

# NGHIÊN CỨU TÁC ĐỘNG CỦA QUẢN TRỊ CÔNG TY ĐẾN HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM

**Phạm Hoàng Cẩm Hương**

*Trường Đại học Kinh tế, Đại học Huế*

**Tóm tắt.** Trong nghiên cứu này, quản trị công ty được đo lường bởi các biến: sự kiêm nhiệm, tỷ lệ sở hữu cổ phần của Hội đồng quản trị (HĐQT), tỷ lệ sở hữu cổ phần của Ban Giám đốc, tỷ lệ sở hữu cổ phần của Ban kiểm soát và quy mô của HĐQT. Hiệu quả hoạt động kinh doanh được đo lường bởi hai biến là ROA và ROE. Sử dụng dữ liệu thu thập từ các công ty trong nhóm chỉ số VN-30 từ năm 2010 đến năm 2014. Kết quả cho thấy sự kiêm nhiệm chức vụ của Chủ tịch HĐQT và Tổng giám đốc và tỷ lệ sở hữu của Ban Giám đốc có tác động đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của công ty, từ đó gợi ý một số giải pháp nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động kinh doanh cho nhóm các công ty này.

**Từ khóa:** Quản trị công ty, hiệu quả hoạt động kinh doanh, công ty niêm yết, Việt Nam.

## 1. GIỚI THIỆU

Sau sự kiện các tập đoàn lớn bị phá sản như Enron và WorldCom ở Mỹ, Marconi ở Anh, Royal Ahold ở Hà Lan, quản trị công ty (QTCT) đã nhận được sự quan tâm ngày càng lớn từ cộng đồng tài chính và các nhà nghiên cứu. Hiện nay, tại Việt Nam mặc dù khung QTCT<sup>4</sup> được đánh giá là phù hợp với các yêu cầu và nguyên tắc quản trị phổ biến được thừa nhận trên thế giới nhưng thực tiễn hoạt động QTCT ở Việt Nam vẫn bộc lộ nhiều hạn chế và yếu kém. Các nghiên cứu về QTCT ở Việt Nam đa phần nghiêng về khía cạnh pháp lý của QTCT tại Việt Nam mà chưa đi sâu vào nghiên cứu định lượng tác động của QTCT tại Việt Nam, đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của công ty. Bên cạnh đó, một nghiên cứu gần đây được thực hiện tại Việt Nam đã đưa ra bằng chứng về sự tồn tại mối quan hệ này [22]. Với một mẫu quan sát mới, nghiên cứu này hy vọng góp phần khẳng định hoặc đưa ra được những kết quả mới so với những nghiên cứu trước. Trên cơ sở đó, nghiên cứu này nhằm thực hiện hai mục tiêu chính: (i) Đánh giá mức độ tác động của QTCT đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của các công ty niêm yết tại Việt Nam; (ii) Đề xuất một số giải pháp nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động kinh doanh của các công ty niêm yết tại Việt Nam thông qua việc cải thiện QTCT.

## 2. CƠ SỞ LÝ THUYẾT

### 2.1. Các lý thuyết liên quan đến quản trị công ty

#### 2.1.1. Lý thuyết đại diện

Lý thuyết này cho rằng nếu cổ đông và người quản lý công ty đều muốn tối đa hóa lợi ích của mình, thì có cơ sở để tin rằng người quản lý công ty sẽ không luôn luôn hành động vì lợi ích tốt nhất cho người chủ, tức các cổ đông và công ty [18].

---

<sup>4</sup> Ở Việt Nam, năm 2007, Bộ Tài chính đã ban hành Quyết định Số: 12/2007/QĐ-BTC Về việc ban hành Quy chế quản trị công ty áp dụng cho các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán/Trung tâm Giao dịch Chứng khoán.

### 2.1.2. Lý thuyết người tín thác

Lý thuyết này được phát biểu rằng đó là “việc người quản lý bảo vệ lợi ích và tối đa hóa giá trị tài sản của cổ đông thông qua nâng cao hiệu quả hoạt động, thông qua đó lợi ích của nhà quản lý cũng được tối đa hóa” [6]. Lý thuyết này lập luận rằng giám đốc điều hành có thể vận hành một cách hiệu quả không chỉ là vì họ có năng lực mà còn là họ có chung mục tiêu với người hưởng lợi [14].

### 2.1.3. Lý thuyết các bên liên quan

Lý thuyết này đã mở rộng đối tượng chịu ảnh hưởng hoặc ảnh hưởng đến lợi ích của công ty, không chỉ bị giới hạn ở chủ sở hữu, mà phải là toàn bộ người chịu rủi ro kinh doanh của công ty. Những nhóm liên quan chính bao gồm: khách hàng, nhân viên, cộng đồng địa phương, các nhà cung cấp và phân phối, các cổ đông [9].

## 2.2. Bằng chứng thực nghiệm về sự tác động của QTCT đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của công ty

Một nghiên cứu đã đưa ra kết luận rằng QTCT tốt sẽ làm gia tăng đáng kể sức mạnh của nền kinh tế, giá trị công ty, năng lực sản xuất và đặc biệt là giảm thiểu rủi ro hệ thống tài chính [20]. Trên cơ sở hướng tiếp cận của các nghiên cứu trước, tác giả đề xuất các nhóm biến độc lập đưa vào mô hình nghiên cứu như sau:

### - **Tính chất của HĐQT:**

#### ➤ **Tỷ lệ sở hữu cổ phần của thành viên HĐQT và hiệu quả hoạt động công ty**

Một nghiên cứu trước đây đã kết luận rằng quyền sở hữu của HĐQT là một sự khích lệ cho các thành viên HĐQT, bởi điều này sẽ giúp các thành viên HĐQT giám sát một cách hiệu quả [5]. Bên cạnh đó, một bằng chứng thực nghiệm đã chỉ ra rằng tồn tại mối quan hệ đồng biến giữa hai biến này [12].

#### ➤ **Quy mô của HĐQT và hiệu quả hoạt động công ty**

Nghiên cứu của Jensen tìm thấy bằng chứng phù hợp với quan điểm về chi phí đại diện: đó là một quy mô HĐQT nhỏ có mối tương quan với hiệu quả hoạt động tốt hơn [11]. Ngược lại, một nghiên cứu khác lại nhận thấy, những HĐQT có quy mô lớn có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động của công ty [16], lý do là vì điều này có thể giúp cải thiện các mối liên kết với nguồn lực bên ngoài [10].

### - **Tính chất của Ban Giám đốc (BGĐ):**

#### ➤ **Chủ tịch HĐQT kiêm nhiệm Tổng giám đốc và hiệu quả hoạt động công ty**

Các nghiên cứu về mối quan hệ này đưa ra những kết luận trái ngược. Boyd cho rằng sự kiêm nhiệm có tương quan dương với hiệu quả hoạt động của công ty tại những môi trường cạnh tranh tự do [4]. Ngược lại, một nghiên cứu khác lại cho rằng Chủ tịch HĐQT không nên kiêm nhiệm vai trò Giám đốc điều hành [7].

#### ➤ **Tỷ lệ sở hữu cổ phần của Ban Giám đốc và hiệu quả hoạt động công ty**

Trong nghiên cứu của mình, Mehran đã phát hiện mối quan hệ phi tuyến giữa mức độ sở hữu cổ phần của BGĐ và giá trị công ty [12]. Kết quả cho thấy có sự tồn tại hiệu

ứng “hội tụ lợi ích”<sup>5</sup> khi mức độ sở hữu cổ phần của BGĐ nằm trong khoảng từ 0 – 5% và trên 25%; và hiệu ứng “ngăn chặn” xảy ra khi mức độ sở hữu cổ phần từ 5 – 25%.

### 3. DỮ LIỆU VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

#### 3.1. Dữ liệu

Dữ liệu thứ cấp được thu thập từ các báo cáo tài chính, báo cáo thường niên, báo cáo quản trị công ty và bản cáo bạch của 20 công ty niêm yết trong nhóm chỉ số VN-30 cho giai đoạn 2010 – 2014. Việc lựa chọn này căn cứ trên những lý do: nhóm công ty này chiếm tới 80% giá trị vốn hóa thị trường của HOSE và 60% tổng lượng giao dịch của HOSE, nhóm công ty này có điểm QTCT bình quân cao hơn 70 công ty còn lại trong mẫu phân tích của Báo cáo thể điểm quản trị công ty năm 2012 [1]. Như vậy, căn cứ lựa chọn này có thể đảm bảo được tính đại diện của mẫu và giúp việc đánh giá chính xác hơn khi mẫu quan sát bao gồm những công ty có khả năng nắm bắt, tiếp cận và thực hành QTCT khá tốt. Mẫu này không bao gồm các ngân hàng, công ty tài chính, công ty bảo hiểm và quỹ đầu tư do sự khác biệt đáng kể về cấu trúc vốn và các quy tắc trong hoạt động kinh doanh.

#### 3.2. Phương pháp nghiên cứu

Bảng 1. Mô tả các biến được sử dụng trong nghiên cứu

| Kí hiệu                 | Giải thích                           | Đo lường   |
|-------------------------|--------------------------------------|--|
| <b>Biến phụ thuộc</b>   |                                      |  |
| ROA <sub>it</sub>       | Hiệu quả sử dụng tài sản             | Lợi nhuận ròng sau thuế/ Tổng tài sản                              |
| ROE <sub>it</sub>       | Hiệu quả sử dụng vốn                 | Lợi nhuận ròng sau thuế/Vốn chủ sở hữu                             |
| <b>Biến độc lập</b>     |                                      |  |
| DUAL <sub>it</sub>      | Sự kiêm nhiệm của giám đốc điều hành | Bằng 1 nếu chủ tịch HĐQT kiêm tổng giám đốc, bằng 0 nếu ngược lại. |
| OWN_CEO <sub>it</sub>   | Quyền sở hữu của BGĐ                 | Tỷ lệ sở hữu cổ phần của BGĐ                                       |
| OWN_BOARD <sub>it</sub> | Quyền sở hữu của HĐQT                | Tỷ lệ sở hữu cổ phần của HĐQT                                      |
| OWN_SV <sub>it</sub>    | Quyền sở hữu của BKS                 | Tỷ lệ sở hữu cổ phần của BKS                                       |
| BSize <sub>it</sub>     | Quy mô của HĐQT                      | Số lượng thành viên của HĐQT                                       |
| <b>Biến kiểm soát</b>   |                                      |  |
| FSize <sub>it</sub>     | Quy mô công ty <sup>6</sup>          | Logarit cơ số tự nhiên giá trị sổ sách của tổng tài sản            |
| FAge <sub>it</sub>      | Số năm niêm yết                      | Số năm hoạt động của công ty kể từ khi niêm yết                    |
| LEV <sub>it</sub>       | Đòn bẩy tài chính                    | Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu <sup>7</sup>                                |

<sup>5</sup> Sự tách biệt giữa quyền sở hữu (cổ đông) và quyền quản lý (ban giám đốc) đã gây ra mâu thuẫn và một phương pháp được đề xuất để hạn chế mâu thuẫn tiềm tàng này là gia tăng miễn giao thoa lợi ích giữa cổ đông và ban quản trị, thường thông qua việc khuyến khích ban quản trị sở hữu cổ phần trong công ty. Tuy nhiên, phương pháp này gây ra hai hiệu ứng: hiệu ứng hội tụ lợi ích (convergence-of-interests effect) cho rằng có tương quan dương giữa vốn hoá công ty và tỷ trọng sở hữu của nhà quản lý, còn hiệu ứng ngăn chặn (entrenchment effect) cho rằng tương quan âm vì tỷ trọng sở hữu lớn của nhà quản lý ngăn chặn việc kiểm soát công ty từ thị trường (các bên có liên quan).

<sup>6</sup> Biến FSIZE được chuyển sang dạng logarit tự nhiên nhằm giảm bớt độ phân tán cao cũng như hạn chế một số quan sát có giá trị bất thường của dữ liệu gốc

<sup>7</sup> Dựa trên cách tính của nghiên cứu tương tự của Võ Hồng Đức và cộng sự (2014).

Tác giả đề xuất mô hình định lượng gồm các biến đã được mô tả ở trên như sau:

$$ROA_{it} = \alpha_0 + \beta_1 DUAL_{it} + \beta_2 OWN\_CEO_{it} + \beta_3 OWN\_BOARD_{it} + \beta_4 OWN\_SV_{it} + \beta_5 BSize_{it} + \beta_6 FSize_{it} + \beta_7 FAge_{it} + \beta_8 LEV_{it} + \mu_{it} \quad (1)$$

$$ROE_{it} = \alpha_0 + \beta_1 DUAL_{it} + \beta_2 OWN\_CEO_{it} + \beta_3 OWN\_BOARD_{it} + \beta_4 OWN\_SV_{it} + \beta_5 BSize_{it} + \beta_6 FSize_{it} + \beta_7 FAge_{it} + \beta_8 LEV_{it} + \mu_{it} \quad (2)$$

## 4. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

### 4.1. Thống kê mô tả mẫu

Bảng 2. Thống kê mô tả mẫu nghiên cứu

|               | Mean     | Maximum  | Minimum  | Std. Dev. | Skewness  | Kurtosis |
|---------------|----------|----------|----------|-----------|-----------|----------|
| ROA (%)       | 9,0413   | 34       | -4,1     | 7,991438  | 1,480667  | 5,042365 |
| ROE (%)       | 17,141   | 45       | -12,2    | 11,68645  | 0,368752  | 2,58547  |
| DUAL          | 0,21     | 1        | 0        | 0,40936   | 1,423983  | 3,027728 |
| OWN_CEO (%)   | 4,348418 | 38,73    | 0        | 9,703655  | 2,761029  | 9,253575 |
| OWN_BOARD (%) | 18,33138 | 90       | 0,00503  | 22,96944  | 1,245975  | 4,02028  |
| OWN_SV (%)    | 0,053466 | 0,62     | 0        | 0,123809  | 3,601488  | 16,00161 |
| LNFSIZE       | 29,68017 | 32,13621 | 26,33582 | 1,095161  | -0,886099 | 4,35805  |
| FAGE          | 5,17     | 14       | 0        | 2,968028  | 0,509317  | 3,351108 |
| LEV (%)       | 126,6826 | 413,35   | 12,59    | 91,67406  | 0,891945  | 3,349165 |

(Nguồn: Xử lý số liệu bằng phần mềm Eviews)

Dựa vào Bảng 2, có thể thấy rằng biến ROA có giá trị trung bình là 9,0413% với độ lệch chuẩn là 7,991438%, những giá trị này lần lượt là 17,14% và 11,69% đối với ROE. Nhìn chung, tỷ lệ sở hữu cổ phần của HĐQT và BGD đều ở mức khá thấp bởi vì giá trị trung bình lần lượt là 18,33% và 4,35%, tuy nhiên giá trị lớn nhất của những tỷ lệ này lại ở mức rất cao. Bên cạnh đó, quy mô trung bình của HĐQT là 9 người, cao nhất là 11 người và thấp nhất là 4 người. Điều này cho thấy nhóm công ty này tuân thủ khá tốt quy chế về QTCT ở Việt Nam<sup>8</sup>. Một điểm đáng lưu ý là giá trị của biến sự kiêm nhiệm là 0,21, cho thấy đa số các công ty trong nhóm này đều tách biệt vai trò của Chủ tịch HĐQT và Tổng giám đốc.

Tiếp theo, nghiên cứu kiểm tra vấn đề đa cộng tuyến<sup>9</sup> trong mô hình. Kết quả cho thấy hệ số lớn nhất trong ma trận tương quan giữa các biến là 0,57 (hệ số biểu thị tương quan giữa tỷ lệ sở hữu của BGD và sự kiêm nhiệm). Nhìn chung, hệ số phóng đại phương sai VIF đều nhỏ hơn 10. Nói cách khác, mô hình không có hiện tượng đa cộng tuyến.

### 4.2. Kết quả hồi quy mô hình và thảo luận

Sau khi thực hiện một số kiểm định về lựa chọn mô hình, mô hình tác động ngẫu nhiên (REM - Random Effects Model) là mô hình phù hợp nhất. Bên cạnh đó, nghiên cứu

<sup>8</sup> Theo khoản 1 điều 11 trích từ quyết định số 12/2007/qđ-btc của Bộ trưởng Bộ Tài Chính về việc ban hành quy chế quản trị công ty áp dụng cho các công ty niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán/trung tâm giao dịch chứng khoán “số lượng thành viên hội đồng quản trị ít nhất là năm (05) người và nhiều nhất là mười một (11) người”.

<sup>9</sup> Gujarati (1995) và White (1998) cho rằng, để loại trừ vấn đề đa cộng tuyến, cần nghiên cứu kỹ hệ số tương quan cặp giữa các biến. Gujarati (1995) cho rằng, nếu hệ số tương quan cặp vượt quá 0.8, phương trình hồi quy sẽ gặp vấn đề đa cộng tuyến nghiêm trọng.

cũng đã thực hiện các kiểm định các khuyết tật của mô hình, cả mô hình (1) và (2) đều mắc phải hiện tượng tương quan chuỗi. Theo Baltagi, nếu mô hình có hiện tượng tự tương quan hay phương sai sai số thay đổi thì REM là ước lượng không hiệu quả [2]. Để khắc phục hiện tượng này, phương pháp bình phương tối thiểu tổng quát khả thi (FGLS - Feasible Generalized Least Square) được sử dụng bởi nó có thể kiểm soát được hiện tượng phương sai sai số thay đổi và tự tương quan [23]. Tuy nhiên, phương pháp sai số chuẩn điều chỉnh trong dữ liệu bảng (PSCE - Panel corrected standard error) được coi là ưu thế và đưa ra kết quả chính xác hơn so với phương pháp FGLS khi mẫu nghiên cứu nhỏ [3]. Do vậy, phương pháp PCSE được lựa chọn để khắc phục khuyết tật của mô hình.

### ➤ Mô hình (1)

Bảng 3. Kết quả hồi quy bằng phương pháp RE, FGLS và PCSE với biến phụ thuộc là ROA

| <b>Phương pháp</b><br><b>Các biến</b> | <b>REM</b> | <b>FGLS</b> | <b>PCSE</b> |
|---------------------------------------|------------|-------------|-------------|
| <b>Hệ số chặn</b>                     | -15,65     | -26,18      | -26,19**    |
| <b>DUAL</b>                           | 2,06       | 4,85**      | 4,86**      |
| <b>OWN_CEO</b>                        | -0,08      | -0,18**     | -0,18**     |
| <b>OWN_BOARD</b>                      | 0,04       | 0,03        | 0,03        |
| <b>OWN_SV</b>                         | 1,65       | -0,84       | -0,85       |
| <b>BSIZE</b>                          | 0,10       | -0,06       | -0,06       |
| <b>LnFSIZE</b>                        | 1,00       | 1,41*       | 1,41***     |
| <b>FAge</b>                           | -0,28      | -0,31       | -0,31       |
| <b>LEV</b>                            | -0,04***   | -0,04***    | -0,04***    |
| <b>Wald – Chi-square</b>              | 26,66***   | 44,78***    | 83,17***    |
| <b>R<sup>2</sup></b>                  | 0,3211     | –           | 0,3883      |

Ghi chú: \*\*\*, \*\*, \* lần lượt chỉ mức ý nghĩa 1%, 5%, 10%.

(Nguồn: Xử lý số liệu bằng phần mềm STATA)

Nhìn chung, dấu của các hệ số hầu như không thay đổi khi sử dụng các phương pháp ước lượng khác nhau. Bên cạnh đó, giá trị của các hệ số thu được từ phương pháp FGLS nhỏ hơn từ phương pháp PCSE. Ngoài ra, giá trị R<sup>2</sup> được tính toán từ phương pháp PCSE cao hơn so với phương pháp RE. Cụ thể, các biến trong mô hình khi hồi quy bằng phương pháp PCSE giải thích được 38,83% sự thay đổi của ROA. Thống kê Wald-Chisquare có ý nghĩa ở mức 1%, cho thấy mô hình hồi quy là phù hợp.

Kết quả hồi quy cho thấy có bốn biến tác động đến ROA: sự kiêm nhiệm chức vụ, tỷ lệ sở hữu của BGĐ, quy mô công ty và việc sử dụng đòn bẩy tài chính. Trong đó, sự kiêm nhiệm chức vụ có mức độ tác động lớn nhất đến ROA trong khi việc sử dụng đòn bẩy tài chính lại có mức tác động nhỏ nhất. Cụ thể hơn, sự kiêm nhiệm chức vụ Chủ tịch HĐQT và Tổng giám đốc có mối quan hệ đồng biến với ROA. Nhân tố có mức tác động lớn thứ hai đến ROA là quy mô của công ty. Hệ số tương quan dương cho thấy mối quan hệ đồng biến giữa quy mô công ty và ROA. Bên cạnh đó, tại mức ý nghĩa 5%, hệ số ước lượng của biến OWN\_CEO có ý nghĩa và mang giá trị là -0,18, cho thấy tỷ lệ sở hữu của BGĐ có tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động công ty đo lường bằng ROA. Điều này có thể được giải thích là khi tỷ lệ sở hữu của BGĐ tăng 1% thì ROA giảm 0,18%.

➤ **Mô hình (2)**

Bảng 4. Kết quả hồi quy bằng phương pháp RE, FGLS và PCSE  
với biến phụ thuộc là ROE

| <b>Phương pháp</b>       | <b>REM</b> | <b>FGLS</b> | <b>PCSE</b> |
|--------------------------|------------|-------------|-------------|
| <b>Các biến</b>          |            |             |             |
| <b>Hệ số chặn</b>        | -48,45     | -59,84      | -59,22      |
| <b>DUAL</b>              | 3,58       | 6,59*       | 6,84        |
| <b>OWN_CEO</b>           | -0,11      | -0,22       | -0,23       |
| <b>OWN_BOARD</b>         | 0,08       | 0,08        | 0,08        |
| <b>OWN_SV</b>            | 4,21       | 2,71        | -2,51       |
| <b>BSIZE</b>             | 0,74       | 0,66        | 0,67        |
| <b>LnFSIZE</b>           | 2,26       | 2,69*       | 2,67*       |
| <b>FAge</b>              | -0,38      | -0,72       | -0,72*      |
| <b>LEV</b>               | -0,05***   | -0,04***    | -0,04**     |
| <b>Wald – Chi-square</b> | 12,71      | 15,20*      | 22,68***    |
| <b>R<sup>2</sup></b>     | 0,096      | –           | 0,2370      |

Ghi chú: \*\*\*, \*\*, \* lần lượt chỉ mức ý nghĩa 1%, 5%, 10%.

(Nguồn: Xử lý số liệu bằng phần mềm STATA)

Kết quả hồi quy bằng phương pháp PCSE cho thấy giá trị  $R^2 = 0,2370$ , có nghĩa là các biến trong mô hình giải thích được 23,7% sự thay đổi của ROE. Mặc dù dấu các hệ số của các biến đo lường quản trị công ty hầu như giống với kết quả của mô hình (1) nhưng lại không có ý nghĩa thống kê. Điều này cho thấy các biến đo lường quản trị công ty trong nghiên cứu này không tác động đến hiệu quả hoạt động công ty khi đo lường bằng chỉ số ROE. Trong số các biến có tác động đến ROE thì biến quy mô công ty có tác động lớn nhất. Bên cạnh đó, biến này có mối quan hệ đồng biến với ROE và ROA, có nghĩa rằng hiệu quả hoạt động kinh doanh sẽ tăng lên khi công ty mở rộng quy mô. Trong khi đó, hệ số của biến kiểm soát LEV ở hai mô hình đều mang dấu âm. Điều đó hàm ý rằng sử dụng đòn bẩy tài chính càng cao thì hiệu quả hoạt động của nhóm công ty này lại càng giảm. Ngoài ra, hệ số hồi quy của biến FAge có ý nghĩa và mang giá trị âm, cho thấy tác động tiêu cực của biến này đến hiệu quả hoạt động công ty.

Tóm lại, trong số các biến độc lập đo lường QTCT, chỉ có biến sự kiêm nhiệm chức vụ của chủ tịch HĐQT và Tổng giám đốc và tỷ lệ sở hữu cổ phần của BGD có tác động đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của công ty. Trong đó, sự kiêm nhiệm này có tác động tích cực đến ROA và tỷ lệ sở hữu cổ phần của BGD lại có mối quan hệ nghịch biến với chỉ số này. Ngoài ra kết quả nghiên cứu cũng cho thấy một sự tăng lên trong quy mô của công ty sẽ có tác động làm tăng hiệu quả hoạt động trong khi số năm niêm yết và việc sử dụng nhiều nợ lại làm giảm hiệu quả hoạt động của công ty.

## 5. THẢO LUẬN VÀ GỢI Ý CHÍNH SÁCH

Từ kết quả ở phần trước, tác giả đưa ra những nhận xét về ảnh hưởng của các biến số đo lường QTCT đến hiệu quả hoạt động kinh doanh như sau:

*Thứ nhất*, việc Chủ tịch HĐQT kiêm nhiệm chức vụ Tổng giám đốc có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của công ty đo lường bằng chỉ số ROA. Kết

quả này đồng nhất với nghiên cứu [4], [22], ủng hộ lý thuyết người tín thác. Điều này hàm ý rằng khi Chủ tịch HĐQT kiêm nhiệm chức vụ Tổng giám đốc thì họ có thể vận hành công ty một cách hiệu quả vì họ có chung mục tiêu với người hưởng lợi [14].

*Thứ hai*, tỷ lệ sở hữu cổ phần của BGD có tương quan âm với ROA khá phù hợp với thực tiễn tại Việt Nam. Việc sở hữu cổ phần không thúc đẩy giám đốc điều hành trong quản lý và nâng cao hiệu suất công ty bởi vì tỷ lệ này tương đối thấp. Hơn nữa, do ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008, thị trường chứng khoán tại Việt Nam đã rơi vào giai đoạn suy giảm từ năm 2008 đến 2012. Như vậy, lợi nhuận từ việc sở hữu cổ phiếu trong thời gian này là không đáng kể. Ngoài ra, tỷ lệ sở hữu thấp cũng ảnh hưởng đến việc biểu quyết trong các cuộc họp Đại hội đồng cổ đông thường niên. Điều đó sẽ không thể nào thúc đẩy năng lực làm việc của BGD.

*Thứ ba*, nghiên cứu này không tìm thấy mối tương quan giữa tỷ lệ sở hữu của HĐQT với hiệu quả hoạt động của công ty. Tuy nhiên, do nghiên cứu chỉ xem xét mối quan hệ tuyến tính giữa hai biến nên có thể có sự khác biệt. Thực tiễn cho thấy các thành viên HĐQT thường thiếu kinh nghiệm quản trị và kỹ năng tổ chức. Do đó, việc HĐQT áp dụng QTCT vào thực tiễn hoạt động chưa thực sự đem lại hiệu quả và chưa làm thay đổi hiệu suất hoạt động của công ty.

*Thứ tư*, mặc dù hệ số hồi quy của biến quy mô HĐQT trong mô hình (1) mang dấu âm nhưng lại không có ý nghĩa thống kê. Nguyên nhân của vấn đề này có thể xuất phát do cấu trúc sở hữu. Nghiên cứu của Shleifer đã khẳng định rằng, tại các quốc gia đang phát triển, quyền sở hữu tập trung khá cao và yếu kém trong việc bảo vệ quyền lợi của cổ đông [20]. Hầu hết các công ty ở châu Á lại có cấu trúc sở hữu tập trung, với tỷ lệ sở hữu cổ phần chi phối nằm trong tay các gia đình, chính phủ hoặc các tập đoàn công nghiệp. Có thể điều này đã dẫn đến việc bổ nhiệm thành viên điều hành trong HĐQT và BGD mà không dựa trên kinh nghiệm và kỹ năng, dẫn đến ảnh hưởng đến các quyết định quản lý, làm suy yếu sự phối hợp giữa các ban và từ đó không làm thay đổi được hiệu quả hoạt động của công ty.

*Thứ năm*, nghiên cứu tìm thấy sự tương quan dương giữa quy mô công ty và ROE. Kết quả này khá đồng nhất với các nghiên cứu trước đây. Nguyên nhân có thể được lý giải rằng công ty càng lớn thì càng có cơ hội thu hút nguồn lực tài chính bên ngoài [21]. Nghiên cứu của Serrasqueiro cũng đề xuất một quy mô công ty lớn hơn để mang lại lợi ích về hiệu suất [19]. Điều này có thể được giải thích bởi việc các công ty lớn có cơ hội tốt hơn để huy động vốn và có chiến lược đa dạng hơn.

*Thứ sáu*, biến kiểm soát số năm niêm yết của công ty có tác động tiêu cực tới chỉ tiêu ROE. Cùng đưa ra kết quả giống với nghiên cứu này, một nghiên cứu khác đã đưa ra bằng chứng thực nghiệm rằng số năm niêm yết của công ty càng dài, lợi nhuận kinh doanh càng có xu hướng giảm xuống [17]. Bên cạnh đó, theo quan điểm của Evans, các doanh nghiệp có nhiều năm hoạt động thường có nhiều kinh nghiệm và kỹ năng quản lý,

nhưng lại tỏ ra kém năng động và linh hoạt trong việc phản ứng với những biến động trong môi trường kinh doanh [8].

*Thứ bảy*, mức độ sử dụng nợ càng cao thì hiệu quả hoạt động kinh doanh của công ty càng giảm xuống. Việc sử dụng đòn bẩy cao có thể ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động một cách tiêu cực vì điều này sẽ cản trở khả năng vay nợ mới của công ty, ảnh hưởng đến giá trị thị trường của cổ phiếu và dẫn đến rủi ro tài chính cao hơn [15].

Kết quả nghiên cứu dẫn đến gợi ý khuyến khích việc kiêm nhiệm chức vụ Tổng giám đốc của chủ tịch HĐQT đối với các công ty thuộc nhóm chỉ số VN-30. Tuy nhiên, trong các công ty này, có một số công ty còn bao gồm cả công ty con và công ty liên kết. Do vậy, việc kiêm nhiệm sẽ có khả năng làm gia tăng vấn đề rủi ro đạo đức. Để giảm thiểu vấn đề này, cần có những quy định chặt chẽ nhằm gia tăng tính minh bạch trong hoạt động của công ty cổ phần từ phía cơ quan quản lý nhà nước. Bên cạnh đó, nội bộ công ty có thể đưa ra những bộ quy tắc về ứng xử của HĐQT, BGD và BKS.

Một gợi ý tiếp theo cho nhóm các công ty này là không nên duy trì quá cao tỷ lệ sở hữu cổ phần của BGD vì sẽ làm giảm hiệu quả hoạt động của công ty. Các nghiên cứu khác đã khuyến nghị rằng nên giữ tỷ lệ này dưới mức 30%, nếu cao hơn, tỷ lệ sở hữu cổ phần của BGD sẽ có tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của công ty [21], [22].

Ngoài ra, nhóm các công ty này nên giảm tỷ lệ sử dụng nợ. Bên cạnh đó, các công ty này cũng nên tận dụng lợi thế theo quy mô để hướng đến sự tăng trưởng chỉ tiêu lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu.

## TÀI LIỆU THAM KHẢO

### A. Tiếng Việt

- [1] Báo cáo thể điểm Quản trị công ty (2012), Tổ chức Tài chính quốc tế và Diễn đàn Quản trị Công ty Toàn cầu phối hợp cùng với Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, Việt Nam.

### B. Tiếng Anh

- [2] Baltagi, B.H. (2005), *Econometric Analysis of Panel Data*, John Wiley & Sons, Chichester, England.
- [3] Beck, N., and Katz, J. N. (1995), *What to do (and not to do) with Time-Series Cross-Section Data*, The American Political Science Review, 89(3), pp. 634-647.
- [4] Boyd, B. K. (1995), *CEO duality and firm performance: A contingency model*, Strategic Management Journal, 16(4), 301-312.
- [5] Brickley, J., A., Lease, R., C. and Smith, Jr., C. (1988), "Ownership structure and voting on antitakeover amendments", Journal of Financial Economics, 20, pp. 267-291.
- [6] Davis, J. H., Schoorman, F. D., & Donaldson, L. (1997), *Toward a stewardship theory of management*, Academy of Management Review, 22(1), pp. 20-47.
- [7] Dahya, J., Galguera-Garcia, L., Bommel, J. (2009), *One Man Two Hats – What's All the Commotion!* Financial Review, 44, pp.179-212.
- [8] Evans, D.S. (1987b), *The Relationship Between Firm Growth, Size and Age: Estimates for 100 Manufacturing Industries*, Journal of Industrial Economics, Vol. 35, pp. 567-581.
- [9] Friedman, A. & Miles, S. (2006), *Stakeholders: Theory and Practice*, Oxford University Press, New York.



- [10] Hillman, A.J., & Dalziel, T. (2003), Boards of directors and firm performance: *Integrating agency and resource dependence perspectives*, Academy of Management Review, 28(3), pp. 383-396.
- [11] Jensen M. (1993), President address: “*The modern industrial revolution, exit and the failure of internal control systems*”, Journal of Finance, Vol. 48, pp. 831-880.
- [12] Mehran, H. (1995), *Executive Compensation Structure, Ownership and Firm Performance*, Journal of Financial Economics, 38(2), 163-184.
- [13] Morck R, Shleifer A and Vishny R W (1988), *Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis*, Journal of Financial Economics, Vol. 20, Nos. 1 & 2, pp. 293-315.
- [14] Muth, M., & Donaldson, L. (1998), *Stewardship theory and board structure a contingency approach*, Corporate Governance An International Review, 6(1), pp. 5–28.
- [15] Myers, S. (1977), *Determinants of corporate borrowing*, Journal of Financial Economics, 5, pp. 147-75.
- [16] Lehn, K., Sukesh, P. and Zhao, M. (2004) *Determinants of the size and structure of corporate boards: 1935-2000*, Working Paper, Katz Graduate School of Business.
- [17] Loderer, C., K. Neusser, and U. Waelchli. (2009), *Firm age and survival*, Working paper, University of Bern, Switzerland.
- [18] Padilla, A. (2002), *Can Agency Theory Justify The Regulation Of Insider Trading*, The Quarterly Journal of Austrian Economics, 5(1), pp. 3-38.
- [19] Serrasqueiro, Z., P.M. Nunes (2008), *Performance and size: empirical evidence from Portuguese SMEs*, Small Business Economics, 31(2), pp. 195-217.
- [20] Shleifer, A. and Vishny, R., W. (1997), *A Survey of Corporate Governance*, The Journal of Finance, 52(2), pp. 737-783.
- [21] Short, H., & Keasey, K. (1999), *Managerial Ownership and Performance of Firm-Evidence from UK*, Journal of Corporate Finance, 5, pp. 79-101.
- [22] Vo, Hong Duc and Nguyen, Minh Tri (2014), “*The Impact of Corporate Governance on Firm Performance: An Empirical Study in Vietnam*”, International Journal of Economics and Finance, Vol.6, No. 6.
- [23] Wooldridge, J., M., (2002), “*Introductory Econometrics: A Modern Approach*”, 2<sup>nd</sup> Ed., SouthWestern College.

## THE IMPACT OF CORPORATE GOVERNANCE ON FIRM PERFORMANCE OF LISTED COMPANIES IN VIETNAM

**Abstract.** *In this study, corporate governance was proxied by a set of variables, including the duality of the Chief Executive Officer (CEO), board’s size, board’s ownership, CEO’s ownership and supervisory board’s ownership while firm performance is measured by Return On Asset (ROA) and Return On Equity (ROE). The results indicate that CEO duality and CEO’s ownership have impacted on the firm performance. This study also proposes the suitable solutions in order to enhance firm performance of listed companies in Vietnam through improving corporate governance.*

**Keywords:** *Corporate governance, firm performance, listed companies, Vietnam.*