự (1991) theo biến chỉ báo,  $ASC_{GKN,i}$  được thực hiện theo công thức dưới đây:

$$ASC_{GKN,i} = 1 - \hat{a}_{1,i} = 1 - \frac{\sum_{t=1}^T (x_{it} - \bar{x})(y_{it} - \bar{y})}{\sum_{t=1}^T (x_{it} - \bar{x})^2}$$

### 3.2. Phương pháp phân tích dữ liệu

Phương pháp phân tích dữ liệu được thực hiện theo các bước như sau. Trước tiên, để ước lượng mối quan hệ giữa đặc điểm hội đồng quản trị và thông tin bất cân xứng, nghiên cứu sử dụng phương pháp kinh tế lượng, ước lượng hệ số hồi quy của các yếu tố đại diện cho đặc điểm của hội đồng quản trị với thông tin bất cân xứng. Mô hình kinh tế lượng được thể hiện qua phương trình hồi quy như sau:

$$ASC_{GKN,it} = \alpha_0 + \alpha_1 Outd_{it} + \alpha_2 Edu_{it} + \sum_{j=1}^J \beta_j CGVar_{j,it} + \sum_{k=1}^K \delta_k CVar_{k,it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Phương trình (1) mô tả các đặc điểm của hội đồng quản trị có khả năng ảnh hưởng đến thông tin bất cân xứng tương ứng theo dấu kỳ vọng. Trong đó, biến phụ thuộc ( $ASC_{GKN}$ ) là thông tin bất cân xứng khi thực hiện giao dịch cổ phiếu. Các biến giải thích gồm có  $Outd$ : tỷ lệ thành viên hội đồng quản trị độc lập không điều hành và  $Edu$ : tỷ lệ thành viên hội đồng quản trị có trình độ học vấn sau đại học. Ngoài ra, các đặc điểm khác của hội đồng quản trị ( $CGVar$ ) và các biến kiểm soát ( $CVar$ ) cũng được thể hiện trong phương trình.

Tiếp đến, với mục đích kiểm định sự tác động của thành viên hội đồng quản trị độc lập không điều hành và trình độ học vấn của hội đồng quản trị đến thông tin bất cân xứng liệu sẽ phụ thuộc vào loại hình doanh nghiệp, bao gồm doanh nghiệp có và không có vốn Nhà nước, nghiên cứu áp dụng đề xuất của DeMaris (2004), lần lượt đưa biến tích  $Gov*Outd$  và  $Gov*Edu$  (với  $Gov$  là biến giả chỉ định công ty

có vốn Nhà nước) vào phương trình (1) để được phương trình hồi quy (2) và (3) dưới đây như sau:

$$ASC_{GKN,it} = \alpha_0 + \alpha_1 Outd_{it} + \alpha_2 Edu_{it} + \gamma Gov_{it} * Outd_{it} + \sum_{j=1}^J \beta_j CGVar_{j,it} + \sum_{k=1}^K \delta_k CVar_{k,it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$ASC_{GKN,it} = \alpha_0 + \alpha_1 Outd_{it} + \alpha_2 Edu_{it} + \lambda Gov_{it} * Edu_{it} + \sum_{j=1}^J \beta_j CGVar_{j,it} + \sum_{k=1}^K \delta_k CVar_{k,it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Thực hiện ước lượng phương trình hồi quy (2) và (3). Kết quả ước lượng hệ số hồi quy  $\gamma$  của biến tích  $Gov*Outd$  và  $\lambda$  của biến tích  $Gov*Edu$  sẽ là cơ sở để bác bỏ hay chấp nhận giả thuyết nghiên cứu. Mẫu nghiên cứu sẽ được chia thành hai nhóm, gồm các công ty có vốn Nhà nước và các công ty không có vốn Nhà nước. Kết quả ước lượng hồi quy trên hai nhóm sẽ cho biết chiều hướng tác động của thành viên hội đồng quản trị độc lập và trình độ học vấn của hội đồng quản trị đến thông tin bất cân xứng đối với công ty có và không có vốn Nhà nước.

Khái quát lại các định nghĩa và cách thức đo lường các biến nghiên cứu sẽ được trình bày trong Bảng 1.

## 4. Kết quả và thảo luận

### 4.1. Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu đo lường thông tin bất cân xứng, tính thanh khoản, giá và biến động giá của cổ phiếu được thu thập từ dữ liệu thống kê giá giao dịch và thống kê đặt lệnh của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh. Giai đoạn được chọn để thu thập dữ liệu trong quý 1 (từ ngày 01 tháng 01 đến ngày 31 tháng 03) trong 7 năm, từ quý 1 năm 2010 cho đến quý 1 năm 2016. Quý 1 là thời điểm mà các công ty niêm yết công bố thông tin về báo cáo thường niên và báo cáo tài chính kiểm toán cuối năm. Đây là thời điểm tiềm ẩn nhiều thông tin bất cân xứng giữa những người bên trong công ty và cá nhân bên ngoài khi thực hiện giao dịch cổ phiếu. Ngoài ra, dữ liệu nghiên cứu liên quan đến đặc điểm hội đồng quản trị và đặc điểm công ty được thu thập từ các báo cáo quản trị công ty, báo cáo thường niên, tài liệu họp đại hội đồng cổ đông, và báo cáo tài chính cuối năm, giai đoạn từ năm 2009 đến 2015.

Mẫu nghiên cứu không bao gồm các công ty có niên độ tài chính không trùng vào thời điểm cuối năm; các công ty thuộc diện bị cảnh báo, kiểm soát



**Bảng 1: mô tả các định nghĩa và đo lường các biến nghiên cứu**

<b>Biến</b>	<b>Định nghĩa</b>	<b>Đo lường</b>
$ASC_{GKN}$	Thành phần lựa chọn ngược	Áp dụng mô hình George & cộng sự (1991) theo biến chỉ báo
$BoardSize$	Quy mô hội đồng quản trị	Tổng số thành viên hội đồng quản trị
$Outd$	Thành viên hội đồng quản trị độc lập không điều hành	Tỷ lệ thành viên hội đồng quản trị độc lập không điều hành có trong hội đồng quản trị
$Gender$	Thành viên hội đồng quản trị nữ	Tỷ lệ thành viên nữ có trong hội đồng quản trị
$Edu$	Trình độ học vấn sau đại học	Tỷ lệ thành viên hội đồng quản trị có trình độ học vấn sau đại học
$Dual$	Quyền kiêm nhiệm	$Dual = 1$ , chủ tịch hội đồng quản trị kiêm tổng giám đốc $Dual = 0$ , chủ tịch hội đồng quản trị không kiêm tổng giám đốc
$Own$	Sở hữu cổ phiếu của hội đồng quản trị	Tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của các thành viên hội đồng quản trị
$Gov$	Công ty có vốn Nhà nước	$Gov = 1$ , nếu công ty có vốn Nhà nước $Gov = 0$ , nếu công ty không có vốn Nhà nước
$Depth$	Thanh khoản của cổ phiếu	Tổng số cổ phiếu tại giá đặt mua và giá đặt bán tốt nhất trên tổng số cổ phiếu lưu hành
$Volatility$	Biến động giá cổ phiếu	Độ lệch chuẩn của giá cổ phiếu
$Opp$	Mức cơ hội tăng trưởng	$Opp = 1$ khi $TobinQ > 1$ , cơ hội tăng trưởng cao $Opp = 0$ khi $TobinQ < 1$ , cơ hội tăng trưởng thấp Với: $TobinQ = [\text{Thị giá của vốn chủ sở hữu} + \text{Tổng nợ}] / \text{Tổng tài sản}$
$Bank St$	Nợ ngắn hạn ngân hàng	Nợ ngắn hạn ngân hàng / Tổng tài sản
$Bank Lt$	Nợ dài hạn ngân hàng	Nợ dài hạn ngân hàng / Tổng tài sản
$DumYear$	Giai đoạn thay đổi biên độ giá giao dịch từ 5% lên 7%	$DumYear = 1$ ; giai đoạn 2013-2016 với biên độ 7% $DumYear = 0$ ; giai đoạn 2010-2012 với biên độ 5%
$FirmSize$	Quy mô hoạt động công ty	Logarit tự nhiên của Tổng tài sản
$Industry$	Ngành hoạt động	Biến giả chỉ định ngành hoạt động

Nguồn: Tác giả tổng hợp từ các nghiên cứu trước.

đặc biệt, buộc hủy niêm yết hoặc hủy niêm yết tự nguyện; các công ty tài chính; và các công ty không công bố thông tin có liên quan đến các biến nghiên cứu. Mẫu nghiên cứu sau cùng bao gồm 161 công ty giai đoạn 2009 – 2015 với tổng cộng gồm có 1019 số quan sát.

#### 4.2. Đặc điểm mẫu nghiên cứu

Bảng 2 trình bày số liệu thống kê thành phần lựa chọn ngược của các công ty có trong mẫu nghiên cứu ( $ASC_{GKN}$ ), các công ty có vốn Nhà nước ( $ASC_{GKN|Gov}$ ), và các công ty không có vốn Nhà nước ( $ASC_{GKN|Non-Gov}$ ) trong giai đoạn từ quý 1 năm 2010 (Q1.2010) đến quý 1 năm 2016 (Q1.2016). Nếu bỏ qua kỳ Q1.2014, về mặt tổng quan,  $ASC_{GKN|Gov}$  khác biệt không đáng kể so với  $ASC_{GKN|Non-Gov}$ .

Bảng 3 trình bày số liệu thống kê mô tả, bao gồm số liệu về giá trị trung bình, giá trị nhỏ nhất, giá trị lớn nhất, và độ lệch chuẩn của  $ASC_{GKN}$ , thành viên

hội đồng quản trị độc lập không tham gia điều hành, và trình độ học vấn của hội đồng quản trị.

Số liệu thống kê ở Bảng 3 cho thấy 51,8% tỷ trọng số thành viên trong ban hội đồng quản trị là các thành viên độc lập không tham gia điều hành ( $Outd$ ). Tuy nhiên, vẫn tồn tại một số công ty không có sự hiện diện của các thành viên này. Ngoài ra, tỷ lệ các thành viên hội đồng quản trị có trình độ học vấn sau đại học ( $Edu$ ) chiếm 23,7%. Bảng 4 trình bày kết quả so sánh các biến  $ASC_{GKN}$ ,  $Outd$ , và  $Edu$  ở công ty có vốn Nhà nước và công ty không có vốn Nhà nước.

Bảng 4 cho thấy ở các công ty không có vốn Nhà nước,  $ASC_{GKN}$  và  $Outd$  không có sự khác biệt khi so với hai đại lượng này tương ứng ở công ty có vốn Nhà nước. Trong khi đó,  $Edu$  ở công ty không có vốn Nhà nước có giá trị nhỏ hơn và có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 1% khi so với  $Edu$  ở công ty có

**Bảng 2: Thống kê thành phần lựa chọn ngược trung bình qua các kỳ**

Thời kỳ	Mẫu nghiên cứu		Công ty có vốn Nhà nước		Công ty không có vốn Nhà nước		Kiểm định sự khác biệt	
	n	$ASC_{GKN}$	n	$ASC_{GKN}$	n	$ASC_{GKN}$	t-test	Prob.
				<i>Gov</i>		<i>Non-Gov</i>		
Tổng	1019	64,3%	682	63,9%	337	64,9%	1,126	0,261
Q1.2016	155	69,5%	88	69,1%	67	69,9%	0,463	0,644
Q1.2015	160	73,5%	100	73,3%	60	73,8%	0,233	0,816
Q1.2014	161	69,5%	108	71,1%	53	66,4%	-2,552 **	0,012
Q1.2013	161	63,4%	113	63,6%	48	62,9%	-0,383	0,703
Q1.2012	147	52,2%	105	52,4%	42	51,8%	-0,282	0,779
Q1.2011	135	60,7%	94	60,2%	41	62,1%	1,129	0,262
Q1.2010	100	56,8%	74	56,5%	26	57,7%	0,619	0,539

\*\*\*  $p < 0,01$ ; \*\*  $p < 0,05$ ; \*  $p < 0,10$ .

Nguồn: Kết quả tính toán của tác giả.

vốn Nhà nước.

### 4.3. Kết quả nghiên cứu

Trước khi thực hiện ước lượng phương trình hồi quy, các hệ số tương quan giữa các biến độc lập và chỉ số nhân tử phóng đại phương sai (VIF) sẽ được kiểm tra nhằm đảm bảo mô hình không bị hiện tượng đa cộng tuyến nghiêm trọng. Bảng 5 thể hiện ma trận tương quan giữa các biến với nhau. Kết quả cho thấy hệ số tương quan cao nhất là 0,36 được thể hiện thông qua sự tương quan giữa tỷ lệ nợ dài hạn ngân hàng ( $Bank\_Lt$ ) và quy mô hoạt động của công ty ( $FirmSize$ ) và chỉ số VIF lớn nhất có giá trị là 1,50. Kết quả này cho thấy hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình là không đáng kể.

Sau khi đã kiểm tra hệ số tương quan giữa các

cặp biến và hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình, nghiên cứu tiến hành ước lượng các phương trình hồi quy cần thiết. Bảng 6 trình bày kết quả hồi quy về mối quan hệ giữa các đặc điểm của hội đồng quản trị và thông tin bất cân xứng. Kết quả kiểm định Breusch-Pagan và Hausman khuyến nghị mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên (Random Effect Model - REM) là phương pháp thích hợp để ước lượng phương trình hồi quy.

Kết quả hồi quy ở Cột [1] trong Bảng 6 cho thấy hệ số hồi quy của biến  $Outd$  và  $Edu$  đều không có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 10%. Ở Cột [2], hệ số hồi quy của hai biến này cũng không có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 10% khi thực hiện kiểm soát các biến ngành hoạt động.

**Bảng 3: Thống kê mô tả**

Biến quan sát	Trung bình	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất	Độ lệch chuẩn
$ASC_{GKN}$	64,3%	25,4%	92,0%	12,6%
$Outd$	51,8%	0%	100%	19,7%
$Edu$	23,7%	0%	100%	23,0%

Nguồn: Kết quả tính toán của tác giả.

**Bảng 4: So sánh các biến quan sát ở công ty có và không có vốn Nhà nước**

Biến quan sát	Công ty có vốn Nhà nước	Công ty không có vốn Nhà nước	Kiểm định sự khác biệt	
			t-test	Prob.
$ASC_{GKN}$	63,9%	64,9%	1,126	0,261
$Outd$	51,4%	52,6%	0,935	0,350
$Edu$	25,5%	19,9%	-3,924 ***	0,000

\*\*\*  $p < 0,01$ ; \*\*  $p < 0,05$ ; \*  $p < 0,10$ .

Nguồn: Kết quả tính toán của tác giả.

**Bảng 5: Ma trận tương quan**

Biến quan sát	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	VIF
(1) $ASC_{GKN}$	1											----
(2) $BoardSize$	0,16	1										1,13
(3) $Outd$	0,06	-0,01	1									1,05
(4) $Gender$	0,06	0,07	-0,09	1								1,06
(5) $Edu$	0,07	0,04	-0,00	0,09	1							1,14
(6) $Own$	-0,08	0,08	-0,12	0,11	-0,10	1						1,13
(7) $Depth$	-0,18	-0,04	-0,10	-0,10	-0,15	-0,01	1					1,08
(8) $Volatility$	-0,08	0,18	0,04	0,09	0,10	-0,00	0,02	1				1,12
(9) $Bank\_St$	-0,06	-0,04	-0,15	0,04	-0,03	0,25	0,10	-0,12	1			1,17
(10) $Bank\_Lt$	-0,03	0,09	0,02	-0,10	0,08	0,00	-0,01	-0,10	-0,10	1		1,24
(11) $FirmSize$	0,24	0,29	0,03	0,08	0,28	0,16	-0,15	0,16	0,11	0,36	1	1,50

Nguồn: Kết quả tính toán của tác giả.

Tiếp đến ở Cột [3], hệ số hồi quy của biến tích  $Gov*Outd$  mang dấu dương và có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 1% (0,089;  $p < 0,01$ ). Thực hiện kiểm soát các biến ngành hoạt động, ở Cột [4] hệ số hồi quy của biến tích này cũng mang dấu dương và có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 1% (0,081;  $p < 0,01$ ). Kết quả này chấp nhận giả thuyết  $H_2$ , tính hiệu quả của thành viên hội đồng quản trị độc lập

không điều hành trong việc hạn chế thông tin bất cân xứng ở công ty có vốn Nhà nước kém hơn khi so với ở công ty không có vốn Nhà nước.

Sau cùng ở Cột [5], hệ số hồi quy của biến tích  $Gov*Edu$  mang dấu dương và có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 5% (0,068;  $p < 0,05$ ). Thực hiện kiểm soát các biến ngành hoạt động ở Cột [6], hệ số hồi quy của biến tích này cũng mang dấu dương và

**Bảng 6: Kết quả hồi quy**

Biến quan sát	$ASC_{GKN}$					
	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]	[6]
Hằng số	0,203 **	0,170 **	0,236 ***	0,205 **	0,212 **	0,180 **
$Outd$	-0,021	-0,021	-0,081 ***	-0,076 ***	-0,020	-0,020
$Edu$	-0,016	-0,012	-0,016	-0,011	-0,066 **	-0,058 **
$Gov$	-0,014	-0,012	-0,062 ***	-0,056 **	-0,029 *	-0,026 *
$Gov*Outd$	-----	-----	0,089 ***	0,081 ***	-----	-----
$Gov*Edu$	-----	-----	-----	-----	0,068 **	0,064 **
$BoardSize$	0,008 **	0,008 **	0,008 **	0,008 **	0,008 **	0,009 **
$Gender$	0,020	0,016	0,017	0,013	0,025	0,022
$Dual$	-0,003	0,001	-0,002	0,001	-0,003	0,001
$Own$	-0,098 **	-0,092 **	-0,107 **	-0,101 **	-0,098 **	-0,093 **
$Depth$	-13,987 ***	-15,287 ***	-14,136 ***	-15,455 ***	-14,386 ***	-15,812 ***
$Volatility$	-0,008 ***	-0,008 ***	-0,008 ***	-0,008 ***	-0,008 ***	-0,008 ***
$Opp$	0,040 ***	0,040 ***	0,040 ***	0,040 ***	0,041 ***	0,041 ***
$Bank\_St$	-0,078 ***	-0,077 ***	-0,078 ***	-0,078 ***	-0,079 ***	-0,076 ***
$Bank\_Lt$	-0,135 ***	-0,144 ***	-0,141 ***	-0,149 ***	-0,132 ***	-0,142 ***
$FirmSize$	0,027 ***	0,029 ***	0,027 ***	0,029 ***	0,027 ***	0,029 ***
$DumYear$	0,112 ***	0,111 ***	0,111 ***	0,110 ***	0,112 ***	0,111 ***
$Industry$	-----	Kiểm soát	-----	Kiểm soát	-----	Kiểm soát
Số quan sát	1019	1019	1019	1019	1019	1019
$R^2$ adj.	35,7%	36,5%	35,9%	36,7%	35,8%	36,6%
Durbin-Watson	1,761	1,768	1,765	1,773	1,763	1,771
Breusch-Pagan	714,207 ***	754,079 ***	692,782 ***	734,024 ***	716,126 ***	753,240 ***
Hausman	14,662 ***	16,718 ***	14,937 ***	16,743 ***	14,636 ***	16,770 ***

\*\*\*  $p < 0,01$ ; \*\*  $p < 0,05$ ; \*  $p < 0,10$ .

Nguồn: Kết quả tính toán của tác giả.

**Bảng 7: Kết quả hồi quy theo loại hình doanh nghiệp khác nhau**

Biến quan sát	ASC <sub>GKN Gov</sub>		ASC <sub>GKN Non-Gov</sub>			
	[1]	[2]	[3]		[4]	
Hàng số	0,157	0,140	0,203	**	0,163	*
Outd	-0,007	-0,008	-0,060	**	-0,053	**
Edu	-0,002	0,004	-0,064	**	-0,051	*
BoardSize	0,010	0,010	0,010	*	0,010	*
Gender	0,004	0,004	0,043		0,029	
Dual	-0,012	-0,009	0,017		0,018	
Own	-0,196	-0,168	-0,103	**	-0,099	**
Depth	-17,847	-18,018	-10,933	*	-12,745	*
Volatility	-0,009	-0,009	-0,009	***	-0,009	***
Opp	0,045	0,044	0,034	**	0,034	***
Bank_St	-0,115	-0,112	-0,023		-0,016	
Bank_Lt	-0,139	-0,146	-0,207	**	-0,201	***
FirmSize	0,029	0,030	0,029	***	0,031	***
DumYear	0,117	0,116	0,094	***	0,091	***
Industry	-----	Kiểm soát	-----		Kiểm soát	
Số quan sát	682	682	337		337	
R <sup>2</sup> adj.	40,1%	41,4%	28,9%		29,4%	
Durbin-Watson	1,854	1,877	1,717		1,739	
Breusch-Pagan	345,077	365,446	86,446	***	83,804	***
Hausman	15,019	16,404	12,380		13,400	

\*\*\*  $p < 0,01$ ; \*\*  $p < 0,05$ ; \*  $p < 0,10$ .

Nguồn: Kết quả tính toán của tác giả.

có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 10% (0,064;  $p < 0,10$ ). Kết quả này chấp nhận giả thuyết  $H_4$ , công ty có vốn Nhà nước làm thay đổi độ mạnh của mối quan hệ giữa trình độ học vấn của hội đồng quản trị và thông tin bất cân xứng.

Tiếp theo, mẫu nghiên cứu được chia thành hai nhóm, gồm các công ty có vốn Nhà nước và các công ty không có vốn Nhà nước. Bảng 7 trình bày kết quả hồi quy theo hai nhóm riêng biệt. Kết quả kiểm định Breusch-Pagan và Hausman khuyến nghị sử dụng phương pháp REM để ước lượng phương trình hồi quy.

Đối với các công ty có vốn Nhà nước, kết quả hồi quy ở Cột [1] trong Bảng 7 cho thấy hệ số hồi quy của biến *Outd* và *Edu* đều không có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 10%. Ở Cột [2], hệ số hồi quy của hai biến này cũng không có ý nghĩa khi thực hiện kiểm soát các biến ngành hoạt động. Kết quả này cho thấy thành viên hội đồng quản trị độc lập không điều hành và trình độ học vấn của hội đồng quản trị không có mối quan hệ với thông tin bất cân xứng ở công ty có vốn Nhà nước.

Trong khi đó, đối với các công ty không có vốn Nhà nước, kết quả hồi quy ở Cột [3] cho thấy hệ số hồi quy của biến *Outd* mang dấu âm và có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 5% (-0,060;  $p < 0,05$ ).

Ngoài ra, hệ số hồi quy của biến *Edu* cũng mang dấu âm và có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 5% (-0,064;  $p < 0,05$ ). Thực hiện kiểm soát các biến ngành hoạt động, ở Cột [4], hệ số hồi quy của hai biến này cũng mang dấu âm và có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 5% đối với biến *Outd* (-0,053;  $p < 0,05$ ) và mức ý nghĩa 10% đối với biến *Edu* (-0,051;  $p < 0,10$ ). Kết quả này cho thấy thành viên hội đồng quản trị hoạt động độc lập và có trình độ học vấn cao sẽ ảnh hưởng ngược chiều đến thông tin bất cân xứng ở công ty không có vốn Nhà nước; trong khi mối quan hệ này không có ý nghĩa ở công ty có vốn Nhà nước.

#### 4.4. Thảo luận

##### 4.4.1. Thành viên hội đồng quản trị độc lập không điều hành

Tương tự như kết quả nghiên cứu của (Armstrong & cộng sự, 2014; Elbadry & cộng sự, 2015), nghiên cứu thấy thành viên hội đồng quản trị độc lập không điều hành ảnh hưởng ngược chiều đến thông tin bất cân xứng. Tuy nhiên, đối với dữ liệu quan sát ở Việt Nam, ảnh hưởng ngược chiều này chỉ có ý nghĩa đối với công ty không có vốn Nhà nước nhưng không có ý nghĩa đối với công ty có vốn Nhà nước và đối với mẫu nghiên cứu. Kết quả này hàm ý tính hiệu quả của thành viên hội đồng quản trị độc lập không



điều hành trong việc hạn chế thông tin bất cân xứng ở công ty không có vốn Nhà nước cao hơn so với ở công ty có vốn Nhà nước.

Có thể giải thích cho hiện tượng này như sau. Trước tiên, theo Shleifer & Vishny (1997), hiệu quả hoạt động của các thành viên hội đồng quản trị độc lập không điều hành có khả năng phụ thuộc vào đặc trưng loại hình doanh nghiệp, ở đây là doanh nghiệp có và không có vốn Nhà nước. Tiếp đến, ở công ty có vốn Nhà nước, các thành viên hội đồng quản trị độc lập không điều hành được bổ nhiệm bởi cơ quan đoàn thể Nhà nước vì vậy họ có khả năng hoạt động theo chủ trương, nhiệm vụ chính trị của Nhà nước thay vì tối đa hóa giá trị cho cổ đông (Xu & Wang, 1999). Sau cùng, họ bị giới hạn về quyền lực và sức ảnh hưởng đối với các giám đốc điều hành (Kato & Long, 2006). Do đó, các thành viên hội đồng quản trị độc lập không điều hành ở các công ty có vốn Nhà nước đã không thực hiện chức năng giám sát một cách hiệu quả.

#### 4.4.2. Trình độ học vấn của hội đồng quản trị

Các nhà quản lý có trình độ học vấn cao có khuynh hướng công bố thông tin nhiều hơn ra bên ngoài (Ahmed & Nicholls, 1994), góp phần gia tăng tính kịp thời và mức độ tin cậy của thông tin liên quan đến báo cáo tài chính của công ty (Yunos & cộng sự, 2012). Tương tự như nghiên cứu của Chemmanur & cộng sự (2009), Lewis & cộng sự (2014), nghiên cứu tìm thấy tồn tại mối quan hệ ngược chiều giữa các thành viên hội đồng quản trị có trình độ học vấn cao và thông tin bất cân xứng. Tuy nhiên, xét bối cảnh ở Việt Nam, mối quan hệ ngược chiều này chỉ có ý nghĩa đối với công ty không có vốn Nhà nước.

Trong khi, nó lại không có ý nghĩa đối với công ty có vốn Nhà nước và đối với mẫu nghiên cứu. Như vậy, môi trường hoạt động ở các công ty có vốn Nhà nước chưa khuyến khích được các thành viên hội đồng quản trị thể hiện sự hiểu biết và tính chuyên gia của mình trong việc hạn chế rủi ro thông tin giữa các nhà đầu tư bên trong và bên ngoài doanh nghiệp.

### 5. Khuyến nghị

Kết quả nghiên cứu cho thấy ở các công ty không có vốn Nhà nước, các thành viên hội đồng quản trị hoạt động độc lập và có trình độ học vấn cao là một nguồn lực quan trọng trong việc hạn chế thông tin bất cân xứng. Tuy nhiên, ở các công ty có vốn Nhà nước, các đặc điểm này thể hiện không đáng kể. Do đó, cổ đông ở các công ty ngoài quốc doanh nên bổ nhiệm và/hoặc tái bổ nhiệm các thành viên hội đồng quản trị độc lập và có trình độ học vấn cao vào ban hội đồng quản trị. Mặt khác, đối với các công ty có vốn Nhà nước, cần tách biệt và phân định rõ giữa thành viên hội đồng quản trị độc lập trên danh nghĩa chỉ nhằm đáp ứng quy định pháp lý và thành viên hội đồng quản trị hoạt động độc lập trên thực tế. Từ đó, trách nhiệm và quyền hạn tương ứng cần được quy định cụ thể đối với các thành viên hội đồng quản trị độc lập trong quá trình thực thi các chức năng và nhiệm vụ của hội đồng quản trị. Ngoài ra, công ty cần đảm bảo không có sự khác biệt về nghĩa vụ pháp lý giữa thành viên được Nhà nước đề cử và thành viên do công ty hay cổ đông khác bổ nhiệm. Đồng thời, xây dựng môi trường hoạt động thuận lợi để các thành viên hội đồng quản trị thể hiện hết khả năng về hiểu biết và tính chuyên gia của mình.

### Tài liệu tham khảo:

- Ahmed, K. & Nicholls, D. (1994), 'The impact of non-financial company characteristics on mandatory disclosure compliance in developing countries: The case of Bangladesh', *The International Journal of Accounting*, 29(1), 62-77.
- Armstrong, C.S., Core, J.E. & Guay, W.R. (2014), 'Do independent directors cause improvements in firm transparency?', *Journal of Financial Economics*, 113(3), 383-403.
- Cai, C.K., Keasey, K. & Short, H. (2006), 'Corporate governance and information efficiency in security markets', *European Financial Management*, 12(5), 763-787.
- Chae, J. (2005), 'Trading volume, information asymmetry, and timing information', *The Journal of Finance*, 60(1), 413-442.
- Chemmanur, T.J., Paeglis, I. & Simonyan, K. (2009), 'Management quality, financial and investment policies, and asymmetric information', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44(5), 1045-1079.
- Chen, C.J.P. & Jaggi, B. (2000), 'Association between independent non-executive directors, family control and financial disclosures in Hong Kong', *Journal of Accounting and Public Policy*, 19(4-5), 285-310.
- Copeland, T. & Galai, D. (1983), 'Information effects on the bid-ask spread', *The Journal of Finance*, 38(5), 1457-1469.

- DeMaris, A. (2004), *Regression with social data: Modeling continuous and limited response variables*, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, USA.
- Elbadry, A., Gounopoulos, D. & Skinner, F. (2015), 'Governance quality and information asymmetry', *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 24(2-3), 127-157.
- George, T.J., Kaul, G. & Nimalendran, M. (1991), 'Estimation of the bid-ask spread and its components: A new approach', *The Review of Financial Studies*, 4(4), 623-656.
- Glosten, L.R. & Harris, L.E. (1988), 'Estimating the components of the bid/ask spread', *Journal of Financial Economics*, 21(1), 123-142.
- Glosten, L.R. & Milgrom, P.R. (1985), 'Bid, ask and transaction prices in a specialist market with heterogeneously informed traders', *Journal of Financial Economics*, 14(1), 71-100.
- Huang, R.D. & Stoll, H.R. (1996), 'Dealer versus auction markets: A paired comparison of execution costs on NASDAQ and the NYSE', *Journal of Financial Economics*, 41(3), 313-357.
- Huang, S. & Yu, J. (2006), 'The nature, objectives and social responsibilities of state-owned enterprises', *China Industrial Economy*, 2, 68-76.
- 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.
- Kanagaretnam, K., Lobo, G.J. & Whalen, D.J. (2007), 'Does good corporate governance reduce information asymmetry around quarterly earnings announcements?', *Journal of Accounting and Public Policy*, 26(4), 497-522.
- Kato, T. & Long, C. (2006), 'CEO turnover, firm performance and enterprise reform in China: Evidence from micro data', *Journal of Comparative Economics*, 34(4), 796-817.
- Lee, C.M.C. (1993), 'Market integration and price execution for NYSE-listed securities', *The Journal of Finance*, 48(3), 1009-1038.
- Lee, C.M.C. & Ready, M.J. (1991), 'Inferring trade direction from intraday data', *The Journal of Finance*, 46(2), 733-746.
- Lewis, B.W., Walls, J.L. & Dowell, G.W.S. (2014), 'Difference in degrees: CEO characteristics and firm environmental disclosure', *Strategic Management Journal*, 35(5), 712-722.
- Madhavan, A., Richardson, M. & Roomans, M. (1997), 'Why do security prices change? A transaction-level analysis of NYSE stocks', *The Review of Financial Studies*, 10(4), 1035-1064.
- Nguyễn Văn Ngãi, Trần Thị Tú Anh & Phan Bùi Gia Thủy (2016), 'Mức độ thông tin bất cân xứng: Minh chứng từ các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh', *Tạp chí Khoa học Trường Đại học Mở Thành phố Hồ Chí Minh*, 1(46), 58-66.
- OECD (2015), *OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises*, OECD Publishing, Paris.
- OECD (2018), *Professionalising Boards of Directors of State-Owned Enterprises: Stocktaking of National Practices*, OECD Publishing, Paris.
- Phan Bui Gia Thủy, Nguyen Tran Phuc & Ngo Vi Trong (2018), 'Signals of market and firm characteristics and asymmetric information', proceeding of *Asia Conference on Business and Economic Studies*, University of Economics Ho Chi Minh City, Vietnam.
- Shleifer, A. & Vishny, R.W. (1997), 'A survey of corporate governance', *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Venkatesh, P.C. & Chiang, R. (1986), 'Information asymmetry and the dealer's bid-ask spread: A case study of earnings and dividend announcements', *The Journal of Finance*, 41(5), 1089-1102.
- Võ Hồng Đức & Phan Bùi Gia Thủy (2013), 'Tác động của đặc điểm hội đồng quản trị đến hiệu quả hoạt động công ty: Minh chứng từ Việt Nam', *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*, 188(2), 68-75.
- Wang, J. (2012), 'Corporate governance under state control: The Chinese experience', *Theoretical Inquiries in Law*, 13(2), 487-502.
- Wang, Y., Jin, P. & Yang, C. (2016), 'Relations between the professional backgrounds of independent directors in state-owned enterprises and corporate performance', *International Review of Economics and Finance*, 42, 404-411.
- Weisbach, M.S. (1988), 'Outside directors and CEO turnover', *Journal of Financial Economics*, 20, 431-460.
- Xu, X. & Wang, Y. (1999), 'Ownership structure and corporate governance in Chinese stock companies', *China Economic Review*, 10(1), 75-98.
- Yunos, R.R., Smith, M. & Ismail, Z. (2012), 'The relationship between board skills and conservatism: Malaysian evidence', *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 8(8), 1173-1184.