

TÁC ĐỘNG CỦA LỢI ÍCH CỔ ĐÔNG KHÔNG KIỂM SOÁT ĐẾN HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG CỦA DOANH NGHIỆP: BẰNG CHỨNG THỰC NGHIỆM TỪ CÁC DOANH NGHIỆP BẮC MỸ

Lê Quỳnh Liên¹

Đại học Kinh tế Quốc dân, Hà Nội, Việt Nam

Ngày nhận: 21/02/2025; Ngày hoàn thành biên tập: 22/05/2025; Ngày duyệt đăng: 26/05/2025

DOI: <https://doi.org/10.38203/jiem.vi.022025.1249>

Tóm tắt: Bài viết phân tích tác động của lợi ích cổ đông không kiểm soát đến hiệu quả hoạt động của các công ty phi tài chính tại Bắc Mỹ giai đoạn 1999-2023. Dữ liệu từ 10.650 công ty niêm yết với 90.560 quan sát được phân tích bằng phương pháp hồi quy bình phương tối thiểu (OLS), hồi quy với tác động cố định (Fixed Effects), hồi quy với tác động ngẫu nhiên (Random Effects) và hồi quy hai giai đoạn (2SLS) để kiểm tra tác động của lợi ích cổ đông không kiểm soát đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp như lợi nhuận trên tài sản (ROA) và lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE). Kết quả cho thấy lợi ích của cổ đông không kiểm soát có ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Điều này phản ánh xung đột lợi ích giữa các cổ đông không kiểm soát và ban điều hành, từ đó cản trở quá trình ra quyết định hiệu quả, gây thiếu nhất quán trong chiến lược và làm giảm khả năng sinh lợi của công ty. Trên cơ sở đó, nghiên cứu đưa ra một số hàm ý chính quản trị đối với doanh nghiệp, nhà đầu tư và các nhà hoạch định chính sách nhằm nâng cao hiệu quả quản trị công ty và tối ưu hóa giá trị doanh nghiệp.

Từ khóa: Doanh nghiệp Bắc Mỹ, Hiệu quả hoạt động, Lợi ích cổ đông không kiểm soát

THE IMPACT OF NON-CONTROLLING INTERESTS ON FIRM PERFORMANCE: EMPIRICAL EVIDENCE FROM NORTH AMERICAN FIRMS

Abstract: This study examines the impact of non-controlling interest on the performance of non-financial firms in North America over the period 1999-2023. The study analyzed data from 10,650 listed companies with 90,560 observations by using

¹ Tác giả liên hệ, Email: lienlq@neu.edu.vn

ordinary least squares (OLS) regression, fixed effects regression, random effects regression, and two-stage least squares (2SLS) to examine the impact of non-controlling shareholder interests on firms' performance proxies such as return on assets (ROA) and return on equity (ROE). The findings indicate that non-controlling shareholders' interests have a negative effect on firm performance. This result reflects the presence of agency conflicts between non-controlling shareholders and management, which may hinder effective decision-making, lead to strategic inconsistency, and reduce firm profitability. Based on these insights, the study proposes several recommendations for firms, investors, and policymakers to enhance corporate governance and optimize firm value.

Keywords: North American Firms, Non-Controlling Interests, Firm Performance

1. Giới thiệu

Lợi ích cổ đông không kiểm soát (Non-controlling Interest - NCI) là phần cổ phần của công ty con không thuộc sở hữu hoàn toàn của công ty mẹ, không trực tiếp cũng không gián tiếp thông qua các công ty con khác (Gluzová, 2016). Trong các báo cáo tài chính hợp nhất, NCI phản ánh phần lợi ích của các cổ đông không kiểm soát đối với tài sản và nợ của công ty con mà công ty mẹ không sở hữu hoàn toàn. Mặc dù được trình bày trong phần vốn chủ sở hữu, NCI không thực sự thuộc về các cổ đông công ty mẹ vì chúng đại diện cho cổ phần của các cổ đông thiểu số tại các công ty con thuộc công ty mẹ. Thông thường, công ty mẹ sở hữu hơn 50% cổ phần của công ty con để tạo ra NCI. Tuy nhiên, theo IFRS 10, một thực thể phải được coi là công ty con khi nó bị công ty mẹ kiểm soát. Do đó, công ty mẹ có thể sở hữu một phần cổ phần thiểu số trong công ty mà vẫn có quyền kiểm soát các hoạt động quan trọng thông qua điều lệ hoặc thỏa thuận (IFRS Foundation, 2024). Điều này có nghĩa là công ty mẹ không nhất thiết phải sở hữu phần lớn cổ phần của công ty con, mà chỉ cần có quyền kiểm soát công ty con để có thể ghi nhận phần lợi ích của các cổ đông không kiểm soát trong báo cáo tài chính hợp nhất.

NCI đóng vai trò quan trọng trong kế toán và tài chính, đặc biệt trong việc xác định giá trị tài sản và phân bổ lợi nhuận. Các cổ đông không kiểm soát có thể yêu cầu công ty mẹ cung cấp thông tin minh bạch và chia sẻ lợi ích tạo ra từ các công ty con. Tuy nhiên, do thiếu khả năng giám sát trực tiếp, NCI dễ trở thành mục tiêu trích lợi nhuận của công ty mẹ, đặc biệt ở các quốc gia có mức độ bảo vệ nhà đầu tư thấp. Điều này tạo ra cả cơ hội và rủi ro, đòi hỏi công ty mẹ phải quản lý chặt chẽ mối quan hệ với NCI để giảm xung đột lợi ích và tối ưu hóa giá trị doanh nghiệp (Kandel & cộng sự, 2011).

Các nghiên cứu gần đây nhấn mạnh vai trò của cổ đông lớn không kiểm soát - những nhà đầu tư nắm giữ lượng lớn cổ phiếu nhưng không đủ quyền chi phối - trong

việc nâng cao hiệu suất doanh nghiệp thông qua thúc đẩy quản trị hiệu quả (Yan & He, 2018). Tại các thị trường mới nổi, nhóm cổ đông này còn đóng vai trò giám sát, góp phần hạn chế hành vi lạm dụng của cổ đông kiểm soát, từ đó cân bằng quyền lực và cải thiện chất lượng quản trị doanh nghiệp (Cheng & cộng sự, 2020). Tuy nhiên, một số cổ đông lớn không kiểm soát - đặc biệt là các tổ chức - cũng có thể lợi dụng vị thế của mình để chuyển tài sản doanh nghiệp ra ngoài nhằm trục lợi cá nhân.

Trong khi các nghiên cứu trước đây chủ yếu tập trung vào vai trò của cổ đông lớn không kiểm soát, nghiên cứu này mở rộng phân tích để xem xét toàn bộ lợi ích của cổ đông không kiểm soát, không phân biệt quy mô, nhằm đánh giá tác động tổng thể của NCI đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Điều này phù hợp với cách các báo cáo tài chính hợp nhất theo chuẩn IAS/IFRS được xây dựng, trong đó NCI không được phân loại thành lớn hay nhỏ.

Nghiên cứu này phân tích tác động của NCI tới các chỉ tiêu hiệu quả hoạt động như tỷ suất lợi nhuận trên tài sản (ROA) và tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) của 10.650 công ty phi tài chính niêm yết ở Bắc Mỹ giai đoạn 1999-2023. Việc lựa chọn các doanh nghiệp Bắc Mỹ làm đối tượng nghiên cứu được lý giải bởi ba lý do chính. Thứ nhất, khu vực này, đặc biệt là Hoa Kỳ, dẫn đầu trong việc ban hành và thực thi các quy định kiểm soát nội bộ nghiêm ngặt như Đạo luật Sarbanes-Oxley (2002), cung cấp nguồn dữ liệu phong phú và đáng tin cậy cho nghiên cứu thực nghiệm. Thứ hai, thị trường tài chính phát triển và hệ thống quản trị doanh nghiệp tiên tiến tại đây tạo điều kiện thuận lợi để nghiên cứu mối quan hệ giữa kiểm soát nội bộ và hiệu quả hoạt động (Millar & Bowen, 2011). Cuối cùng, việc tập trung vào các công ty Bắc Mỹ giúp đảm bảo tính nhất quán về môi trường pháp lý và chuẩn mực kế toán (US GAAP và IFRS), giảm thiểu sai lệch khi so sánh thực trạng kiểm soát nội bộ giữa các doanh nghiệp (Gordon & cộng sự, 2013).

Nghiên cứu về tác động của lợi ích cổ đông không kiểm soát đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp mang đến những đóng góp đáng kể cả về lý thuyết và thực tiễn. Về mặt học thuật, nghiên cứu này bổ sung vào kho tàng kiến thức về quản trị doanh nghiệp, đặc biệt là mối quan hệ giữa quyền sở hữu và kiểm soát. Nghiên cứu giúp kiểm chứng và mở rộng các lý thuyết hiện có, đồng thời gợi mở nhiều hướng nghiên cứu mới. Về thực tiễn, nghiên cứu cung cấp cơ sở để nhà quản trị doanh nghiệp xây dựng các chiến lược quản trị phù hợp, như tối ưu hóa tỷ trọng tài sản cố định và quản lý dòng tiền để nâng cao hiệu quả sử dụng tài sản và vốn chủ sở hữu. Đối với nhà đầu tư, nghiên cứu mang lại góc nhìn sâu sắc về tác động của cấu trúc sở hữu và các yếu tố tài chính đến hiệu quả doanh nghiệp, hỗ trợ ra quyết định đầu tư chính xác hơn. Ngoài ra, các cơ quan quản lý cũng có thể dựa vào kết quả nghiên cứu

để hoàn thiện chính sách giám sát doanh nghiệp, tăng cường minh bạch và hạn chế xung đột lợi ích trong quản trị công ty.

Cấu trúc bài viết gồm 5 phần. Sau phần giới thiệu, phần 2 trình bày tổng quan và giả thuyết nghiên cứu. Phần 3 mô tả phương pháp nghiên cứu, phần 4 phân tích và thảo luận các kết quả thu được. Cuối cùng, phần 5 đưa ra kết luận và các hàm ý chính sách.

2. Tổng quan và giả thuyết nghiên cứu

Lý thuyết đại diện thường được sử dụng làm cơ sở khi nghiên cứu về tác động của lợi ích cổ đông không kiểm soát đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Lý thuyết này đề cập đến những xung đột lợi ích phát sinh khi mục tiêu của người chủ sở hữu (các cổ đông) khác biệt với mục tiêu của người đại diện (ban quản lý) (Jensen & Meckling, 1976). Do không nắm giữ quyền kiểm soát đáng kể trong quá trình ra quyết định, các cổ đông thiểu số dễ bị chiếm đoạt lợi ích bởi các cổ đông chi phối hoặc ban điều hành. Tuy nhiên, trong một số điều kiện nhất định, sự hiện diện của họ cũng có thể góp phần hạn chế các vấn đề đại diện thông qua việc tăng cường giám sát nội bộ.

Nhiều nghiên cứu gần đây cho thấy sự tham gia tích cực của cổ đông không kiểm soát giúp giảm thiểu rủi ro và cải thiện hiệu suất của doanh nghiệp. Zhang & cộng sự (2022) đã chỉ ra rằng sự tham gia tích cực của cổ đông không kiểm soát giúp giảm rủi ro sụt giảm giá cổ phiếu tại các công ty sản xuất Trung Quốc, đặc biệt tại các công ty tư nhân, công ty có hiệu suất hoạt động kém và công ty không được kiểm toán bởi Big 4. Điều này cho thấy cổ đông không kiểm soát đóng vai trò như một cơ chế giám sát hiệu quả, hạn chế các hành vi quản lý yếu kém và quyết định đầu tư rủi ro, đồng thời giảm thiểu các vấn đề đại diện và hành vi "đào mỏ" của cổ đông kiểm soát, bảo vệ lợi ích cổ đông thiểu số. Ngoài ra, trong bối cảnh các cơ chế quản trị truyền thống chưa hiệu quả, cổ đông không kiểm soát có thể được xem như một cơ chế quản trị thay thế, giúp hạn chế các hành vi trục lợi nội bộ (Laeven & Levine, 2008).

Ngược lại, Mustafa & cộng sự (2017) cho thấy trong các công ty có cấu trúc sở hữu tập trung cao, các cổ đông kiểm soát thường ưu tiên lợi ích cá nhân thay vì bảo vệ quyền lợi của cổ đông thiểu số, từ đó làm giảm hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Nghiên cứu cũng nhấn mạnh rằng sự chênh lệch giữa quyền kiểm soát và quyền sở hữu cũng tạo điều kiện để cổ đông lớn gia tăng động cơ và khả năng trục lợi, làm trầm trọng thêm mâu thuẫn đại diện và ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả doanh nghiệp.

Tại Bắc Mỹ, thị trường tài chính phát triển cùng hệ thống quản trị hiện đại đã thúc đẩy các thông lệ quản trị hiệu quả. Đặc biệt, sau các bê bối tài chính nghiêm trọng như Enron và WorldCom, Đạo luật Sarbanes-Oxley đã được ban hành, yêu cầu các công ty

niệm yết phải có ủy ban kiểm toán độc lập, tăng cường trách nhiệm giải trình của lãnh đạo đối với báo cáo tài chính, và áp dụng các hình phạt nghiêm khắc đối với hành vi gian lận. Những quy định này đã làm nổi bật vai trò của hội đồng quản trị độc lập và thúc đẩy các cơ chế tuân thủ chặt chẽ, từ đó cải thiện công tác quản lý rủi ro và giám sát tài chính (Wang, 2010). Sự phát triển này cũng tạo ra một môi trường thuận lợi để cổ đông không kiểm soát có thể tham gia vào việc ra quyết định, góp phần cân bằng quyền lực và giám sát hoạt động của doanh nghiệp.

Dựa trên tổng quan nghiên cứu và thực trạng thị trường tài chính Bắc Mỹ, giả thuyết nghiên cứu được đề xuất như sau:

H: Lợi ích cổ đông không kiểm soát ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1 Mô hình nghiên cứu và các biến

3.1.1 Thiết kế mô hình hồi quy

Xuất phát từ cơ sở lý thuyết và tổng quan nghiên cứu, tác động của lợi ích của cổ đông không kiểm soát đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp được thể hiện qua mô hình hồi quy sau:

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 RNCI_{i,t} + \gamma \text{Biến kiểm soát}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$ROE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 RNCI_{i,t} + \gamma \text{Biến kiểm soát}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

trong đó, $ROA_{i,t}$ hoặc $ROE_{i,t}$ là chỉ số đại diện cho hiệu quả hoạt động của công ty i trong năm t , được đo lường lần lượt bằng tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản và tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu. Biến độc lập là $RNCI_{i,t}$, đại diện cho lợi ích của cổ đông không kiểm soát so với tổng vốn chủ sở hữu của công ty i trong năm t . Biến kiểm soát được mô tả trong Bảng 1, bao gồm các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp, được đo lường trong năm t . Các thống kê t được tính bằng sai số chuẩn điều chỉnh cho hiện tượng không đồng nhất và được gom nhóm theo công ty. Các thống kê t được tính bằng cách sử dụng sai số chuẩn đã được điều chỉnh cho hiện tượng không đồng nhất và được cụm hóa theo công ty để đảm bảo độ tin cậy trong kết quả ước lượng.

Dựa trên các nghiên cứu trước đây về tác động của lợi ích cổ đông không kiểm soát đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, nghiên cứu đưa vào mô hình các biến kiểm soát nhằm phản ánh các đặc điểm nội tại và yếu tố quản trị ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Việc bổ sung các biến kiểm soát giúp làm rõ tác động riêng biệt của lợi ích cổ đông không kiểm soát, đồng thời đảm bảo kết quả hồi quy có độ tin cậy cao hơn. Các biến kiểm soát bao gồm quy mô doanh nghiệp (Majumdar, 1997), đòn bẩy

tài chính (Modigliani & Miller, 1958), tỷ trọng tài sản cố định hữu hình (Rajan & Zingales, 1995), dòng tiền (Fazzari & Petersen, 1993).

3.1.2 Các biến trong mô hình hồi quy

Bảng 1 cung cấp các định nghĩa của tất cả các biến trong mô hình nghiên cứu như sau:

Bảng 1. Mô tả biến trong mô hình nghiên cứu

Biến	Ký hiệu	Mô tả	Nguồn tham khảo	Nguồn dữ liệu
<i>I. Biến phụ thuộc</i>				
Tỷ suất sinh lợi trên tài sản	ROA	Lợi nhuận sau thuế/Tổng Tài sản	Yan & He (2018)	Compustat
Tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu	ROE	Lợi nhuận sau thuế/Tổng vốn chủ sở hữu	Lopes & cộng sự (2021)	Compustat
<i>II. Biến độc lập</i>				
Lợi ích của cổ đông không kiểm soát	RNCI	Lợi ích của cổ đông không kiểm soát/Tổng vốn chủ sở hữu	Kieso & cộng sự, (2020)	Compustat
<i>III. Biến kiểm soát</i>				
Quy mô doanh nghiệp	Size	Logarit của tổng tài sản	Majumdar (1997)	Compustat
Đòn bẩy tài chính	Lev	Tổng nợ/Tổng Tài sản	Modigliani & Miller (1958)	Compustat
Tỷ trọng TSCĐ hữu hình	TATA	Tổng TSCĐ hữu hình/Tổng Tài sản	Rajan & Zingales (1995)	
Dòng tiền	Cashflow	Sự thay đổi của tiền và các khoản tương đương tiền trong kỳ /Tổng Tài sản	Fazzari & Petersen (1993)	Compustat

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

3.2 Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu từ Compustat, bao gồm thông tin của 10.650 công ty phi tài chính niêm yết trên các sàn giao dịch chứng khoán tại Bắc Mỹ từ năm 1999 đến

2023, với tổng số 90.560 quan sát. Các thông tin thu thập được bao gồm các chỉ số tài chính (ROA, ROE), tỷ lệ nợ, quy mô công ty, dòng tiền và các yếu tố khác có liên quan đến việc đánh giá hiệu quả hoạt động của các công ty phi tài chính trong khu vực. Các công ty tài chính, bao gồm ngân hàng và công ty bảo hiểm, đã được loại trừ khỏi mẫu nghiên cứu do có cấu trúc tài chính và hoạt động kinh doanh khác biệt so với các công ty phi tài chính. Những công ty này chịu tác động mạnh mẽ từ các quy định tài chính đặc thù, chính sách tiền tệ, các yếu tố vĩ mô và các chuẩn mực kế toán riêng, do đó có thể gây nhiễu và làm sai lệch phân tích khi so sánh với các công ty thuộc các ngành khác.

Nghiên cứu sử dụng các kỹ thuật hồi quy để kiểm tra tác động của lợi ích cổ đông không kiểm soát đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp như ROA và ROE. Phương pháp hồi quy OLS được áp dụng trong giai đoạn đầu tiên để đánh giá tác động của lợi ích cổ đông không kiểm soát đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, nhằm kiểm tra mối tương quan cơ bản giữa các biến nghiên cứu. Tiếp theo, nghiên cứu áp dụng các phương pháp hồi quy với tác động cố định (FEM) và tác động ngẫu nhiên (REM), đồng thời thực hiện các kiểm định phù hợp nhằm phát hiện và xử lý các vấn đề đa cộng tuyến, phương sai sai số thay đổi và tự tương quan. Để tăng cường độ tin cậy của kết quả ước lượng, mô hình hồi quy hai giai đoạn 2SLS cũng được sử dụng nhằm khắc phục khả năng tồn tại nội sinh thông qua việc sử dụng các biến công cụ phù hợp.

4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

4.1 Thống kê mô tả

Bảng 2 trình bày thống kê mô tả cho các biến trong nghiên cứu như sau:

Bảng 2. Thống kê mô tả

Biến	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
ROA	90.560	-0,581	2,553	-20,5	0,453
ROE	90.560	-0,036	1,802	-8,855	10,041
RNCI	90.560	0,022	0,091	-0,063	0,662
Size	90.560	5,339	3,062	-3,270	12,169
Lev	90.560	0,517	0,281	0,010	1
TATA	90.560	0,268	0,294	0	0,960
Cashflow	90.560	0,179	0,385	-1,138	1,653

Nguồn: Tính toán của tác giả

Biến ROA có giá trị trung bình là -0,581 và độ lệch chuẩn là 2,553, dao động từ -20,5 đến 0,453, phản ánh sự biến động lớn trong hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp. ROE có giá trị trung bình là -0,036 và độ lệch chuẩn là 1,802, với giá trị dao

động từ -8,855 đến 10,041, cho thấy sự thay đổi mạnh mẽ trong lợi nhuận của các cổ đông. RNCI có giá trị trung bình là 0,022 và độ lệch chuẩn là 0,091, dao động từ -0,063 đến 0,6629, phản ánh sự đa dạng về tỷ lệ cổ phần của các cổ đông không kiểm soát trong các doanh nghiệp.

Biến Size có giá trị trung bình là 5,339 và độ lệch chuẩn là 3,062, dao động từ -3,270 đến 12,169, cho thấy sự phân bố rộng về quy mô doanh nghiệp. Lev có giá trị trung bình là 0,517 và độ lệch chuẩn là 0,281, dao động từ 0,010 đến 1, cho thấy mức độ đòn bẩy tài chính rất đa dạng, từ các doanh nghiệp ít nợ đến những doanh nghiệp có tỷ lệ nợ rất cao. TATA có giá trị trung bình là 0,268 và độ lệch chuẩn là 0,294, dao động từ 0 đến 0,960, chỉ ra sự khác biệt rõ rệt trong tỷ lệ tài sản vô hình giữa các doanh nghiệp. Cashflow có giá trị trung bình là 0,179 và độ lệch chuẩn là 0,385, dao động từ -1,138 đến 1,653, cho thấy mức độ biến động trong khả năng tạo ra dòng tiền của các doanh nghiệp.

4.2 Phân tích tương quan

Bảng 3 trình bày ma trận tương quan giữa các biến trong nghiên cứu. ROA có mối quan hệ tiêu cực với ROE, đồng thời có mối tương quan tích cực với Size và tiêu cực với Lev. RNCI có mối quan hệ yếu với ROA và ROE, nhưng tích cực với Size. TATA và Cashflow có mối quan hệ tiêu cực với Lev và Audit. Các kết quả này chỉ ra sự tác động chéo phức tạp giữa các yếu tố tài chính và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Bảng 3. Ma trận tương quan

Biến	ROA	ROE	RNCI	Size	Lev	TATA	Cashflow
ROA	1,000						
ROE	-0,134***	1,000					
RNCI	0,036***	-0,005	1,000				
Size	0,467***	0,005	0,146***	1,000			
Lev	-0,761***	0,108***	-0,022***	-0,372***	1,000		
TATA	0,062***	-0,006**	0,042***	0,031***	-0,052***	1,000	
Cashflow	0,075***	-0,039***	-0,047***	-0,131***	-0,078***	-0,209***	1,000

*Chú thích: *** biểu thị mức ý nghĩa 1%.*

Nguồn: Tính toán của tác giả

4.3 Phân tích hồi quy

Bảng 4 thể hiện kết quả hồi quy bình phương tối thiểu với các biến giả cho từng công ty để đánh giá tác động của lợi ích cổ đông không kiểm soát đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp trong Mô hình (1).

Bảng 4. Hồi quy bình phương tối thiểu nhỏ nhất Pooled OLS

Biến	(1)	(2)	(3)	(4)	VIF
	ROA		ROE		
RNCI	-0,232*** (0,063)	-0,226*** (0,063)	-0,300** (0,135)	-0,299** (0,135)	1,02
Size	0,209*** (0,006)	0,212*** (0,006)	0,017*** (0,006)	0,020*** (0,006)	1,26
Lev	-0,509*** (0,008)	-0,508*** (0,008)	0,060*** (0,004)	0,061*** (0,004)	1,22
TATA	0,377*** (0,044)	0,372*** (0,044)	-0,042 (0,042)	-0,046 (0,042)	1,06
Cashflow	0,501*** (0,033)	0,497*** (0,034)	-0,035 (0,033)	-0,038 (0,033)	1,09
Hệ số VIF trung bình					1,13
Cổ định doanh nghiệp	Có	Có	Có	Có	
Cổ định năm	Không	Có	Không	Có	
Số quan sát	89.517	89.517	89.517	89.517	
Hệ số R ²	0,723	0,723	0,189	0,190	

Chú thích: ***, ** biểu thị mức ý nghĩa tương ứng 1% và 5%.

Nguồn: Tính toán của tác giả

Kết quả cho thấy tác động của biến lợi ích cổ đông không kiểm soát đến biến phụ thuộc ROA và ROE, và những kết quả này có thể được giải thích qua các lý thuyết tài chính phổ biến cũng như đồng thuận với một số nghiên cứu trước đây. Cụ thể, hệ số RNCI trong mô hình (1) và (2) lần lượt là -0,232 và -0,226 với mức ý nghĩa 0,01. Trong mô hình (3) và (4), RNCI có hệ số lần lượt là -0,300 và -0,299, có ý nghĩa thống kê ở mức 0,05. Điều này chỉ ra rằng tỷ lệ cổ đông không kiểm soát làm giảm hiệu quả tài chính của doanh nghiệp, do xung đột lợi ích với cổ đông kiểm soát, ảnh hưởng đến quyết định tài chính và chiến lược công ty. Nguyên nhân là sự khác biệt trong ưu tiên và

mục tiêu giữa các nhóm cổ đông, dẫn đến xung đột trong quản trị doanh nghiệp (Panda & Leepsa, 2017). Kết quả nghiên cứu cũng tương đồng với phát hiện của Wang & Shailer (2013), cho rằng quá trình ra quyết định trong doanh nghiệp có thể trở nên thiếu nhất quán do sự khác biệt về ưu tiên giữa các nhóm cổ đông, trong đó cổ đông kiểm soát có xu hướng đặt lợi ích cá nhân lên trên lợi ích chung, qua đó ảnh hưởng tiêu cực đến chiến lược tổng thể và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Những phát hiện này không chỉ củng cố lý thuyết đại diện về xung đột lợi ích giữa các nhóm cổ đông, mà còn phản ánh rõ nét thực trạng tại các doanh nghiệp trong bối cảnh Bắc Mỹ. Tại thị trường này, nơi mà cấu trúc sở hữu đa dạng và sự bảo vệ quyền lợi của cổ đông thiểu số được chú trọng, các doanh nghiệp thường xuyên phải đối mặt với những thách thức trong việc cân bằng lợi ích giữa các bên liên quan (Boateng & Huang, 2016). Do đó, ngay cả trong bối cảnh pháp lý và quản trị được đánh giá là tương đối chặt chẽ như Bắc Mỹ, sự khác biệt lợi ích giữa các nhóm cổ đông vẫn có thể tạo ra tác động tiêu cực đáng kể đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Điều này nhấn mạnh vai trò thiết yếu của việc thiết lập các cơ chế quản trị minh bạch, hiệu quả nhằm hạn chế xung đột lợi ích và tối ưu hóa giá trị cho toàn bộ các bên liên quan.

Bảng 4 cũng cho thấy quy mô doanh nghiệp (Size) có tác động tích cực rõ rệt đến cả ROA và ROE. Các doanh nghiệp lớn thường tận dụng được lợi thế quy mô, tài nguyên và khả năng tiếp cận tài chính tốt hơn, từ đó nâng cao hiệu quả tài chính. Kết quả này phù hợp với nghiên cứu của Majumdar (1997). Tỷ lệ nợ (Lev) tác động tiêu cực đến ROA, phản ánh rủi ro tài chính gia tăng làm giảm hiệu quả hoạt động, phù hợp với nghiên cứu của Modigliani & Miller (1958). Tuy nhiên, Lev lại có mối quan hệ thuận với ROE, cho thấy đòn bẩy tài chính có thể cải thiện hiệu quả vốn chủ sở hữu dù làm giảm hiệu quả sử dụng tài sản. Tỷ lệ tài sản cố định (TATA) có ảnh hưởng tích cực đến ROA, gợi ý rằng tài sản cố định hữu hình cao giúp nâng cao hiệu quả sử dụng tài sản, điều này tương đồng với kết quả của Rajan & Zingales (1995). Tuy nhiên, TATA không ảnh hưởng đáng kể đến ROE. Dòng tiền (Cashflow) có tác động tích cực mạnh đến ROA, phản ánh vai trò của dòng tiền dồi dào trong việc tài trợ đầu tư và duy trì hiệu quả, phù hợp với nghiên cứu của Fazzari & Petersen (1993). Ngược lại, Cashflow lại có quan hệ nghịch biến với ROE, cho thấy dòng tiền dư thừa có thể làm giảm tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ.

Bảng 5 cho thấy kiểm định White, Wooldridge có giá trị p-value bằng 0,000 (nhỏ hơn 0,05). Như vậy, mô hình có hiện tượng tự tương quan và phương sai sai số thay đổi. Do đó, nghiên cứu sử dụng mô hình tác động cố định (FEM) và mô hình tác động ngẫu nhiên (REM) để thay thế mô hình OLS. Kết quả kiểm định Hausman cho thấy mô hình FEM phù hợp hơn mô hình REM. Ngoài ra, nghiên cứu cũng sử dụng phương pháp 2SLS để xử lý vấn đề nội sinh có thể tồn tại trong mô hình.

Bảng 5. Kiểm tra hiệu ứng cố định và hiệu ứng ngẫu nhiên

Biến	ROA	ROE
<i>Kiểm định White's</i>		
Heteroskedasticity	20550,14(0,000)	11458,73(0,000)
Skewness	2605,84(0,000)	412,51(0,000)
Kurtosis	486,39(0,000)	2836,18(0,000)
<i>Kiểm định Wooldridge</i>		
	F (1, 7816) = 26,465	F (1, 7816) = 7,420
	Prob > F = 0,0000	Prob > F = 0,0065
<i>Kiểm định Hausman</i>		
	chi2(5) = 438,00	chi2(5) = 108,33
	Prob > chi2 = 0,0000	Prob > chi2 = 0,0000

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

4.4 Kiểm tra tính vững

Để kiểm tra độ tin cậy và tính vững của mô hình nghiên cứu, nghiên cứu tiến hành phương pháp Bootstrapping với 1.000 lần lặp, kết quả được trình bày trong Bảng 6 dưới đây.

Bảng 6. Kiểm tra tính vững Bootstrapping S.E 1.000 lần lặp

Biến	(1)	(2)	(3)	(4)
	ROA		ROE	
RNCI	-0,232*** (0,067)	-0,226*** (0,064)	-0,300** (0,135)	-0,299** (0,131)
Size	0,209*** (0,006)	0,212*** (0,006)	0,017*** (0,006)	0,020*** (0,006)
Lev	-0,509*** (0,009)	-0,508*** (0,008)	0,060*** (0,004)	0,061*** (0,004)
TATA	0,377*** (0,044)	0,372*** (0,044)	-0,042 (0,043)	-0,046 (0,043)
Cashflow	0,501*** (0,034)	0,497*** (0,034)	-0,035 (0,033)	-0,038 (0,033)
Cố định doanh nghiệp	Có	Có	Có	Có
Cố định năm	Không	Có	Không	Có
Số quan sát	89.517	89.517	89.517	89.517
Hệ số R ²	0,723	0,723	0,189	0,190

*Chú thích: ***, ** biểu thị mức ý nghĩa tương ứng 1% và 5%.*

Nguồn: Tính toán của tác giả

Kết quả cho thấy các hệ số hồi quy đều giữ nguyên dấu và mức ý nghĩa thống kê so với mô hình gốc, đồng thời độ lệch chuẩn Bootstrapped tương đối nhỏ, cho thấy các ước lượng là ổn định và có tính vững cao.

Cụ thể, biến RNCI có hệ số âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% trong tất cả các mô hình, khẳng định tính nhất quán trong việc RNCI ảnh hưởng tiêu cực đến cả ROA và ROE. Điều này củng cố luận điểm rằng sự gia tăng quyền lợi kinh tế của cổ đông không kiểm soát có thể dẫn đến giảm hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, có khả năng xuất phát từ xung đột lợi ích giữa các nhóm cổ đông hoặc từ việc giảm tính hiệu quả trong cơ chế kiểm soát quản lý nội bộ.

Kết quả phân tích trong Bảng 6 cũng cho thấy các biến kiểm soát gồm Size, Lev, TATA và Cashflow có sự tác động sự nhất quán và đáng tin cậy trong phân tích, góp phần khẳng định tính vững của mô hình nghiên cứu. Cụ thể, biến Size có quan hệ thuận với cả ROA và ROE, cho thấy doanh nghiệp có quy mô lớn thường đạt hiệu quả tài chính cao hơn nhờ lợi thế kinh tế quy mô và khả năng quản lý tốt hơn. Biến Lev có tác động nghịch đến ROA, phản ánh rủi ro và chi phí tài chính gia tăng khi sử dụng đòn bẩy cao, nhưng lại có quan hệ thuận với ROE do hiệu ứng khuếch đại lợi nhuận trên vốn chủ. Biến TATA có ảnh hưởng tích cực đến ROA, cho thấy tài sản cố định góp phần nâng cao hiệu quả sử dụng tài sản, tuy nhiên không có ảnh hưởng đáng kể đến ROE. Cuối cùng, biến Cashflow có tác động tích cực đến ROA, thể hiện vai trò của dòng tiền trong việc nâng cao hiệu quả hoạt động, nhưng không có ý nghĩa thống kê rõ ràng với ROE.

4.5 Kiểm tra hiện tượng nội sinh

Bảng 7 trình bày kết quả hồi quy sử dụng phương pháp 2SLS để xử lý vấn đề nội sinh trong mối quan hệ giữa các biến độc lập và phụ thuộc. Phương pháp này sử dụng các biến công cụ như ROA_Lag và ROE_Lag để loại bỏ ảnh hưởng của các yếu tố nội sinh, giúp ước tính chính xác hơn các tác động của các yếu tố tài chính đến hiệu quả doanh nghiệp. Do đó, mô hình được chọn là mô hình 2SLS. Kết quả cho thấy RNCI có tác động tiêu cực đến cả ROA và ROE, phản ánh lý thuyết về xung đột lợi ích giữa các cổ đông không kiểm soát và các nhà quản lý, dẫn đến việc giảm hiệu quả tài chính của công ty. Kết quả này phù hợp với lập luận của lý thuyết đại diện mở rộng, theo đó xung đột lợi ích không chỉ tồn tại giữa cổ đông và nhà quản lý mà còn giữa các nhóm cổ đông với mức độ kiểm soát khác nhau. Trong bối cảnh đó, cổ đông không kiểm soát (thiểu số) thường thiếu quyền lực để giám sát hoặc ảnh hưởng đến các quyết định điều hành, khiến họ dễ bị tổn hại bởi các hành vi chiếm đoạt từ cổ đông kiểm soát hoặc từ ban quản lý như: chuyển lợi ích nội bộ, đầu tư phi hiệu quả hoặc lạm dụng tài sản công ty. Điều này làm suy giảm hiệu quả hoạt động và giá trị doanh nghiệp, được phản ánh rõ qua sự sụt giảm trong các chỉ tiêu tài chính như ROA và ROE.

Nhiều nghiên cứu thực nghiệm cũng đồng thuận với quan điểm này. La Porta & cộng sự (1999) nhấn mạnh rằng trong các công ty có khoảng cách giữa quyền sở hữu và quyền kiểm soát, cổ đông kiểm soát có xu hướng chiếm đoạt lợi ích của cổ đông nhỏ, làm tổn hại hiệu quả hoạt động. Tương tự, Faccio & cộng sự (2001) phát hiện rằng mức chi trả cổ tức thấp hơn trong các công ty có khả năng chiếm đoạt cao từ cổ đông kiểm soát, cho thấy cổ đông không kiểm soát thường bị thiệt thòi. Boubakri & cộng sự (2005) cũng chỉ ra rằng trong điều kiện bảo vệ nhà đầu tư yếu, sự hiện diện lớn của cổ đông thiểu số lại đi kèm với hiệu quả tài chính thấp hơn do thiếu khả năng giám sát. Đặc biệt, Claessens & cộng sự (2000) cung cấp bằng chứng tại khu vực Châu Á rằng sự tách biệt giữa quyền sở hữu và kiểm soát càng lớn thì khả năng chiếm đoạt và hiệu quả tài chính càng bị ảnh hưởng tiêu cực.

Bảng 7. Hồi quy two-stages least square 2SLS

Biến	(1)	(2)
	ROA	ROE
RNCI	-0,268*** (0,066)	-0,327** (0,157)
Size	0,214*** (0,006)	0,014** (0,007)
Lev	-0,505*** (0,009)	0,055*** (0,004)
TATA	0,374*** (0,048)	-0,076 (0,049)
Cashflow	0,540*** (0,036)	-0,031 (0,037)
Kiểm định Hansen	0,818	1,416
Hệ số Chi2	p = 0,3659	p = 0,2341
Biến công cụ	ROA_Lag	ROE_Lag
Số doanh nghiệp	10.650	10.104

*Chú thích: ***, ** biểu thị mức ý nghĩa tương ứng 1% và 5%.*

Nguồn: Tính toán của tác giả

Để xử lý vấn đề nội sinh tiềm ẩn, mô hình sử dụng các biến công cụ là giá trị trễ của biến phụ thuộc (ROA_Lag và ROE_Lag). Kết quả kiểm định Hansen với p-value lần lượt là 0,818 và 1,416 cho thấy không có bằng chứng bác bỏ giả thuyết rằng các

biến công cụ là hợp lệ, đồng thời kiểm định Chi2 cũng cho kết quả phù hợp với p-value là 0,3659 và 0,2341. Do đó, các kết quả ước lượng có độ tin cậy cao. Đáng chú ý, biến RNCI có tác động tiêu cực và có ý nghĩa thống kê đến cả ROA và ROE, cho thấy lợi ích cổ đông không kiểm soát làm suy giảm hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Điều này phản ánh sự tồn tại của xung đột lợi ích giữa cổ đông không kiểm soát và ban điều hành, dẫn đến hạn chế trong quá trình ra quyết định, thiếu nhất quán trong chiến lược và làm giảm hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

5. Hàm ý quản trị và kết luận

Nghiên cứu này đã chỉ ra rằng lợi ích cổ đông không kiểm soát có tác động tiêu cực đáng kể đến hiệu quả hoạt động của các công ty phi tài chính tại Bắc Mỹ từ năm 1999 đến 2023. Các kết quả hồi quy cho thấy rằng khi tỷ lệ lợi ích cổ đông không kiểm soát tăng lên, hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, thể hiện qua các chỉ số ROA và ROE có xu hướng giảm. Kết quả này cho thấy sự không thống nhất về lợi ích giữa cổ đông kiểm soát và cổ đông không kiểm soát có thể dẫn đến các quyết định quản trị không tối ưu, từ đó ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Hơn nữa, kết quả từ phương pháp hồi quy công cụ 2SLS đã xác nhận tính nội sinh trong mô hình tác động của lợi ích cổ đông không kiểm soát đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, nhấn mạnh sự cần thiết phải kiểm soát các yếu tố ngoại sinh để có được những kết quả đáng tin cậy hơn. Kết quả nghiên cứu cho thấy lợi ích cổ đông không kiểm soát, khi chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu vốn chủ sở hữu, có mối quan hệ tiêu cực đáng kể đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, đo lường thông qua ROA và ROE. Điều này cho thấy rằng trong thực tiễn, sự hiện diện lớn của cổ đông không kiểm soát có thể làm phát sinh các chi phí đại diện, giảm hiệu quả giám sát, hoặc gia tăng mâu thuẫn lợi ích giữa cổ đông kiểm soát và các cổ đông còn lại, đặc biệt trong các công ty có quyền sở hữu tập trung cao, như thường thấy tại thị trường Bắc Mỹ hoặc các công ty gia đình. Từ những phát hiện thực nghiệm cho thấy lợi ích cổ đông không kiểm soát có tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp, nghiên cứu nhấn mạnh tầm quan trọng của việc cải thiện cơ chế quản trị nhằm giảm thiểu xung đột lợi ích giữa các nhóm cổ đông. Trên cơ sở đó, một số khuyến nghị cụ thể được đề xuất đối với doanh nghiệp, nhà đầu tư và cơ quan quản lý như sau:

Các doanh nghiệp cần nhận thức rõ rằng dù cổ đông không kiểm soát không trực tiếp tham gia điều hành, họ vẫn có quyền lợi kinh tế gắn liền với hiệu quả doanh nghiệp. Khi có sự mất cân đối giữa tỷ lệ sở hữu và quyền biểu quyết, đặc biệt trong các công ty có cơ cấu sở hữu tập trung, nguy cơ lạm dụng quyền lực từ cổ đông kiểm soát càng cao. Để giảm thiểu rủi ro này, các doanh nghiệp nên xây dựng cơ chế bảo vệ cổ đông thiểu số hiệu quả, chẳng hạn như quy định yêu cầu tỷ lệ biểu quyết tối thiểu từ nhóm cổ đông

không kiểm soát đối với các quyết định quan trọng như chia cổ tức, sáp nhập, đầu tư quy mô lớn.

Ngoài ra, doanh nghiệp cần tăng cường công bố thông tin có phân tách rõ lợi ích và ảnh hưởng của cổ đông kiểm soát và không kiểm soát, đặc biệt trong báo cáo tài chính hợp nhất. Việc minh bạch hóa này không chỉ giúp nhà đầu tư đánh giá đúng mức độ rủi ro mà còn nâng cao chất lượng giám sát nội bộ và uy tín doanh nghiệp. Các công ty cũng nên cân nhắc lại cơ cấu sở hữu hiện tại để đảm bảo sự cân đối quyền lực, tránh tình trạng một nhóm nhỏ nắm toàn bộ quyền quyết định nhưng không chịu trách nhiệm tương xứng về kết quả hoạt động.

Bên cạnh đó, doanh nghiệp cần tận dụng lợi thế từ quy mô và dòng tiền để nâng cao hiệu quả hoạt động, đồng thời cân nhắc việc sử dụng đòn bẩy tài chính ở mức hợp lý nhằm tránh làm suy giảm hiệu quả sử dụng tài sản. Ngoài ra, đầu tư vào tài sản cố định nên được quản lý hiệu quả để duy trì khả năng sinh lời dài hạn. Việc kết hợp cải thiện cơ chế quản trị với tối ưu hóa các yếu tố nội tại này sẽ giúp doanh nghiệp nâng cao hiệu quả tổng thể, giảm thiểu tác động tiêu cực từ các xung đột lợi ích trong cơ cấu sở hữu.

Đối với nhà đầu tư, tỷ lệ cổ đông không kiểm soát cần được coi là một chỉ báo tiềm ẩn về rủi ro quản trị doanh nghiệp. Trong nhiều trường hợp, khi tỷ lệ này cao, khả năng xảy ra xung đột lợi ích và các hành vi bóp méo quyết định vì lợi ích cổ đông kiểm soát sẽ lớn hơn, từ đó ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động. Do đó, các nhà đầu tư - đặc biệt là nhà đầu tư tổ chức - nên thận trọng khi đánh giá triển vọng doanh nghiệp, đồng thời cần tích cực hơn trong việc tham gia biểu quyết và giám sát các quyết định chiến lược liên quan đến phân bổ lợi ích kinh tế.

Cơ quan quản lý nhà nước và các tổ chức xây dựng chuẩn mực kế toán - kiểm toán cần thiết phải hoàn thiện các chính sách và quy định công bố thông tin liên quan đến cổ đông không kiểm soát, đảm bảo tính minh bạch và phản ánh đúng mức độ ảnh hưởng của nhóm cổ đông này đối với các quyết định tài chính và phân phối lợi ích trong doanh nghiệp. Các quy định nên yêu cầu doanh nghiệp công khai rõ ràng ảnh hưởng của nhóm cổ đông này đến chính sách phân phối lợi nhuận, dòng lợi ích kinh tế và quyền lực trong công ty. Đồng thời, việc quy định bắt buộc về sự hiện diện của thành viên hội đồng quản trị độc lập đại diện cho lợi ích cổ đông không kiểm soát cũng cần được cân nhắc, đặc biệt trong bối cảnh thị trường Việt Nam có mức độ tập trung quyền sở hữu tương đối cao. Ngoài ra, nên khuyến khích các doanh nghiệp áp dụng bộ quy tắc quản trị công ty tốt theo thông lệ quốc tế, nhằm hướng đến xây dựng môi trường pháp lý lành mạnh, công bằng, thúc đẩy hiệu quả hoạt động và phát triển bền vững.

Các nghiên cứu trong tương lai có thể sẽ mở rộng phân tích theo từng ngành cụ thể, vì mức độ tập trung sở hữu và cấu trúc quản trị có thể khác biệt đáng kể giữa các lĩnh

vực. Việc phân biệt giữa cổ đông không kiểm soát mang tính chiến lược (như các quỹ đầu tư dài hạn) và cổ đông nhỏ lẻ cũng rất quan trọng để làm rõ vai trò giám sát và ảnh hưởng đến hiệu quả doanh nghiệp. Ngoài ra, có thể xem xét yếu tố thời gian và tác động của các điều kiện kinh tế vĩ mô, chính sách pháp lý để đánh giá mức độ biến động và xu hướng ảnh hưởng của lợi ích cổ đông không kiểm soát trong các giai đoạn phát triển khác nhau của thị trường vốn.

Tài liệu tham khảo

- Boateng, A. & Huang, W. (2016), "Multiple large shareholders, excess leverage and tunneling: evidence from an emerging market", *Corporate Governance: an International Review*, Vol. 25 No. 1, pp. 58-74.
- Boubakri, N., Cosset, J.C. & Guedhami, O. (2005), "Postprivatization corporate governance: the role of ownership structure and investor protection", *Journal of Financial Economics*, Vol. 76 No. 2, pp. 369-399.
- Cheng, M., Lin, B., Lu, R. & Wei, M. (2020), "non-controlling large shareholders in emerging markets: evidence from China", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 63, 101259.
- Claessens, S., Djankov, S. & Lang, L.H.P. (2000), "The separation of ownership and control in East Asian Corporations", *Journal of Financial Economics*, Vol. 58 No. 1-2, pp. 81-112.
- Faccio, M., Lang, L.H.P. & Young, L. (2001), "Dividends and expropriation", *American Economic Review*, Vol. 91 No. 1, pp. 54-78.
- Fazzari, S.M. & Petersen, B.C. (1993), "Working capital and fixed investment: new evidence on financing constraints", *The RAND Journal of Economics*, Vol. 24 No. 3, pp. 328-342.
- Gluzová, T. (2016), "Disclosure of subsidiaries with non-controlling interest in accordance with IFRS 12: case of materiality", *Acta Universitatis Agriculturae Et Silviculturae Mendelianae Brunensis*, Vol. 64 No. 1, pp. 275-281.
- Gordon, E.A., Greiner, A., Kohlbeck, M.J., Lin, S. & Skaife, H. (2013), "Challenges and opportunities in cross-country accounting research", *Accounting Horizons*, Vol. 27 No. 1, pp. 141-154.
- Kandel, E., Massa, M. & Simonov, A. (2011), "Do small shareholders count?", *Journal of Financial Economics*, Vol. 101 No. 3, pp. 641-665.
- Kieso, D.E., Weygandt, J.J. & Warfield, T.D. (2020), *Intermediate Accounting*, Wiley.
- IFRS Foundation (2024), "IFRS 10 Consolidated Financial Statements", *Ifrs.org*, <https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/ifrs-10-consolidated-financial-statements/>, truy cập ngày 16/02/2025
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1976), "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3 No. 4, pp. 305-360.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F. & Shleifer, A. (1999), "Corporate ownership around the world", *The Journal of Finance*, Vol. 54 No. 2, pp. 471-517.

- Laeven, L. & Levine, R. (2008), “Complex ownership structures and corporate valuations”, *Review of Financial Studies*, Vol. 21 No. 2, pp. 579-604.
- Lopes, A.I., Lourenço, I.C., Soliman, M.T. & Branco, M.C. (2021). “Is the relation between non-controlling interests and parent companies misleading?”, *Australian Journal of Management*, Vol. 46 No. 1, pp. 24-50.
- Majumdar, S.K. (1997), “The impact of size and age on firm-level performance: some evidence from India”, *Review of Industrial Organization*, Vol. 12 No. 2, pp. 231-241.
- Millar, J.A. & Bowen, B.W. (2011), “Small and large firm regulatory costs: the case of the Sarbanes-Oxley Act”, *Corporate Governance*, Vol. 11 No. 2, pp. 161-170.
- Modigliani, F. & Miller, M.H. (1958), “The cost of capital, corporation finance and the theory of investment”, *American Economic Review*, Vol. 48 No. 3, pp. 261-297.
- Mustafa, A.S., Che-Ahmad, A. & Chandren, S. (2017), “Ownership patterns and control of top 100 Turkish Listed Companies”, *Asian Journal of Finance & Accounting*, Vol. 9 No. 1, 192.
- Panda, B. & Leepsa, N.M. (2017), “Agency theory: Review of theory and evidence on problems and perspectives”, *Indian Journal of Corporate Governance*, Vol. 10 No. 1, pp. 74-95.
- Rajan, R.G. & Zingales, L. (1995), “What do we know about capital structure? Some evidence from international data”, *The Journal of Finance*, Vol. 50 No. 5, pp. 1421-1460.
- Wang, X. (2010), “Increased disclosure requirements and corporate governance decisions: evidence from chief financial officers in the pre- and post-sarbanes-oxley periods”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 48 No. 4, pp. 885-920.
- Wang, K. & Shailer, G. (2013), “Ownership concentration and firm performance in emerging markets: a meta-analysis”, *Journal of Economic Surveys*, Vol. 29 No. 2, pp. 199-229.
- Yan, C. & He, H. (2018), “Non-controlling large shareholders and firm performance in China”, *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, Vol. 47 No. 3, pp. 401-425.
- Zhang, Z., Zhang, C. & Liu, H. (2022), “The non-controlling shareholders’ activism and stock price crash risk: evidence from Chinese listed manufacturing companies”, *SSRN Electronic Journal*, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4095247, truy cập ngày 12/02/2025.