

**Tập trung quyền lực và minh bạch thông tin:
Bằng chứng từ các doanh nghiệp ngành dược tại Việt Nam**
**Power concentration and corporate transparency:
Evidence from Vietnam's pharmaceutical sector**

Dương Thị Thùy An^{1*}, Hồ Thị Thu Thảo²

¹Trường Đại học Ngân hàng Thành phố Hồ Chí Minh, Thành phố Hồ Chí Minh, Việt Nam

²Agribank chi nhánh Hoà Ninh, Lâm Đồng II, Việt Nam

*Tác giả liên hệ, Email: andtt@hub.edu.vn

THÔNG TIN	TÓM TẮT
DOI:10.46223/HCMCOUJS. econ.vi.20.11.4780.2025 Ngày nhận: 11/09/2025 Ngày nhận lại: 07/10/2025 Duyệt đăng: 23/10/2025 Mã phân loại JEL: G30; G33; M40; O16	Nghiên cứu này đánh giá tác động của sự tập trung quyền lực quản trị đến mức độ minh bạch thông tin của các doanh nghiệp dược phẩm niêm yết tại Việt Nam giai đoạn 2018 - 2023. Sử dụng phương pháp hiệu ứng ngẫu nhiên tương quan (Correlated Random Effects - CRE) và tự xây dựng biến minh bạch thông tin dựa trên khung công bố thông tin bắt buộc và tự nguyện, nghiên cứu phát hiện rằng sự tập trung quyền lực có tác động tiêu cực đến MBTT. Đáng chú ý, kiểm toán Big4 có vai trò điều tiết, làm giảm tác động bất lợi của sự tập trung quyền lực, trong khi mức độ sở hữu tập trung của HĐQT lại làm trầm trọng thêm tình trạng thiếu minh bạch. Nghiên cứu góp phần mở rộng hiểu biết về cơ chế quản trị doanh nghiệp trong bối cảnh thị trường mới nổi và cung cấp hàm ý chính sách nhằm tăng cường hiệu quả kiểm soát và công bố thông tin trên thị trường chứng khoán Việt Nam. ABSTRACT This study investigates the impact of managerial power concentration on the level of information transparency among publicly listed pharmaceutical firms in Vietnam during the period 2018 - 2023. Utilizing the Correlated Random Effects (CRE) estimation method and a self-constructed transparency index based on both mandatory and voluntary disclosure frameworks, the analysis reveals that power concentration exerts significant negative effects on corporate transparency. Notably, auditing by Big4 firms plays a moderating role by mitigating the adverse effects of power concentration, whereas concentrated ownership by the board exacerbates the lack of transparency. The study contributes to the literature by deepening the understanding of corporate governance mechanisms in the context of emerging markets and offers policy implications aimed at enhancing disclosure quality and monitoring effectiveness in Vietnam's capital market.

1. Giới thiệu

Trong thập niên gần đây, ngành dược phẩm Việt Nam đã có những bước phát triển ấn tượng, vươn lên vị trí thứ ba trong nhóm 12 thị trường Pharmerging toàn cầu với tốc độ tăng trưởng trung bình đạt 14%/năm (Pharmed Vietnam, 2024). Quy mô dân số lớn (trên 101 triệu người), quá trình già hóa dân số nhanh chóng (với trên 14 triệu người trên 60 tuổi) và thu nhập bình quân đầu người liên tục gia tăng (Tổng cục Thống kê Việt Nam, 2025) là những yếu tố thúc đẩy mạnh mẽ nhu cầu chăm sóc sức khỏe và tiêu dùng dược phẩm (DMSpro, 2025). Đồng thời, chiến lược phát triển ngành dược phẩm đến năm 2045 được Chính phủ ban hành tại Quyết định 376/QĐ-TTg (2021) (Chính phủ Việt Nam, 2021) đã định vị ngành này là lĩnh vực ưu tiên và trọng điểm. Đại dịch Covid-19 càng củng cố vai trò thiết yếu của ngành dược trong hệ thống y tế và khơi thông dòng vốn đầu tư vào các Doanh Nghiệp (DN) dược niêm yết.

Tuy nhiên, sự phát triển nhanh đi kèm với các rủi ro về tính minh bạch và độ tin cậy trong thông tin công bố. Thực tiễn cho thấy những sự kiện gian lận tài chính và Minh Bạch Thông Tin (MBTT) làm rung động cả nước Mỹ như Insys Therapeutics, Purdue Pharma gây thiệt hại lớn về con người và tài sản, hay những sai phạm nghiêm trọng tại Việt Nam gây thiệt hại lên đến hàng nghìn tỷ đồng như VN Pharma, Kít-Việt Á, Amtex Pharma và Công ty Dược Sơn Lâm, đã đặt ra câu hỏi lớn về hiệu lực của các cơ chế giám sát và vai trò của các yếu tố quản trị nội bộ trong đảm bảo MBTT - vốn là điều kiện thiết yếu để thu hút vốn dài hạn và duy trì niềm tin của nhà đầu tư (Aksu & Kosedag, 2006; Ball, 2009).

Tại Việt Nam, một số nghiên cứu đã xác định các yếu tố tác động đến MBTT như quy mô DN, Đòn Bẩy tài chính (ĐB), sở hữu của HĐQT và kiểm toán Big4 (Nguyen & ctg., 2023; Ngo, 2018; Tran & ctg., 2019). Tuy nhiên, chưa có nhiều nghiên cứu phân tích sâu vai trò của sự tập trung quyền lực - một đặc điểm quản trị có thể làm suy giảm khả năng giám sát và gia tăng hành vi vụ lợi (Jensen & Meckling, 1976). Bên cạnh đó, tương tác giữa tập trung quyền lực và các yếu tố như tập trung sở hữu hay sự hiện diện của kiểm toán Big4 vẫn còn bỏ ngỏ.

Để lấp đầy khoảng trống đó, nghiên cứu này đặt ra ba câu hỏi trọng tâm: (1) Liệu việc tập trung quyền lực có làm suy giảm mức độ MBTT không? (2) Liệu kiểm toán Big 4 có vai trò điều tiết tác động của tập trung quyền lực lên MBTT hay không? (3) Mức độ tập trung sở hữu của HĐQT có vai trò gì đối với tác động của sự tập trung quyền lực lên MBTT?

Nghiên cứu này được thực hiện trên 21 công ty dược phẩm niêm yết tại HOSE và HNX giai đoạn 2018 - 2023, sử dụng phương pháp CRE để kiểm soát hiệu ứng cá nhân không quan sát có thể tương quan với các biến giải thích (Mundlak, 1978; Wooldridge, 2010). Chúng tôi tự xây dựng biến phụ thuộc là chỉ số MBTT bao phủ đầy đủ các nội dung CBTT bắt buộc và tự nguyện. Kết quả thực nghiệm cho thấy sự tập trung quyền lực, tỷ lệ sở hữu cổ phần cao của HĐQT, và ĐB lớn đều tác động tiêu cực đến MBTT. Đặc biệt, kiểm toán bởi Big4 có vai trò điều tiết, giúp giảm thiểu ảnh hưởng bất lợi của sự tập trung quyền lực đến MBTT, trong khi tập trung sở hữu của HĐQT làm trầm trọng thêm mức độ MBTT.

Nghiên cứu này đóng góp ba điểm chính: Thứ nhất, nghiên cứu mở rộng bằng chứng thực nghiệm về tác động tiêu cực của sự tập trung quyền lực lên mức độ MBTT trong bối cảnh thị trường mới nổi, cụ thể là Việt Nam - nơi mà cấu trúc quản trị còn nhiều bất cập. Thứ hai, bằng cách sử dụng phương pháp CRE và kiểm định nội sinh, nghiên cứu nâng cao độ tin cậy của ước lượng tác động nhân quả giữa các yếu tố quản trị và MBTT. Thứ ba, nghiên cứu là một trong số ít công trình kiểm tra vai trò điều tiết của kiểm toán Big4 và sở hữu tập trung trong mối quan hệ giữa tập trung quyền lực và MBTT, qua đó cung cấp hàm ý thực tiễn cho

nhà đầu tư và nhà hoạch định chính sách về cơ chế kiểm soát và thiết kế hệ thống quản trị DN hiệu quả hơn.

Bài viết được cấu trúc gồm năm phần: Phần 1 giới thiệu, phần 2 trình bày cơ sở lý thuyết và thực nghiệm, phần 3 nêu phương pháp và dữ liệu, phần 4 phân tích kết quả và thảo luận, phần 5 là kết luận và hàm ý nghiên cứu.

2. Cơ sở lý thuyết và thực nghiệm

Nghiên cứu này dựa trên ba cơ sở lý thuyết nền tảng. Thứ nhất, lý thuyết đại diện của Jensen và Meckling (1976) cho rằng giữa cổ đông và nhà quản lý tồn tại xung đột lợi ích do khác biệt về mục tiêu và thông tin. MBTT đóng vai trò như một cơ chế kiểm soát nhằm giảm chi phí đại diện, tạo điều kiện cho cổ đông và các bên liên quan giám sát hành vi quản trị. Các yếu tố như sự phân tách vai trò Chủ tịch HĐQT (CTHĐQT) và Tổng Giám Đốc (TGD), tỷ lệ sở hữu của HĐQT và kiểm toán bởi Big4 được xem là những biến cấu trúc có ảnh hưởng quan trọng đến mức độ minh bạch.

Thứ hai, lý thuyết tín hiệu của Spence (1973) lý giải rằng trong môi trường thiếu minh bạch, DN phát tín hiệu tích cực đến thị trường thông qua công bố thông tin tự nguyện nhằm thể hiện chất lượng nội tại. Các tín hiệu như báo cáo tài chính minh bạch, cấu trúc quản trị rõ ràng giúp DN thu hút đầu tư, giảm chi phí vốn và nâng cao uy tín. Trong ngành dược phẩm Việt Nam, nơi cạnh tranh gay gắt và bị giám sát cao, công bố thông tin là công cụ chiến lược để tạo dựng niềm tin từ nhà đầu tư.

Thứ ba, lý thuyết thông tin bất cân xứng của Akerlof (1970) nhấn mạnh rủi ro từ việc người bán và người mua nắm giữ thông tin không đồng đều, dẫn đến lựa chọn bất lợi và rủi ro đạo đức. Đối với các công ty niêm yết, đặc biệt trong ngành dược có tính chuyên môn cao, công bố thông tin đầy đủ và đáng tin cậy có ý nghĩa quyết định đối với việc giảm bất cân xứng thông tin và duy trì niềm tin của nhà đầu tư (La Rosa & Liberatore, 2014; Rathee & ctg., 2025). Sự hiện diện của kiểm toán độc lập, quy định CBTT chặt chẽ và cấu trúc HĐQT chuyên biệt là những công cụ then chốt nhằm giảm thiểu bất cân xứng thông tin và nâng cao hiệu quả thị trường.

Trên cơ sở lý thuyết, nghiên cứu này tập trung phân tích tác động của các yếu tố quản trị đến mức độ MBTT, với trọng tâm là vai trò của sự tập trung quyền lực cùng với hai yếu tố điều kiện: kiểm toán bởi Big4 và quy mô sở hữu của HĐQT.

Theo lý thuyết đại diện, sự tập trung quyền lực mà biểu hiện là sự kiêm nhiệm vai trò TGD và CTHĐQT làm suy yếu cơ chế giám sát nội bộ, do thiếu đi sự tách biệt giữa chức năng ra quyết định và chức năng kiểm soát, từ đó làm gia tăng chi phí đại diện và giảm tính MBTT (Jensen & Meckling, 1976). Nhiều nghiên cứu chỉ ra rằng việc một cá nhân đồng thời giữ vai trò TGD và CTHĐQT có thể làm suy giảm tính MBTT do tập trung quyền lực, giảm khả năng giám sát và làm tăng nguy cơ hành vi vụ lợi (Abels & Martelli, 2013; Boone & White, 2015). Abels và Martelli (2013) khi nghiên cứu 500 công ty ở Mỹ cho thấy việc kiêm nhiệm hai vai trò cho phép các TGD thống trị HĐQT. Điều này làm suy yếu quyền giám sát ủy thác của HĐQT và có thể cản trở hoặc làm yếu đi sự bảo vệ mà các cổ đông tìm kiếm. Các TGD thường ưa thích vai trò kép này để tối đa hóa quyền lực và sự thống trị của họ trong tổ chức. Lublin (2009) có một quan điểm khác rằng sự phân quyền CTHĐQT và TGD tạo nên sự đối chọi về quyền lực, đặc biệt khi CTHĐQT tham gia vào các hoạt động điều hành hàng ngày. Trên cơ sở đó, chúng tôi đề xuất giả thuyết H1 như sau:

H1: Sự kiêm nhiệm chức danh TGD và CTHĐQT làm giảm mức độ MBTT

Tuy nhiên, tác động của hiện tượng này có thể thay đổi tùy theo cơ chế giám sát bổ sung từ bên ngoài. Các công ty được kiểm toán bởi Big4 thường chịu sự giám sát nghiêm ngặt hơn, nhờ vào chất lượng kiểm toán cao, khả năng phát hiện gian lận và đảm bảo tuân thủ chuẩn mực kế toán (Lang & ctg., 2012). Theo Bushman và Smith (2003), kiểm toán chất lượng là công cụ làm giảm bất cân xứng thông tin giữa lãnh đạo DN và nhà đầu tư. Nguyen và cộng sự (2023) cũng tìm thấy bằng chứng thực nghiệm cho thấy việc thuê kiểm toán Big4 giúp nâng cao mức độ MBTT tại các công ty Việt Nam. Vì vậy, giả thuyết thứ hai được đề xuất như sau:

H2: Việc công ty được kiểm toán bởi Big4 làm giảm bớt tác động tiêu cực của sự kiêm nhiệm chức danh TGD và CTHĐQT làm lên mức độ MBTT

Ngoài ra, quyền sở hữu lớn của HĐQT có thể khiến ban lãnh đạo dễ rơi vào trạng thái cổ thủ quyền lực và giảm động cơ công bố thông tin công khai. Các nghiên cứu cho thấy khi HĐQT nắm giữ phần lớn cổ phần, họ có thể hành động vì lợi ích riêng và hạn chế công bố thông tin ra bên ngoài (Aksu & Kosedag, 2006; Patel & ctg., 2002; Pfeiffer & Jarchow, 2024). Trong bối cảnh đó, việc CTHĐQT kiêm nhiệm TGD đồng thời là cổ đông lớn hoặc được HĐQT ủng hộ thông qua quyền sở hữu cao sẽ càng làm trầm trọng thêm ảnh hưởng tiêu cực lên MBTT. Do đó, nghiên cứu đưa ra giả thuyết:

H3: Quy mô sở hữu của HĐQT càng lớn càng làm tăng tác động tiêu cực của sự kiêm nhiệm chức danh TGD và CTHĐQT làm lên mức độ MBTT

3. Mô hình, biến số và dữ liệu

3.1. Mô hình

Xuất phát từ các nền tảng lý thuyết và tổng quan nghiên cứu liên quan, nghiên cứu này đề xuất phương trình (1) như là mô hình cơ sở để phân tích tác động của sự kiêm nhiệm đến mức độ MBTT của các DN được phẩm niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn 2018 - 2023.

$$ltrans_{it} = \alpha_i + \alpha_1 \times dual_{it} + \alpha_2 \times aud_{it} + \alpha_3 \times bo_{it} + X_{it}\gamma + \epsilon_{it} \quad (1)$$

Trong đó, biến phụ thuộc ITRANS là chỉ số MBTT. Các biến độc lập bao gồm: *dual* thể hiện sự tập trung quyền lực, *aud* là biến kiểm toán bởi Big4, *bo* là tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của HĐQT; X_{it} là vec tơ biến kiểm soát, bao gồm *lbs* là quy mô HĐQT, *pro* là tỷ suất lợi nhuận; *lev* là ĐB, *fs* đại diện cho quy mô công ty; *bfs* đo lường tỷ lệ thành viên nữ trong HĐQT; α_i đại diện cho các biến đặc thù của DN không thay đổi theo thời gian; α_1 đến α_3 là các hệ số hồi quy tương ứng với từng biến giải thích và ϵ_{it} là thành phần sai số ngẫu nhiên. Bảng 1 thể hiện các biến và cách đo lường.

Để kiểm định giả thuyết H2 về vai trò điều tiết của kiểm toán Big4, phương trình (1) được phát triển như sau:

$$ltrans_{it} = \beta_i + \beta_1 \times dual_{it} + \beta_2 \times aud_{it} + \beta_3 \times (aud_{it} \times dual_{it}) + \beta_4 \times bo_{it} + X_{it}\gamma + \epsilon_{it} \quad (2)$$

Để kiểm định giả thuyết H3 về vai trò điều tiết của mức độ tập trung sở hữu của HĐQT, phương trình (1) được phát triển như sau:

$$ltrans_{it} = \delta_i + \delta_1 \times dual_{it} + \delta_2 \times (aud_{it} \times bo_{it}) + \delta_3 \times bo_{it} + X_{it}\gamma + \epsilon_{it} \quad (3)$$

3.2. Giải thích các biến và cách đo lường

Đối với biến phụ thuộc, nhóm tác giả tiến hành tự xây dựng chỉ số minh bạch dựa trên thang đo được phát triển bởi Standard & Poor's, kết hợp với các quy định pháp luật hiện hành của Việt Nam về CBTT đối với các công ty niêm yết (Truong & Nguyen, 2016).¹ Cụ thể, chỉ số MBTT được xây dựng với thang điểm tối đa là 100, bao gồm 53 tiêu chí. Trong đó, có 14 tiêu chí tương ứng với 25 điểm dành cho nhóm tiêu chí về minh bạch cấu trúc sở hữu và quyền của nhà đầu tư, và 15 tiêu chí tương ứng với 37 điểm dành cho nhóm tiêu chí về minh bạch cấu trúc, thành phần và quy trình làm việc của HĐQT, Ban điều hành và Ban kiểm soát. Chỉ số MBTT ($TRANS_{it}$) của DN i ở năm t được tính theo công thức sau:

$$TRANS_{it} = \frac{\sum_{j=1}^N d_{ijt}}{n} \quad (4)$$

Trong đó, d_{ijt} là điểm của tiêu chí đánh giá j của DN i ở năm t ; n là tổng số tiêu chí đánh giá. $TRANS_{it}$ có giá trị lớn nhất là 100, nhỏ nhất là 0. $TRANS_{it}$ càng lớn, DN càng có mức độ MBTT cao.

Đối với biến độc lập chính, sự tập trung quyền lực (*dual*) được thể hiện qua việc CTHĐQT kiêm nhiệm TGD, nhận giá trị 1 nếu có kiêm nhiệm và bằng 0 nếu ngược lại. Biến nhị phân này được chấp nhận rộng rãi trong các nghiên cứu gần đây như Abels và Martelli (2013), Harakeh và cộng sự (2023), Huang và cộng sự (2023), và Truong và Nguyen (2024).

Biến kiểm toán Big4 (*aud*) là biến nhị phân, nhận giá trị 1 nếu công ty được kiểm toán bởi Big4 và bằng 0 nếu ngược lại. Việc một công ty được kiểm toán bởi một trong bốn hãng kiểm toán lớn toàn cầu từ lâu đã được xem như một cơ chế giám sát bên ngoài có hiệu lực cao, góp phần nâng cao chất lượng MBTT tài chính. Biến này được áp dụng rộng rãi trong các nghiên cứu thực nghiệm như Lang và cộng sự (2012), Mou và cộng sự (2025), Nguyen và cộng sự (2023), và Truong và Nguyen (2024).

Biến tỷ lệ sở hữu của HĐQT (*bo*) là một biến phổ biến được sử dụng để đại diện cho mức độ tập trung quyền sở hữu nội bộ. Tỷ lệ sở hữu lớn có thể đồng nhất lợi ích giữa HĐQT và cổ đông, nhưng cũng tiềm ẩn nguy cơ chiếm đoạt tài sản hoặc giảm MBTT, đặc biệt trong bối cảnh thể chế yếu (Bushman & Smith, 2003).

Nghiên cứu đưa vào năm biến kiểm soát phổ biến trong phân tích MBTT. Thứ nhất, đòn bẩy tài chính (*lev*) - đo bằng tỷ lệ nợ trên tổng tài sản - là một biến kiểm soát chuẩn trong nghiên cứu về minh bạch (Harakeh & ctg., 2023; Liu & ctg., 2018; Mou & ctg., 2025). Nợ cao có thể vừa tạo áp lực công bố minh bạch từ chủ nợ, vừa tiềm ẩn rủi ro che giấu thông tin. Thứ hai, khả năng sinh lời (*pro*) - đại diện qua ROA - phản ánh tiềm lực và động cơ công bố thông tin tích cực (Liu & ctg., 2018; Mou & ctg., 2025; Pfeiffer & Jarchow, 2024). Thứ ba, quy mô DN (*fs*) - đo bằng log tổng tài sản - ảnh hưởng đến năng lực hệ thống kế toán và chi phí đại diện (Harakeh & ctg., 2023; Liu & ctg., 2018; Mou & ctg., 2025). Thứ tư, tỷ lệ nữ trong HĐQT (*bf*) kiểm soát yếu tố đa dạng giới tính - yếu tố được chứng minh có ảnh hưởng tích cực đến minh bạch và giám sát (Huang & ctg., 2023). Cuối cùng, quy mô HĐQT (*lbs*) phản ánh hiệu quả giám sát và ra quyết định. Quy mô lớn có thể nâng cao chuyên môn và chất lượng giám sát (Huang & ctg., 2023; Mou & ctg., 2025), nhưng cũng làm giảm hiệu quả do khó phối hợp (Adams & Ferreira, 2008).

¹Thông tư số 52/2012/TT-BTC ngày 05 tháng 4 năm 2012 hướng dẫn về việc công bố thông tin trên thị trường chứng khoán Việt Nam (Bộ Tài chính, 2012a); Thông tư số 121/2012/TT-BTC ngày 26 tháng 7 năm 2012 Quy định về quản trị công ty áp dụng cho các công ty đại chúng trên thị trường chứng khoán Việt Nam (Bộ Tài chính, 2012b).

Bảng 1

Danh Mục các Biến, Cách Đo Lường, và Ký Hiệu

Tên biến	Mô tả	Ký hiệu
Biến phụ thuộc		
Chỉ số MBTT	Tổng điểm các tiêu chí MBTT, tính từ các chuẩn đánh giá định tính và định lượng, tính theo logarit	ltrans
Biến độc lập chính		
Tập trung quyền lực	Biến nhị phân, bằng 1 nếu CTHĐQT đồng thời TGD, bằng 0 nếu ngược lại	dual
Tập trung sở hữu	Số lượng cổ phiếu sở hữu bởi các thành viên HĐQT trên tổng số cổ phần phát hành, tính theo phần trăm	bo
Kiểm toán Big4	Biến nhị phân, bằng 1 nếu công ty được kiểm toán bởi một trong Big4, bằng 0 nếu ngược lại	aud
Biến kiểm soát		
Đòn bẩy tài chính	Nợ phải trả trên tổng tài sản, tính theo phần trăm	lev
Quy mô công ty	Logarit tổng tài sản	fs
Tỷ suất lợi nhuận	Lợi nhuận sau thuế trên tổng tài sản, tính theo phần trăm	pro
Quy mô HĐQT	Logarit số lượng thành viên HĐQT	lbs
Tỷ lệ thành viên nữ trong HĐQT	Tỷ lệ thành viên HĐQT là nữ tính theo phần trăm	bf

Ghi chú: Kết quả thống kê của nhóm tác giả

3.3. Dữ liệu

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu tài chính và phi tài chính theo năm của 21 công ty được phẩm niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2018 - 2023. Chúng tôi bắt đầu mẫu từ 2018 vì đây là năm tài chính đầy đủ đầu tiên sau khi Nghị định 71/2017/NĐ-CP (Chính phủ Việt Nam, 2017) có hiệu lực và Thông tư 95/2017/TT-BTC (Bộ Tài chính, 2017) được ban hành, qua đó chuẩn hóa nghĩa vụ và tần suất công bố thông tin quản trị, giúp tăng tính nhất quán và khả năng so sánh theo thời gian của dữ liệu quản trị và tài chính. Dữ liệu được thu thập từ báo cáo thường niên, báo cáo tài chính hợp nhất đã kiểm toán và báo cáo tình hình quản trị từ cơ sở dữ liệu Finpro, cafe.vn và cophieu68.vn.

4. Kết quả định lượng và thảo luận

4.1. Thống kê mô tả

Bảng 2 trình bày thống kê mô tả các biến. Bảng A mô tả các biến sử dụng trong mô hình: ltrans có giá trị trung bình 4.35, dao động hẹp từ 4.25 đến 4.45, cho thấy mức độ đồng nhất cao giữa các công ty. Số thành viên HĐQT trung bình xấp xỉ 6 ($\exp(1.72=5.59)$); chỉ 8% quan sát có CTHĐQT kiêm CEO (dual), trong khi 41% được kiểm toán bởi Big4. Tỷ lệ nữ trong HĐQT (bf) và sở hữu của HĐQT (bo) lần lượt trung bình khoảng 23%, với biên độ dao động rộng. Đòn bẩy tài chính (lev) trung bình 36%, cao nhất 97%; ROA trung bình 9%. Bảng B mô tả biến ltrans theo từng giá trị biến dual và aud. Với các DN có tồn tại dual, ltrans có giá trị trung bình 4.32, thấp hơn so với DN không tồn tại dual. Tương tự, các DN không được kiểm toán bởi Big4 có ltrans là 4.33 thấp hơn so với DN được kiểm toán bởi Big4. Bảng 3 thể hiện hệ số tương quan giữa các biến. Chỉ số ltrans tương quan dương với quy mô HĐQT (0.33), quy mô tài sản (0.32) và kiểm toán Big4 (0.46); tương quan âm với dual (-0.22) và lev (-0.38). Nhìn chung, ltrans có mức độ tương quan từ thấp đến trung bình với các biến trong mô hình. Các hệ số đều dưới 0.6 về trị tuyệt đối, hàm ý nguy cơ đa cộng tuyến thấp. Bảng 4 xác nhận điều này qua kiểm định VIF, với tất cả các chỉ số nhỏ hơn 2 và giá trị trung bình là 1.41. Như vậy, đa cộng tuyến không phải là vấn đề đáng lo ngại trong các mô hình hồi quy.

Bảng 2

Thống Kê Mô Tả

Biến	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Nhỏ nhất	Lớn nhất
Bảng A: Thống kê mô tả các biến phụ thuộc và độc lập					
ltrans	126	4.35	0.05	4.25	4.45
lbs	126	1.72	0.23	1.10	2.08
dual	126	0.08	0.27	0.00	1.00
fs	126	11.95	0.45	10.99	12.99
aud	126	0.41	0.49	0.00	1.00
bf	126	0.23	0.16	0.00	0.60
bo	126	0.23	0.22	0.00	1.00
lev	126	0.36	0.20	0.09	0.97
pro	126	0.09	0.08	-0.17	0.34
Bảng B: Thống kê mô tả biến ltrans theo từng giá trị biến dual và aud					
dual = 1	10	4.32	0.04	4.26	4.37
dual = 0	116	4.36	0.05	4.25	4.45
aud = 1	52	4.38	0.04	4.32	4.45
aud = 0	74	4.33	0.05	4.25	4.44

Ghi chú: Kết quả tính toán của nhóm tác giả

Bảng 3

Ma Trận Hệ Số Tương Quan giữa các Biến

	ltrans	lbs	dual	fs	aud	bf	bo	lev	pro
ltrans	1.00								
lbs	0.33	1.00							
dual	-0.22	-0.14	1.00						
fs	0.32	0.29	-0.21	1.00					
aud	0.46	0.25	-0.19	0.24	1.00				
bf	0.00	-0.24	0.25	0.07	-0.08	1.00			
bo	-0.16	0.09	0.09	-0.24	-0.22	0.07	1.00		
lev	-0.38	-0.03	0.02	0.08	-0.16	0.02	-0.07	1.00	
pro	0.15	0.17	0.14	0.07	0.07	-0.12	0.25	-0.57	1.00

Ghi chú: Kết quả tính toán của nhóm tác giả

Bảng 4

Kết Quả Kiểm Định Đa Cộng Tuyến

Variable	VIF	1/VIF
pro	1.89	0.53
lev	1.67	0.60
fs	1.41	0.71
bo	1.31	0.77
lbs	1.3	0.77
bf	1.26	0.79
dual	1.26	0.80
aud	1.21	0.82

Mean VIF 1.41

Ghi chú: Kết quả tính toán của nhóm tác giả

4.2. Kiểm định nội sinh

Trong các mô hình dữ liệu bảng phân tích mối quan hệ giữa đặc điểm quản trị và mức độ MBTT, nội sinh là một rủi ro cần kiểm soát. Nội sinh có thể phát sinh từ quan hệ nhân quả ngược chiều, biến bị bỏ sót, hoặc sai số đo lường. Để kiểm định nội sinh, nghiên cứu sử dụng phương pháp 2SLS với biến công cụ là biến trễ của biến giải thích, kết hợp kiểm định Hausman giữa 2SLS và mô hình hiệu ứng cố định (FE). Nếu kết quả kiểm định Hausman cho thấy giá trị p thấp, điều này hàm ý rằng biến được kiểm định có khả năng nội sinh và mô hình 2SLS dữ liệu bảng với hiệu ứng cố định là phù hợp hơn.

Bảng 5*Kết Quả Kiểm Định Nội Sinh của các Biến trong Mô Hình*

	FE	dual	lbs	fs	aud	bf	bo	lev	pro
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
dual	-0.033*** (0.010)	-0.038 (0.031)	-0.043*** (0.016)	-0.047*** (0.015)	-0.057*** (0.016)	-0.044*** (0.017)	-0.047*** (0.015)	-0.046*** (0.015)	0.211 (3.148)
lbs	-0.052*** (0.019)	-0.049** (0.024)	0.02 (0.069)	-0.053** (0.024)	-0.055** (0.025)	-0.066** (0.029)	-0.049** (0.024)	-0.049** (0.024)	-0.083 (0.448)
fs	0.052** (0.023)	0.04 (0.028)	0.029 (0.031)	0.059* (0.034)	0.059* (0.031)	0.065* (0.036)	0.035 (0.032)	0.039 (0.028)	-0.586 (7.621)
aud	-0.002 (0.010)	-0.01 (0.012)	-0.01 (0.012)	-0.013 (0.011)	-0.045** (0.022)	-0.003 (0.014)	-0.011 (0.011)	-0.014 (0.012)	0.292 (-3.687)
bf	-0.024 (0.021)	-0.013 (0.024)	-0.002 (0.026)	-0.015 (0.024)	0.001 (0.026)	-0.117 (0.080)	-0.011 (0.024)	-0.01 (0.024)	-0.035 (0.361)
bo	-0.055*** (0.017)	-0.056** (0.023)	-0.065** (0.025)	-0.050** (0.023)	-0.049** (0.024)	-0.050* (0.026)	-0.069 (0.044)	-0.056** (0.023)	-0.148 (1.150)
lev	-0.085** (0.033)	-0.109*** (0.041)	-0.122*** (0.045)	-0.106*** (0.041)	-0.134*** (0.045)	-0.086* (0.048)	-0.108*** (0.041)	-0.14 (0.093)	-0.572 (5.669)
pro	0.051 (0.056)	0.042 (0.068)	0.054 (0.067)	0.062 (0.065)	0.113 (0.075)	0.047 (0.071)	0.049 (0.064)	0.044 (0.066)	-5.339 (65.504)
Constant	3.871*** (0.270)	4.015*** (0.333)	4.032*** (0.352)	3.795*** (0.407)	3.817*** (0.369)	3.757*** (0.419)	4.080*** (0.375)	4.038*** (0.337)	12.083 (98.056)
Chi-square		3,787	5,293	5,182	7,136	4,048	6,318	6,104	0,028
P value		0.876	0.726	0.738	0.522	0.853	0.612	0.636	1.000

Ghi chú: *, **, *** là ký hiệu chỉ ra có ý nghĩa thống kê ở các mức ý nghĩa lần lượt là 10%, 5% và 1%. Sai số chuẩn của tham số ước lượng được ghi trong (). Kết quả tính toán của nhóm tác giả

Bảng 5 trình bày kết quả kiểm định nội sinh với từng biến giải thích được kiểm tra riêng qua phương pháp 2SLS, sử dụng biến trễ làm công cụ. Kết quả kiểm định Hausman giữa mô hình IV-FE và mô hình FE thông thường cho thấy không có bằng chứng nội sinh đáng kể, với các p-value đều vượt ngưỡng 0.1. Điều này cho phép tiếp tục ước lượng bằng mô hình dữ liệu bảng thông thường.

Do đó, nhóm tác giả tiến hành ước lượng các phương trình (1), (2) và (3) sử dụng mô hình dữ liệu bảng thông thường. Trong các lựa chọn ước lượng, mô hình FE giúp kiểm soát dị biệt không quan sát cố định theo thời gian nhưng lại loại bỏ các biến không biến thiên. Trong khi đó, mô hình RE giữ lại các biến này nhưng đòi hỏi giả định không thực tế về tính độc lập giữa hiệu ứng riêng và biến giải thích. Vì vậy, nghiên cứu lựa chọn phương pháp CRE, theo đề xuất của Mundlak (1978), nhằm kiểm soát mối tương quan trên bằng cách đưa trung bình thời gian của các biến độc lập vào mô hình. CRE vừa tận dụng được biến không đổi theo thời gian, vừa nâng cao hiệu quả và độ tin cậy của ước lượng. Kiểm định Mundlak cũng xác nhận sự phù hợp của CRE so với RE.

4.3. Kết quả ước lượng mô hình chính

4.3.1. Vai trò của tập trung quyền lực đối với mức độ MBTT

Bảng 5 trình bày kết quả ước lượng cho mô hình (1), (2) và (3) sử dụng CRE với phương sai của sai số chuẩn được hiệu chỉnh Huber-White. Kiểm định Mundlak cho thấy phương pháp CRE được lựa chọn. Tập trung vào mô hình cơ sở (1), kết quả ước lượng cho thấy ba biến có ý nghĩa thống kê: tập trung quyền lực (**dual**) và tập trung sở hữu (**bo**) đều có hệ số âm và đạt mức ý nghĩa 5%, trong khi ĐB (**lev**) cũng có hệ số âm và khác không ở ngưỡng 5%; các biến kiểm toán Big4, quy mô hội đồng, quy mô tài sản, tỷ lệ nữ trong hội đồng và khả năng sinh lợi không có ý nghĩa thống kê. Những phát hiện này hàm ý rằng tính MBTT của các công ty được phẩm niêm yết suy giảm khi quyền lực tập trung vào một cá nhân kiêm nhiệm, khi hội đồng nắm giữ cổ phần lớn và khi DN có đòn bẩy cao. Kết quả này nhất quán với lý thuyết đại diện rằng sự kiêm nhiệm làm suy giảm giám sát, tăng chi phí đại diện và động cơ giữ lại thông tin. Bên cạnh đó, việc sở hữu tập trung làm tăng xung đột lợi ích, tạo động cơ che giấu và giảm MBTT. Về mặt thực nghiệm, kết quả này cũng phù hợp với các nghiên cứu trước như Abels và Martelli (2013), khẳng định rằng sự kiêm nhiệm làm suy giảm khả năng giám sát và làm yếu đi sự minh bạch của DN. Tương tự, Truong và Nguyen (2024) cũng cho thấy sự kiêm nhiệm có tác động tích cực với hành vi điều chỉnh lợi nhuận, qua đó ảnh hưởng tiêu cực đến tính MBTT tài chính. Patel và cộng sự (2002), cho rằng mức độ tập trung sở hữu cao không tốt cho cổ đông thiểu số vì nó làm giảm MBTT.

Hệ số hồi qui âm và có ý nghĩa thống kê của biến lev hàm ý rằng DN vay nợ nhiều hơn có xu hướng hạn chế công bố thông tin nhằm giảm thiểu sự giám sát từ chủ nợ và thị trường. Kết quả này xác nhận lý thuyết thông tin bất cân xứng. Khi ràng buộc nợ cao, DN có thể ưu tiên cung cấp thông tin riêng cho chủ nợ và hạn chế minh bạch công khai để tránh soi xét bởi thị trường hay đối thủ, làm tăng bất cân xứng thông tin. Về mặt thực nghiệm, kết quả này phù hợp với phát hiện của Truong (2023), cũng ghi nhận mối quan hệ âm và có ý nghĩa giữa đòn bẩy và MBTT tại các công ty niêm yết ở Việt Nam. Tuy nhiên, kết quả này không đồng nhất với một số nghiên cứu quốc tế, như Aksu và Kosedag (2006) và Othman và Zeghal (2010), khi các tác giả này không tìm thấy mối quan hệ có ý nghĩa giữa đòn bẩy và mức độ công bố thông tin.

Bảng 6

Các Yếu Tố Tác Động đến Mức Độ MBTT và Vai Trò của Lựa Chọn Đơn Vị Kiểm Toán và Tỷ Lệ Sở Hữu của HĐQT

	(1)	(2)	(3)
dual	-0.033** (0.01)	-0.037** -0.012	-0.010 -0.013
bo	-0.055** (0.02)	-0.055** (0.02)	-0.053** (0.02)
aud	-0.002 (0.02)	-0.002 -0.015	-0.002 (0.02)
1.dual#1.aud		0.030* (0.01)	
1.dual#c.bo			-0.078** (0.03)
lbs	-0.052 (0.04)	-0.053 (0.04)	-0.053 (0.04)
fs	0.052 (0.04)	0.053 (0.04)	0.055 (0.04)
bf	-0.024 (0.02)	-0.03 (0.02)	-0.03 (0.02)
lev	-0.085** (0.03)	-0.084** (0.03)	-0.084* (0.03)
pro	0.051 (0.09)	0.058 (0.09)	0.027 (0.08)
_cons	3.970*** (0.13)	3.902*** (0.13)	4.057*** (0.16)
obs	126	126	126
Mundlak	112,646	147,025	179,093
p value	0,00	0,00	0,00

Ghi chú: *, **, *** là ký hiệu chỉ ra có ý nghĩa thống kê ở các mức ý nghĩa lần lượt là 10%, 5% và 1%. Sai số chuẩn của tham số ước lượng được ghi trong (). Tác giả

4.3.2. Vai trò điều tiết của kiểm toán Big4 và tỷ lệ sở hữu của HĐQT

Trong mô hình 2 (cột 2, Bảng 5), sau khi bổ sung biến tương tác dual $\times$ aud, hệ số của dual vẫn âm và có ý nghĩa 5% (-0.037), bo duy trì tác động âm ở mức 5%, còn lev tiếp tục âm và có ý nghĩa 5%; đáng chú ý, biến tương tác dương (0.030) đạt mức ý nghĩa 10%, gợi ý kiểm toán Big4 làm giảm tác động tiêu cực của việc kiểm nhiệm đối với MBTT. Mặc dù các nghiên cứu trước đây (như Abels & Martelli, 2013; Truong & Nguyen, 2024) đã khẳng định dual làm suy yếu tính độc lập và minh bạch của công ty, nhưng chưa có nghiên cứu nào chỉ ra vai trò điều tiết của kiểm toán Big4. Kết quả này có hàm ý rằng chất lượng kiểm toán cao từ Big4 -

vốn được công nhận là có tính độc lập và chuyên môn cao (Harakeh & ctg., 2023; Lang & ctg., 2012; Truong & Nguyen, 2024) - có thể làm suy giảm xung đột lợi ích do kiêm nhiệm gây ra, góp phần nâng cao mức độ MBTT.

Trong mô hình 3 (cột 3, Bảng 5), hệ số trực tiếp của dual không còn ý nghĩa, bo vẫn âm và có ý nghĩa 5%, trong khi hệ số tương tác âm (-0.078) có ý nghĩa 5%, cho thấy khi quyền sở hữu tập trung cao vào HĐQT, tác động tiêu cực của kiêm nhiệm lên MBTT càng nghiêm trọng hơn. Phát hiện này chưa được đề cập trực tiếp trong các nghiên cứu trước, nhưng có thể được giải thích từ góc độ xung đột lợi ích. Cụ thể, khi HĐQT vừa nắm quyền điều hành vừa sở hữu tỷ lệ cổ phần lớn, cơ chế giám sát nội bộ có thể bị suy yếu do sự thiếu vắng động lực kiểm soát lẫn nhau, từ đó dẫn đến giảm MBTT (Bushman & Smith, 2003; Patel & ctg., 2002). Trái ngược với một số nghiên cứu cho rằng sở hữu của HĐQT cải thiện minh bạch (Truong & Nguyen, 2024), phát hiện của nghiên cứu này gợi ý rằng trong điều kiện tập trung quyền lực quá mức, quyền sở hữu có thể làm trầm trọng thêm vấn đề đại diện và hạn chế công bố thông tin minh bạch.

5. Kết luận và hàm ý nghiên cứu

Nghiên cứu này xem xét mối quan hệ giữa yếu tố tập trung quyền lực và mức độ MBTT của các công ty niêm yết trong ngành dược tại Việt Nam giai đoạn 2018 - 2023. Kết quả ước lượng từ phương pháp CRE cho thấy việc tập trung quyền lực có ảnh hưởng đáng kể đến MBTT. Cụ thể, việc CTHĐQT đồng thời giữ chức TGD có tác động tiêu cực lên mức độ MBTT, cho thấy tình trạng tập trung quyền lực làm suy giảm cơ chế giám sát và giảm tính minh bạch. Bên cạnh đó, các yếu tố như tỷ lệ sở hữu của HĐQT và mức độ đòn bẩy cũng có tác động tiêu cực đến mức độ MBTT, phản ánh khả năng tồn tại của xung đột lợi ích và rủi ro tài chính. Đáng chú ý, các kết quả từ mô hình tương tác cho thấy vai trò giảm nhẹ của kiểm toán Big4 trong mối quan hệ giữa tập trung quyền lực và MBTT, đồng thời phát hiện rằng mức độ tập trung sở hữu cao của HĐQT có thể khuếch đại tác động tiêu cực của sự tập trung quyền lực. Các kết quả này nhất quán với một số nghiên cứu trước đây về vai trò hạn chế của sự tập trung quyền lực và sự cần thiết của cơ chế kiểm soát độc lập.

Hàm ý của các kết quả trên như sau. Thứ nhất, kết quả nghiên cứu nhấn mạnh tầm quan trọng của việc phân tách vai trò giữa CTHĐQT và TGD nhằm nâng cao hiệu quả giám sát và thúc đẩy MBTT. Đây có thể là một gợi ý cho cơ quan quản lý khi xây dựng quy định về quản trị DN niêm yết tại Việt Nam. Thứ hai, các DN nên tăng cường vai trò của kiểm toán độc lập, đặc biệt là sử dụng dịch vụ của các công ty kiểm toán thuộc Big4 nhằm tạo niềm tin cho nhà đầu tư và nâng cao chất lượng thông tin tài chính. Thứ ba, kết quả về sở hữu tập trung gợi mở rằng, trong bối cảnh thiếu cơ chế bảo vệ cổ đông thiểu số, sự sở hữu lớn của HĐQT không nhất thiết đồng nghĩa với lợi ích cho cổ đông nói chung. Điều này đặt ra yêu cầu tăng cường công khai minh bạch và thiết lập các cơ chế kiểm soát nội bộ hiệu quả hơn.

Nghiên cứu còn một số hạn chế như giới hạn về mẫu nghiên cứu với quy mô nhỏ và tập trung vào ngành dược. Thêm vào đó, việc đo lường các biến quản trị còn tương đối đơn giản, chưa phản ánh hết cấu trúc sở hữu thực chất. Trong tương lai, các nghiên cứu có thể mở rộng mẫu sang các ngành khác và cập nhật thời gian gần đây hơn, đo lường biến tập trung sở hữu theo cách phân biệt rõ giữa quyền sở hữu thực tế và quyền kiểm soát, hoặc theo loại cổ đông chi phối.

ĐÓNG GÓP KHOA HỌC

Bài báo xác định rõ khoảng trống nghiên cứu; bài báo cung cấp bộ dữ liệu mới hoặc bằng chứng thực nghiệm mới; bài báo có ý nghĩa thống kê và thực tiễn rõ ràng; bài báo đưa ra hàm ý chính sách; bài báo gợi mở các hướng nghiên cứu tiếp theo.

ĐÓNG GÓP CỦA TÁC GIẢ

CReditT: **Dương Thị Thùy An**: Xây dựng ý tưởng và thiết kế nghiên cứu, Phân tích dữ liệu, Thiết kế, soạn bản thảo và chỉnh sửa nội dung học thuật, chịu trách nhiệm về tính chính xác và toàn vẹn của toàn bộ công trình; **Hồ Thị Thu Thảo**: Xây dựng ý tưởng, Thu thập dữ liệu, Viết một phần nội dung, tham gia chỉnh sửa và phản biện nội bộ bản thảo.

TUYÊN BỐ KHÔNG CÓ XUNG ĐỘT LỢI ÍCH

Các tác giả cam kết, tuyên bố không có bất kỳ xung đột lợi ích nào liên quan đến việc công bố bài báo này.

Tài liệu tham khảo

- Abels, P. B., & Martelli, J. T. (2013). CEO duality: How many hats are too many? *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 13(2), 135-147.
- Adams, R. B., & Ferreira, D. (2008). Women in the boardroom and their impact on governance and performance - In center for economic institutions. *Elsevier*, 94(2), 291-309.
- Akerlof, G. A. (1970). The market for "lemons": Quality uncertainty và the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488-500
- Aksu, M., & Kosedag, A. (2006). Transparency and disclosure scores and their determinants in the Istanbul stock exchange. *Corporate Governance: An International Review*, 14(4), 277-296.
- Ball, R. (2009). Market and political/regulatory perspectives on the recent accounting scandals. *Journal of Accounting Research*, 47(2), 277-323.
- Bộ Tài chính. (2012a). *Thông tư số 52/2012/TT-BTC hướng dẫn về việc công bố thông tin trên thị trường chứng khoán* [Circular No. 52/2012/TT-BTC Guidelines on information disclosure on the stock market]. <https://chinhphu.vn/default.aspx?pageid=27160&docid=159045>
- Bộ Tài chính. (2012b). *Thông tư số 121/2012/TT-BTC quy định về quản trị công ty áp dụng cho các công ty đại chúng* [Circular No. 121/2012/TT-BTC Corporate governance regulations applicable to public companies]. <https://chinhphu.vn/default.aspx?pageid=27160&docid=163859>
- Bộ Tài chính. (2017). *Thông tư 95/2017/TT-BTC hướng dẫn một số điều của nghị định số 71/2017/NĐ-CP ngày 06 tháng 6 năm 2017 của chính phủ hướng dẫn về quản trị công ty áp dụng đối với công ty đại chúng* [Circular 95/2017/TT-BTC Guidance on a number of articles of decree no. 71/2017/ND-CP dated June 06, 2017 of the government guiding corporate governance applicable to public companies]. <https://baocaotaichinh.vn/thu-vien/thong-tu-so-95-2017-ttbtc-huong-dan-mot-so-dieu-cua-nghi-dinh-so-71-2017-ndcp-ngay-6-thang-6-nam-2017-cua-chinh-phu-huong-dan-ve-quan-tri-cong-ty-ap-dung-doi-voi-cong-ty-dai-chung-2108502745-46286>
- Boone, A. L., & White, J. T. (2015). The effect of institutional ownership on firm transparency and information production. *Journal of Financial Economics*, 117(3), 508-533.
- Bushman, R. M., & Smith, A. J. (2003). Transparency, financial accounting information, and corporate governance. *Economic Policy Review*, 9(1), 65-87.

- Chính phủ Việt Nam. (2017). *Nghị định 71/2017/NĐ-CP hướng dẫn quản trị công ty áp dụng đối với công ty đại chúng* [Decree 71/2017/ND-CP Guidance on corporate governance applicable to public companies]. <https://vanban.chinhphu.vn/default.aspx?pageid=27160&docid=189989>
- Chính phủ Việt Nam. (2021). *Quyết định số 376/QĐ-TTg Phê duyệt Chương trình phát triển công nghiệp dược, dược liệu sản xuất trong nước đến năm 2030, tầm nhìn đến năm 2045* [Decision No. 376/QĐ-TTg Approving the Program for developing domestically produced pharmaceutical and medicinal materials industry by 2030, with a vision to 2045]. <https://vanban.chinhphu.vn/default.aspx?pageid=27160&docid=202813>
- DMSpro. (2025). *Toàn cảnh ngành Dược phẩm Việt Nam 2024 và xu hướng định hình năm 2025* [Overview of Vietnam Pharmaceutical industry 2024 and trends shaping the year 2025]. <https://www.dmspro.vn/toan-canhh-nganh-duoc-pham-viet-nam-2024-va-xu-huong-dinh-hinh-nam-2025/amp>
- Harakeh, M., Leventis, S., El, T., & Tsileponis, N. (2023). The moderating role of board gender diversity on the relationship between firm opacity and stock returns. *The British Accounting Review*, 55(4), Article 101145.
- Huang, P., Lu, Y., & Wu, J. (2023). Does board diversity in industry-experience boost firm value? The role of corporate innovation. *Economic Modelling*, 128, Article 106504.
- 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.
- La Rosa, F., & Liberatore, G. (2014). Biopharmaceutical and chemical firms' R&D disclosure, and cost of equity: The impact of the regulatory regime. *European Management Journal*, 32(5), 806-820.
- Lang, M., Lins, K. V., & Maffett, M. (2012). Transparency, liquidity, and valuation: International evidence on when transparency matters most. *Journal of Accounting Research*, 50(3), 729-774.
- Liu, N., Laing, E., Cao, Y., & Zhang, X. (2018). Institutional ownership and corporate transparency in China. *Finance Research Letters*, 24, 328-336.
- Lublin, J. (2009). *Chairman-CEO split gains allies*. The Wall Street Journal. <https://www.wsj.com/articles/SB123816562313557465>
- Mou, S., Yi, S., Zhang, Q., & Liu, D. (2025). Common institutional ownership and executive pay-performance sensitivity: Mediating role of information transparency and fund occupation. *Research in International Business and Finance*, 74, Article 102695.
- Mundlak, Y. (1978). On the pooling of time series and cross section data. *Econometrica*, 46, 69-85.
- Ngo, B. X. (2018). Các nhân tố ảnh hưởng đến tính minh bạch thông tin trong báo cáo tài chính của các doanh nghiệp ngành hàng tiêu dùng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam [Factors affecting information transparency in financial statements of consumer goods enterprises listed on the Vietnamese stock market]. *Tạp chí Công nghệ Ngân hàng*, 152, Article 2018.
- Nguyen, L. T. A., Dao, A. T. M., Tran, A. H., & Nguyen, H. T. (2023). Các yếu tố ảnh hưởng đến tính minh bạch thông tin báo cáo tài chính của các công ty niêm yết [Factors influencing the transparency of financial statement information of listed firms]. *Tạp Chí Kinh Tế và Phát Triển*, 315, 62-72.

- Othman, H. B., & Zeghal, D. (2010). Investigating transparency and disclosure determinants at firm-level in MENA emerging markets. *International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation*, 6(4), 368-396.
- Patel, S. A., Balic, A., & Bwakira, L. (2002). Measuring transparency and disclosure at firm-level in emerging markets. *Elsevier*, 3(4), 325-337.
- Pfeiffer, I., & Jarchow, S. (2024). The determinants of compensation report transparency: Manager incentives and firm characteristics. *Journal of Business Economics*, 94(4), 659-691.
- Pharmed Vietnam. (2024). *Triển vọng phát triển thị trường dược phẩm Việt Nam đến năm 2030 - Hướng đi nào cho các doanh nghiệp dược Việt Nam?* [Development prospects of Vietnam's pharmaceutical market to 2030 - What direction for Vietnamese pharmaceutical enterprises?]. Pharmed & Healthcare Vietnam. <https://pharmed.vn/post/257-trien-vong-phat-trien-thi-truong-duoc-pham-viet-nam-den-nam-2030-huong-di-nao-cho-cac-doanh-nghiep-duoc-viet-nam>
- Rathee, C., Malik, S., & Salandra, R. (2025). Timing, modifications, and tenor of firms' mandatory R&D disclosures: The role of competition. *Research Policy*, 54(1), Article 105112.
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355-374.
- Tổng cục Thống kê Việt Nam. (2025). *Thông cáo báo chí: Kết quả điều tra dân số và nhà ở giữa kỳ năm 2024* [Press release: Results of the 2024 mid-term population and housing survey]. <https://www.nso.gov.vn/du-lieu-va-so-lieu-thong-ke/2025/01/thong-cao-bao-chi-ket-qua-dieu-tra-dan-so-va-nha-o-giua-ky-nam-2024/>
- Tran, N. T., Dam, T. T., & Bui, L. T. H. (2019). Các nhân tố ảnh hưởng đến mức độ minh bạch thông tin tài chính trên thị trường chứng khoán Việt Nam- Tổng quan nghiên cứu và đề xuất mô hình [Factors affecting the level of financial information transparency in the Vietnamese stock market - Research overview and model proposal]. *Tạp chí Kinh tế - Luật và Ngân hàng*, 202, 45-55.
- Truong, L. D., & Nguyen, A. T. K. (2016). Xây dựng chỉ số minh bạch và công bố thông tin cho các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam [Developing a transparency and information disclosure index for listed companies on the Vietnamese stock market]. *Tạp chí Ngân hàng*, 22(11/2016), 30-35.
- Truong, N. T. (2023). Tác động của quản trị công ty đến minh bạch công bố thông tin tài chính của các công ty niêm yết trên thị trường Việt Nam [Impact of corporate governance of financial information disclosure transparency in Vietnam]. *Tạp Chí Kinh Tế và Phát Triển*, 311(2), 33-43.
- Truong, N. T., & Nguyen, C. V. (2024). *The impact of the board of directors and the audit committee on the transparency of financial information of companies listed in a frontier market*. Heliyon.
- Wooldridge, J. M. (2010). *Econometric analysis of cross section and panel data*. MIT Press.

