

DOI:10.22144/ctu.jvn.2020.101

## ẢNH HƯỞNG CỦA KIỂM SOÁT QUẢN TRỊ ĐẾN MỐI QUAN HỆ GIỮA MINH BẠCH TRÁCH NHIỆM XÃ HỘI VÀ HIỆU QUẢ TÀI CHÍNH: BẰNG CHỨNG THỰC NGHIỆM TỪ VIỆT NAM

Lưu Thị Thái Tâm<sup>1\*</sup> và Ngô Mỹ Trân<sup>2</sup>

<sup>1</sup>Khoa Kinh tế-Quản trị kinh doanh, Trường Đại học An Giang, Đại học Quốc gia Thành phố Hồ Chí Minh

<sup>2</sup>Khoa Kinh tế, Trường Đại học Cần Thơ

\*Người chịu trách nhiệm về bài viết: Lưu Thị Thái Tâm (email: lttam@agu.edu.vn)

### Thông tin chung:

Ngày nhận bài: 19/03/2020

Ngày nhận bài sửa: 21/04/2020

Ngày duyệt đăng: 28/08/2020

### Title:

*The moderating role of corporate governance on the relationship between corporate social responsibility and financial performance: Evidence from Vietnam*

### Từ khóa:

*Công ty niêm yết phi tài chính; hiệu quả tài chính; hồi quy Pooled OLS, REM, FEM; kiểm soát quản trị; minh bạch trách nhiệm xã hội*

### Keywords:

*Corporate governance; financial performance; non-financial listed companies; social responsibility transparency; Pooled OLS, REM, FEM*

### ABSTRACT

*The study is aimed to analyze the moderating effect of corporate governance on the relationship between corporate social responsibility transparency (CSR) and financial performance. The data was collected from 323 non-financial listed companies listed on Ho Chi Minh and Hanoi Stock Exchange from 2013 to 2017. The results showed that there was positive influence of the total CSR transparency on return on total assets, but the composition aspects had different influences on financial performance. In addition, three intermediate variables including the Board independence, the foreign ownership, and the audit quality played positive moderating role in the relationship between CSR transparency and financial performance. Based on the results, some policy implications were proposed such as increasing CSR transparency, attracting foreign investment, increasing the level of independent supervision of the Board and gradually considering the use of audit service supplied by BIG4.*

### TÓM TẮT

*Nghiên cứu phân tích sự ảnh hưởng trung gian của đặc điểm kiểm soát quản trị đến mối quan hệ giữa minh bạch trách nhiệm xã hội (CSR) và hiệu quả tài chính. Số liệu sử dụng được thu thập từ 323 công ty phi tài chính niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh và Hà Nội giai đoạn 2013-2017. Kết quả phân tích cho thấy có sự ảnh hưởng tích cực của tổng minh bạch CSR chung đến hiệu suất sinh lời của công ty. Tuy nhiên, các khía cạnh minh bạch thành phần có sự ảnh hưởng khác nhau đến hiệu suất sinh lời của công ty. Ngoài ra, ba biến trung gian kiểm soát quản trị gồm sự độc lập của hội đồng quản trị, sở hữu nước ngoài và chất lượng kiểm toán đã cho thấy có sự ảnh hưởng tích cực đến mối quan hệ giữa minh bạch CSR với hiệu quả tài chính công ty. Dựa trên kết quả phân tích, một số hàm ý chính sách được đề xuất như gia tăng sự minh bạch CSR, thu hút đầu tư của cổ đông nước ngoài, tăng mức độ giám sát độc lập của hội đồng quản trị và từng bước xem xét việc sử dụng dịch vụ kiểm toán của bốn công ty kiểm toán lớn trên thế giới (BIG4).*

Trích dẫn: Lưu Thị Thái Tâm và Ngô Mỹ Trân, 2020. Ảnh hưởng của kiểm soát quản trị đến mối quan hệ giữa minh bạch trách nhiệm xã hội và hiệu quả tài chính: Bằng chứng thực nghiệm từ Việt Nam. Tạp chí Khoa học Trường Đại học Cần Thơ. 56(4D): 219-237.

## 1 GIỚI THIỆU

Toàn cầu hóa và quốc tế hóa đã tạo ra nhiều áp lực cạnh tranh hơn cho các doanh nghiệp. Để bảo hộ sản xuất trong nước, thay vì sử dụng các biện pháp thuế quan, các quốc gia bắt đầu chuyển qua sử dụng các biện pháp phi thuế quan như yêu cầu các tiêu chuẩn kỹ thuật, các biện pháp phòng vệ thương mại, các biện pháp chống bán phá giá, các biện pháp chống trợ cấp và các tiêu chuẩn về trách nhiệm xã hội, trong đó trách nhiệm môi trường và lao động là nội dung bắt buộc doanh nghiệp xuất khẩu phải thực hiện<sup>1</sup>. Vì vậy, các công ty ngày càng chú trọng nhiều hơn về việc thực hiện và minh bạch trách nhiệm xã hội (corporate social responsibility-CSR). Ngoài ra, nhiều nghiên cứu đã chỉ ra được những lợi ích mang lại từ việc thực hiện và minh bạch CSR cho các công ty như làm gia tăng giá trị cho cổ đông (Roberts, 1992; Nguyen *et al.*, 2015), thu hút nhiều nhà đầu tư (Laufer, 2003), tác động tích cực đến quyết định mua sắm của khách hàng (Brown and Dacin, 1997), gia tăng hình ảnh và danh tiếng (Haniffa and Cooke, 2005), tiếp cận được nguồn vốn giá rẻ và giảm được rủi ro (Dhaliwal *et al.*, 2011). Mặt khác, Moon and Vogel (2009) lập luận rằng minh bạch CSR còn giúp cung cấp nhiều thông tin hữu ích cho chính phủ trong việc ban hành các quyết định và chính sách quản lý doanh nghiệp được năng động và phù hợp hơn.

Đã có nhiều nghiên cứu khám phá mối quan hệ giữa sự minh bạch CSR và hiệu quả tài chính của công ty. Một số nghiên cứu cho rằng việc minh bạch CSR sẽ làm tăng hiệu quả tài chính của công ty (Suteja *et al.*, 2016; Chou *et al.*, 2017). Một số nghiên cứu khác không tìm thấy bất kỳ mối quan hệ nào giữa sự minh bạch CSR và hiệu quả tài chính công ty (McWilliams and Siegel, 2000; Yparto *et al.*, 2013). Thậm chí, việc minh bạch CSR còn làm tăng chi phí và giảm hiệu quả tài chính công ty (Baird *et al.*, 2012 và Nguyen, 2018). Điều này cho thấy kết luận giữa các nghiên cứu cho đến nay vẫn còn nhiều điểm chưa thống nhất. Nguyên nhân của sự khác biệt có thể do phần lớn các nghiên cứu trước chỉ chú trọng xem xét sự minh bạch CSR và hiệu quả tài chính trong mối quan hệ trực tiếp, bỏ qua vai trò ảnh hưởng trung gian của một hoặc một số biến bao gồm các biến kiểm soát quản trị (KSQT) là những biến có thể can thiệp làm thay đổi mối quan

hệ giữa sự minh bạch CSR và hiệu quả tài chính công ty.

KSQT trong công ty đã trở thành vấn đề ngày càng quan trọng, không thể thiếu trong hoạt động điều hành ở bất kỳ mọi công ty, đặc biệt ở loại hình công ty cổ phần niêm yết với đặc điểm quyền sở hữu và quyền quản lý công ty có sự tách rời nhau (Jensen and Meckling, 1976). Theo OECD (2004), KSQT là một tập hợp các mối quan hệ giữa hoạt động quản lý, hội đồng quản trị (HĐQT), cổ đông và các bên liên quan của công ty. Do đó, khi công ty có cơ chế KSQT hiệu quả sẽ đảm bảo cho công ty được vận hành tốt và các nhà đầu tư sẽ nhận được lợi nhuận cao (Magdi and Nadereh, 2002). Đã có nhiều nghiên cứu tìm thấy sự ảnh hưởng của đặc điểm KSQT đến hiệu quả hoạt động công ty. Abdullah (2004) lập luận tỷ lệ thành viên độc lập trong HĐQT có ảnh hưởng tích cực làm tăng lợi nhuận của công ty. Yermack (1996) đã chứng minh việc kiêm chức của CEO sẽ làm giảm giá trị công ty. Rashid (2008) đã điều tra được rằng một số yếu tố KSQT như quy mô HĐQT, đặc điểm thành phần HĐQT và cấu trúc sở hữu công ty có sự ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả công ty. Ngoài ra, một nghiên cứu tại Việt Nam của Vo and Phan (2013) cũng đã tìm thấy sự hiện diện của thành viên nữ trong HĐQT và sự kiêm chức của CEO có ảnh hưởng tích cực làm tăng giá trị ROA của công ty. Vấn đề đặt ra là liệu các đặc điểm KSQT có thể can thiệp làm thay đổi mối quan hệ giữa sự minh bạch CSR và hiệu quả tài chính công ty không và sự thay đổi này diễn ra như thế nào. Vai trò ảnh hưởng trung gian của một số đặc điểm KSQT đến mối quan hệ giữa sự minh bạch CSR và hiệu quả tài chính công ty đã được tìm thấy ở vài nghiên cứu. Cụ thể, Lu (2013) và Hossain *et al.* (2016) lập luận rằng mức độ quan hệ cùng chiều giữa sự minh bạch CSR và hiệu quả tài chính công ty sẽ tăng mạnh hơn khi công ty có tỷ lệ thành viên độc lập trong HĐQT cao. Ngoài ra, Peng and Yang (2013) và Feng *et al.* (2018) tìm thấy sự ảnh hưởng trung gian của biến mức độ sở hữu tập trung đã tác động làm thay đổi mối quan hệ giữa sự minh bạch CSR và lợi nhuận ngắn hạn và dài hạn của công ty trở thành ngược chiều thay vì không có mối quan hệ trước khi xem xét vai trò ảnh hưởng trung gian của biến tỷ lệ sở hữu tập trung.

Từ lâu, việc minh bạch CSR đã rất phổ biến ở các quốc gia có trình độ phát triển cao như Mỹ và các nước phương Tây nhưng hiện vẫn còn khá mới

<sup>1</sup> <https://www.moit.gov.vn/web/guest/tin-chi-tiet/-/chi-tiet/bien-phap-phong-ve-thuong-mai-cong-cu>

hieu-qua-giam-ap-luc-hang-nhap-khau-107138-22.html

mề đối với các doanh nghiệp ở Việt Nam. Sự phát triển của thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam cùng với tốc độ gia tăng nhanh số lượng các công ty niêm yết đòi hỏi sự minh bạch thông tin bao gồm thông tin CSR nhiều hơn từ các công ty khi niêm yết nhằm tuân thủ theo Thông tư số 155/2015/TT-BTC. Ngoài ra, mặc dù khá nhiều nghiên cứu về mối quan hệ giữa sự minh bạch CSR và hiệu quả tài chính đã được thực hiện nhưng chỉ phổ biến ở những thị trường phát triển. Tại Việt Nam, số lượng các nghiên cứu về mối quan hệ giữa minh bạch CSR và hiệu quả tài chính công ty còn khá khiêm tốn. Bên cạnh đó, vai trò ảnh hưởng trung gian của biến KSQT đến mối quan hệ giữa sự minh bạch CSR và hiệu quả tài chính công ty vẫn chưa được kiểm chứng bởi bất kỳ nghiên cứu nào tại thị trường Việt Nam. Do đó, nghiên cứu “*Ảnh hưởng của kiểm soát quản trị đến mối quan hệ giữa minh bạch trách nhiệm xã hội và hiệu quả tài chính: Bằng chứng thực nghiệm từ Việt Nam*” được tiến hành với mong muốn kết quả nghiên cứu sẽ góp phần củng cố thêm cơ sở lý luận về mối quan hệ này, đồng thời là minh chứng thúc đẩy các công ty tăng cường minh bạch CSR kết hợp với việc hoàn thiện một số đặc điểm về KSQT nhằm đạt tối đa hiệu quả tài chính mang lại từ việc minh bạch CSR của các công ty niêm yết Việt Nam.

## 2 CƠ SỞ LÝ THUYẾT

### 2.1 Các khái niệm

#### 2.1.1 Minh bạch trách nhiệm xã hội

Có nhiều cách tiếp cận khác nhau về khái niệm minh bạch trách nhiệm xã hội (CSR) tùy theo bối cảnh nghiên cứu. Nghiên cứu này tiếp cận khái niệm minh bạch CSR theo hướng dẫn của Sáng kiến báo cáo toàn cầu (GRI-Global Reporting Initiative (2006)): “*minh bạch CSR là việc công bố các thông tin tự nguyện liên quan đến các nội dung (1) chiến lược và hồ sơ công ty; thông số báo cáo tài chính và quản trị công ty và (2) tiếp cận các khía cạnh bao gồm kinh tế, môi trường, lao động và việc làm, nhân quyền, cộng đồng và trách nhiệm đối với khách hàng/sản phẩm*”.

#### 2.1.2 Kiểm soát quản trị

Nhiều định nghĩa khác nhau về KSQT được sử dụng tùy theo bối cảnh và mục tiêu nghiên cứu. Magdi and Nadereh (2002) nhấn mạnh rằng KSQT nhằm đảm bảo rằng doanh nghiệp được vận hành tốt và các nhà đầu tư nhận được lợi nhuận công bằng. Một định nghĩa rộng hơn về KSQT là một tập hợp các cơ chế mà thông qua đó công ty hoạt động khi quyền sở hữu được tách khỏi quyền quản lý. Định

nghĩa này cũng gần giống với định nghĩa về KSQT được sử dụng bởi Ủy Ban KSQT tài chính ở Vương quốc Anh rằng “*KSQT là một hệ thống mà các công ty được chỉ đạo và kiểm soát*” (Cadbury Committee, 1992). Theo định nghĩa của Tổ chức Hợp tác và Phát triển Kinh tế (OECD, 1999), “*KSQT là hệ thống mà theo đó các tổ chức được định hướng và kiểm soát. Cấu trúc KSQT quy định phân phối quyền và trách nhiệm giữa các bên liên quan như HĐQT, nhà quản lý, cổ đông và các bên liên quan khác, và nêu ra các quy tắc và thủ tục để đưa ra quyết định về các vấn đề của công ty*”.

Hiện nay, vấn đề KSQT đang mang tính toàn cầu vì đã đóng vai trò quan trọng trong quản lý các tổ chức ở cả những nước phát triển và đang phát triển. Nghiên cứu này tiếp cận khái niệm KSQT theo định nghĩa của OECD (2004) làm nền tảng cho khung phân tích về KSQT bao gồm các thành phần đặc điểm và hoạt động của HĐQT, cấu trúc sở hữu công ty và đặc điểm ban kiểm soát.

#### 2.1.3 Hiệu quả tài chính

Hiệu quả tài chính được đánh giá dựa trên khả năng sinh lời của công ty. Griffin and Mahon (1997) đã xem xét 51 nghiên cứu có liên quan đến hiệu quả tài chính cho thấy có tới khoảng 80 chỉ tiêu khác nhau dùng đo lường cho hiệu quả tài chính của công ty. Trong đó, phổ biến nhất là chỉ tiêu lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA) đo lường hiệu quả tài chính theo phương pháp giá trị sổ sách kế toán.

Tuy nhiên, ROA chỉ có thể đo lường hiệu quả tài chính dựa trên các tài sản hữu hình (San Ong and Teh, 2009), chưa tính toán được hiệu quả tài chính từ tài sản vô hình là các nguồn có thể tạo ra lợi thế cạnh tranh như mối quan hệ khách hàng, sự hài lòng của nhân viên, sự đổi mới sáng tạo, sự đầu tư nghiên cứu và phát triển (Lev, 2000). Do đó, để hiệu quả tài chính được đánh giá đầy đủ và toàn diện hơn, bên cạnh chỉ số ROA, nghiên cứu này sẽ sử dụng thêm chỉ số Tobin’s Q đo lường giá trị thị trường được sử dụng ở nhiều nghiên cứu (Heenetigala and Armstrong, 2011; Nguyen *et al.*, 2015).

## 2.2 Các lý thuyết nền của nghiên cứu

### 2.2.1 Lý thuyết các bên liên quan (Freeman, 1984)

Lý thuyết các bên liên quan (Freeman, 1984) được sử dụng phổ biến trong nhiều nghiên cứu liên quan đến sự minh bạch CSR. Lý thuyết này cho rằng công ty chỉ có thể tồn tại và phát triển bền vững chỉ khi đảm bảo đầy đủ quyền lợi cho tất cả các bên liên quan của công ty, đó chính là những cá nhân hoặc tổ chức có thể ảnh hưởng hoặc bị ảnh hưởng đáng kể

từ hoạt động của công ty. Tùy vào mục đích của từng nghiên cứu, trình độ phát triển và đặc thù riêng của mỗi quốc gia khác nhau, các nghiên cứu sẽ đề cập đến các bên liên quan với số lượng và thành phần các bên liên quan cũng khác nhau. Khung phân tích về minh bạch CSR cho các công ty niêm yết Việt Nam được đề cập trong nghiên cứu này là các thông tin được các công ty công bố và cam kết thực hiện đối với các bên liên quan của công ty bao gồm: (1) cổ đông và nhà đầu tư, (2) môi trường, (3) cộng đồng, (4) người lao động và (5) sản phẩm/khách hàng.

### 2.2.2 Lý thuyết người đại diện (Jensen and Meckling, 1976)

Lý thuyết người đại diện (Jensen and Meckling, 1976) cho rằng luôn tồn tại xung đột quyền lợi giữa các cổ đông và người quản lý vì không phải lúc nào lợi ích của họ cũng hòa hợp với nhau. Người đại diện quản lý sử dụng các nguồn lực chung của công ty để phục vụ cho lợi ích riêng của bản thân họ hơn là vì lợi ích chung của công ty. Lý thuyết này có thể đảm bảo giải quyết được hai rắc rối phổ biến đó là (1) mục tiêu của người chủ và người đại diện quản lý không bị mâu thuẫn nhau và (2) người chủ và người đại diện quản lý cùng nhau thống nhất phương pháp giải quyết vấn đề cũng như đối phó với các rủi ro.

Nghiên cứu này sử dụng lý thuyết người đại diện để làm khung phân tích cho mối quan hệ giữa yếu tố KSQT (tỷ lệ thành viên HĐQT độc lập, tỷ lệ sở hữu nước ngoài và chất lượng kiểm toán) với hiệu quả tài chính của công ty. Ngoài ra, khung lý thuyết người đại diện kết hợp với lý thuyết các bên liên quan được sử dụng để nhằm khám phá vai trò ảnh hưởng điều tiết can thiệp đến mối quan hệ giữa sự minh bạch CSR và hiệu quả tài chính công ty niêm yết Việt Nam của các biến KSQT (tỷ lệ thành viên HĐQT độc lập, tỷ lệ sở hữu nước ngoài và chất lượng kiểm toán).

## 3 GIẢ THUYẾT VÀ MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU

### 3.1 Ảnh hưởng của sự minh bạch CSR đến hiệu quả tài chính

Đã có nhiều nghiên cứu khám phá mối quan hệ giữa minh bạch CSR và hiệu quả tài chính của công ty. Khả năng nghiên cứu lập luận rằng khi mức độ minh bạch CSR càng nhiều thì hiệu quả tài chính càng cao (Suteja *et al.*, 2016; Chou *et al.*, 2017). Một lập luận khác cho rằng sự minh bạch CSR không ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính (McWilliams and Siegel, 2000; Yparto *et al.*, 2013); thậm chí việc minh bạch CSR còn làm tăng chi phí nên sẽ làm

giảm hiệu quả tài chính (Baird *et al.*, 2012 và Nguyen, 2018). Bên cạnh đó, Yusoffa *et al.* (2013) còn lập luận rằng có sự khác biệt trong sự ảnh hưởng của từng khía cạnh minh bạch thành phần đến hiệu quả tài chính. Cụ thể:

### Ảnh hưởng của sự minh bạch trách nhiệm kinh tế đến hiệu quả tài chính

Phần lớn các nghiên cứu về ảnh hưởng của minh bạch CSR đến hiệu quả tài chính công ty thường không đề cập đến khía cạnh minh bạch trách nhiệm kinh tế trong nội dung minh bạch CSR. Lý do có thể là vì một số nội dung minh bạch trách nhiệm kinh tế đã có tính bắt buộc thực hiện đối với tất cả công ty khi niêm yết theo quy định của sở giao dịch chứng khoán (SGDCK) chẳng hạn như thông tin báo cáo tài chính và kiểm toán. Bên cạnh đó, một số thông tin minh bạch kinh tế tự nguyện khác cũng được các cổ đông và nhà đầu tư rất muốn biết như kế hoạch và chiến lược kinh doanh của công ty. Do đó, trong một số nghiên cứu gần đây, khía cạnh minh bạch trách nhiệm kinh tế đã bắt đầu được đề cập. Hầu hết các nghiên cứu đã tìm thấy sự ảnh hưởng cùng chiều của khía cạnh minh bạch trách nhiệm kinh tế đến hiệu quả tài chính công ty (Pan *et al.*, 2014; Platonova *et al.*, 2018). Vì vậy, giả thuyết H1a được đề xuất như sau:

*H1a: Công ty có mức độ minh bạch trách nhiệm kinh tế càng nhiều thì hiệu quả tài chính càng cao*

### Ảnh hưởng của sự minh bạch trách nhiệm môi trường đến hiệu quả tài chính

Khía cạnh minh bạch trách nhiệm môi trường luôn được quan tâm trong nội dung minh bạch thông tin ở hầu hết các công ty. Mazurkiewicz (2004) cho rằng bảo vệ môi trường là trách nhiệm chung của tất cả cá nhân và tổ chức trong xã hội. Theo Mishra and Suar (2010), hiệu quả hoạt động môi trường được thể hiện qua ba vấn đề: (1) sản phẩm được sản xuất bằng công nghệ sử dụng được các nguyên vật liệu tái chế và có thể tiết kiệm được các nguồn tài nguyên khác; (2) quy trình công nghệ sản xuất hiệu quả và kiểm soát được đường ống thải và (3) hệ thống quản lý sản xuất có chương trình kiểm soát môi trường. Khi các công ty quản lý môi trường tốt thì hình ảnh uy tín, hiệu quả tài chính và giá trị công ty sẽ tăng (Klassen and McLaughlin, 1996). Hầu hết các kết quả nghiên cứu ủng hộ lập luận khi mức độ thực hiện và minh bạch trách nhiệm môi trường cao sẽ làm tăng hiệu quả tài chính cho công ty (Nguyen *et al.*, 2015; Suteja *et al.*, 2016). Bên cạnh đó, một số ít nghiên cứu lập luận việc minh bạch trách nhiệm môi trường không ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính công

ty (Dragomir, 2009; Saka and Oshika, 2014). Thậm chí có thể làm giảm hiệu quả tài chính công ty (Cheung and Mak, 2010; Usman and Amran, 2015). Vì vậy giả thuyết tiếp theo được đề xuất như sau:

*H1b: Công ty có mức độ minh bạch trách nhiệm môi trường càng nhiều thì hiệu quả tài chính càng cao*

**Ảnh hưởng của sự minh bạch trách nhiệm người lao động đến hiệu quả tài chính**

Khoảng 50% các công ty lớn trên thế giới cho rằng việc tạo động lực thúc đẩy nhân viên là vấn đề quan trọng trong thực hiện và minh bạch CSR (Volunteering Australia Inc, 2007). Người lao động là một trong số các bên liên quan quan trọng của công ty. Nếu công ty đối xử không tốt với họ thì công ty có thể gặp thiệt hại. Menassa (2010) lập luận rằng sự minh bạch trách nhiệm với người lao động có liên quan chặt chẽ với hiệu quả tài chính, tạo động lực làm việc và lòng trung thành của nhân viên, phát triển các nguồn lực bên trong liên quan đến nhân viên và khả năng của họ (Rodrigues, 2009). Suteja *et al.* (2016) lập luận rằng yếu tố con người là một nguồn lực quan trọng trong mọi chiến lược của công ty. Do đó, việc minh bạch trách nhiệm người lao động có ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả tài chính công ty. Một lập luận khác của Platonova *et al.* (2018) và Nguyen (2018) cho rằng mức độ thực hiện và minh bạch trách nhiệm với người lao động sẽ làm tăng chi phí do đó sẽ làm giảm hiệu quả tài chính của công ty.

Các công ty niêm yết Việt Nam hiện đang tuân thủ khá tốt các quy định Luật Lao động, các tổ chức công đoàn và các hội, đoàn thể quần chúng (Đoàn Thanh niên, Hội Phụ nữ,...). Bên cạnh đó, các cam kết tự nguyện của công ty đối với người lao động cũng được đưa ra ngày càng nhiều. Từ những cơ sở trên, mối quan hệ của sự minh bạch trách nhiệm người lao động và hiệu quả tài chính của các công ty được kỳ vọng trong nghiên cứu này là:

*H1c: Công ty có mức độ minh bạch trách nhiệm với người lao động càng nhiều thì hiệu quả tài chính càng cao*

**Ảnh hưởng của sự minh bạch trách nhiệm cộng đồng đến hiệu quả tài chính**

Cộng đồng là một trong những bên liên quan quan trọng của công ty. Do đó, các công ty có xu hướng đóng góp nhiều hơn cho cộng đồng địa phương, đặc biệt tại nơi mà công ty đang tiến hành các hoạt động sản xuất kinh doanh. Lesser and Storck (2001) nhận định rằng khi công ty mở rộng

quy mô kinh doanh, tìm kiếm kiếm thị trường mới sẽ phải cần sự hỗ trợ rất nhiều từ cộng đồng và chính quyền địa phương. Vì vậy, khía cạnh minh bạch trách nhiệm cộng đồng địa phương là một trong những nội dung quan trọng của minh bạch trách nhiệm xã hội. Các sáng kiến cộng đồng như hoạt động từ thiện, hỗ trợ cho giáo dục, tài trợ cho các phong trào địa phương, chống hối lộ và tham nhũng, hỗ trợ cho các dịch vụ chăm sóc sức khỏe y tế đã được tích hợp ngày càng nhiều vào các kế hoạch hoạt động của công ty (Rodrigues, 2009).

David (2012) cho rằng danh tiếng của công ty sẽ tăng lên khi đầu tư vào các dự án phúc lợi xã hội cho cộng đồng địa phương. Bên cạnh đó, Lii (2011) lập luận việc đóng góp cho cộng đồng địa phương sẽ giúp thiết lập được mối quan hệ tốt đẹp với các bên liên quan, từ đó xây dựng được hình ảnh thương hiệu với chi phí thấp hơn so với chi phí quảng cáo và quan hệ công chúng. Chou *et al.* (2017) và Nguyen (2018) đã lập luận khi các công ty thực hiện và minh bạch nhiều thông tin về các hoạt động cộng đồng địa phương thì kết quả kinh doanh sẽ tốt hơn. Tuy nhiên, Berman *et al.* (1999) cho rằng có sự ảnh hưởng ngược chiều giữa việc minh bạch trách nhiệm cộng đồng với hiệu quả tài chính công ty. Vì thế, giả thuyết H1d trong nghiên cứu này được đề xuất như sau:

*H1d: Công ty có mức độ minh bạch trách nhiệm cộng đồng càng nhiều thì hiệu quả tài chính càng cao*

**Ảnh hưởng của sự minh bạch trách nhiệm sản phẩm/khách hàng đến hiệu quả tài chính**

Khía cạnh minh bạch trách nhiệm sản phẩm/khách hàng được các công ty thực hiện nhằm hướng đến việc gia tăng sự hài lòng cho khách hàng. Anderson and Gerbing (1988) lập luận rằng sự hài lòng của khách hàng có thể được xác định thông qua tổng số tiền đã mua sắm và trải nghiệm tiêu dùng của khách hàng đối với một sản phẩm hoặc dịch vụ nào đó theo thời gian. Mithas *et al.* (2006) cho rằng sự hài lòng của khách hàng chính là mục đích chiến lược tiếp thị của công ty góp phần gia tăng lợi nhuận và giá trị thị trường cho công ty trong dài hạn (Gruca and Rego, 2005). Do vậy, mức độ hài lòng của khách hàng sẽ trở thành động lực thúc đẩy các công ty tích cực và tự giác thực hiện và minh bạch CSR nói chung và minh bạch trách nhiệm sản phẩm/khách hàng nói riêng.

Suteja *et al.* (2016) lập luận rằng khi công ty có mức độ thực hiện và minh bạch trách nhiệm sản phẩm/khách hàng càng nhiều thì hiệu quả tài chính

càng cao. Tuy nhiên, một lập luận khác của Pan *et al.* (2014) cho rằng việc minh bạch trách nhiệm sản phẩm/khách hàng không có sự ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính công ty, thậm chí còn làm tăng chi phí, do đó sẽ làm giảm hiệu quả tài chính công ty (Platonova *et al.*, 2018). Từ những cơ sở trên, giả thuyết tiếp theo trong nghiên cứu này được đề xuất như sau:

*H1e: Công ty có mức độ minh bạch trách nhiệm sản phẩm/khách hàng càng nhiều thì hiệu quả tài chính càng cao*

### **3.2 Ảnh hưởng của kiểm soát quản trị đến mối quan hệ giữa sự minh bạch trách nhiệm xã hội và hiệu quả tài chính**

Tính đến nay, số lượng các nghiên cứu về vai trò trung gian của các biến đặc điểm KSQT đến mối quan hệ giữa sự minh bạch CSR và hiệu quả tài chính công ty còn khá khiêm tốn. Hơn nữa, số lượng các biến KSQT được sử dụng làm biến trung gian còn khá ít gồm: (1) sự kiêm chức của CEO (Lu, 2013; Hossain *et al.*, 2016), (2) quy mô HĐQT (Li *et al.*, 2013), (3) tỷ lệ thành viên HĐQT độc lập (Lu, 2013; Hossain *et al.*, 2016), (4) tỷ lệ sở hữu nhà nước (Liu and Zhang, 2017; Ali *et al.*, 2019), (4) tỷ lệ sở hữu tập trung (Peng and Yang, 2013; Feng *et al.*, 2018), (5) tỷ lệ nữ trong HĐQT (Lu, 2013) và (6) chất lượng kiểm toán đo lường bằng việc sử dụng BIG4 (Dewi and Monalisa, 2016). Mặt khác, tính chất ảnh hưởng trung gian của các biến này vẫn chưa thể hiện rõ ràng và chưa có sự thống nhất trong kết luận giữa các nghiên cứu. Cụ thể:

Lu (2013) và Hossain *et al.* (2016) lập luận rằng trong mối quan hệ trực tiếp, sự minh bạch CSR ảnh hưởng cùng chiều đến hiệu quả tài chính. Trong mối quan hệ gián tiếp với sự ảnh hưởng trung gian của biến sự kiêm chức của CEO, kết quả phân tích của Lu (2013) cho thấy mức độ ảnh hưởng cùng chiều của sự minh bạch CSR đến hiệu quả tài chính tăng mạnh hơn. Tuy nhiên, kết quả phân tích của Hossain *et al.* (2016) lại cho thấy mức độ ảnh hưởng cùng chiều của sự minh bạch CSR đến hiệu quả tài chính giảm xuống. Mặt khác, khi xem xét sự ảnh hưởng trung gian của biến quy mô HĐQT, kết quả phân tích của Lu (2013) cho thấy mức độ ảnh hưởng cùng chiều của sự minh bạch CSR đến hiệu quả tài chính tăng mạnh hơn. Ngoài ra, khi xem xét sự ảnh hưởng trung gian của biến tỷ lệ thành viên HĐQT độc lập, kết quả phân tích của Lu (2013) và Hossain *et al.* (2016) đều cho thấy mức độ ảnh hưởng cùng chiều của sự minh bạch CSR đến hiệu quả tài chính tăng mạnh hơn.

Liu and Zhang (2017) và Ali *et al.* (2019) lập luận rằng trong mối quan hệ trực tiếp, sự minh bạch CSR ảnh hưởng cùng chiều đến hiệu quả tài chính. Trong mối quan hệ gián tiếp với sự ảnh hưởng trung gian của biến tỷ lệ sở hữu nhà nước, kết quả phân tích của Liu and Zhang (2017) cho thấy mức độ ảnh hưởng cùng chiều của sự minh bạch CSR đến hiệu quả tài chính tăng mạnh hơn. Tuy nhiên, kết quả phân tích của Ali *et al.* (2019) cho thấy mức độ ảnh hưởng cùng chiều của sự minh bạch CSR đến hiệu quả tài chính sẽ giảm xuống.

Peng and Yang (2013) và Feng *et al.* (2018) lập luận rằng trong mối quan hệ trực tiếp, sự minh bạch CSR không ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính. Trong mối quan hệ gián tiếp với sự ảnh hưởng trung gian của biến tỷ lệ sở hữu tập trung cho thấy nếu công ty có tỷ lệ sở hữu tập trung cao thì sự minh bạch CSR ảnh hưởng ngược chiều đến lợi nhuận trong ngắn hạn (Feng *et al.*, 2018), trong ngắn hạn và dài hạn (Peng and Yang, 2013).

Lu (2013) lập luận rằng trong mối quan hệ trực tiếp, sự minh bạch CSR ảnh hưởng cùng chiều đến hiệu quả tài chính. Trong mối quan hệ gián tiếp với sự ảnh hưởng trung gian của biến tỷ lệ nữ trong HĐQT, khi tỷ lệ nữ trong HĐQT cao sẽ làm cho mức độ ảnh hưởng cùng chiều của sự minh bạch CSR đến hiệu quả tài chính tăng mạnh hơn.

Dewi and Monalisa (2016) lập luận rằng trong mối quan hệ trực tiếp, sự minh bạch CSR ảnh hưởng cùng chiều đến giá trị ROA, nhưng không ảnh hưởng đến giá trị ROE và giá trị thị trường công ty (thị giá trên giá trị sổ sách của cổ phiếu-PBV). Trong mối quan hệ gián tiếp với sự ảnh hưởng trung gian của biến sử dụng dịch vụ kiểm toán bằng BIG4 (BIG4 là cách gọi quen thuộc của 4 công ty kiểm toán uy tín nhất thế giới (Price Waterhouse Coopers-PWC; Deloitte; Ernst and Young- E&Y và KPMG), kết quả phân tích cho thấy BIG4 không làm thay đổi mối quan hệ giữa sự minh bạch CSR và hiệu quả tài chính.

Tóm lại, từ kết quả của một số nghiên cứu trước đã phân nào cho thấy có khả năng tồn tại sự ảnh hưởng trung gian của một hoặc một số biến KSQT có thể làm thay đổi mối quan hệ giữa sự minh bạch CSR và hiệu quả tài chính công ty. Bên cạnh đó, nhiều nghiên cứu thực tiễn đã cho thấy tầm quan trọng của dòng vốn đầu tư nước ngoài đối với TTCK thể hiện qua sự cải thiện rõ rệt về hiệu quả tài chính (Gugler, 1998) hoặc làm tăng giá cổ phiếu của các công ty có dòng vốn nước ngoài (Wang, 2007). Douma *et al.* (2006) lập luận rằng những công ty sở hữu nước ngoài luôn có chỉ số ROA và Tobin's Q

cao hơn các công ty trong nước. Mặt khác, gần đây với sự gia tăng đầu tư nước ngoài ngày càng nhiều, các công ty ở châu Á như Việt Nam cũng bắt đầu chịu sự ảnh hưởng lớn về cách thức quản lý kinh doanh của phương Tây trong đó chú trọng đến thực hiện và minh bạch CSR (Chapple and Moon, 2005; Khan *et al.*, 2013). Ngoài ra, các công ty kiểm toán thuộc BIG4 có khả năng khuyến khích khách hàng của họ cung cấp nhiều thông tin tài chính và thông tin CSR đa chiều hơn (Inchausti, 1997), khi các công ty niêm yết sử dụng các công ty kiểm toán độc lập thuộc nhóm BIG4 sẽ được đánh giá rất cao về chất lượng kiểm toán (Gupta and Nayar, 2007). Vì vậy, nghiên cứu này kỳ vọng sẽ làm sáng tỏ thêm vai trò điều tiết tích cực của ba biến gồm tỷ lệ sở hữu nước ngoài, tỷ lệ thành viên HĐQT độc lập và chất lượng kiểm toán đến mối quan hệ giữa sự minh bạch CSR và hiệu quả tài chính của các công ty niêm yết trên

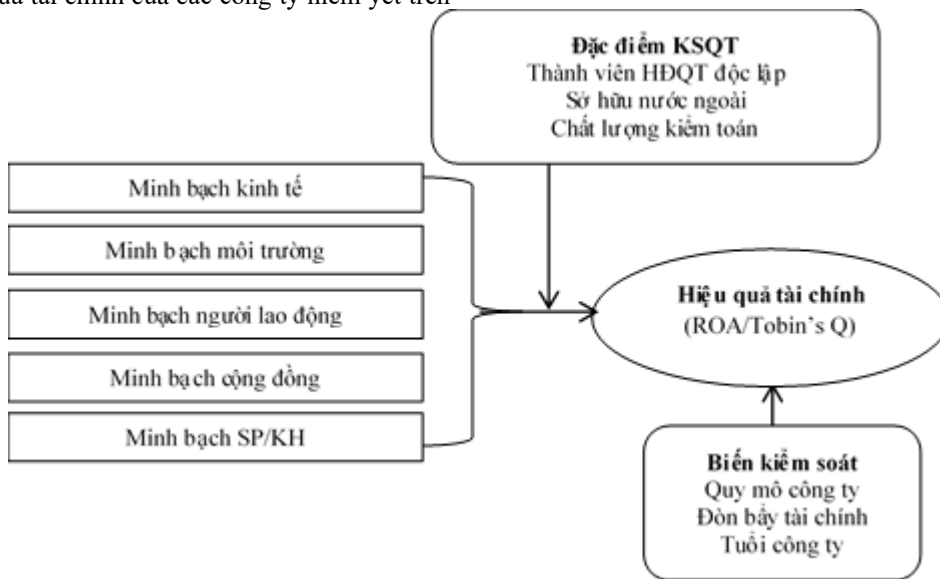
TTCK Việt Nam. Các giả thuyết được đề xuất cụ thể:

*H2a: Tỷ lệ thành viên HĐQT độc lập ảnh hưởng tích cực đến mối quan hệ giữa sự minh bạch CSR và hiệu quả tài chính của các công ty niêm yết Việt Nam*

*H2b: Tỷ lệ sở hữu nước ngoài ảnh hưởng tích cực đến mối quan hệ giữa sự minh bạch CSR và hiệu quả tài chính của các công ty niêm yết Việt Nam*

*H2c: Việc sử dụng BIG4 ảnh hưởng tích cực đến mối quan hệ giữa sự minh bạch CSR và hiệu quả tài chính của các công ty niêm yết Việt Nam*

Từ các giả thuyết được đề xuất, mô hình nghiên cứu về ảnh hưởng của KSQT đến mối quan hệ giữa sự minh bạch CSR và hiệu quả tài chính của các công ty niêm yết Việt Nam được thể hiện ở Hình 1.



**Hình 1: Mô hình nghiên cứu đề xuất**

**4 PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU**

**4.1 Phương pháp thu thập số liệu**

Nghiên cứu này sử dụng số liệu thứ cấp từ các báo cáo thường niên trong 5 năm liên tục (2013 - 2017) của 323 công ty niêm yết phi tài chính (tương ứng với 1.615 quan sát) với tỷ lệ phân bổ mẫu như sau: 171 công ty ở sàn giao dịch Thành phố Hồ Chí Minh và 152 công ty ở sàn giao dịch Hà Nội, không bao gồm các công ty có định chế tài chính như tài chính, ngân hàng và bảo hiểm vì sự khác biệt về chính sách và thông lệ minh bạch thông tin của nó so với các công ty trong lĩnh vực phi tài chính. Tất cả các công ty niêm yết phi tài chính được chọn phải thỏa mãn các điều kiện gồm (1) có thời gian

niêm yết tối thiểu là 5 năm; (2) có các báo cáo thường niên và các báo cáo quản trị liên tục trong 5 năm giai đoạn 2013-2017. Các báo cáo này được thu thập từ [www.cafef.com](http://www.cafef.com), [www.Vietstock.vn](http://www.Vietstock.vn), [www.cophieu68.com](http://www.cophieu68.com) và một số trang web chứng khoán khác. Mẫu nghiên cứu được lựa chọn theo nguyên tắc đảm bảo có đầy đủ thông tin liên tục từ năm 2013 đến 2017, bao gồm đầy đủ các số liệu cần thu thập cho việc phân tích như số liệu minh bạch CSR, thành viên HĐQT độc lập, sở hữu nước ngoài, thông tin về việc sử dụng kiểm toán BIG4, giá trị ROA và giá trị Tobin's Q và các biến kiểm soát trong mô hình.

Thang đo 0-2 được sử dụng để đo lường sự minh bạch CSR. Cụ thể nhận giá trị 0 khi không có thông tin minh bạch; nhận giá trị 1 khi có thông tin minh bạch nhưng nội dung chung chung, không phân tích và không có minh chứng; nhận giá trị 2 khi có thông tin minh bạch với các minh chứng và phân tích rõ ràng.

Phương pháp phân tích nội dung được sử dụng trong cách tiếp cận số liệu minh bạch CSR và các số liệu về đặc điểm KSQT, được thu thập từ các báo cáo thường niên và báo cáo quản trị. Cách tiếp cận này rất phù hợp với TTCK non trẻ chưa có sẵn bộ dữ liệu thứ cấp như các thị trường phát triển, số liệu cần thu thập được thiết kế linh hoạt và thích hợp với từng bối cảnh nghiên cứu, khả năng tiếp cận số liệu dễ dàng với mức chi phí khá thấp. Nội dung thang đo được thiết kế dựa trên bộ tiêu chí của GRI (2006), tham khảo thang đo có chọn lọc từ Bayoud *et al.* (2012), Kansal *et al.* (2014) và Dias *et al.* (2017) cụ thể gồm: (1) thông tin về đặc điểm công ty, (2) thông tin về đặc điểm KSQT và (3) thông tin về minh bạch CSR gồm 5 khía cạnh thành phần được đo lường bằng 60 chỉ mục chi tiết, cụ thể là các khía cạnh kinh tế (gồm 5 chỉ mục đo lường); môi trường (gồm 8 chỉ mục đo lường); người lao động (gồm 7 chỉ mục đo lường); cộng đồng (gồm 5 chỉ mục đo lường) và sản phẩm/khách hàng (gồm 5 chỉ mục đo lường).

**4.2 Phương pháp phân tích số liệu**

Số liệu sử dụng nghiên cứu là số liệu thứ cấp có dạng bảng (panel data). Để mô tả các biến trong mô hình bao gồm giá trị trung bình, giá trị nhỏ nhất, giá trị lớn nhất và độ lệch chuẩn, thống kê mô tả được sử dụng. Để đánh giá chiều hướng và mức độ tác động của minh bạch CSR đến hiệu quả tài chính công ty, nghiên cứu sử dụng dụng phương pháp phân tích hồi quy với các mô hình pooled OLS, mô hình tác động cố định (fixed effects model-FEM) và mô hình tác động ngẫu nhiên (random effects model-REM) để phân tích số liệu. Trước tiên, nghiên cứu thực hiện hồi quy pooled OLS như một ước lượng căn bản nhất. Tuy nhiên, độ vững và tính hiệu quả của các hệ số trong phân tích dữ liệu bảng dựa trên mô hình pooled OLS có thể không nhất quán do mô hình này không quan tâm đến các yếu tố không thể thu thập được hoặc ảnh hưởng riêng lẻ, đặc thù từng doanh nghiệp, trong khi vấn đề ảnh hưởng riêng lẻ là một trong những hiện tượng xảy

ra thường xuyên ở những nghiên cứu thực nghiệm (Baltagi, 2005). Do đó, để xử lý vấn đề về các yếu tố không quan sát được (unobserved heterogeneity), mô hình FEM và REM được sử dụng. Sau đó, kiểm định Hausman được thực hiện nhằm lựa chọn giữa mô hình FEM hoặc REM. Nếu giá trị Prob > chi2 =  $\beta \geq 0,05$  thì chấp nhận  $H_0$  và ngược lại (với  $H_0$  là mô hình REM phù hợp hơn). Mô hình nghiên cứu có dạng như sau:

$$CFP_{i,t} = \beta_{0i,t} + \beta_{1i,t}CSR_{i,t} + \beta_{\gamma}CG_{i,\gamma,t} + \epsilon_{\gamma}CSR_{i,t} * CG_{i,\gamma,t} + \beta_{\lambda}CONTR_{i,\lambda,t} + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$CFP_{i,t} = \beta_{0i,t} + \beta_{\phi}CSR_{i,\phi,t} + \beta_{\gamma}CG_{i,\gamma,t} + \epsilon_{\phi,\gamma}CSR_{i,\phi,t} * CG_{i,\gamma,t} + \beta_{\lambda}CONTR_{i,\lambda,t} + \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

Trong đó:

$CFP_{i,t}$  là biến phụ thuộc được đo lường lần lượt bằng ROA và Tobin's Q. Hai chỉ số hiệu quả tài chính được lần lượt sử dụng như một biến phụ thuộc trong mô hình. Do đó, mô hình (\*) được ước lượng 2 lần

$CSR_{i,\phi,t}$  là biến độc lập (điểm số minh bạch CSR) ở khía cạnh  $\phi$  (với  $\phi=1..,5$ ) của công ty thứ  $i$  (với  $i=1..,323$ ) ở năm  $t$  (với  $t=2013..,2017$ ), lần lượt là khía cạnh trách nhiệm kinh tế (ECO), môi trường (ENV), cộng đồng (COM), người lao động (EMP) và sản phẩm/khách hàng (PROCUS)

$CG_{i,\gamma,t}$  là biến trung gian thứ  $\gamma$  (với  $\gamma=1..,3$ ) của công ty  $i$  (với  $i=1..,323$ ) ở năm  $t$  (với  $t=2013..,2017$ ), lần lượt là biến tỷ lệ thành viên HĐQT độc lập (IND), tỷ lệ sở hữu nước ngoài (FO) và chất lượng kiểm toán (BIG4)

$CONTR_{i,\lambda,t}$  là biến kiểm soát thứ  $\lambda$  (với  $\lambda=1..,3$ ) của công ty  $i$  (với  $i=1..,323$ ) ở năm  $t$  (với  $t=2013..,2017$ ) bao gồm quy mô công ty (SIZE), đòn bẩy tài chính (LEVE) và số năm thành lập (YEAR)

Hệ số  $\epsilon_{\gamma}$  thể hiện tính chất và mức độ trung gian của của biến trung gian

Nghiên cứu sẽ lần lượt thực hiện hai lần phân tích hồi quy cho hai trường hợp, biến độc lập là biến tổng minh bạch CSR chung (mô hình 1) và biến độc lập gồm năm khía cạnh minh bạch thành phần (mô hình 2)

Các biến được sử dụng trong mô hình (1) và (2) được trình bày ở Bảng 1.



**Bảng 1: Diễn giải các biến trong mô hình (1) và (2)**

Tên biến	Ký hiệu biến	Đơn vị tính	Diễn giải	Nguồn	Dấu kỳ vọng
<b><i>Biến phụ thuộc</i></b>					
Giá trị thị trường công ty	Tobin's Q	Lần	(Giá trị trường của cổ phiếu * Số cổ phiếu đang lưu hành) + Giá trị sổ sách nợ / giá trị sổ sách của tổng tài sản	Lu (2013)	
Lợi nhuận trên tổng tài sản	ROA	Lần	Lợi nhuận sau thuế chia cho giá trị sổ sách tổng tài sản	Dewi and Monalisa (2016)	
<b><i>Biến độc lập</i></b>					
Minh bạch trách nhiệm xã hội	CSR D	Điểm	Được đo lường bằng tổng điểm minh bạch của 5 khía cạnh thành phần (CSR D= ECO+ENV+EMP+COM+PROCUS)	Kansal et al. (2014)	(+)
Trách nhiệm kinh tế	ECO	Điểm	Được đo lường qua 5 chỉ mục. Mỗi chỉ mục nhận từ 0-2 điểm với 0 khi không có bất kỳ thông tin minh bạch; 1 khi có thông tin được minh bạch chung chung, không diễn giải và không có minh chứng; 2 khi có thông tin minh bạch đầy đủ với minh chứng kèm theo	Dias et al. (2017)	(+)
Trách nhiệm môi trường	ENV	Điểm	Được đo lường qua 8 chỉ mục. Mỗi chỉ mục nhận từ 0-2 điểm với 0 khi không có bất kỳ thông tin minh bạch; 1 khi có thông tin được minh bạch chung chung, không diễn giải và không có minh chứng; 2 khi có thông tin minh bạch đầy đủ với minh chứng kèm theo	Kansal et al. (2014)	(+)
Trách nhiệm người lao động	EMP	Điểm	Được đo lường qua 7 chỉ mục. Mỗi chỉ mục nhận từ 0-2 điểm với 0 khi không có bất kỳ thông tin minh bạch; 1 khi có thông tin được minh bạch chung chung, không diễn giải và không có minh chứng; 2 khi có thông tin minh bạch đầy đủ với minh chứng kèm theo	Kansal et al. (2014)	(+)
Trách nhiệm cộng đồng	COM	Điểm	Được đo lường qua 5 chỉ mục. Mỗi chỉ mục nhận từ 0-2 điểm với 0 khi không có bất kỳ thông tin minh bạch; 1 khi có thông tin được minh bạch chung chung, không diễn giải và không có minh chứng; 2 khi có thông tin minh bạch đầy đủ với minh chứng kèm theo	Kansal et al. (2014)	(+)
Trách nhiệm SP/KH	PROCUS	Điểm	Được đo lường qua 5 chỉ mục. Mỗi chỉ mục nhận từ 0-2 điểm với 0 khi không có bất kỳ thông tin minh bạch; 1 khi có thông tin được minh bạch chung chung, không diễn giải và không có minh chứng; 2 khi có thông tin minh bạch đầy đủ với minh chứng kèm theo	Kansal et al. (2014)	(+)
<b><i>Biến trung gian</i></b>					
Tỷ lệ thành viên độc lập trong HĐQT	IND	%	Số thành viên HĐQT không tham gia điều hành trên tổng số thành viên HĐQT	Lu (2013)	(+)
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	FO	%	Số cổ phiếu do cổ đông nước ngoài sở hữu trên tổng số cổ phiếu của công ty	Tác giả đề xuất	(+)
Chất lượng kiểm toán	BIG4		Nhận giá trị là 1 khi công ty sử dụng kiểm toán thuộc nhóm BIG4, nhận giá trị là 0 khi công ty sử dụng kiểm toán không thuộc BIG4	Dewi and Monalisa (2016)	(+)
<b><i>Biến kiểm soát</i></b>					
Quy mô công ty	LNSIZE		Logarit giá trị của tổng tài sản	Kansal et al. (2014)	(+)
Số năm hoạt động	YEAR	Năm	Số năm hoạt động của công ty tính từ lúc bắt đầu thành lập đến thời điểm hiện tại	Kansal et al. (2014)	(+)
Đòn bẩy tài chính	LEV	Lần	Tổng nợ trên tổng tài sản	Kansal et al. (2014)	(-)

Nguồn: Tác giả tổng hợp

Trong đó (+): cùng chiều; (-): ngược chiều

## 5 KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ THẢO LUẬN

### 5.1 Kết quả thống kê mô tả

Bảng 2 trình bày kết quả thống kê về hiệu quả tài chính của các công ty niêm yết Việt Nam giai đoạn 2013-2017. Cụ thể, lợi nhuận theo giá trị sổ sách kế toán ROA trung bình của các công ty là 0,05 lần, thấp nhất có lợi nhuận âm là -1,76 lần và cao nhất là 0,78 lần. Điều này cho thấy trong giai đoạn 2013-2017, các công ty niêm yết Việt Nam có hiệu quả kinh doanh chưa thật sự tốt, khá nhiều công ty bị thua lỗ, tuy nhiên cũng có một số công ty có tỷ suất lợi nhuận tốt với một đồng tổng tài sản tạo ra được

0,78 đồng lợi nhuận. Mặt khác, lợi nhuận theo giá trị thị trường công ty với hệ số Tobin's Q trung bình của các công ty giai đoạn 2013-2017 thì có vẻ khá quan hơn với giá trị trung bình là 0,94 lần, giá trị thấp nhất là 0,161 lần và giá trị cao nhất là 7,43 lần và có xu hướng tăng dần qua mỗi năm. Điều này cho thấy nhìn chung các công ty niêm yết Việt Nam tuy có tỷ suất lợi nhuận theo sổ sách chưa thật sự tốt nhưng giá trị thị trường của các công ty vẫn tăng lên khá cao, điều này thể hiện sự kỳ vọng của các nhà đầu tư vào tiềm năng phát triển của TTCK Việt Nam là khá tốt.

**Bảng 2: Kết quả thống kê mô tả các biến sử dụng trong mô hình**

Tên biến	Tỷ lệ minh bạch đạt được (%)	Trung bình	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất	Độ lệch chuẩn
Lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA)		0,0513	-1,7589	0,7837	0,0927
Giá trị thị trường công ty (Tobin's Q)		0,9397	0,1605	7,4344	0,4
Chỉ số minh bạch chung	47,4	28,455	5	60	11,969
Minh bạch kinh tế	87,4	8,737	3	10	1,373
Minh bạch môi trường	30,5	4,872	0	16	4,252
Minh bạch người lao động	52,8	7,389	0	14	3,568
Minh bạch cộng đồng	34,8	3,475	0	10	3,168
Minh bạch sản phẩm/khách hàng	39,8	3,981	0	10	3,282
Tổng tài sản (tỷ đồng)		2.270	21	73.000	5.740
Logarit tổng tài sản		27,375	23,767	31,922	1,397
Số năm hoạt động		30,452	11	92	14,206
Đòn bẩy tài chính		0,530	0,002	0,996	0,222
Tỷ lệ thành viên HĐQT độc lập (%)		63,428	0	100	18,032
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)		10,661	0	64,623	14,309
Chất lượng kiểm toán		0,118	0	1	0,322
Sản niêm yết		0,594	0	1	0,491

Nguồn: kết quả phân tích số liệu từ 323 công ty niêm yết phi tài chính giai đoạn 2013-2017

Ngoài ra, Bảng 2 còn trình bày kết quả thống kê thực trạng minh bạch CSR của các công ty niêm yết Việt Nam giai đoạn 2013-2017. Điểm minh bạch CSR chung của các công ty có mức trung bình khoảng 28,45 điểm, tương ứng khoảng 47,4 % so với kỳ vọng, trong đó, cao nhất tối đa 60 điểm, tương ứng 100% kỳ vọng, thấp nhất chỉ có 5 điểm, tương ứng khoảng 8,33% so với mức kỳ vọng. Nhìn chung, điểm số minh bạch CSR trung bình của các công ty niêm yết Việt Nam còn rất khiêm tốn, thấp hơn phân nửa so với mức kỳ vọng và có mức độ không đồng đều giữa các khía cạnh thành phần. Cụ thể, khía cạnh trách nhiệm kinh tế có mức độ minh bạch cao nhất, kế tiếp là khía cạnh người lao động, khía cạnh sản phẩm/khách hàng, khía cạnh cộng đồng và thấp nhất là khía cạnh môi trường. Kết quả phân tích này khá phù hợp với Hossain *et al.* (2006) và Ibrahim and Hanefah (2016) cho rằng khía cạnh trách nhiệm môi

trường luôn có mức minh bạch tối thiểu và thấp nhất. Điều này có thể do một số công ty có cho rằng do đặc điểm hoạt động của công ty không ảnh hưởng trực tiếp đến môi trường nên không cần minh bạch thông tin trách nhiệm môi trường (Tagesson *et al.*, 2009). Bên cạnh đó, việc còn thiếu các hành lang pháp lý và hệ thống các văn bản pháp luật bảo vệ môi trường và xử lý hành vi gây ô nhiễm môi trường cũng là nguyên nhân dẫn đến các công ty niêm yết chưa thật sự nghiêm túc thực hiện và minh bạch thông tin trách nhiệm môi trường.

Bên cạnh đó, Bảng 2 còn cho biết tổng tài sản trung bình của các công ty niêm yết Việt Nam khoảng 2270 tỷ đồng; thời gian hoạt động trung bình khoảng 30 năm; hệ số vay nợ trung bình khoảng 53%; tỷ lệ thành viên HĐQT độc lập trung bình là 63,4%, khá cao so với mức tỷ lệ quy định của OECD (2004) là một phần ba; tỷ lệ sở hữu nước ngoài trung

bình khoảng 10,66%; hiện tại chỉ có khoảng 11% các công ty niêm yết Việt Nam sử dụng dịch vụ kiểm toán thuộc nhóm BIG4.

**5.2 Kết quả hồi quy**

Trước khi đưa các biến vào phân tích hồi quy, từng cặp biến độc lập trong mô hình được kiểm định tương quan. Hệ số tương quan thể hiện mối quan hệ hai chiều giữa từng cặp biến độc lập với nhau. Hệ số tương quan càng lớn cho thấy mối quan hệ giữa hai biến càng chặt và ngược lại. Đồng thời, hệ số dương chỉ ra mối quan hệ cùng chiều giữa các cặp biến, hệ số âm cho thấy có mối quan hệ ngược chiều giữa hai biến. Kết quả phân tích tương quan đã cho thấy sự tương quan giữa các cặp biến độc lập nằm trong

vùng giá trị cho phép (trị tuyệt đối của hệ số tương quan  $\leq 0,6$ ), do đó không xảy ra hiện tượng tự tương quan giữa các biến.

Kết quả kiểm định đa cộng tuyến ở tất cả các mô hình đều cho thấy hệ số VIF của các biến độc lập rất nhỏ ( $< 10$ ) nên có thể kết luận không xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến. Vì vậy, nghiên cứu sẽ tiếp tục thực hiện lần lượt các bước hồi quy tiếp theo với hai phương pháp ước lượng FEM và REM. Kiểm định Hausman được thực hiện đã cho thấy phương pháp ước lượng FEM phù hợp hơn cho tất cả các mô hình. Kết quả phân tích hồi quy của mô hình 1 và 2 được trình bày ở Bảng 3 với phần thảo luận được lần lượt trình bày tiếp theo.

**Bảng 3: Kết quả hồi quy về sự ảnh hưởng của KSQT đến mối quan hệ giữa sự minh bạch CSR chung và các khía cạnh minh bạch thành phần với hiệu quả tài chính của các công ty niêm yết Việt Nam**

Biến	Mô hình 1		Mô hình 2	
	ROA	Tobin's Q	ROA	Tobin's Q
LNSIZE	-0,00231*** (-4,68)	0,00375 (0,98)	<b>-0,00261***</b> <b>(-4,17)</b>	0,00458 (1,16)
LEV	-0,10436*** (-32,14)	0,3691*** (16,09)	<b>-0,102***</b> <b>(-27,56)</b>	<b>0,3583***</b> <b>(14,81)</b>
AGE	0,0004582*** (12,69)	0,0003891*** (1,11)	<b>0,0005***</b> <b>(11,5)</b>	<b>0,000510*</b> <b>(1,34)</b>
CSR D	0,001*** (5,19)	-0,000243 (-0,24)		
ECO			<b>0,0111***</b> <b>(7,09)</b>	0,00826 (1,19)
ENV			<b>0,00183**</b> <b>(2,14)</b>	<b>0,00670*</b> <b>(1,36)</b>
EMP			-0,000107 (-0,12)	-0,000951 (-0,24)
COM			<b>-0,00626***</b> <b>(-5,59)</b>	<b>-0,00957*</b> <b>(-1,66)</b>
PROCUS			<b>0,00520***</b> <b>(5,39)</b>	0,000613 (0,14)
IND	<b>0,0003482***</b> <b>(3,91)</b>	<b>-0,00118</b> <b>(-3,03)</b>	<b>0,000757***</b> <b>(3,77)</b>	-0,000538 (-0,58)
FO	<b>0,0002432*</b> <b>(1,66)</b>	<b>-0,0037</b> <b>(-3,85)</b>	0,0000132 (0,03)	-0,00153 (-0,74)
BIG4	<b>0,01958***</b> <b>(3,59)</b>	-0,0255 (-1,01)	-0,000341 (-0,02)	-0,163 (-2,17)
CSR D x IND	-0,00000534 (-1,79)	<b>0,0000707***</b> <b>(4,61)</b>		
CSR D x FO	<b>0,000019***</b> <b>(4,69)</b>	<b>0,0002208***</b> <b>(6,52)</b>		
CSR D x BIG4	-0,0003402 (-2,0)	<b>0,0011745**</b> <b>(1,18)</b>		
ECO x IND			-0,0000836 (-3,3)	0,0000309 (0,28)

Biến	Mô hình 1		Mô hình 2	
	ROA	Tobin's Q	ROA	Tobin's Q
ENV x IND			-0,0000176 (-1,45)	-0,0000218 (-0,28)
EMP x IND			0,00000196 (0,15)	0,0000471 (0,78)
COM x IND			<b>0,0000944***</b> <b>(5,48)</b>	<b>0,000169**</b> <b>(1,89)</b>
PROCUS x IND			-0,0000597 (-4,22)	0,0000283 (0,41)
ECO x FO			0,0000439 (0,96)	-0,000140 (-0,56)
ENV x FO			-0,000000273 (-0,02)	<b>0,000428***</b> <b>(3,54)</b>
EMP x FO			0,000018 (1,0)	<b>0,000174*</b> <b>(1,45)</b>
COM x FO			<b>0,0000705***</b> <b>(3,53)</b>	<b>0,000285*</b> <b>(1,84)</b>
PROCUS x FO			-0,0000129 (-0,65)	<b>0,000302**</b> <b>(2,04)</b>
ECO x BIG4			<b>0,00216*</b> <b>(1,44)</b>	<b>0,0196**</b> <b>(2,18)</b>
ENV x BIG4			-0,00127 (-2,16)	0,000347 (0,09)
EMP x BIG4			-0,0000488 (-0,07)	0,0000989 (0,22)
COM x BIG4			-0,000266 (-0,72)	0,000047 (0,02)
PROCUS x BIG4			-0,000654 (-0,72)	-0,00162 (-0,31)
R <sup>2</sup> điều chỉnh	15,27	21,84	16,03	23,57
Số quan sát	1615	1615	1615	1615

Nguồn: kết quả phân tích số liệu từ 323 công ty niêm yết phi tài chính giai đoạn 2013-2017

Ghi chú: (\*\*\*), (\*\*) và (\*) lần lượt có ý nghĩa thống kê ở mức 1%, 5% và 10%.

5.2.1 Kết quả hồi quy về sự ảnh hưởng của KSQT đến mối quan hệ giữa sự minh bạch CSR và hiệu quả tài chính của các công ty niêm yết Việt Nam (mô hình 1)

Nội dung của mô hình 1 ở Bảng 3 trình bày kết quả hồi quy về mối quan hệ giữa tổng minh bạch CSR và hiệu quả tài chính của các công ty niêm yết Việt Nam ở cả hai trường hợp trực tiếp và gián tiếp (xem xét thêm sự ảnh hưởng trung gian của ba biến KSQT đến mối quan hệ này). Kết quả phân tích cho thấy ở mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%, tổng điểm minh bạch CSR có mối quan hệ cùng chiều với ROA nhưng không có mối quan hệ với Tobin's Q của công ty. Kết quả phân tích cũng phần nào ủng hộ giả thuyết đặt ra và khá tương đồng với nghiên cứu của Suteja *et al.* (2016) và Chou *et al.* (2017). Bên cạnh đó, khi có sự can thiệp trung gian mối quan hệ của

ba biến KSQT, kết quả phân tích ở nội dung mô hình 1 trong Bảng 3 cho thấy:

Biến tỷ lệ thành viên HĐQT độc lập có vai trò can thiệp làm cho tổng điểm minh bạch CSR và giá trị Tobin's Q có mối quan hệ cùng chiều thay vì không có mối quan hệ khi chưa có sự can thiệp trung gian của biến tỷ lệ thành viên HĐQT độc lập. Tuy nhiên, vai trò trung gian của biến tỷ lệ thành viên HĐQT độc lập đối với mối quan hệ giữa tổng điểm minh bạch CSR và giá trị ROA chưa được tìm thấy. Điều này có nghĩa là khi mức độ giám sát độc lập của HĐQT tăng lên sẽ làm giảm rủi ro cho công ty, tăng uy tín với các bên liên quan đặc biệt là nhà đầu tư, điều này sẽ góp phần gia tăng giá trị cổ phiếu hay giá trị thị trường Tobin' Q của công ty.

Biến tỷ lệ sở hữu nước ngoài có vai trò can thiệp làm tăng mức độ quan hệ cùng chiều giữa tổng điểm

minh bạch CSR và giá trị ROA của công ty. Mặt khác, biến tỷ lệ sở hữu nước ngoài còn có khả năng can thiệp làm cho tổng điểm minh bạch CSR và giá trị Tobin's Q có mối quan hệ cùng chiều thay vì không có mối quan hệ khi chưa có sự can thiệp trung gian của biến tỷ lệ sở hữu nước ngoài. Điều này cho thấy vai trò quan trọng và cần thiết của yếu tố sở hữu nước ngoài đối với hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết Việt Nam.

Biến BIG4 có vai trò can thiệp làm cho tổng điểm minh bạch CSR và giá trị Tobin's Q có mối quan hệ cùng chiều thay vì không có mối quan hệ khi chưa có sự can thiệp trung gian của biến BIG4. Tuy nhiên, vai trò trung gian của biến BIG4 đối với mối quan hệ giữa tổng điểm minh bạch CSR và giá trị ROA chưa được tìm thấy. Điều này đã bước đầu cho thấy việc sử dụng kiểm toán thuộc nhóm BIG4 của các công ty đã bắt đầu được quan tâm bởi các bên liên quan, đặc biệt là cổ đông và nhà đầu tư, điều này góp phần làm tăng giá trị thị trường Tobin's Q của công ty.

Ngoài ra, kết quả phân tích còn cho thấy: (1) Quy mô công ty ảnh hưởng ngược chiều đến giá trị ROA và không ảnh hưởng đến giá trị Tobin's Q. Điều này có nghĩa là hiệu quả sử dụng vốn của các công ty niêm yết đặc biệt là các công ty có quy mô lớn ở Việt Nam chưa thật sự tốt và chưa tương xứng với tiềm năng của mình. (2) Tỷ lệ nợ vay của công ty ảnh hưởng cùng chiều đến giá trị Tobin's Q và ngược chiều đến giá trị ROA. Điều này có nghĩa là công ty vay nợ càng nhiều sẽ làm tăng chi phí và giảm lợi nhuận theo giá trị sổ sách ROA. Tuy nhiên, nhìn ở một góc độ khác, việc vay thêm nợ được nhìn nhận theo chiều hướng tích cực và vấn đề này được xem là bình thường của bất kỳ một tổ chức kinh doanh cần phải huy động vốn cho kế hoạch phát triển và mở rộng quy mô kinh doanh. Chính vì vậy sẽ hấp dẫn sự quan tâm của nhà đầu tư và giá cổ phiếu tăng làm cho giá trị thị trường Tobin's Q của công ty tăng lên. (3) Số năm hoạt động của công ty tỷ lệ thuận với cả hai giá trị ROA và Tobin's Q của công ty. Điều này cho thấy những công ty niêm yết hoạt động lâu năm trên thị trường sẽ có nhiều kinh nghiệm, uy tín nên sẽ có nhiều lợi thế hơn trong kinh doanh nên tất yếu dẫn đến hiệu quả tài chính sẽ cao hơn, tốc độ tăng trưởng ổn định và bền vững hơn.

Bên cạnh đó, kết quả phân tích ở Bảng 3 cũng chỉ ra rằng: (1) Tỷ lệ thành viên HĐQT độc lập ảnh hưởng cùng chiều với giá trị ROA nhưng không ảnh hưởng đến giá trị Tobin's Q của các công ty niêm yết Việt Nam. Điều này có nghĩa là càng ít người trong HĐQT tham gia giữ chức vụ trong ban điều

hành công ty thì mức độ và hiệu quả giám sát độc lập của HĐQT càng nhiều, sẽ giảm bớt được những rủi ro do sai sót và thiệt hại từ các quyết định của nhà quản lý, từ đó làm tăng giá trị ROA cho công ty. (2) Tỷ lệ sở hữu nước ngoài ảnh hưởng cùng chiều đến giá trị ROA nhưng không ảnh hưởng đến giá trị Tobin's Q của công ty. Điều này cho thấy khi mức độ sở hữu cổ đông nước ngoài tăng lên tới một lúc nào đó họ bắt đầu can thiệp sâu hơn vào hoạt động quản lý công ty, khi đó công ty sẽ phong cách quản lý, phương pháp kinh doanh và mô hình quản trị hiện đại và công nghệ sản xuất tiên tiến hơn sẽ góp phần làm giảm chi phí và gia tăng giá trị ROA của công ty. (3) Các công ty sử dụng kiểm toán bằng BIG4 có ROA cao hơn so với những công ty không sử dụng BIG4, tuy nhiên việc sử dụng BIG 4 không ảnh hưởng đến giá trị Tobin's Q của công ty.

#### 5.2.2 Kết quả hồi quy về sự ảnh hưởng KSQT đến mối quan hệ giữa các khía cạnh minh bạch thành phần và hiệu quả tài chính của các công ty niêm yết Việt Nam (mô hình 2)

Nội dung của mô hình 2 ở Bảng 3 trình bày kết quả hồi quy về mối quan hệ giữa các khía cạnh minh bạch thành phần và hiệu quả tài chính của các công ty niêm yết Việt Nam lần lượt ở cả hai trường hợp quan hệ trực tiếp và gián tiếp (xem xét thêm sự can thiệp trung gian mối quan hệ của ba biến KSQT). Tại mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%, kết quả phân tích hồi quy cho thấy rằng mặc dù tổng điểm minh bạch CSR có mối quan hệ cùng chiều với cả hai giá trị ROA và Tobin's Q (mô hình 1), nhưng sự ảnh hưởng riêng lẻ của mỗi khía cạnh minh bạch thành phần đến hai giá trị ROA và Tobin's Q lại có sự khác nhau (mô hình 2). Kết quả phân tích đã củng cố thêm lập luận của Yusoffa *et al.* (2013) cho rằng có sự tác động khác nhau giữa các khía cạnh minh bạch thành phần đến hiệu quả tài chính. Cụ thể, khía cạnh minh bạch kinh tế ảnh hưởng cùng chiều đến ROA nhưng không ảnh hưởng đến Tobin's Q của công ty. Khía cạnh minh bạch môi trường ảnh hưởng cùng chiều đến cả hai giá trị ROA và Tobin's Q của công ty. Khía cạnh minh bạch người lao động không có bất kỳ sự ảnh hưởng nào đến cả hai giá trị ROA và Tobin's Q của công ty. Khía cạnh minh bạch cộng đồng ảnh hưởng ngược chiều đến cả hai giá trị ROA và Tobin's Q của công ty. Khía cạnh minh bạch sản phẩm/khách hàng ảnh hưởng cùng chiều đến ROA nhưng không ảnh hưởng đến Tobin's Q của công ty. Khi có sự can thiệp trung gian mối quan hệ của ba biến KSQT, kết quả phân tích ở nội dung mô hình 2 trong Bảng 3 cho thấy:

Biến tỷ lệ thành viên HĐQT độc lập có vai trò can thiệp làm cho sự minh bạch của khía cạnh cộng đồng với cả hai giá trị ROA và Tobin's Q có mối quan hệ cùng chiều thay vì ngược chiều khi chưa có sự can thiệp trung gian của biến tỷ lệ thành viên HĐQT độc lập. Tuy nhiên, vai trò trung gian của biến này đối với mối quan hệ giữa các khía cạnh minh bạch còn lại với cả hai giá trị ROA và Tobin's Q chưa được tìm thấy. Điều này cũng đã phần nào cho thấy được lợi ích của việc gia tăng mức độ độc lập cho HĐQT.

Biến tỷ lệ sở hữu nước ngoài có vai trò can thiệp làm cho sự minh bạch của khía cạnh cộng đồng với cả hai giá trị ROA và Tobin's Q có mối quan hệ cùng chiều thay vì ngược chiều khi chưa có sự can thiệp trung gian của biến tỷ lệ sở hữu nước ngoài. Ngoài ra, biến tỷ lệ sở hữu nước ngoài còn có vai trò can thiệp làm tăng mức độ quan hệ cùng chiều giữa khía cạnh minh bạch môi trường và giá trị Tobin's Q của công ty. Bên cạnh đó, biến tỷ lệ sở hữu nước ngoài làm cũng có vai trò can thiệp làm cho sự minh bạch của khía cạnh người lao động, khía cạnh sản phẩm/khách hàng và giá trị Tobin's Q có mối quan hệ cùng chiều thay vì không có mối quan hệ khi chưa có sự can thiệp trung gian của biến tỷ lệ sở hữu nước ngoài. Tuy nhiên, vai trò trung gian của biến này đối với mối quan hệ giữa các khía cạnh minh bạch môi trường, người lao động và sản phẩm/khách hàng với giá trị ROA và mối quan hệ giữa khía cạnh minh bạch kinh tế với cả hai giá trị ROA và Tobin's Q chưa được tìm thấy trong nghiên cứu này. Kết quả phân tích một lần nữa cũng có cho nhận định về tầm quan trọng và cần thiết cho việc gia tăng mức độ sở hữu của cổ đông nước ngoài đối với công ty niêm yết Việt Nam.

Biến BIG4 có vai trò can thiệp làm tăng mức độ quan hệ cùng chiều giữa khía cạnh minh bạch kinh tế và giá trị ROA của công ty. Ngoài ra, biến BIG4 còn có vai trò can thiệp làm cho sự minh bạch khía cạnh kinh tế và giá trị Tobin's Q có mối quan hệ cùng chiều thay vì không có mối quan hệ khi chưa có sự can thiệp của biến BIG4. Tuy nhiên, vai trò trung gian của biến này đối với mối quan hệ giữa các khía cạnh minh bạch thành phần còn lại với cả hai giá trị ROA và Tobin's Q chưa được tìm thấy trong nghiên cứu này. Điều này phần nào đã cho thấy sự cần thiết của việc kiểm toán bằng BIG4 đã được khẳng định. Những công ty sử dụng kiểm toán bằng BIG4 sẽ có mức độ minh bạch kinh tế nhiều hơn, tạo lòng tin với các bên liên quan, đặc biệt dễ dàng tiếp cận thị trường quốc tế, điều này sẽ góp phần gia tăng hiệu quả tài chính của công ty.

Ngoài ra, kết quả phân tích ở Bảng 3 còn cho thấy: (1) Quy mô công ty không ảnh hưởng đến Tobin's Q nhưng ảnh hưởng ngược chiều đến ROA. Điều này có nghĩa là các công ty niêm yết Việt Nam có quy mô càng lớn thì có ROA càng thấp, cho thấy hiệu quả sử dụng vốn của các công ty niêm yết lớn ở Việt Nam còn thấp, chưa tương xứng với tiềm năng và nguồn lực vốn có. (2) Đòn bẩy tài chính ảnh hưởng cùng chiều đến Tobin's Q nhưng ảnh hưởng ngược chiều đến ROA. Điều này có nghĩa là việc vay nợ của công ty sẽ dẫn đến tăng chi phí và giảm ROA của công ty. Tuy nhiên, một quan điểm khác lại cho rằng việc vay thêm nợ của công ty là cần thiết để đáp ứng cho kế hoạch gia tăng quy mô hoạt động của công ty. Với quan điểm này thì việc tỷ lệ nợ vay cao được nhìn nhận ở góc độ tích cực, thu hút nhà đầu tư làm gia tăng sự hấp dẫn của cổ phiếu và tăng giá trị Tobin's Q của công ty. (3) Số năm hoạt động tỷ lệ thuận với cả 2 giá trị ROA và Tobin's Q của công ty. Điều này có nghĩa là những công ty niêm yết Việt Nam hoạt động càng lâu năm càng có nhiều kinh nghiệm, uy tín và có nhiều lợi thế hơn trong kinh doanh, do đó sẽ có sự tăng trưởng ổn định và bền vững hơn nên hiệu quả tài chính sẽ cao hơn.

Bên cạnh đó, kết quả phân tích ở Bảng 3 cũng chỉ ra (1) Tỷ lệ thành viên HĐQT độc lập ảnh hưởng cùng chiều đến giá trị ROA nhưng không ảnh hưởng đến giá trị Tobin's Q. Điều này cho thấy những công ty niêm yết Việt Nam có tỷ lệ thành viên HĐQT độc lập cao sẽ làm tăng hiệu quả giám sát độc lập của HĐQT, giúp giảm bớt những sai sót và thiệt hại từ các quyết định sai lầm của nhà quản trị, từ đó góp phần gia tăng giá trị ROA cho công ty. (2) Tỷ lệ sở hữu nước ngoài và việc sử dụng kiểm toán bằng BIG4 chưa cho thấy có sự ảnh hưởng đến cả hai giá trị ROA và Tobin's Q của các công ty niêm yết Việt Nam.

## 6 KẾT LUẬN VÀ HÀM Ý CHÍNH SÁCH

Nghiên cứu này lần đầu tiên khám phá sự ảnh hưởng của một số yếu tố KSQT đến mối quan hệ giữa sự minh bạch CSR và hiệu quả tài chính của các công ty niêm yết phi tài chính ở Việt Nam. Dữ liệu được thu thập từ các báo cáo thường niên và báo cáo quản trị của 171 công ty đang niêm yết trên HOSE và 152 công ty đang niêm yết trên HNX từ năm 2013-2017. Nghiên cứu sử dụng phương pháp phân tích hồi quy với các mô hình ước lượng pooled OLS, REM và FEM. Nghiên cứu lần lượt xem xét mối quan hệ giữa sự minh bạch CSR và hiệu quả tài chính ở hai trường hợp trực tiếp và gián tiếp với tác động trung gian mối quan hệ của ba biến KSQT (tỷ lệ thành viên HĐQT độc lập, tỷ lệ sở hữu nước ngoài

và chất lượng kiểm toán). Kết quả nghiên cứu cho thấy mức độ minh bạch CSR của các công ty niêm yết Việt Nam khá thấp so với mức yêu cầu. Tuy nhiên, một tín hiệu đáng mừng là mức độ này đang có xu hướng tăng dần qua mỗi năm. Ngoài ra, chưa có sự đồng đều về mức độ minh bạch giữa các khía cạnh thành phần. Cụ thể, minh bạch khía cạnh kinh tế có mức cao nhất, thứ hai là khía cạnh người lao động, thứ ba là khía cạnh sản phẩm/khách hàng, thứ tư là khía cạnh cộng đồng và thấp nhất là khía cạnh môi trường.

Bên cạnh đó, kết quả nghiên cứu còn cho thấy tổng minh bạch CSR và năm khía cạnh minh bạch thành phần có sự ảnh hưởng khác nhau đến các chỉ số hiệu quả tài chính công ty. Kết quả nghiên cứu này nhìn chung cũng tương đối thống nhất với khá nhiều nghiên cứu tương tự tại các quốc gia có trình độ đang phát triển như Việt Nam. Tuy nhiên kết quả nghiên cứu này cũng cho thấy vẫn có một số nét khác biệt tương đối so với các nghiên cứu trước. Điều này có thể là do bối cảnh và đặc điểm thị trường nghiên cứu, thực trạng minh bạch thông tin, trình độ KSQT và trình độ phát triển của TTCK Việt Nam cũng còn khá nhiều khác biệt so với các quốc gia khác trên thế giới.

Một vấn đề quan trọng là kết quả nghiên cứu đã cho thấy ba biến KSQT (tỷ lệ thành viên HĐQT độc lập, tỷ lệ sở hữu nước ngoài và chất lượng kiểm toán) đóng vai trò trung gian ảnh hưởng tích cực đến mối quan hệ giữa tổng minh bạch CSR và một số khía cạnh thành phần với hiệu quả tài chính của các công ty niêm yết Việt Nam. Cụ thể là (1) làm tăng mức độ quan hệ cùng chiều giữa một số khía cạnh minh bạch thành phần với các chỉ số hiệu quả tài chính công ty; (2) làm cho tổng minh bạch CSR và một số khía cạnh minh bạch thành phần với hiệu quả tài chính có mối quan hệ cùng chiều thay vì là mối quan hệ ngược chiều hoặc không có mối quan hệ khi chưa có sự can thiệp của các biến trung gian KSQT. Kết quả phân tích này khá tương đồng với Lu (2013), Hossain *et al.* (2016) và Dewi and Monalisa (2016). Dựa trên kết quả phân tích, một số hàm ý chính sách được đề xuất nhằm cải thiện sự minh bạch CSR, đồng thời nâng cao hiệu quả tài chính cho các công ty niêm yết Việt Nam, cụ thể như sau:

*Tích cực thực hiện minh bạch CSR:* kết quả phân tích cho thấy tổng minh bạch CSR và một số khía cạnh thành phần ảnh hưởng tích cực làm tăng ROA và Tobin's Q của công ty. Do đó, các công ty nên tăng cường minh bạch CSR nhằm đáp ứng thông tin hướng đến sự hài lòng cho cổ đông và khách hàng, tạo lòng tin và thu hút thêm nhà đầu tư, tăng năng

suất lao động và gia tăng lòng trung thành của nhân viên, nhận được sự ủng hộ nhiều hơn từ cộng đồng và chính quyền địa phương, đồng thời đáp ứng được các quy định về kỹ thuật và môi trường trong hoạt động sản xuất kinh doanh đặc biệt là kinh doanh quốc tế, góp phần tạo lập lợi thế cạnh tranh và gia tăng hiệu quả tài chính cho công ty.

*Tăng cường thu hút đầu tư nước ngoài:* kết quả phân tích đã khẳng định vai trò trung gian rất tích cực của tỷ lệ sở hữu nước ngoài đến mối quan hệ giữa sự minh bạch CSR và hiệu quả tài chính công ty niêm yết Việt Nam. Điều này cho thấy việc thu hút thêm nguồn vốn đầu tư nước ngoài vào TTCK Việt Nam là rất quan trọng. Vì vậy, để tăng cường thu hút thêm nhà đầu tư nước ngoài tham gia vào TTCK Việt Nam, cần thiết phải khắc phục những rủi ro mà nhà đầu tư nước ngoài có thể gặp phải do bất đối xứng thông tin bằng cách tăng cường minh bạch thông tin nói chung và minh bạch CSR nói riêng.

*Tăng cường mức độ giám sát độc lập của HĐQT:* kết quả phân tích đã chỉ ra vai trò trung gian tích cực của tỷ lệ thành viên HĐQT độc lập làm cho mối quan hệ ngược chiều giữa khía cạnh minh bạch cộng đồng với ROA và Tobin's Q trở thành mối quan hệ cùng chiều. Do đó, các công ty nên tăng thêm tỷ lệ thành viên HĐQT không tham gia giữ chức vụ điều hành công ty nhằm tăng mức độ giám sát độc lập của HĐQT, vì thế sẽ gia tăng nhu cầu về minh bạch thông tin bao gồm minh bạch CSR, tránh được rủi ro do quyết định quản trị sai lầm, góp phần làm tăng hiệu quả tài chính cho công ty.

Bên cạnh đó, khái niệm “tính độc lập” của HĐQT trong KSQT vẫn chưa được các công ty hiểu và áp dụng đúng nên phần lớn thành viên HĐQT độc lập trong công ty cổ phần vẫn chưa độc lập thật sự và đúng nghĩa. Vì thế, trong thời gian tới, Nhà nước cần ban hành thêm khung pháp lý quy định rõ ràng và cụ thể hơn về thành viên HĐQT độc lập đối với loại hình công ty cổ phần, đặc biệt là công ty đại chúng niêm yết và nên quy định một tỷ lệ tối thiểu bắt buộc đối thành viên HĐQT độc lập nhằm tránh tình trạng đôi phỏ mang tính hình thức của một số công ty, góp phần nâng cao chất lượng KSQT và gia tăng hiệu quả tài chính cho các công ty cổ phần niêm yết ở Việt Nam.

*Mạnh dạn sử dụng kiểm toán bằng BIG4:* Mặc dù ảnh hưởng trung gian của biến BIG4 đến mối quan hệ giữa sự minh bạch CSR và hiệu quả tài chính công ty trong nghiên cứu này vẫn chưa rõ ràng, nhưng cũng phần nào cũng đã cho thấy có sự ảnh hưởng tích cực của BIG4 làm tăng mức độ quan hệ cùng chiều giữa khía cạnh minh bạch kinh tế và

giá trị ROA của công ty. Đồng thời, BIG4 còn làm cho mối quan hệ giữa khía cạnh minh bạch kinh tế và Tobin's Q trở thành cùng chiều thay vì không có mối quan hệ khi chưa xem xét sự ảnh hưởng trung gian của biến BIG4.

Hiện tại, kiểm toán bằng BIG4 chưa được sử dụng phổ biến tại các công ty niêm yết Việt Nam, chỉ mới tập trung ở một số ít công ty lớn như Vinamilk, Dược Hậu Giang, Hoa Sen, Massan. Do đó, hiện tại chưa đủ cơ sở để kết luận về tính chất ảnh hưởng trung gian của biến BIG4 đến mối quan hệ giữa sự minh bạch CSR với các giá trị ROA và Tobin's Q của các công ty niêm yết Việt Nam. Dù vậy, trong thời gian tới, để cải thiện sự minh bạch thông tin bao gồm minh bạch CSR và nâng cao hiệu quả tài chính, các công ty niêm yết Việt Nam, đặc biệt là các công ty lớn nên xem xét sử dụng kiểm toán thuộc nhóm BIG4 nhằm nâng cao chất lượng kiểm toán công ty, tạo lòng tin và uy tín đối với các bên liên quan, thu hút nhà đầu tư, đặc biệt nhà đầu tư nước ngoài, từ đó nâng cao hiệu quả tài chính cho công ty.

Tuy nghiên cứu này đã giải quyết được mục đã đặt ra, nhưng phần nào vẫn còn tồn tại một vài hạn chế nhất định. Thứ nhất, đo lường sự minh bạch CSR bằng phương pháp phân tích nội dung với kỹ thuật thu thập bằng tay nên rất khó chính xác tuyệt đối bởi sự ảnh hưởng của yếu tố chủ quan và cảm tính của người thu thập. Thứ hai, nghiên cứu chỉ tập trung thu thập số liệu minh bạch CSR ở các báo cáo thường niên của các công ty niêm yết Việt Nam đã được công bố rộng rãi hàng năm, có thể bỏ qua một số kênh khác mà một số các công ty niêm yết Việt Nam có thể sử dụng để minh bạch CSR.

## TÀI LIỆU THAM KHẢO

Abdullah, S.N., 2004. Board composition, CEO duality and performance among Malaysian listed companies. *Corporate Governance: The international journal of Business in Society*, 4 (4): 47-61. doi: 10.1108/14720700410558871

Ali, S., Zhang, J., Naseem, M.A., and Ahmad, F., 2019. Moderating role of ownership in relationship between CSR and firm performance. *The Journal of Developing Areas*, 53(3), doi:10.1353/jda.2019.0048.

Anderson, J.C. and Gerbing, D.W., 1988. Structural equation modeling in practice: A review and recommended two-step approach. *Psychological Bulletin*, 103(3): 411-423.

Baird, P.L., Geylani, P.C. and Roberts, J.A., 2012. Corporate social and financial performance re-

examined: Industry effects in a linear mixed model analysis. *Journal Of Business Ethics*, 109(3), 367-388.

Baltagi, B. H., 2005. *Econometric analysis of panel data*. 3rd Edition England JW & Sons, 335 pages

Bayoud, N. S., Kavanagh, M., and Slaughter, G., 2012. An empirical study of the relationship between corporate social responsibility disclosure and organizational performance: Evidence from Libya. *International Journal of Management and Marketing Research*, 5(3): 69-82.

Branco, M.C. and Rodrigues, L.L., 2009. Exploring the importance of social responsibility disclosure for human resources. *Journal of Human Resource Costing & Accounting*, 13(3): 186-205. doi:10.1108/14013380910995494

Brown, T. J., and Dacin, P. A., 1997. The company and the product: Corporate associations and consumer product responses. *Journal of Marketing*, 61(1): 68-84. doi:10.1177/002224299706100106

Cadbury, A., 1992. Report of the committee on the financial aspects of corporate governance (Vol. 1). Gee.

Chapple, W. and Moon, J., 2005. Corporate social responsibility (CSR) in Asia: A seven-country study of CSR web site reporting. *Business & Society*, 44(4): 415-441. doi:10.1177/0007650305281658

Cheung, P., and Mak, W., 2010. The relation between corporate social responsibility disclosure and financial performance: Evidence from the commercial banking industry. A Thesis Submitted to the University of Beedie School of Business-Segal for the Degree of Doctor of Philosophy.

Chou, L.C., Chang, T.C., Darcy, J., and Yan, Y., 2017. The Impact of Social Responsibility on Corporate Performance: Evidence from Taiwan. *Accounting and Finance Research*, 6(2): 181-189.

David, A. (2012). La recherche-intervention, cadre général pour la recherche en management? (No. hal-01635111).

Dewi, K. and Monalisa, M., 2016. Effect of corporate social responsibility disclosure on financial performance with audit quality as a moderating variable. *Binus Business Review*, 7(2): 149-155.

Dhaliwal, D.S., Li, O.Z., Tsang, A. and Yang, Y.G.G., 2011. Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting. *The Accounting Review*, 86(1): 59-100. doi: 10.2308/accr.00000005

Dias, A., Lima Rodrigues, L. and Craig, R., 2017. Corporate governance effects on social



- responsibility disclosures. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 11(2): 3–22.
- Douma, S., George, R. and Kabir, R., 2006. Foreign and domestic ownership, business groups, and firm performance: Evidence from a large emerging market. *Strategic Management Journal*, 27(7): 637-657. doi:10.1002/smj.535
- Feng, Y., Chen, H.H. and Tang, J., 2018. The impacts of social responsibility and ownership structure on sustainable financial development of China's energy industry. *Sustainability (Switzerland)*, 10(2): 1-16. doi:10.3390/su10020301
- Freeman, R. E., 1984. *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Latest edition. Boston, MA: Pitman.
- Global Reporting Initiative-GRI, 2006. *Sustainability Reporting Guidelines, Version 3.1 GRI*. Amsterdam.
- Griffin, J.J. and Mahon, J.F., 1997. The corporate social performance and corporate financial performance debate: Twenty-five years of incomparable research. *Business & Society*, 36(1): 5-31. doi: 10.1177/000765039703600102
- Gruca, T.S. and Rego, L.L., 2005. Customer satisfaction, cash flow, and shareholder value. *Journal of Marketing*, 69(3): 115–130. doi: 10.1509/jmkg.69.3.115.66364
- Gugler, K., 1998. Corporate ownership structure in Austria. *Empirica*, 25(3): 285-307.
- Haniffa, R.M. and Cooke, T.E., 2005. The impact of culture and governance on corporate social reporting. *Journal of Accounting and Public Policy*, 24(5): 391-430. doi:10.1016/j.jaccpubpol.2005.06.001
- Heenetigala, K., and Armstrong, A. F. (2011, December). The impact of corporate governance on firm performance in an unstable economic and political environment: Evidence from Sri Lanka. In 2012 Financial Markets & Corporate Governance conference.
- Hossain, M.M., Alamgir, M. and Alam, M., 2016. The mediating role of corporate governance and corporate image on the CSR-FP link: Evidence from a developing country. *Journal of General Management*, 41(3): 33-51. doi: 10.1177/030630701604100303
- Hossain, M., Islam, K. and Andrew, J., 2006. Corporate social and environmental disclosure in developing countries : evidence from Bangladesh. *Asian Pacific Conference on International Accounting Issues*, Hawaii,(October 2006): 1-23.
- Ibrahim, A.H. and Hanefah, M.M., 2016. Board diversity and corporate social responsibility in Jordan. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 14(2): 279-298. doi:10.1108/JFRA-06-2015-0065
- Inchausti, B.G., 1997. The influence of company characteristics and accounting regulation on information disclosed by Spanish firms. *European Accounting Review*, 6(1): 45-68. doi: 10.1080/096381897336863
- Jensen, M.C. and Meckling, W.H., 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4): 305-360.
- Kansal, M., Joshi, M. and Batra, G.S., 2014. Determinants of corporate social responsibility disclosures: Evidence from India. *Advances in Accounting*, 30(1): 217-229. doi: 10.1016/j.adiac.2014.03.009
- Khan, I., Chand, P.V. and Patel, A., 2013. The impact of ownership structure on voluntary corporate disclosure in annual reports: Evidence from Fiji. *Accounting & Taxation*, 5(1): 47-58.
- Klassen, R.D. and McLaughlin, C.P., 1996. The impact of environmental management on firm performance. *Management Science*, 42(8): 1199-1214. doi: 10.1287/mnsc.42.8.1199
- Laufer, W.S., 2003. Social Accountability and Corporate Greenwashing. *Journal of Business Ethics*, 43(3): 253-261.
- Lesser, E.L. and Storck, J., 2001. Communities of practice and organizational performance. *IBM systems journal*, 40(4): 831-841. doi: 10.1147/sj.404.0831
- Lev, B., 2000. *Intangibles: Management, measurement, and reporting*. Brookings institution press. R.R Donnelly and Sons Harrisonburg, Virginia.
- Li, Q., Luo, W., Wang, Y., 2013. Firm performance, corporate ownership, and corporate social responsibility disclosure in China. *Business Ethics*, 22(2): 159-173. doi: 10.1111/beer.12013
- Lii, Y.-S., 2011. The effect of Corporate Social Responsibility (CSR) initiatives on consumers' identification with companies. *African Journal of Business Management*, 5(5): 1642-1649. doi: 10.5897/AJBM10.508
- Liu, X. and Zhang, C., 2017. Corporate governance, social responsibility information disclosure, and enterprise value in China. *Journal of Cleaner Production*, 142(2): 1075-1084. doi:10.1016/j.jclepro.2016.09.102
- Lu, W.L., 2013. An exploration of the associations among corporate sustainability performance, corporate governance and corporate financial

- performance. A Thesis Submitted to the University of Texas Arlington for the Degree of Doctor of Philosophy.
- Magdi, R., and Nadereh, C. (2002). *Corporate governance practice and performance*. Dave Publishers, New York
- Mazurkiewicz, P., 2004. Corporate environmental responsibility: Is a common CSR framework possible. *World Bank*, 2: 1-18.
- McWilliams, A. and Siegel, D., 2000. Corporate social responsibility and financial performance: correlation or misspecification? *Strategic Management Journal*, 21(5): 603-609.
- Menassa, E., 2010. Corporate social responsibility: An exploratory study of the quality and extent of social disclosures by Lebanese commercial banks. *Journal of Applied Accounting Research*, 11(1): 4-23.
- Mishra, S., and Suar, D., 2010. Does corporate social responsibility influence firm performance of Indian companies?. *Journal of Business Ethics*, 95(4): 571-601.
- Mithas, S., Morgeson III, Forrest V, Fornell, C. and Krishnan, M.S., 2006. Customer satisfaction and stock prices: High returns, low risk. *Journal of Marketing*, 70(1): 3-14. doi: 10.1509/jmkg.70.1.003.qxd
- Moon, J. and Vogel, D., 2009. *Corporate social responsibility, government, and civil society*. A. Crane et al. (eds.), Oxford University Press. Online Publication Date: Sep 2009. doi: 10.1093/oxfordhb/9780199211593.003.0013
- Nguyen, B.T.N., Tran, H.T.T., Le, O.H., Nguyen, P.T., Trinh, T.H. and Le, V., 2015. Association between corporate social responsibility disclosures and firm value- empirical evidence from Vietnam. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 5(1): 212-228.
- Nguyen, N., 2018. The effect of corporate social responsibility disclosure on financial performance: Evidence from credit institutions in Vietnam. Available at SSRN Electronic Journal 3101658. [online]
- Pan, X., Sha, J., Zhang, H. and Ke, W., 2014. Relationship between corporate social responsibility and financial performance in the mineral industry: Evidence from Chinese Mineral Firms. *Sustainability*, 6(7): 4077-4101. doi: 10.3390/su6074077
- Peng, C.-W. and Yang, M.-L., 2013. The effect of corporate social performance on financial performance: the moderating effect of ownership concentration. *Journal of Business Ethics*, 123(1): 171-182.
- Platonova, E., Asutay, M., Dixon, R., and Mohammad, S., 2018. The impact of corporate social responsibility disclosure on financial performance: Evidence from the GCC Islamic banking sector. *Journal of Business Ethics*, 151(2): 451-471.
- Roberts, R.W., 1992. Determinants of corporate social responsibility disclosure. *Accounting, Organizations and Society*, 17(6): 595-612.
- Rashid, K., 2008. A comparison of corporate governance and firm performance in developing (Malaysia) and developed (Australia) financial markets. A Thesis Submitted to the University of Victoria for the Degree of Doctor of Philosophy.
- Saka, C. and Oshika, T., 2014. Disclosure effects, carbon emissions and corporate value. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 5(1): 22-45. doi: 10.1108/SAMPJ-09-2012-0030
- San Ong, T. and Teh, B.H., 2009. The use of financial and non-financial performance measures in the Malaysian manufacturing companies. *IUP Journal of Accounting Research & Audit Practices*, 8(1): 23-30.
- Shawn L. Berman, Andrew C. Wicks, S.K. and T.M.J., 1999. Does stakeholder orientation matter? The relationship between stakeholder management models and firm financial performance. *Academy of Management Journal*, 42(5): 488-506. doi: 10.5465/256972
- Suteja, J., Gunardi, A. and Mirawati, A., 2016. Moderating effect of earnings management on the relationship between corporate social responsibility disclosure and profitability of banks in Indonesia. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 6(4): 1360-1365.
- Tagesson, T. et al., 2009. What explains the extent and content of social and environmental disclosures on corporate websites: a study of social and environmental reporting in Swedish listed corporations. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 16(6): 352-364. doi: 10.1002/csr.194
- Usman, A.B. and Amran, N.A.B., 2015. Corporate social responsibility practice and corporate financial performance: Evidence from Nigeria companies. *Social Responsibility Journal*, 11(4): 749-763. doi: 10.1108/SRJ-04-2014-0050
- Vo, D., and Phan, T., 2013. Corporate governance and firm performance: Empirical evidence from Vietnam. *Journal of Economic Development*, 7(1): 62-78. doi: 10.24311/jed/2013.218.08
- Wang, J., 2007. Foreign equity trading and emerging market volatility: Evidence from Indonesia and Thailand. *Journal of Development Economics*, 84(2): 798-811. doi: 10.1016/j.jdeveco.2006.05.001

- Yaparto, M., Frisko, D. and Eriandani, R., 2013. Pengaruh corporate social responsibility terhadap kinerja keuangan pada sektor manufaktur yang terdaftar di bursa efek Indonesia pada periode 2010-2011. *Calyptra*, 2(1): 1-19.
- Yusoff, H., Mohamad, S. S., and Darus, F., 2013. The influence of CSR disclosure structure on corporate financial performance: Evidence from stakeholders' perspectives. *Procedia Economics and Finance*, 7: 213-220. doi: 10.1016/S2212-5671(13)00237-2
- Yermack, D., 1996. Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40(2): 185-211.