

QUẢN TRỊ CÔNG TY VÀ HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG CỦA CÁC TỔ CHỨC TÀI CHÍNH TẠI VIỆT NAM

TS. Lê Vĩnh Triển
Nguyễn Đức Thịnh
Trường ĐH Quốc tế - ĐH Quốc gia TP.HCM

Tóm tắt: Đây là nghiên cứu định lượng đầu tiên về mối liên hệ giữa việc thực hiện quản trị công ty (QTCT) và hiệu quả tài chính tại các tổ chức tài chính (TCTC) ở Việt Nam. Mục đích của nghiên cứu này là nhằm phân tích và đánh giá hiệu quả QTCT tại các TCTC tại Việt Nam, bao gồm 37 ngân hàng thương mại (NHTM), 16 công ty bảo hiểm và 7 công ty tài chính cổ phần. Trong số 60 TCTC, có 17 TCTC niêm yết và 43 TCTC chưa niêm yết. Nhóm tác giả, dựa trên tinh thần của Garay và González (2008), đã thiết lập chỉ số điểm QTCT (VCGI) cho 60 TCTC tại Việt Nam trên cơ sở các thông tin được công bố công khai trên các phương tiện đại chúng và sử dụng mô hình hồi quy để kiểm định, đánh giá mối liên hệ giữa điểm QTCT và hiệu quả hoạt động của các TCTC. Kết quả cho thấy VCGI có mối tương quan dương khá mạnh, có ý nghĩa thống kê tại mức ý nghĩa 1% đối với cả ROA và ROE. Điều này cho thấy tại Việt Nam, các TCTC có điểm quản trị càng cao thì có hiệu quả hoạt động càng cao, thể hiện qua các chỉ tiêu ROE, ROA tốt hơn các TCTC còn lại. Kết quả cũng cho thấy điểm quản trị có tác động dương, có ý nghĩa thống kê tại mức ý nghĩa 1% lên tỷ lệ chi trả cổ tức (DPR). Điều này cho thấy ở các TCTC tại Việt Nam có điểm quản trị cao có xu hướng chi trả cổ tức bằng tiền cho cổ đông cao hơn các TCTC có điểm quản trị thấp.

Từ khóa: Tổ chức tài chính, quản trị công ty, hiệu quả hoạt động công ty.

Giới thiệu

Đặt vấn đề

Trong thời gian gần đây, vấn đề QTCT được dư luận quan tâm khá rộng rãi tại nhiều nước trên thế giới. Đặc biệt kể từ khi khủng hoảng tài chính thế giới xảy ra năm 2008, bắt nguồn từ khủng hoảng nợ vay thế chấp dưới chuẩn tại Hoa Kỳ, lan sang các nước châu Âu và ảnh hưởng đến hầu hết các quốc gia. Do vậy, QTCT thu hút sự quan tâm từ các Chính phủ, cổ đông và các nhà đầu tư hầu hết mọi nơi trên thế giới. Vì thế QTCT hiệu quả có ý nghĩa rất quan trọng đối với công ty trong việc phát triển an toàn, bền vững và giảm thiểu rủi ro trong hoạt động. Theo Claessens (2002), QTCT yếu kém là nguyên nhân dẫn đến việc hoạt động kém

hiệu quả của công ty. Để bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của các cổ đông, nhiều nước trên thế giới đã ban hành các quy định điều chỉnh, hướng dẫn các hoạt động liên quan đến QTCT cho các công ty trên cơ sở các quy tắc của Tổ chức Hợp tác và Phát triển Kinh tế (OECD). Tại Việt Nam, Bộ Tài chính đã ban hành Quyết định 12/2007/QĐ-BTC ngày 13/3/2007 về việc ban hành quy chế QTCT áp dụng cho các công ty niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán và trung tâm giao dịch chứng khoán.

Trên thế giới các nghiên cứu định lượng về QTCT không chỉ được thực hiện tại các nước phát triển mà còn được khảo sát tại các nước đang phát triển. Điển hình như các nghiên cứu của Black và các tác giả (2006) tại Hàn Quốc, nghiên cứu của Chong và

López-de-Silanes (2006) tại México. Nghiên cứu của Lefort và Walker (2005) thực hiện tại Chile cũng như các nghiên cứu của Garay và González (2005, 2008) tại Venezuela. Các nghiên cứu này chỉ ra rằng điểm QTCT có mối tương quan dương có ý nghĩa thống kê với giá trị thị trường hay hiệu quả hoạt động của công ty. Tuy nhiên, tại Việt Nam chưa có các nghiên cứu định lượng đánh giá mối liên hệ giữa QTCT và hiệu quả hoạt động cũng như giá trị thị trường của công ty, đặc biệt đối với các TCTC. Tại Việt Nam, phần lớn các khảo sát sử dụng phương pháp mô tả, đánh giá và phân tích điểm QTCT qua từng năm, đánh giá việc tuân thủ QTCT theo quy định của pháp luật cũng như các quy tắc của OECD đối với các công ty niêm yết trên sàn chứng khoán (khảo sát của IFC tại Việt Nam qua hai năm 2009, 2010; nghiên cứu của Hạ Thị Thiệu Dao, 2012). Từ thực tiễn trên, việc thực hiện nghiên cứu định lượng về QTCT và hiệu quả hoạt động đối với các TCTC tại Việt Nam là rất cần thiết. Vì vậy, kết quả của nghiên cứu này sẽ cung cấp một góc nhìn mang tính định lượng để các nhà đầu tư cũng như các bên có liên quan tham khảo để phân tích, đánh giá các TCTC tại Việt Nam. Bên cạnh đó, kết quả thực nghiệm của nghiên cứu sẽ là các thông tin hữu ích để các nhà quản lý của các TCTC xem xét và thực hiện QTCT một cách phù hợp với môi trường kinh doanh tại Việt Nam nơi hệ thống các quy định pháp luật để bảo vệ các nhà đầu tư chưa thực sự tốt, tình trạng thổi giá, tạo tin đồn thất thiệt... là phổ biến, gây ảnh hưởng tiêu cực đến quyền và lợi ích của các cổ đông cũng như các nhà đầu tư.

Mục tiêu chính của nghiên cứu này là phân tích, đánh giá thực tiễn QTCT của các TCTC tại Việt Nam nhằm xác định mối liên hệ giữa điểm QTCT và hiệu quả hoạt động của TCTC tại Việt Nam, cụ thể là trả lời hai câu hỏi: (i) Điểm QTCT có ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của các TCTC tại Việt Nam không?; (ii) QTCT tốt sẽ giúp các TCTC cải thiện hiệu quả hoạt động như thế nào?

Cấu trúc của nghiên cứu

Trong phần tiếp theo của nghiên cứu, cơ sở lý luận của QTCT và các vấn đề liên quan sẽ được khảo sát. Sau đó bài báo trình bày kết quả nghiên cứu. Sau cùng là phần kết luận cùng với các kiến nghị từ kết quả nghiên cứu.

Cơ sở lý thuyết về quản trị công ty

Quản trị công ty

Trong những năm gần đây, khái niệm “QTCT” đã trở nên khá phổ biến tại nhiều nước trên thế giới, trong đó có Việt Nam. Có khá nhiều cách định nghĩa QTCT. Theo Shleifer và Vishny (1997), QTCT là quá trình trong đó nhà đầu tư có thể đảm bảo rằng sẽ thu về lợi nhuận sau khi quyết định đầu tư. Trong khi đó, Cadbury Committee (1992) cho rằng QTCT là hệ thống gồm các quy tắc được sử dụng để QTCT một cách có hiệu quả. Trong nghiên cứu của La Porta và các tác giả (2000a), QTCT là cơ chế thông qua đó các nhà đầu tư bên ngoài công ty cố gắng bảo vệ mình trước các hành vi xâm hại quyền và lợi ích từ các bên trong nội bộ công ty (các cổ đông lớn, cổ đông nắm quyền kiểm soát công ty hay trực tiếp tham gia quản lý trong các công ty). Các hành vi có thể gây ảnh hưởng đến quyền và lợi ích của các cổ đông có thể được thực hiện bằng nhiều cách, ví dụ như các cổ đông nắm quyền kiểm soát thực hiện việc bán tài sản của công ty với giá thấp hơn giá thị trường gây ảnh hưởng đến lợi ích của các cổ đông hay hành vi đưa người thân gia đình vào tham gia quản lý công ty, che giấu các thông tin, thực hiện giao dịch nội gián... Theo các quy tắc QTCT của OECD (2004), QTCT là hệ thống gồm các mối quan hệ tương hỗ giữa các bên có liên quan có quyền và lợi ích trong công ty gồm có Hội đồng quản trị (HĐQT), ban điều hành, ban kiểm soát, cán bộ nhân viên, cổ đông hay các nhà cung cấp, chủ nợ... Tóm lại, QTCT là hệ thống các quy tắc, chuẩn mực trong đó công ty thực hiện việc quản lý một cách hiệu quả nhằm bảo vệ các cổ đông, nhà đầu tư bên

NGHIÊN CỨU TRAO ĐỔI

ngoài khỏi các xung đột về quyền và lợi ích phát sinh từ các quyết định của các bên trong nội bộ, trên cơ sở cân bằng các nhóm lợi ích giữa các cổ đông trong công ty.

Quan hệ giữa quản trị công ty và hiệu quả hoạt động công ty

Trong các nghiên cứu của mình, Claessens (2003) đã chỉ ra rằng QTCT hiệu quả giúp công ty tạo ra lợi thế lớn trong việc tiếp cận nguồn vốn với giá rẻ từ bên ngoài công ty, từ đó tiết kiệm được chi phí sử dụng vốn và gia tăng hiệu quả hoạt động. Các tác giả trên xác định QTCT có mối liên hệ cùng chiều với hiệu quả hoạt động của công ty. Hay nói cách khác, các công ty có điểm quản trị càng cao thì hiệu quả hoạt động càng cao. Các nghiên cứu gần đây đã cố gắng xây dựng chỉ số điểm QTCT dựa trên các thông tin về tài chính, kế toán, luật... để đánh giá, phân tích tình hình thực tiễn QTCT tại các công ty. Trong số đó, Gompers và các tác giả (2003) đã xây dựng chỉ số điểm quản trị cho 1.500 công ty lớn tại Hoa Kỳ và kết luận rằng có mối tương quan dương rất mạnh giữa điểm QTCT và hiệu quả hoạt động của các công ty. Bên cạnh đó, Black và các tác giả (2006) cũng đã tiến hành việc nghiên cứu cho 525 trên tổng số 560 công ty niêm yết tại Hàn Quốc và khẳng định rằng điểm QTCT là một nhân tố quan trọng phản ánh giá trị thị trường của các công ty này. Nói cách khác, nghiên cứu cho thấy có sự tương quan dương có ý nghĩa thống kê giữa điểm QTCT với giá trị thị trường của các công ty niêm yết tại Hàn Quốc. Hơn nữa, kết quả nghiên cứu thực hiện tại Nga của Black (2001), Black và các tác giả (2006b) cũng cho thấy điểm QTCT có mối liên hệ cùng chiều, có ý nghĩa thống kê với giá cổ phiếu của công ty. Nghiên cứu thực hiện tại 14 quốc gia thị trường mới nổi của Klapper và Love (2004) cho thấy các công ty có điểm QTCT càng cao thì hiệu quả hoạt động cũng cao hơn.

Bên cạnh đó, Klapper và Love (2004) cũng chỉ ra rằng có sự khác biệt rất lớn về điểm QTCT giữa các công ty ở các quốc gia nghiên cứu. Cụ thể, điểm số QTCT của các công ty ở các nước có hệ thống các quy định pháp luật nhằm bảo

vệ nhà đầu tư kém phát triển thấp khá xa so với các công ty ở các quốc gia có hệ thống pháp luật phát triển. Các nhà nghiên cứu trên cũng cho rằng trong môi trường pháp luật kém phát triển, việc QTCT hiệu quả trở nên quan trọng hơn vì QTCT tốt giúp công ty vượt qua những trở ngại trong môi trường kinh doanh kém, nâng cao niềm tin và thu hút nhiều nhà đầu tư. Tại các nước Mỹ Latinh, các nghiên cứu của các nhà nghiên cứu như Chong và López-de-Silanes (2006) thực hiện tại México, Lefort và Walker (2005) thực hiện tại Chile, Garay và González (2005) tại Venezuela và Leal và Carvalhal-da-Silva (2005) tại Brazil cũng đã cho các kết quả tương tự với các nghiên cứu được thực hiện bởi Klapper và Love (2004), Black và các tác giả (2006), Black (2001), Black và các tác giả (2006b) cũng như của Gompers và các tác giả (2003). Tức là điểm QTCT có mối tương quan dương với hiệu quả hoạt động hoặc giá trị thị trường của công ty.

Xây dựng giả thiết

Trong hoàn cảnh của Việt Nam, yếu tố uy tín của công ty nói chung và TCTC nói riêng cũng như tâm lý nhà đầu tư có ý nghĩa rất quan trọng trong việc huy động vốn. Vì vậy, các TCTC có công tác QTCT hiệu quả, minh bạch luôn tạo được cảm giác an tâm cũng như được đánh giá cao bởi các nhà đầu tư, các cổ đông cũng như các chủ nợ. Từ đó, các TCTC dễ dàng hơn trong việc tiếp cận nguồn vốn trên thị trường như đi vay hoặc phát hành vốn cổ phần ra công chúng để thu hút vốn với giá rẻ hơn, sử dụng một cách có hiệu quả trên cơ sở các cơ chế giám sát, đánh giá hiệu quả việc sử dụng vốn, tiết kiệm chi phí sử dụng vốn từ đó gia tăng lợi nhuận. Trên cơ sở đó, nhóm tác giả đưa ra giả thiết thứ nhất: điểm quản trị công ty sẽ có mối tương quan dương với ROE và ROA của các TCTC tại Việt Nam.

Kết quả nghiên cứu của nhóm tác giả La Porta (2000b) về vấn đề đại diện và chính sách chi trả cổ tức thực hiện trên 4.000 công ty tại 33 nước trên thế giới đã chỉ ra rằng các công ty có điểm QTCT cao có xu hướng chi trả cổ tức cho cổ đông

cao hơn công ty có điểm quản trị thấp. Tại các nước có hệ thống pháp luật bảo vệ các nhà đầu tư kém như các nước Mỹ Latin hay Việt Nam, quyền của các cổ đông, nhà đầu tư nhỏ ít được bảo vệ hơn so với cổ đông ở các nước có hệ thống pháp luật phát triển. Mặc dù Chính phủ đã xây dựng, ban hành những quy định có liên quan để tạo sự ổn định trong hoạt động của các công ty cũng như bảo vệ quyền và lợi ích các nhà đầu tư như Quyết định 12/QĐ-BTC, Luật Chứng khoán, Luật Doanh nghiệp, Luật các Tổ chức tín dụng 2010... Các quy định này vẫn còn nhiều kẽ hở tạo điều kiện cho các hành vi gian lận, “làm giá”, tin đồn thất thiệt xuất hiện, giao dịch nội gián... Bên cạnh đó, biện pháp chế tài vẫn chưa đủ mạnh để mang tính răn đe nên tình trạng quyền và lợi ích của các nhà đầu tư bị xâm hại vẫn phổ biến. Trong bối cảnh đó, các TCTC tại Việt Nam có thực tiễn quản trị tốt, minh bạch trong hoạt động có xu hướng xác định tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt cao như là cách “tri ân” các cổ đông và cũng là cách thức để bảo vệ các cổ đông nhỏ từ đó gia tăng niềm tin từ các cổ đông, nhà đầu tư. Vì vậy, giả thiết thứ hai được nêu ra là: điểm quản trị công ty sẽ có mối tương quan dương với tỷ lệ chi trả cổ tức tại các TCTC Việt Nam.

Phương pháp nghiên cứu cụ thể

Để đánh giá, phân tích mối quan hệ giữa điểm QTCT và hiệu quả hoạt động các TCTC tại Việt Nam, nhóm tác giả tiếp cận bằng cả hai cách định lượng và định tính. Với phương pháp định lượng, nhóm tác giả thu thập dữ liệu của các TCTC dựa trên các thông tin như BCTC, báo cáo thường niên, nghị quyết đại hội đồng cổ đông (ĐHĐCĐ), biên bản họp ĐHĐCĐ, HĐQT... được công bố công khai trên website của các TCTC, các công ty chứng khoán... Từ kết quả hồi quy, nhóm tác giả tiến hành phân tích, đánh giá và rút ra kết luận về mối tương quan giữa điểm quản trị và hiệu quả hoạt động của các TCTC này. Với phương pháp định tính, trên tinh thần của Garay và González (2008), nhóm tác giả thu thập số liệu và thiết lập chỉ số điểm QTCT và sử dụng phương pháp bình phương bé nhất (OLS) để nghiên cứu và đánh giá mối quan hệ giữa

điểm QTCT và hiệu quả hoạt động (thông qua các chỉ tiêu ROE, ROA và tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền) của 60 TCTC cổ phần tại Việt Nam, trong đó có 37 ngân hàng TMCP, 7 công ty tài chính cổ phần và 16 công ty bảo hiểm. Nhóm tác giả thực hiện khảo sát từ năm 2009-2011. Trong số này, số lượng TCTC đủ điều kiện cho nghiên cứu này là 56, tương ứng với số quan sát là 168 và chiếm tỷ lệ 93,33%. Đây là tỷ lệ khá cao để có thể mang tính đại diện cho tổng thể.

Nhóm tác giả thiết kế 17 câu hỏi trên cơ sở các quy định pháp luật có liên quan và các quy tắc, chuẩn mực quốc tế về QTCT để đánh giá tình hình thực tiễn quản trị của các TCTC này. Nội dung của bảng câu hỏi được xây dựng chủ yếu dựa trên các thông tin quy định tại Thông tư 12/2007/QĐ-BTC ngày 13/3/2007 của Bộ Tài chính, Các quy tắc quản trị của OECD, Luật các TCTD năm 2010, Luật Chứng khoán 2006 và Luật sửa đổi bổ sung một số điều về Luật Chứng khoán năm 2010, Luật Doanh nghiệp 2005 và các văn bản pháp luật hiện hành có liên quan. Nhóm tác giả tiến hành việc đánh giá và cho điểm hoặc “có” hoặc “không” tương ứng với câu hỏi các TCTC đáp ứng hay không đáp ứng điều kiện. Cơ bản, chỉ số điểm quản trị công ty được tính bằng trung bình của cả 4 chỉ số phụ: (i) Cơ cấu, thành phần của HĐQT (CSP 1); (ii) Quyền cổ đông (CSP 2); (iii) Minh bạch thông tin trong hoạt động (CSP 3); (iv) Trách nhiệm của HĐQT (CSP 4).

Mô hình đo lường các biến

$$Y = \beta_0 + \beta_n X_n + e$$

Trong đó: Y là biến phụ thuộc, X là biến độc lập, e là sai số ngẫu nhiên, β_0 là hệ số tự do, β_n là hệ số hồi quy.

Cụ thể, các biến đưa vào mô hình gồm có:

- Các biến phụ thuộc gồm ROE, ROA và tỷ lệ chi trả cổ tức (DPR).
- Các biến độc lập gồm điểm quản trị công ty (VCGI), quy mô công ty (SIZE), tốc độ tăng trưởng

tổng tài sản (GROW), đòn bẩy tài chính (LEVR), rủi ro kinh doanh (RISK), tỷ lệ giữa tổng tài sản và doanh thu thuần (CAIR). Các biến này có mối tương quan, ảnh hưởng đến các biến phụ thuộc và đã được kiểm định trong các nghiên cứu trước đây. Cụ thể như trong nghiên cứu của Klapper và Love (2004), các tác giả này kiểm định mối tương quan giữa QTCT và hiệu quả hoạt động trên cơ sở kiểm soát các biến độc lập như SIZE, GROW, CAIR... Tương tự, Black và các tác giả (2006) cũng đã đưa vào mô hình nghiên cứu của mình các biến SIZE, LEVR và GROW để tiến hành kiểm định mối quan hệ giữa điểm QTCT và giá trị thị trường của công ty.

- Biến giả (STAT): nhóm tác giả đưa vào mô hình biến giả biểu thị tình trạng TCTC là

doanh nghiệp niêm yết hay chưa niêm yết trên sàn chứng khoán.

Các biến trong mô hình nghiên cứu được xác định cụ thể như sau:

- DPR là cổ tức tiền mặt chia cho lợi nhuận ròng
- ROE là lợi nhuận ròng chia giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu
- SIZE là hàm logarithm giá trị sổ sách của tổng tài sản cuối kỳ
- ROA là lợi nhuận ròng chia tổng tài sản
- GROW là tỷ lệ tăng giảm tổng tài sản

Kết quả nghiên cứu

Thông kê mô tả

Bảng 1: Kết quả VCGI qua các năm 2009-2011

Đơn vị tính: %

STT	Nội dung	2009	2010	2011
VCGI		41,67	45,05	48,74
CSP 1	Cơ cấu, thành phần HĐQT	20,71	24,64	32,86
1	Công ty có thành viên HĐQT độc lập không?	19,64	26,79	51,79
2	Công ty có “chủ tịch HĐQT độc lập” không?	3,57	3,57	3,57
3	Công ty có Ban thường trực HĐQT hay thành viên thường trực HĐQT không?	46,43	39,29	42,86
4	CEO có phải là người được công ty thuê không?	12,5	25,00	32,14
5	Công ty có thành viên HĐQT là người nước ngoài không?	21,43	28,57	33,93
CSP 2	Quyền cổ đông	53,13	52,23	56,25
1	Công ty có báo cáo mô tả rõ ràng năng lực thành viên HĐQT tại cuộc họp ĐHĐCĐ thường niên không?	73,21	64,29	67,86
2	Công ty có công bố trên website quy chế hoặc quy trình tổ chức ĐHĐCĐ không?	42,86	41,07	44,64
3	Công ty có tạo điều kiện cho cổ đông tham gia biểu quyết một cách hiệu quả tại cuộc họp ĐHĐCĐ (thông tin, thời gian tiếp cận các tài liệu như thẩm định báo cáo tài chính phương án phân phối lợi nhuận, thù lao HĐQT, ban kiểm soát, ủy quyền...?)	71,43	73,21	76,79
4	Công ty có cổ đông chiến lược nước ngoài không?	25,00	30,36	35,71

CSP 3	Minh bạch thông tin	50,00	52,14	52,86
1	Cổ đông có được tiếp cận đầy đủ thông tin trên website của công ty không?	26,79	23,21	26,79
2	Công ty có công bố trên website, báo cáo tài chính hàng Quý và báo cáo tài chính 6 tháng không?	48,21	48,21	46,43
3	Công ty có công bố báo cáo tài chính đã được kiểm toán đúng hạn không?	71,43	80,36	78,57
4	Công ty có thuê công ty kiểm toán quốc tế được công nhận thực hiện kiểm toán báo cáo tài chính?	76,79	80,36	82,14
5	Công ty có công bố thông tin giao dịch nội bộ nào liên quan đến thành viên HĐQT hay thành viên quản lý?	26,79	28,57	30,36
CSP 4	Trách nhiệm của HĐQT	42,86	51,19	52,98
1	Có bằng chứng nào cho thấy công ty có cơ cấu HĐQT cân bằng không?	69,64	76,79	78,57
2	Công ty có cơ chế, Quy định nào đánh giá trách nhiệm thành viên HĐQT?	53,57	57,14	53,57
3	Công ty có 100% thành viên HĐQT là người không điều hành không?	5,36	19,64	26,79

Nguồn: Khảo sát và tính toán của nhóm tác giả

- LEVR là tổng nợ chia tổng tài sản
- RISK là tỷ lệ giữa phần trăm thay đổi của lợi nhuận trước thuế chia cho phần trăm thay đổi của doanh thu thuần
- CAIR là tỷ lệ giữa tổng tài sản và doanh thu thuần

STAT là biến giả, có giá trị bằng 1 nếu là công ty niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam, ngược lại có giá trị bằng 0. Kết quả Bảng 1 cho thấy, trong CSP 1 (cơ cấu, thành phần HĐQT), liên quan đến thành viên độc lập kết quả thống kê cho thấy chỉ có 11 công ty có thành viên HĐQT độc lập trong năm 2009, chiếm 19,64%. Điểm số này trong năm 2010 và 2011 lần lượt là 26,79% và 51,79%. Hầu hết các TCTC có thành viên HĐQT độc lập là các NHTM. Điều này là hợp lý bởi vì các NHTM là đối tượng đặc biệt, chịu sự quản lý chặt chẽ của các cơ quan quản lý nhà nước. Bên cạnh đó, tiêu chí “chủ tịch độc lập” còn khá mới mẻ đối với các TCTC ở Việt Nam khi chỉ có 3,57% TCTC có “chủ tịch độc lập” và tỷ lệ này vẫn không thay đổi trong suốt cả thời kỳ quan sát. Liên quan đến việc

thuê tổng giám đốc điều hành bên ngoài, các TCTC tại Việt Nam vẫn chưa mạnh dạn thuê tổng giám đốc điều hành. Kết quả thống kê cho thấy chỉ có 12,50% TCTC thuê tổng giám đốc điều hành trong năm 2009. Con số này tăng lên lần lượt là 25% và 32,14% tương ứng trong các năm 2010 và 2011. Điều này cho thấy phần lớn các TCTC có thành viên HĐQT kiêm nhiệm các chức danh quản lý trong các TCTC. Điểm trung bình cho CSP 1 lần lượt là 20,71%, 24,64% và 32,86% trong các năm 2009, 2010 và 2011, thấp khá xa mức trung bình 50%. Về việc thực hiện quyền cổ đông trong CSP 2, kết quả cho thấy quyền của cổ đông nói chung được các TCTC thực hiện tương đối tốt, với kết quả điểm trung bình CSP 2 lần lượt là 53,13%, 52,23% và 56,25% tương ứng trong các năm 2009, 2010 và 2011. Kết quả cũng cho thấy có 71,42%, 73,21% và 76,79% tương ứng các năm 2009, 2010 và 2011 các TCTC tạo điều kiện cho các cổ đông tham gia biểu quyết, thông qua các vấn đề thuộc thẩm quyền của ĐHĐCĐ (về nhân sự, thẩm định BCTC, thông qua phương án phân phối lợi nhuận, thù lao thành viên HĐQT, ban kiểm soát...) một cách hiệu quả. Tuy vậy, kết quả cho

thấy chỉ có 44,64% TCTC công bố trên website các quy chế hay quy trình tổ chức ĐHĐCĐ năm 2011, mặc dù điểm QTCT có tăng nhẹ so với mức 42,86% năm 2009 và 41,07% năm 2010.

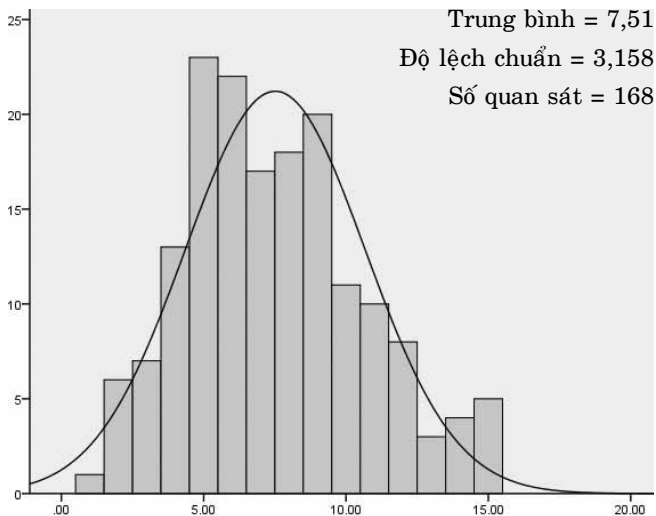
Trong CSP 2, nhóm tác giả đưa vào câu hỏi sở hữu chiến lược nước ngoài vì các TCTC có cổ đông sở hữu chiến lược nước ngoài sẽ có công tác QTCT tốt hơn do các TCTC này tiếp thu từ các đối tác chiến lược nước ngoài các kinh nghiệm trong việc xây dựng, áp dụng các chuẩn mực về công tác quản trị hiệu quả. Kết quả Bảng 1 cho thấy sở hữu cổ đông chiến lược nước ngoài tăng dần qua các năm từ năm 2009-2011 với tỷ lệ 25%, 30,36% và 35,71% tương ứng. Điều này cho thấy lĩnh vực tài chính còn nhiều tiềm năng hấp dẫn đối với các nhà đầu tư nước ngoài. Mặt khác, việc tìm kiếm đối tác chiến lược nước ngoài phù hợp đang là xu hướng đối với các TCTC tại Việt Nam nhằm củng cố năng lực tài chính, nâng cao năng lực quản trị, quản lý rủi ro. Vì vậy điểm QTCT liên quan đến nội dung này tăng dần qua các năm 2009-2011. Đây là tín hiệu tốt khi sự tham gia của các cổ đông chiến lược nước ngoài trong cơ cấu sở hữu của các TCTC tại Việt Nam sẽ góp phần nâng cao hiệu quả hoạt động, kiểm soát rủi ro hiệu quả hơn, góp phần lành mạnh hoạt động của ngành tài chính tại Việt Nam.

Liên quan đến việc công bố thông tin, minh bạch trong hoạt động (CSP 3), điểm trung bình lần lượt qua các năm là 50%, 52,14% và 52,86%. Các TCTC nhìn chung đã thực hiện khá tốt việc cung cấp BCTC đúng hạn, với điểm lần lượt là 71,43%, 80,36% và 78,57% tương ứng các năm 2009, 2010 và 2011. Kết quả cũng cho thấy có 76,79% TCTC thuê các công ty kiểm toán quốc tế được công nhận thực hiện kiểm toán BCTC trong năm 2009 và tăng dần qua các năm 2010 và 2011 tương ứng là 80,36% và 82,14%. Tuy nhiên, liên quan đến câu hỏi “công ty có công bố công khai đầy đủ các thông tin trên website để cổ đông truy cập, tham khảo”, chỉ có 26,79% TCTC công bố công khai trên website tương đối đầy đủ các thông tin để cổ đông truy cập tham khảo (các tài liệu

như nghị quyết ĐHĐCĐ, phương án phân phối lợi nhuận, thù lao, báo cáo HĐQT... trong năm 2009). Tỷ lệ này lần lượt là 23,21% và 26,79% tương ứng trong năm 2010 và 2011. Mặt khác, chỉ 48,21% TCTC công bố thông tin BCTC quý, báo cáo 6 tháng trên website trong năm 2009 trong khi kết quả năm 2010 và 2011 lần lượt là 48,21% và 46,43%. Một số TCTC công bố thông tin trên website khá sơ sài, cá biệt một số TCTC chỉ công bố trên website các nghị quyết ĐHĐCĐ, báo cáo HĐQT một cách chung chung trong khi BCTC, báo cáo thường niên được đưa lên website dưới dạng báo cáo tóm tắt. Đây là điều không tốt và trong nhiều tình huống sẽ tạo ra bất lợi cho các TCTC, nhất là khi xuất hiện những tin đồn không hay về tình hình kinh doanh của các TCTC. Bên cạnh đó, sự hạn chế trong việc tiếp cận thông tin làm cho các cổ đông không có đủ thời gian nghiên cứu kỹ lưỡng các tài liệu, nội dung họp trước khi thực hiện quyền của mình một cách tốt nhất tại các cuộc họp ĐHĐCĐ thường niên hay bất thường. Trong năm 2009 chỉ có 26,79% các TCTC công khai giao dịch liên quan đến các thành viên HĐQT, thành viên quản lý trong các TCTC. Hầu hết các TCTC thực hiện công khai giao dịch liên quan là các TCTC đã được niêm yết trên sàn chứng khoán. Một lần nữa điều này càng cho thấy nhận định các TCTC tại Việt Nam thực hiện công tác QTCT nhằm đáp ứng theo quy định pháp luật có liên quan hơn là tự mình nâng cao chất lượng công tác quản trị là có cơ sở (bên cạnh thành viên HĐQT độc lập).

Đối với trách nhiệm của HĐQT trong CSP 4, năm 2009 chỉ có 5,36% các TCTC có thành viên HĐQT là thành viên hoàn toàn không tham gia công tác điều hành TCTC. Tỷ lệ này lần lượt là 19,64% trong năm 2010 và 26,79% vào năm 2011. Điều này cho thấy phần lớn các TCTC có các thành viên HĐQT kiêm nhiệm các chức danh quản lý, điều hành trong các TCTC. Liên quan đến cơ chế đánh giá trách nhiệm thành viên HĐQT, cơ cấu HĐQT cân bằng, các TCTC tại Việt Nam thực hiện tương đối tốt với điểm cao hơn mức trung bình. Tính trung bình, CSP 4 lần lượt là 42,86%, 51,19%

Hình 1: Phân bố VCGI



Nguồn: Kết quả trích từ SPSS

và 52,98% tương ứng trong các năm 2009, 2010 và 2011.

Tính bình quân cho cả 3 năm khảo sát, VCGI chỉ đạt 44,19%, vẫn còn thấp hơn mức trung bình. VCGI được cải thiện theo chiều hướng tích cực với điểm trung bình tăng dần qua các năm là 41,67%, 45,05% và 48,74% tương ứng từ năm 2009-2011 (Bảng 1). Kết quả này cho thấy các TCTC đã nỗ lực không ngừng nâng cao chất lượng công tác QTCT để thích ứng với tình hình kinh doanh hiện nay. Kể từ cuộc khủng hoảng tài chính thế giới năm 2008 nổ ra, Chính phủ cũng như các nhà đầu tư quan tâm nhiều hơn đến công tác QTCT của các công ty, đặc biệt

đối với các công ty hoạt động trong lĩnh vực tài chính, ngân hàng. Do đó, các TCTC cũng ý thức rằng việc cải thiện công tác QTCT đáp ứng yêu cầu của cả cơ quan quản lý lẫn các nhà đầu tư để phát triển một cách an toàn, bền vững. Dù vậy, một số TCTC cải thiện điểm QTCT nhằm đáp ứng các quy định bắt buộc hơn là tự mình nâng cao chất lượng công tác QTCT theo chuẩn mực quốc tế. Có thể thấy công tác quản trị thực hiện tại các TCTC nhìn chung vẫn còn khá yếu (điểm dưới mức trung bình) mặc dù đây là ngành chịu sự giám sát rất nghiêm ngặt của chính phủ.

Tính cho cả thời kỳ quan sát, kết quả thống kê từ Hình 1 cho thấy VCGI trung bình của các TCTC tại Việt Nam là 7,51 điểm (44,19%). Kết quả cho thấy điểm 5 có tần suất xuất hiện nhiều nhất với 23 quan sát. Ở cấp độ công ty, số điểm cao nhất là 15 (88%) và tối thiểu là 1 điểm (6%).

Từ thực trạng trên, có thể thấy công tác QTCT ở các TCTC tại Việt Nam còn nhiều mặt tồn tại cần được cải thiện tốt hơn trong thời gian tới, đặc biệt đối với cơ cấu, thành phần của HĐQT. Một số thông lệ quốc tế về “chủ tịch độc lập”, Tổng giám đốc thuê ngoài vẫn khá mới mẻ và chưa được mạnh dạn áp dụng trong các TCTC tại Việt Nam. Một số TCTC vẫn chưa quan tâm nhiều đến lợi ích của việc có thành viên HĐQT độc lập. Thay vào đó việc bầu thành viên HĐQT

Bảng 2: Thống kê mô tả

	Số quan sát	Chênh lệch	Thấp nhất	Cao nhất	Trung Bình	Độ lệch chuẩn	Phương sai
ROE	168	0,4772	-0,0758	0,4014	0,1256	0,0790	0,0060
ROA	168	0,2482	-0,1811	0,0671	0,0175	0,0259	0,0010
DPR	168	0,9583	0,0000	0,9583	0,6450	0,2666	0,0710
LEVR	168	0,8720	0,0913	0,9633	0,7659	0,1984	0,0390
GROW	168	6,2720	-0,4305	5,8415	0,5531	0,7676	0,5890
SIZE	168	3,6529	5,0104	8,6633	7,1444	0,7700	0,5930
RISK	168	242,5300	-215,0900	27,4400	-0,5530	17,9300	321,4700
CAIR	168	40,146	1,195	41,341	10,775	6,437	41,432
VCGI	168	14,0000	1,0000	15,0000	7,5100	3,1580	9,9800
VCGI_%	168	0,8200	0,0600	0,8800	0,4419	0,1858	0,0350
Valid N(listwise)	168						

độc lập được thực hiện tại một số TCTC (phần lớn là các NHTM) chủ yếu do phải đáp ứng theo các quy định pháp luật (Luật các Tổ chức tín dụng 2010) trong khi có rất ít công ty tài chính, công ty bảo hiểm có thành viên HĐQT độc lập trong cơ cấu, thành phần HĐQT. Theo OECD, công ty có thành viên HĐQT độc lập cũng như gia tăng số thành viên HĐQT không trực tiếp tham gia công tác điều hành sẽ giúp các TCTC khách quan hơn trong các quyết định của HĐQT cũng như gia tăng tính độc lập giữa công tác điều hành của ban điều hành và công tác quản trị của HĐQT trong các TCTC.

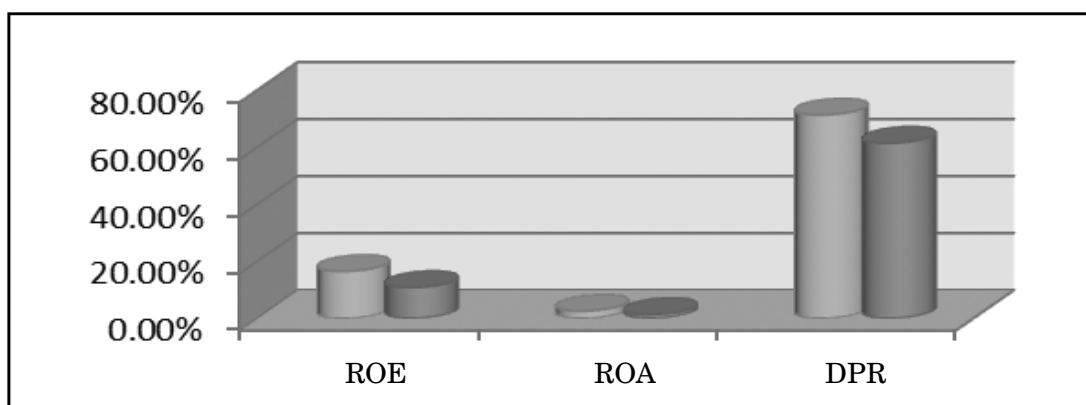
Thống kê mô tả các biến (Bảng 2), kết quả cũng cho thấy có sự khác nhau khá lớn về VCGI trong các TCTC tại Việt Nam. Khoảng cách chênh lệch là 14 điểm giữa TCTC có điểm cao nhất và TCTC điểm QTCT thấp nhất.

TCTC có tỷ lệ ROE cao nhất là 40,14% và ROE thấp nhất là 7,58%. Tính trung bình, ROE của các TCTC ở mức 12,56%, trong khi đó tỷ lệ trung bình ROA là 1,75%. Mức ROA cao nhất là 6,71% trong khi mức thấp nhất là âm 18,11%. Bình quân các TCTC tại Việt Nam sử dụng 64,49% thu nhập ròng để phân phối cổ tức bằng tiền cho các cổ đông, thậm chí có TCTC sử dụng đến 95,83% thu nhập ròng. Kết quả cũng cho thấy một số TCTC không thực hiện chi trả cổ tức bằng tiền (thay vào đó TCTC chi trả cổ tức bằng cổ phiếu để tăng

vốn hoặc không thực hiện trả cổ tức). Trung bình các TCTC tại Việt Nam sử dụng 76,59% nợ trong cơ cấu vốn. TCTC sử dụng đòn bẩy nợ cao nhất là 96,33% trong khi TCTC ít sử dụng nợ nhất chỉ chiếm 9,13%. Trung bình, mức tăng trưởng tổng tài sản của các TCTC là 55,31%, TCTC có mức cao nhất lên đến 584% trong khi tỷ lệ tăng trưởng thấp nhất là âm 43,05%. Quy mô trung bình của các TCTC tại Việt Nam là 7,14. TCTC có quy mô lớn nhất là 8,66 trong khi TCTC có quy mô nhỏ nhất là 5. Mức độ rủi ro kinh doanh trung bình của các TCTC là âm 0,55. TCTC có mức rủi ro cao nhất là 27,4 trong khi TCTC có mức độ rủi ro thấp nhất là âm 215. Trung bình, TCTC tại Việt Nam có tỷ lệ giữa tổng tài sản và doanh thu thuần là 10,7. TCTC có tỷ lệ giữa tổng tài sản và doanh thu thuần cao nhất là 41,34 trong khi tỷ lệ thấp nhất là 1,19.

Số liệu từ Hình 2 cho thấy, giữa các TCTC niêm yết và TCTC chưa niêm yết trên sàn chứng khoán có sự khác nhau về mức trung bình của ROE, ROA và DPR (sig. < 0.05 trong cả 3 trường hợp). Cụ thể nhóm các TCTC niêm yết trên sàn chứng khoán có ROE, ROA trung bình là 16,50% và 2,58% cao hơn so với mức 10,85% và 1,39% của các TCTC chưa niêm yết. Các TCTC niêm yết trung bình sử dụng 71,36% thu nhập ròng để chi trả cổ tức bằng tiền cho cổ đông so với mức 61,50% của các TCTC chưa niêm yết.

Hình 2: Giá trị trung bình ROE, ROA, DPR giữa TCTC niêm yết và chưa niêm yết



Nguồn: Trích từ SPSS

Tương quan giữa các biến trong mô hình

Tương quan giữa VCGI, ROE, ROA và DPR với các chỉ số phụ

Tương quan giữa VCGI và các biến trong mô hình

Trong Bảng 4, số liệu cho thấy rằng tất cả các chỉ số phụ đều có mối tương quan thuận với VCGI,

Số liệu Bảng 3 cho thấy VCGI có mối tương

Bảng 3: Tương quan giữa các biến trong mô hình

Hệ số tương quan										
	ROE	ROA	DPR	LEVR	GROW	SIZE	RISK	CAIR	VCGI	STAT1
ROE	1									
ROA	.324**	1								
DPR	.117	.424**	1							
LEVR	.446**	-.217**	.082	1						
GROW	-.110	-.050	-.062	.144	1					
SIZE	.607**	-.064	.013	.829**	.016	1				
RISK	.036	-.021	-.003	-.001	.057	.003	1			
CAIR	-.027	-.152*	-.152*	.403**	.494**	.352**	.020	1		
VCGI	.640**	.208**	.167*	.370**	-.157*	.680**	-.025	-.012	1	
STAT1	.330**	.212**	.171*	-.022	-.228**	.236**	.065	-.236**	.641**	1
N	168	168	168	168	168	168	168	168	168	168

** , * . Tương quan có ý nghĩa thống kê lần lượt tại mức 0.01 và 0.05 (2 bên)

Nguồn: Trích từ SPSS

Bảng 4: Tương quan giữa các biến VCGI, ROE, ROA, DPR và các CSP

Hệ số tương quan									
	ROE	ROA	DPR	VCGI	CSP1	CSP 2	CSP 3	CSP 4	
ROE	1								
ROA	.324**	1							
DPR	.117	.424**	1						
VCGI	.640**	.208**	.167*	1					
CSP 1	.276**	-.107	-.091	.599**	1				
CSP 2	.569**	.303**	.270**	.784**	.217**	1			
CSP 3	.550**	.218**	.150	.846**	.285**	.576**	1		
CSP 4	.371**	.141	.132	.524**	.218**	.325**	.296**	1	
N	168	168	168	168	168	168	168	168	168

** , * . Tương quan có ý nghĩa thống kê lần lượt tại mức 0.01 và 0.05 (2 bên)

Nguồn: Trích từ SPSS

quan thuận khá mạnh với các biến ROE, ROA, DPR, LEVR, SIZE và có tác động nghịch chiều lên biến GROW trong mô hình, trong đó VCGI có tương quan mạnh hơn cả và có ý nghĩa thống kê với các biến ROE, ROA, LEVR và SIZE tại mức ý nghĩa 1% (sig. < 0.01)

kết quả này tương đồng với kết quả nghiên cứu của Garay và González (2008). Trong đó chỉ số về quyền cổ đông (CSP 2) và tính minh bạch (CSP 3) có mối tương quan chặt chẽ hơn cả với VCGI. Số liệu của nhóm tác giả cũng cho thấy hầu hết các CSP có tương quan thuận với VCGI, ROE, ROA và DPR, trừ CSP về cơ cấu, thành

phần của HĐQT có tương quan nghịch với ROA và DPR. Cụ thể, ROE có tương quan thuận với tất cả bốn CSP và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. ROA có tương quan thuận với CSP 2 và CSP 3 và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%, nhưng có quan hệ nghịch chiều với CSP 1. Tuy nhiên, số liệu không cho thấy hệ số tương quan có ý nghĩa thống kê ở mức 5% với CSP 1 và CSP 4 (trách nhiệm của HĐQT). Về DPR (Dividend Payout Ratio), số liệu cho thấy mặc dù DPR có quan hệ thuận với 3 CSP (quyền của cổ đông, minh bạch trong hoạt động và trách nhiệm của HĐQT) và tương quan nghịch chiều với CSP 1, nhưng hệ số tương quan chỉ có ý nghĩa thống kê ở mức 1% với chỉ số phụ về quyền cổ đông.

Kết quả hồi quy

Bảng 5 cho thấy mô hình hồi quy thỏa các điều kiện để không bị ảnh hưởng bởi hiện tượng tự tương quan và đa cộng tuyến.

Phân tích ANOVA

Bảng 6 cho thấy các giá trị sig. rất nhỏ (sig. đều nhỏ hơn 0.01) nên mô hình hồi quy phù hợp với dữ liệu nghiên cứu và nhóm tác giả có cơ sở bác bỏ giả thuyết H_0 (cho rằng tất cả các hệ số hồi quy, trừ hằng số trong mô hình đều bằng 0) đồng thời chấp nhận giả thuyết H_1 . Có nghĩa rằng có ít nhất 1 hệ số hồi quy trong mô hình khác 0.

Bảng 5: Kiểm tra hiện tượng đa cộng tuyến và tự tương quan

Mô hình	Biến phụ thuộc	Hệ số VIF	Hệ số Durbin-Watson	Khoảng không có hiện tượng tự tương quan	
				du	4-du
Mô hình 1	ROE	< 10	1,799	1,78	2,22
Mô hình 2	ROA	< 10	2,095	1,78	2,22
Mô hình 3	DPR	< 10	1,851	1,78	2,22

Nguồn: Trích từ SPSS

Bảng 6: Phân tích ANOVA

Model	Dependent Variable	F	Sig.
1	ROE	26,203	.000 ^b
2	ROA	4,667	.000 ^b
3	DPR	3,850	.001 ^b

Nguồn: Trích từ SPSS

Bảng 7: Kết quả hồi quy

Biến độc lập	Biến phụ thuộc ROE (mô hình 1)			Biến phụ thuộc ROA (mô hình 2)			Biến phụ thuộc DPR (mô hình 3)		
	Hệ số hồi quy	t	sig.	Hệ số hồi quy	t	sig.	Hệ số hồi quy	t	sig.
(Constant)	-.191	-2.731	.007	.034	1.144	.254	1.559	5.027	.000
LEVR	.045	.995	.321	-.042	-2.151	.033	.721	3.552	.001
GROW	.002	.303	.763	.003	.878	.381	.000	-.004	.996
SIZE	.033	2.118	.036	-.001	-.120	.905	-.236	-3.429	.001
RISK	.000	.854	.395	-2.19E-05	-.209	.835	.000	.172	.864
CAIR	-.002	-2.610	.010	.000	-.489	.625	-.005	-1.278	.203
VCGI	.010	4.185	.000	.003	2.985	.003	.036	3.581	.000

Nguồn: Trích từ SPSS

Mối liên hệ giữa VCGI và ROE (mô hình 1)

Số liệu Bảng 7 (mô hình 1) cho thấy VCGI có mối tương quan dương, có ý nghĩa thống kê tại mức ý nghĩa 1% (sig. = .000 < 0.01, t = 4,185) với ROE. Có nghĩa là TCTC có điểm quản trị càng cao thì có tỷ lệ ROE càng cao. Cụ thể, dựa vào hệ số hồi quy coefficient trong điều kiện các yếu tố khác không thay đổi, khi VCGI tăng 1% sẽ làm tỷ lệ ROE của các TCTC tại Việt Nam tăng 1%. Bên cạnh đó, kết quả cũng cho thấy TCTC có quy mô lớn có tỷ lệ ROE cao hơn các TCTC còn lại (sig. = .036 < 0.05, t = 2,118). Kết quả này tương đồng với kết quả nghiên cứu của Leal và Carvalhal-da-Silva (2005) thực hiện tại Brazil. Trong khi đó tỷ lệ giữa tổng tài sản và doanh thu thuần (CAIR) có quan hệ nghịch biến với ROE (sig. = .01, t = - 2,610). Nói cách khác, TCTC có tỷ lệ tài sản vô hình cao có tỷ lệ ROA cao hơn các TCTC có tỷ lệ tài sản hữu hình cao. Kết quả này phù hợp với kết quả nghiên cứu của Klapper và Love (2004) thực hiện tại 14 quốc gia có nền kinh tế mới nổi.

Mối liên hệ giữa VCGI và ROA (mô hình 2)

Số liệu Bảng 7 (mô hình 2) cho thấy VCGI có tương quan dương và có ý nghĩa thống kê tại mức ý nghĩa 1% (sig. = .003 < 0.01, t = 2,985) với ROA. Kết quả trên chỉ ra rằng tại Việt Nam các TCTC có điểm quản trị cao đạt tỷ lệ ROA cao hơn các TCTC còn lại. Cụ thể, trong điều kiện các yếu tố khác không thay đổi, khi VCGI tăng 1% sẽ làm ROA của các TCTC tại Việt Nam tăng 0,3%.

Từ các kết quả trên giả thiết H₁ đã được chấp nhận, trong đó dữ liệu của nhóm tác giả cho thấy VCGI có mối tương quan dương với cả ROE và ROA tại mức ý nghĩa 1%. Điều này cho thấy tại Việt Nam, các TCTC có điểm quản trị càng cao thì hiệu quả hoạt động càng cao. Kết quả này phù hợp với cơ sở mô hình lý thuyết khi cho rằng các công ty có thực tiễn quản trị tốt có xu hướng hoạt động hiệu quả hơn.

Bên cạnh đó, Bảng 8 cho thấy biến LEVR có tương quan nghịch chiều với ROA (sig. = .033 < 0.05, t = - 2,151). Kết quả này chỉ ra rằng các TCTC sử dụng ít nợ có tỷ lệ ROA cao hơn các TCTC còn lại. Kết quả trên phù hợp với mô hình lý thuyết của Jensen và Meckling (1976) và Myers (1977), khi cho rằng đòn bẩy tài chính có mối liên hệ trái chiều với hiệu quả hoạt động của công ty.

Mối liên hệ giữa VCGI và tỷ lệ chi trả cổ tức (mô hình 3)

Số liệu Bảng 7 (mô hình 3) cho thấy VCGI có mối tương quan dương và có ý nghĩa thống kê tại mức ý nghĩa 1% với tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền (sig. = .000 < 0,01, t = 3,581). Kết quả trên chỉ ra rằng tại Việt Nam, TCTC có thực tiễn QTCT hiệu quả có xu hướng chi trả cổ tức dưới dạng tiền mặt cho cổ đông cao hơn các TCTC còn lại. Kết quả này phù hợp với lý thuyết đại diện và chính sách chi trả cổ tức của La Porta (2000b). Kết quả trên cũng tương đồng với kết quả của cả nhóm tác giả Garay và Gonzalez (2008) và Garay và Gonzalez (2005) nghiên cứu tại Venezuela nơi có hệ thống các quy định pháp luật bảo vệ nhà đầu tư còn kém. Kết quả nghiên cứu của Garay và Gonzalez (2008) chỉ ra rằng điểm quản trị có tác động dương và có ý nghĩa thống kê tại mức ý nghĩa 1% lên tỷ lệ chi trả cổ tức. Cụ thể, các tác giả này kết luận rằng khi điểm quản trị tăng lên 1% sẽ làm tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt tăng lên 11,3%. Trong khi đó, kết quả nghiên cứu thực nghiệm của Garay và Gonzalez (2005) cho kết quả khi điểm QTCT tăng lên 1% sẽ làm tỷ lệ chi trả cổ tức tăng lên 4,3%. Kết quả của nghiên cứu tại Việt Nam cho thấy trong điều kiện các yếu tố khác không thay đổi, khi VCGI tăng lên 1% sẽ làm tỷ lệ chi trả cổ tức các TCTC tại Việt Nam tăng 3,6%, kết quả này khá gần với kết quả của Garay và Gonzalez (2005).

Vì vậy, giả thiết H₂ nêu ra đã được chấp nhận bằng số liệu thống kê. Nói cách khác, các TCTC có thực tiễn quản trị tốt có xu hướng xác định tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền cho cổ đông cao hơn

các TCTC có điểm số quản trị yếu kém. Số liệu mô hình 3 cũng cho thấy, tỷ lệ đòn bẩy có mối tương quan dương với tỷ lệ chi trả cổ tức (sig. = .001 < 0,01, t = 3,552). Tại Việt Nam, TCTC sử dụng nợ cao có xu hướng chi trả cổ tức bằng tiền cao hơn. Ngược lại, quy mô doanh nghiệp có mối liên hệ nghịch biến với tỷ lệ chi trả cổ tức (sig.

tức tiền mặt cao hơn các TCTC còn lại. Tuy nhiên, kết quả lại không cho thấy có mối quan hệ tuyến tính có ý nghĩa thống kê giữa VCGI và ROE.

Từ các số liệu trên, có thể thấy VCGI thực sự ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của các TCTC tại Việt Nam. Việc nâng cao chất lượng công tác QTCT sẽ cải thiện đáng kể hiệu quả hoạt động các TCTC. Về mặt định lượng, kết quả cho thấy trong điều kiện các yếu tố khác không thay đổi, khi VCGI của các TCTC tại Việt Nam tăng 1% sẽ làm ROE tăng 1%, ROA tăng 0,3% và DPR tăng 3,6%.

Bảng 8: Phân tích ANOVA

Mô hình	Biến phụ thuộc	F	Sig.
1	ROE	59.749	.000 ^b
2	ROA	4.685	.010 ^b
3	DPR	2.963	.054 ^b

Nguồn: Trích từ SPSS

Bảng 9: Mối liên hệ giữa ROE, ROA và DPR

Biến phụ thuộc	Biến giải thích	Hệ số hồi quy	t	sig.	R ² điều chỉnh	Durbin-Watson	F	Sig.
DPR	(Hằng số)	.577	16.289	.000	.171	1.869	18.188	.000 ^b
	ROE	-.076	-.303	.762				
	ROA	4.451	5.797	.000				

Nguồn: Trích từ SPSS

= .001 < 0.01, t = - 3,429). Kết quả trên cho thấy tại Việt Nam các TCTC có quy mô lớn có xu hướng chi trả cổ tức tiền mặt ít hơn các TCTC còn lại. Lý giải cho nguyên nhân này, thời gian gần đây các TCTC quy mô lớn tại Việt Nam có xu hướng xác định tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền ở mức vừa phải thay vì chi trả cổ tức ở mức cao. Lợi nhuận để lại các TCTC có xu hướng dùng bổ sung vốn để tăng cường năng lực tài chính, tái đầu tư đáp ứng yêu cầu kinh doanh trong giai đoạn mới. Hơn nữa, việc duy trì trong thời gian dài tỷ lệ chi trả cổ tức cao đối với các TCTC quy mô lớn là không khả thi.

Nhóm tác giả cũng tiến hành kiểm định xem liệu các TCTC có hiệu quả hoạt động tốt sẽ chi trả cổ tức tiền mặt cao hơn hay không. Kết quả thực nghiệm (Bảng 8, Bảng 9) cho thấy ROA có mối tương quan dương và có ý nghĩa thống kê tại mức ý nghĩa 1%. Có nghĩa rằng các TCTC có ROA cao thường xác định tỷ lệ chi trả cổ

Hồi quy với biến giả (STAT)

Nhóm tác giả tiến hành kiểm định mô hình hồi quy với các biến phụ thuộc lần lượt là ROE, ROA, DPR và biến độc lập VCGI cùng biến giả STAT. Nhóm tác giả cố gắng kiểm định xem trong điều kiện VCGI không thay đổi, giữa TCTC niêm yết và chưa niêm yết khác nhau ra sao về các chỉ tiêu ROE, ROA và DPR. Số liệu (Bảng 10) hồi quy với biến giả cho thấy trong khoảng tin cậy 90%, biến STAT1 (biểu thị TCTC niêm yết trên sàn) có quan hệ nghịch biến với ROE. Tuy vậy, tương quan này có ý nghĩa thống kê tại mức ý nghĩa khá thấp 10% (sig. =.081 < 0.1, t = -1,7557). Kết quả kiểm định cho các biến phụ thuộc ROA và DPR không có ý nghĩa thống kê. Kết quả trên cho thấy, nhóm tác giả chưa có đủ bằng chứng thống kê để kết luận các TCTC niêm yết và chưa niêm yết khác nhau đáng kể về các chỉ tiêu ROE, ROA và DPR.

Bảng 10: Kết quả hồi quy với biến giả STAT

Biến giải thích	Biến phụ thuộc ROE			Biến phụ thuộc ROA			Biến phụ thuộc DPR		
	Hệ số hồi quy	t	sig.	Hệ số hồi quy	t	sig.	Hệ số hồi quy	t	sig.
(Hàng số)	-.004	-.289	.773	.008	1.393	.166	.564	9.832	.000
VCGI	.018	9.409	.000	.001	1.24	.217	.008	.976	.330
STAT1	-.023	-1.757	.081	.007	1.354	.178	.063	1.086	.279

Nguồn: Trích từ SPSS

Bảng 11: Phân tích ANOVA

Mô hình	Biến phụ thuộc	F	Sig.
1	ROE	30.822	.000 ^b
2	ROA	6.384	.000 ^b
3	DPR	4.603	.002 ^b

Biến giải thích: (Hàng số), CSP 1, CSP 2, CSP 3, CSP 4

Nguồn: Trích từ SPSS

Bảng 12: Kết quả hồi quy các CSP với ROE, ROA và DPR

Biến giải thích	Biến phụ thuộc ROE			Biến phụ thuộc ROA			Biến phụ thuộc DPR		
	Hệ số hồi quy	t	sig.	Hệ số hồi quy	t	sig.	Hệ số hồi quy	t	sig.
(Hàng số)	-.001	-.054	.957	.002	.430	.667	.509	8.655	.000
CSP 1	.006	1.415	.159	-.005	-2.721	.007	-.043	-2.192	.030
CSP 2	.022	4.534	.000	.006	2.922	.004	.061	2.910	.004
CSP 3	.015	3.844	.000	.002	1.141	.255	.004	.233	.816
CSP 4	.021	2.488	.014	.003	.884	.378	.034	.942	.347
R ² điều chỉnh	.417			.114			.079		

Nguồn: Trích từ SPSS

Nhóm tác giả cũng tiến hành kiểm định mối quan hệ giữa các chỉ số phụ điểm QTCT với các biến ROA, ROE và DPR. Kết quả (Bảng 11-12) cho thấy chỉ số phụ về quyền cổ đông có mối tương quan thuận lên cả 3 biến biểu thị cho hiệu quả hoạt động của các TCTC trong cả ba trường hợp. Điều này cho thấy quyền cổ đông có ý nghĩa rất quan trọng trong việc xác định hiệu quả hoạt động cũng như tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền của các TCTC tại Việt Nam. Kết quả trên tương tự với kết quả nghiên cứu của Gompers và các tác giả (2003).

Kết luận và kiến nghị

Kết luận

Trên cơ sở thiết kế bảng câu hỏi gồm 17 câu hỏi để xây dựng chỉ số VCGI cho 60 TCTC tại Việt Nam, kết quả nghiên cứu cho thấy ở cấp độ công ty, điểm QTCT cao nhất là 15 và thấp nhất là 1 điểm. Kết quả cũng cho thấy có sự khác nhau khá lớn về VCGI trong các TCTC tại Việt Nam. Tính bình quân cho cả 3 năm khảo sát từ 2009-2011, VCGI chỉ đạt 44,19%, mặc dù cao hơn Brazil (41,67%) và Venezuela là 40,34% nhưng vẫn còn thấp hơn mức trung bình và thấp khá xa so với Chi Lê (58,86%) và các quốc gia có nền kinh tế mới nổi (54,11%)... Điều này cho thấy QTCT trong các TCTC tại Việt Nam vẫn còn khá yếu mặc dù đây là lĩnh vực chịu sự giám sát rất chặt chẽ của Chính phủ. Các TCTC tại Việt Nam vẫn còn tồn tại những hạn chế cần khắc phục và cải thiện trong thời gian tới trong công tác QTCT liên quan đến cơ cấu, thành phần HĐQT nơi có điểm số QTCT thấp khá xa mức trung bình. Kết quả cũng cho thấy phần lớn các TCTC tại Việt Nam chưa tự mình chủ động nâng cao chất lượng công tác QTCT để tiếp cận các chuẩn mực quốc tế. Thay vào đó, một số TCTC chỉ thực hiện để đáp ứng các quy định bắt buộc của pháp luật hoặc tránh bị “tuyệt còi” như việc bầu thành viên HĐQT độc lập (chủ yếu thực hiện tại các NHTM), công khai giao dịch liên quan

(chủ yếu thực hiện tại các TCTC niêm yết). Việc thuê tổng giám đốc điều hành, các TCTC tại Việt Nam vẫn chưa mạnh dạn áp dụng, thay vào đó các TCTC thường có thành viên HĐQT hoặc phó chủ tịch HĐQT kiêm nhiệm chức danh tổng giám đốc. Điều này cho thấy phần lớn các TCTC tại Việt Nam vai trò quản trị của HĐQT chưa được xác định đúng. Việc tham gia quá nhiều vào công tác điều hành cũng như hoạt động kinh doanh của HĐQT có mặt lợi là các yêu cầu, khó khăn của ban điều hành sẽ chuyển đến HĐQT nhanh chóng để thảo luận, giải quyết thông qua thành viên kiêm nhiệm. Tuy nhiên, việc này sẽ làm giảm tính độc lập giữa vai trò quản trị của HĐQT và vai trò điều hành của tổng giám đốc, ban điều hành. Về công bố thông tin trên các website, vẫn còn khá nhiều TCTC công bố thông tin trên website rất sơ sài. Cá biệt có một số TCTC chỉ công bố nghị quyết ĐHCĐ một cách chung chung và BCTC dưới dạng báo cáo tóm tắt. Đây là điều không nên và cần phải được cải thiện trong thời gian tới.

Kết quả hồi quy đã chứng minh các giả thuyết nêu ra. Cụ thể, VCGI có mối tương quan dương, có ý nghĩa thống kê tại mức ý nghĩa 1% đối với ROE và ROA. Nói cách khác, tại Việt Nam các TCTC có công tác QTCT tốt thì hoạt động hiệu quả hơn thể hiện qua các chỉ tiêu ROE, ROA cao hơn các TCTC có thực tiễn QTCT kém. Kết quả hồi quy cũng cho thấy VCGI có mối quan hệ tuyến tính dương, có ý nghĩa thống kê tại mức ý nghĩa 1% với tỷ lệ chi trả cổ tức. Kết quả trên lý giải rằng các TCTC tại Việt Nam có VCGI cao có xu hướng chi trả cổ tức bằng tiền cho cổ đông cao hơn, thể hiện qua việc xác định tỷ lệ chi trả cổ tức cao hơn các TCTC còn lại. Kết quả trên phù hợp với kết quả nghiên cứu của La Porta và các tác giả (2000b) về vấn đề đại diện và chính sách cổ tức.

Kiến nghị

Từ các kết quả nêu trên, các TCTC tại Việt Nam cần ưu tiên xác định việc nâng cao chất lượng công tác QTCT là công tác quan trọng hàng đầu.

Việc nâng cao chất lượng công tác QTCT tại các TCTC không chỉ giúp các TCTC cải thiện công tác quản lý rủi ro, minh bạch hơn trong hoạt động mà còn giúp TCTC gia tăng đáng kể hiệu quả hoạt động. Các TCTC cũng cần xác định việc chủ động nâng cao chất lượng công tác QTCT để từng bước áp dụng các thông lệ quốc tế sẽ tốt hơn rất nhiều so với việc thực hiện chỉ cốt để đảm bảo tuân thủ các quy định pháp luật hiện hành. Đối với cơ quan quản lý nhà nước, việc xây dựng, ban hành các quy định sát với tình hình thực tế cũng như áp dụng các biện pháp chế tài đủ tính răn đe sẽ là công cụ bảo vệ nhà đầu tư cũng như các TCTC làm ăn chân chính trước các tin đồn thất thiệt, góp phần ổn định hoạt động của ngành tài chính. Các cơ quan quản lý nhà nước cũng cần xây dựng cơ chế kiểm tra, giám sát thường xuyên các TCTC về việc thực hiện công tác QTCT để kịp thời phát hiện, chấn chỉnh các vi phạm, bảo vệ nhà đầu tư hiệu quả hơn. Nhà nước cũng cần áp dụng các hình thức xử phạt nghiêm đối với các TCTC thực hiện công bố BCTC không chính xác, công bố chậm trễ hoặc chất lượng thông tin công bố quá kém. Nhà nước cũng nên có các văn bản hướng dẫn cụ thể cho các TCTC về các điều kiện, thủ tục quy trình bầu thành viên HĐQT độc lập để giúp các TCTC đẩy nhanh việc bầu thành viên HĐQT độc lập cũng như nâng cao mức độ độc lập của thành viên HĐQT tạo điều kiện để các TCTC tích cực áp dụng các thông lệ quốc tế về QTCT, từ đó nâng cao vai trò trách nhiệm của HĐQT hơn nữa. Cuối cùng, việc nghiên cứu trong thời gian tới về vấn đề QTCT nói chung và mối tương quan giữa QTCT và hiệu quả hoạt động của công ty cần được khuyến khích thực hiện nhiều hơn trong tất cả các ngành. Hy vọng rằng, nghiên cứu này có thể được sử dụng như một nghiên cứu cơ sở cho các nghiên cứu tiếp theo, mở rộng quy mô mẫu, kiểm định với nhiều nhân tố liên quan QTCT hơn. Từ đó việc ứng dụng các kết quả nghiên cứu vào thực tiễn sẽ trở nên phổ biến, góp phần nâng cao tính minh bạch của các loại hình doanh nghiệp và của cả nền kinh tế ■

Tài liệu tham khảo

1. Black, B. (2001). *The corporate governance behavior and market value of Russian firms*, *Emerging Markets Review*, 2: 89–108.
2. Black, B., Jang, H. and Kim, W. (2006). *Does corporate governance affect firms market values? Evidence from Korea*, *Journal of Law, Economics and Organization*, 22: 366–413.
3. Black, B., Love, I. and Rachinsky, A. (2006b). *Corporate governance indices and firms market values: Time series evidence from Russia*, *Emerging Market Review*, 7: 361–79.
4. Cadbury Committee (1992). *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, London, Gee Publishing.
5. Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P. H. & Lang, L. H. P. (2002). *Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholders*, *Journal of Finance*, vol. 57 (6), pp. 2741-2771.
6. Claessens, S. (2003). *Corporate Governance and Development*, *Global Corporate Governance Forum Focus 1*, World Bank Policy Research Working Paper. Washington, D.C.
7. Chong, A. and López-de-Silanes, F. (2006). *Corporate Governance and Firm Value in Mexico*. *Inter-American Development Bank Working Paper*, 564.
8. Hạ Thị Thiều Dao (2012). *Quản trị công ty trong các ngân hàng thương mại cổ phần Việt Nam*. *Tạp chí Kinh tế và Phát triển số 178, tháng 4/2012, trang 10-17*.
9. Garay, U. and González, M. (2005). *CEO and director turnover in Venezuela*. *Inter-American Development Bank Working Paper*, #517.
10. Garay, U. and González, M. (2008). *Corporate Governance and Firm Value: The Case of Venezuela*. *Corporate Governance International Review*, Vol. 16, No. 3, pp. 194-209, 2008.
11. Gompers, P., Ishii, J. and Metrick, A. (2003). *Corporate governance and equity prices*, *Quarterly Journal of Economics*, 118: 107–55.
12. IFC (2009, 2010). *Corporate Governance Scorecard*, *International Finance Corporation and Global Corporate Governance Forum in collaboration with State Securities Commission of Vietnam*.
13. Jensen, M., Meckling, W. (1976). *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure*. *Journal of Financial Economics*, v. 11, p. 5-50.
14. Klapper, L. and Love, I. (2004). *Corporate governance, investor protection and performance in emerging markets*, *Journal of Corporate Finance*, 10: 703–28.
15. La Porta, R., López-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R. (2000a). *Investor protection and corporate governance*, *Journal of Financial Economics*, 58: 3–27.
16. La Porta, R., López-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R. (2000b). *Agency problems and dividend policies around the world*, *Journal of Finance*, 55: 1–33.
17. Leal, P. and Carvalhal-da-Silva, A. (2005). *Corporate governance and value in Brazil (and in Chile)*. *Inter-American Development Bank Working Paper*, 514.
18. Lefort, F. and Walker, E. (2005). *The effect of corporate governance practices on company market valuation and payout policy in Chile*. *Inter-American Development Bank Working Paper*, 515.
- Shleifer, A. and Vishny, R. (1997). *A survey of corporate governance*, *Journal of Finance*, 52: 737–83.