

Sở hữu tập trung và quản trị công ty với hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam

MẠNH ĐÌNH - MINH TÂM

Bài viết này nghiên cứu thực nghiệm về mối quan hệ giữa quản trị công ty, sở hữu tập trung cao bởi nhà nước và các tổ chức đầu tư/tổ chức kinh tế với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp niêm yết (DNNY) trên thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam. Bài viết sử dụng dữ liệu của các DNNY trên Sở Giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSX) và Sở Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) trong giai đoạn từ 2007 đến 2015. Kết quả kiểm định mô hình cho thấy, sở hữu kiểm soát bởi Nhà nước/bởi các tổ chức đầu tư và tổ chức kinh tế ảnh hưởng tiêu cực/tích cực đến hiệu quả doanh nghiệp, thông qua việc đo lường Tobin's Q và giá trị thị trường của cổ phiếu doanh nghiệp. Ban kiểm soát (BKS) có vai trò tăng cường hiệu quả hoạt động và giá trị doanh nghiệp, thành viên hội đồng quản trị (HDQT) không trực tiếp điều hành có mối quan hệ tiêu cực đến các đo lường về hiệu quả hoạt động và giá trị doanh nghiệp

Từ khóa: *Quản trị công ty, sở hữu tập trung, hiệu quả hoạt động, giá trị doanh nghiệp, Việt Nam*

1. Giới thiệu

Quản trị công ty cổ phần (gọi tắt là quản trị công ty) đề cập đến những cơ chế quản trị (gồm một hệ thống các thiết chế, chính sách, quy định) nhằm định hướng, vận hành và kiểm soát hoạt động của công ty cổ phần. Thông qua đó, các nhà đầu tư tài chính (financial suppliers) nhận

lại được lợi tức trên các khoản đầu tư của họ (Shleifer & Vishny, 1997). Quản trị công ty cũng bao hàm mối quan hệ giữa nhiều bên, không chỉ trong nội bộ công ty như các cổ đông (shareholders), hội đồng quản trị (board of directors), ban giám đốc điều hành (board of executives)¹ mà còn những bên có lợi ích liên quan (stakeholders) của công

¹ Tại Việt Nam, "board of directors" có tên gọi khác là hội đồng quản trị hay "board of management- BOM"; ban điều hành có tên gọi khác là ban giám đốc.

ty như: Người lao động trong công ty, các cơ quan quản lý Nhà nước, các đối tác kinh doanh, ngân hàng, xã hội và môi trường. Một hệ thống quản trị công ty tốt giải quyết được các vấn đề phát sinh từ các mâu thuẫn giữa người sở hữu và người đại diện (agency problems) (Berle & Means, 1932), và đảm bảo quyền hưởng lợi cuối cùng (the residual rights) của cổ đông không bị lạm dụng bởi các nhà quản lý (managers) (Grossman & Hart, 1986). Trên cơ sở lý thuyết người đại diện



(Fama & Jensen, 1983; Jensen & Meckling, 1976), hội đồng quản trị, nhân danh cổ đông của công ty, phải thực hiện giám sát hoạt động của ban điều hành nhằm giải quyết các xung đột phát sinh do sự tách biệt giữa sở hữu và quản lý công ty. Một hệ thống quản trị công ty tốt giúp bảo vệ tài sản của cổ đông thiểu số (minority shareholders' wealth) thay vì chỉ phục vụ lợi ích của nhà quản lý và các cổ đông kiểm soát (controlling shareholders) trong công ty (Bebchuk & Hamdani, 2009; La Porta et al., 2000; Love, 2010). Cổ đông của các công ty được quản trị tốt cũng được hưởng lợi từ hiệu quả cao trong hoạt động kinh doanh của công ty và từ sự tăng giá của cổ phiếu họ nắm giữ.

Trong nghiên cứu thực nghiệm này, chúng tôi khảo sát các mối quan hệ giữa thực hành quản trị công ty tại các DNNY tại Việt Nam và hiệu quả hoạt động cũng như giá trị của doanh nghiệp. Các sáng kiến quản trị công ty, như vai trò của HĐQT và vai trò của ban kiểm soát (BKS) trong cơ cấu quản trị công ty tại Việt Nam, vai trò của sở hữu tập trung trong việc giám sát quản trị công ty được xem xét trong nghiên cứu này. Trong đó, sở hữu tập trung cao bởi Nhà nước được cân nhắc như một đặc trưng sở hữu của các doanh nghiệp Việt Nam, và sở hữu tập trung bởi các tổ chức đầu tư/ tổ chức kinh tế được cân nhắc như một công cụ giám sát quản trị công ty hiệu quả như đề xuất bởi lý thuyết người đại diện.

2. Giả thuyết nghiên cứu

Lý thuyết người đại diện chỉ ra rằng, HĐQT đóng vai trò trọng yếu trong cấu trúc quản trị công ty (Fama & Jensen, 1983; Shleifer & Vishny, 1997). HĐQT có trách nhiệm đề ra các mục tiêu/nhiệm vụ chiến lược, thay mặt cổ đông phê chuẩn các quyết định của các nhà quản lý và giám sát việc thực hiện các quyết định đó. HĐQT là công cụ giám sát cơ bản nhằm đảm bảo giảm thiểu các mâu thuẫn giữa cổ đông và các nhà điều hành doanh nghiệp (Moldoveanu & Martin, 2001; Mallin, 2007), đồng thời có trách nhiệm xây dựng môi trường văn hóa và môi trường làm việc trong công ty để nâng cao giá trị cho các cổ đông, các nhà quản lý, điều hành và các bên liên quan khác của công ty. Thành viên HĐQT độc lập không điều hành (independent non-executive directors) trong HĐQT sẽ giúp tăng hiệu quả của bộ máy giám sát công ty nhờ vào sự độc lập trong việc quản lý điều hành công ty (Dalton et al. 1998), họ có khả năng hành động vì lợi ích tốt nhất cho các cổ đông. HĐQT có thể giúp giảm chi phí đại diện và theo đó giúp tăng hiệu quả hoạt động của công ty. Ban điều hành tại các công ty có sự kiểm tra giám sát tốt được kỳ vọng sử dụng các nguồn lực một cách hiệu quả hơn, đầu tư vào các dự án mang lại giá trị cao, giảm thiểu sự lãng phí và giảm thiểu các hoạt động kinh doanh không có hiệu quả. Nhờ đó, hiệu quả kinh doanh và giá trị công ty sẽ được cải thiện.

Giả thiết 1: Các công ty thực hành quản trị công ty tốt hơn sẽ

hoạt động hiệu quả hơn và giá trị công ty cao hơn.

Các doanh nghiệp Việt Nam có đặc trưng sở hữu tập trung ở mức độ cao² với kiểm soát thông qua cấu trúc sở hữu kim tự tháp, sở hữu chéo, và sở hữu bởi cổ đông lớn (Dapice et al., 2008; Lien & Holloway, 2014), và ban quản lý điều hành thường bị chi phối một cách chặt chẽ bởi cổ đông kiểm soát trong công ty. Do đó, tồn tại các mâu thuẫn giữa cổ đông lớn chi phối và các cổ đông thiểu số trong các doanh nghiệp Việt Nam tương tự như các doanh nghiệp tại các nước kinh tế chuyển đổi và mới nổi khác (Bebchuk & Hamdani, 2009; Claessens et al., 2000; Faccio & Lang, 2002). Bên cạnh đó, Nhà nước vẫn nắm giữ cổ phần chi phối trong các doanh nghiệp, giữ quyền kiểm soát và can thiệp mạnh mẽ vào các quyết định kinh doanh trong các doanh nghiệp cổ phần hóa niêm yết trên TTCK Việt Nam³. Theo Mitnick (1973), mối quan hệ đại diện trong các doanh nghiệp có vốn sở hữu Nhà nước phức tạp hơn do xung đột và cạnh tranh giữa các mục tiêu khác nhau trong công ty, đòi hỏi các

² "Một tỷ trọng lớn các công ty đại chúng và niêm yết tại Việt Nam có cổ đông nắm giữ cổ phần kiểm soát và rất nhiều trường hợp có một hoặc hai cổ đông nắm giữ lượng lớn cổ phần của công ty"- Corporate Governance Country Assessment, Vietnam- (The World Bank, 2013, trang 6).

³ Khảo sát của Tổ chức Tài chính Quốc tế (IFC, 2012), trong năm 2011 có 31% trong số 100 DNNY trên TTCK Việt Nam có cổ đông Nhà nước nắm giữ trên 50% hoặc cao hơn giá trị cổ phần trong công ty. Trong năm 2014, khoảng 2/3 (64%) DNNY có sở hữu Nhà nước, 42% các DNNY có Nhà nước nắm giữ trên 50% cổ phần. Xem thêm <http://ifcresearch.com/article/detail/viet-nam-state-ownership.html>.



ưu đãi khuyến khích, các nguồn lực và cơ chế quản trị khác nhau để giảm thiểu các xung đột đó. Trách nhiệm của HĐQT trong các công ty đại chúng và niềm yết có sở hữu chi phối bởi Nhà nước thay vì đảm bảo tối đa lợi ích của cổ đông, họ còn phải thực hiện vai trò như là thể chế trung gian (“mediating hierarchy”), cân bằng quyền lợi đôi khi xung đột lẫn nhau giữa các nhóm lợi ích khác nhau trong công ty (Blair & Stout, 2001). Mục tiêu tối đa hóa lợi nhuận được kết hợp với các mục tiêu kinh tế, chính trị và xã hội khác như giữ tỷ lệ thất nghiệp thấp, ổn định và tối đa hóa phúc lợi xã hội, dẫn đến mục tiêu tối đa hóa giá trị cho cổ đông bị làm nhẹ (“enlightened value maximization”) như đề xuất bởi lý thuyết “enlightened stakeholders” (Jensen, 2001). Hơn nữa, HĐQT trong các công ty đại chúng nhà nước cổ phần hóa thường bao gồm các nhà quản lý và điều hành đến từ các cơ quan quản lý thuộc bộ và ban ngành của Nhà nước. Một số đại diện cho lợi ích của Nhà nước trong các công ty là các thành viên điều hành, số khác là các thành viên độc lập không tham gia điều hành. Do là cổ đông kiểm soát trong công ty, Nhà nước có thể sử dụng quyền lực chính trị của mình để ảnh hưởng tới người được ủy quyền đại diện tại doanh nghiệp hoạt động theo các mục tiêu của Nhà nước. Mặt khác, các nhà quản lý không đủ tiêu chuẩn về năng lực chuyên môn có thể được đề cử dựa trên những ảnh hưởng chính trị như vậy (Quach, 2008). Mặc dù

doanh nghiệp có thể hưởng một số giá trị gia tăng từ sự tham gia quản lý điều hành của Nhà nước, sự can thiệp và chi phối của Nhà nước trong hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp có thể tác động tiêu cực đến doanh nghiệp. Vì lý do này, các công ty đại chúng và niềm yết có sở hữu chi phối bởi Nhà nước có nhiều khả năng có hiệu quả thấp hơn trong việc tối đa hóa kết quả tài chính so với các công ty khác. Hơn nữa, việc ai là “ông chủ” thay mặt cho Nhà nước không được xác định rõ ràng dẫn đến sự giám sát lỏng lẻo đối với “người đại diện” trong các doanh nghiệp có vốn chi phối của Nhà nước (Grosman et al., 2015). Thực tế, việc tồn tại một lớp ông chủ- người đại diện khác (ví dụ quản lý giám sát của các cơ quan chính quyền hay của Tổng công ty vốn Nhà nước- SCIC) để quản lý vốn của Nhà nước và giám sát hoạt động quản trị công ty là tốn kém và có thể không hiệu quả. Điều này có thể khiến hiệu quả quản trị công ty và hiệu quả hoạt động tài chính trong các doanh nghiệp có vốn sở hữu chi phối bởi Nhà nước sẽ thấp hơn các doanh nghiệp không có sở hữu chi phối bởi Nhà nước. Như vậy chúng tôi đặt giả thiết, sở hữu tập trung bởi Nhà nước, với sự mâu thuẫn về các mục tiêu trong hoạt động của doanh nghiệp, sự can thiệp chính trị, cách quản lý quan liêu có thể sẽ dẫn tới sự kém hiệu lực trong quản lý điều hành hoạt động kinh doanh, tác động tiêu cực đến hiệu quả quản trị công ty, hiệu quả hoạt động và giá trị của công ty.

Giả thiết 2. Sở hữu kiểm soát bởi Nhà nước ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả hoạt động và giá trị thị trường của công ty.

Trong hàng loạt các sáng kiến khác về quản trị công ty được đề xuất bởi lý thuyết người đại diện, sở hữu tập trung cao bởi một/ một nhóm cổ đông thu hút quan tâm của các học giả. Cổ đông lớn (block-holders) được kỳ vọng có sự khuyến khích và khả năng cao hơn (greater incentive and ability) để giám sát hoạt động của các nhà điều hành công ty. Đặc biệt, các cổ đông lớn được kỳ vọng cùng cố việc tăng giá trị công ty và định hướng hoạt động của công ty trong dài hạn (Boyd & Solarino, 2016).

Cổ đông lớn là tổ chức được kỳ vọng thực hiện hiệu quả vai trò giám sát hoạt động của đội ngũ quản lý và điều hành công ty, nâng cao hiệu quả quản trị công ty. Cùng với việc tạo điều kiện thuận lợi cho công ty tiếp cận các nguồn vốn dài hạn từ bên ngoài, giảm chi phí vốn cho công ty và tránh nguy cơ khủng hoảng tài chính, các cổ đông lớn tổ chức được xem như cơ chế quản trị quan trọng từ bên ngoài doanh nghiệp, tạo thuận lợi cho thực hành quản trị công ty được hiệu quả trong việc giảm chi phí đại diện và tăng hiệu quả hoạt động của công ty (Gillan & Starks, 2003). Cổ đông lớn tổ chức có động lực để giám sát các nhà quản lý điều hành công ty (Rediker & Seth, 1995) bởi họ là người phải gánh chịu tỷ lệ lớn thiệt hại liên quan đến các quyết định kinh doanh gây tổn hại giá trị công ty của các nhà quản lý



điều hành (Demsetz & Lehn, 1985). Các nhà đầu tư (NĐT) tổ chức chuyên nghiệp đóng một vai trò quan trọng trong việc giám sát hiệu quả hoạt động quản trị công ty (Bushee et al., 2013; Gillan & Starks, 2003). Các NĐT tổ chức có quyền tối cao để giám sát hiệu quả hoạt động của công ty. Là chủ sở hữu của công ty, họ có thể sử dụng quyền biểu quyết cổ đông để bầu và sa thải thành viên HĐQT để làm việc vì lợi ích tốt nhất cho các cổ đông công ty (Gillan & Starks, 2003). Cùng với tỷ lệ phiếu bầu cao (Li & Rwegasira, 2008) và khả năng phối hợp với các tổ chức khác (Neubaum & Zahra, 2006; Tricker, 2015), họ có thể tận dụng triệt để các khả năng này để hạn chế các hành vi không phù hợp của ban điều hành trong quá trình điều hành doanh nghiệp, và để có ảnh hưởng lớn hơn đến các quyết định của HĐQT nhằm gắn kết lợi ích của các nhà quản lý và lợi ích của cổ đông và các bên có liên quan khác trong công ty. Các cổ đông lớn tổ chức, khác với cổ đông lớn là cá nhân, thường chú trọng quyền kiểm soát công ty thay vì diễn biến giá cổ phiếu trên TTCK, có thể sử dụng hiệu quả công cụ “đọa rời bỏ công ty” (“threat of exit”) như một tín hiệu cảnh báo cho thị trường về sự tùy tiện trong quản lý điều hành doanh nghiệp của HĐQT và ban điều hành (McCahery et al., 2016). Nhờ có sức mạnh thương thuyết cao hơn (Davis, 2002) và năng lực chuyên môn tốt hơn, các NĐT tổ chức có thể giám sát các nhà quản lý điều hành một cách hiệu quả hơn với chi phí thấp

hơn so với giám sát bởi các cổ đông riêng lẻ (Dalton et al., 2007; Davis, 2002). Theo Morck et al. (1988), sự cố thủ của các cổ đông bên trong (cổ đông đồng thời là nhà quản lý điều hành của công ty) chỉ có thể bị yếu đi khi có sự tồn tại của cổ đông lớn bên ngoài hoặc cổ đông lớn tổ chức trong cơ cấu sở hữu của công ty. Như vậy, cổ đông lớn tổ chức có thể tác động tích cực đến hiệu quả quản trị công ty, từ đó tăng cường hiệu quả hoạt động và giá trị của công ty.

Giả thiết 3. Công ty có sở hữu tập trung cao bởi các cổ đông tổ chức không phải nhà nước sẽ hoạt động hiệu quả hơn và có giá trị thị trường cao hơn.

3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

Dữ liệu sử dụng trong nghiên cứu này gồm toàn bộ 817 DNNY trên cả hai sàn HSX và HNX trong giai đoạn từ năm 2007-2015. Dữ liệu về đặc trưng tài chính, quản trị công ty và cấu trúc sở hữu của công ty được cung cấp bởi Công ty Tài Việt, một nhà cung cấp dịch vụ tài chính hàng đầu Việt Nam (www.vietstock.vn). Các dữ liệu này được xây dựng từ các báo cáo hàng năm từ UBCK Nhà nước Việt Nam (www.ssc.gov.vn) và các trang Web của công ty niêm yết. Đặc biệt, dữ liệu về mức độ tập trung sở hữu được thu thập dựa trên thông tin về các cổ đông lớn của mỗi công ty. Theo qui định của pháp luật qui định về quyền sở hữu công ty và TTCK, cổ đông lớn là những người nắm giữ từ 5% tổng số cổ phần của

công ty trở lên. Các dữ liệu được tiếp tục kiểm tra chéo với các báo cáo công bố thông tin trên website của các công ty niêm yết. Để kiểm tra các giả thuyết nghiên cứu, chúng tôi ước lượng hồi qui phương trình sau với Tobin's Q và logarithm tự nhiên giá trị thị trường của cổ phiếu (Mv_ln) là các biến phụ thuộc.

$$\text{Tobin's } Q_{it} / (Mv_ln_{it}) = \beta_0 + \beta_1 CG_{it} + \beta_2 \text{Ownership}_{it} + \beta_3 (CG_{it} \times \text{Ownership}_{it}) + \text{Control Variables}_{it} + e_{it}$$

Chi tiết các biến được mô tả trong Bảng 1. Các biến độc lập bao gồm nhóm biến về quản trị công ty CG (tỷ lệ thành viên HĐQT không điều hành “non-executive directors” trong HĐQT (*nonexeboard*) và chất lượng của Ban kiểm soát (*Sboard_quality*)), nhóm biến về cơ cấu sở hữu Ownership (gồm sở hữu chi phối bởi Nhà nước (*State_Ctrl*), và sở hữu tập trung cao bởi nhóm 5 cổ đông tổ chức lớn nhất không phải là cổ đông Nhà nước (*Nonst_Inst5c*).

Hiệu quả hoạt động của công ty được đo lường bởi hệ số Tobin's Q (*tobinq*), một chỉ số và thước đo hiệu quả hoạt động dựa trên giá trị thị trường, phản ánh giá trị hiện tại của công ty và khả năng sinh lời trong tương lai. Tobin's Q được chấp nhận rộng rãi trong nghiên cứu khoa học như một thước đo hiệu quả hoạt động của công ty vì nó có thêm yếu tố giá thị trường, và được đánh giá có ít hơn khả năng bị làm sai lệch bởi các nhà quản lý điều hành bằng các thao tác kế toán hơn so với việc dùng các chỉ số ROA, ROE. Ngoài ra, để loại bỏ hoàn toàn



yếu tố kế toán trong đo lường giá trị doanh nghiệp, chúng tôi sử dụng logarithm tự nhiên giá trị thị trường của cổ phiếu (Mv_In). Để giảm ảnh hưởng của giá trị ngoại biên bất thường trong dữ liệu mẫu, chúng tôi cắt bỏ các giá trị ngoại biên của các biến phụ thuộc và biến độc lập tại mức độ 1% và 99%.

Chúng tôi sử dụng một tập hợp các biến kiểm soát, bao gồm các yếu tố tài chính và phi tài chính để hạn chế ảnh hưởng của vấn đề thiếu sót biến nghiên cứu, các biến mà có thể liên quan đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp và đồng thời ảnh hưởng đến hiệu quả thực hành quản trị công ty (Black, Jang, et al., 2006;

Black, Love, et al., 2006; Durnev & Kim, 2005; Klapper & Love, 2004). Chúng tôi sử dụng biến giả công ty có chủ tịch HĐQT kiêm TGD/GĐ (*Duality*) làm biến kiểm soát cho đặc điểm của HĐQT. Qui mô công ty (Ln_Ta) được đo lường bởi logarit tự nhiên của tổng tài sản và tốc độ tăng trưởng tổng tài sản (Ta_growth), cơ cấu vốn (*Leverage*), tỷ lệ chi phí đầu tư tài sản cố định trên tổng tài sản (*Capex_ta*) làm biến kiểm soát cho tình hình hoạt động kinh doanh vì chỉ tiêu này ảnh hưởng đến kết quả tài chính của doanh nghiệp trong cả ngắn hạn và dài hạn. Các biến kiểm soát khác như rủi ro của cổ phiếu của công ty (*beta*), sàn chứng

khoán mà công ty đang niêm yết (HNX), và chất lượng của kiểm toán độc lập (*công ty được kiểm toán bởi Big 4 trong thời kỳ từ 2007-2015*) (*Big4*) được dùng để kiểm soát cho đặc điểm hoạt động của công ty.

4. Kết quả nghiên cứu

Bảng 2 trình bày thống kê mô tả của các giá trị các biến nghiên cứu của mẫu dữ liệu về thực hành quản trị công ty, cơ cấu sở hữu tập trung bởi Nhà nước và tổ chức đầu tư/tổ chức kinh tế, và các đặc điểm tài chính của DNNY trên 2 sàn giao dịch chứng khoán Việt Nam trong khoảng thời gian từ 2007 đến 2015. Số liệu thống kê mô tả

Bảng 1. Mô tả các biến nghiên cứu

Ký hiệu biến	Định nghĩa/ đo lường biến
<i>Nonexecboard</i>	Tỷ lệ thành viên HĐQT không trực tiếp điều hành trong HĐQT.
<i>Duality</i>	Biến giả có giá trị 1 hoặc 0 nếu TGD/ GĐ công ty đồng thời / không đồng thời là chủ tịch HĐQT.
<i>SBoard_quality</i>	Chất lượng BKS: biến giả có giá trị 1 hoặc 0 nếu có ít nhất / không có một thành viên BKS có bằng cấp (từ bậc cao đẳng trở lên) và kinh nghiệm chuyên môn tài chính kế toán.
<i>Beta</i>	Rủi ro cổ phiếu của doanh nghiệp: giá trị beta hàng tháng của doanh nghiệp <i>i</i> trong năm <i>Y</i> , tính theo 12 tháng liên tục.
<i>Big4</i>	Biến giả có giá trị 1 hoặc 0 nếu báo cáo tài chính của doanh nghiệp được/ không được kiểm toán bởi đơn vị kiểm toán độc lập trong nhóm Big4 (Deloitte, E&Y, PWC and KPMG).
<i>Capex_ta</i>	Tỷ lệ chi phí đầu tư TSCĐ trên tổng TS.
<i>Leverage</i>	Cơ cấu vốn: giá trị sổ sách của các khoản nợ chia cho giá trị sổ sách của vốn sở hữu của doanh nghiệp.
<i>HNX</i>	Có Giá trị “1” nếu doanh nghiệp niêm yết trên Sở GDCK TP. Hồ Chí Minh (HSX), và có giá “0” nếu DNNY trên Sàn GDCK Hà Nội (HNX).
<i>Mv_In</i>	Lô-ga-rit tự nhiên của giá trị vốn hóa thị trường của doanh nghiệp tại ngày giao dịch cuối cùng trong năm.
<i>Ta_growth</i>	Tốc độ tăng trưởng tổng tài sản.
<i>Ta_In</i>	Logarithm của giá trị tổng tài sản của doanh nghiệp.
<i>Tobin’s Q</i>	Tobin’s Q = giá trị vốn hóa thị trường của cổ phiếu cộng với giá trị sổ sách của các khoản nợ, chia cho giá trị sổ sách của tổng tài sản của doanh nghiệp.
<i>State_ctrl</i>	Biến giả có giá trị 1 hoặc 0 nếu doanh nghiệp có / không có sở hữu kiểm soát bởi Nhà nước.
<i>Nonst_inst5c</i>	Biến giả có giá trị 1 hoặc 0 nếu doanh nghiệp có/ không có sở hữu trên 35% bởi 5 tổ chức đầu tư/ tổ chức kinh doanh không phải là Nhà nước.

Nguồn: Kết quả nghiên cứu của nhóm tác giả



Bảng 2. Phân phối thông kê của các biến nghiên cứu

Tên biến	Ký hiệu	Số lượng mẫu	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị tối thiểu	Tứ phân vị thứ 1	Tứ phân vị thứ 2	Tứ phân vị thứ 3	Giá trị tối đa
	variable	N	mean	sd	min	p25	p50	p75	max
Tobin's Q	tobinq	5097	1,087231	0,7118554	0,147597	0,808846	0,942136	1,134097	20,93302
Logarithm giá trị thị trường của cổ phiếu	mv_ln	5098	12,09174	1,726808	7,901007	10,91421	11,91999	13,09136	18,84998
Tỷ lệ thành viên HĐQT không trực tiếp điều hành trong HĐQT	nonexeboard	5042	0,6347873	0,1841029	0	0,555556	0,6	0,8	1
Chất lượng ban kiểm soát	sboard_quality	5042	0,4325664	0,495481	0	0	0	1	1
Công ty có sở hữu kiểm soát bởi Nhà nước	state_ctrl	4803	0,4763689	0,4994933	0	0	0	1	1
Công ty có sở hữu trên 35% bởi 5 tổ chức không phải là Nhà nước	nonst_inst5c	5112	0,1756651	0,3805722	0	0	0	0	1
Cấu trúc vốn	leverage	5096	2,363344	19,0102	-147,2548	0,497681	1,180313	2,332553	1058,744
Chủ tịch HĐQT kiêm TGD	duality	5040	0,3490079	0,4767038	0	0	0	1	1
Mức độ rủi ro cổ phiếu	beta	5024	0,7843922	1,355697	-19,00248	0,219869	0,726667	1,256441	46,42915
Kiểm toán độc lập Big4	big4	4555	0,2201976	0,4144253	0	0	0	0	1
Tỷ lệ chi phí đầu tư TSCĐ trên tổng Tài sản	capex_ta	5072	0,0520448	0,078204	0	0,003934	0,021286	0,06572	0,744158
Logarithm của tổng tài sản	ta_ln	5081	13,12849	1,601681	9,087559	12,13326	12,99987	14,03144	20,56153
Tốc độ tăng trưởng tổng tài sản	ta_growth	4849	16,57447	84,82285	-87,5528	-3,10751	7,640937	23,46057	5115,553

Nguồn: Kết quả nghiên cứu của nhóm tác giả

cho thấy, tỷ lệ thành viên HĐQT không trực tiếp điều hành trong các DNNY trên hai sàn chứng khoán có giá trị trung bình 63,5%, trong khi đó chỉ có 43,3% số lượng doanh nghiệp có ban kiểm soát có ít nhất một thành viên có bằng cấp chuyên môn và kinh nghiệm trong lĩnh vực tài chính kế toán. Có 35% các DNNY có HĐQT mà trong đó chủ tịch HĐQT kiêm tổng giám đốc/giám đốc doanh nghiệp. 47,6% số lượng DNNY có sở hữu kiểm soát bởi Nhà nước (Nhà nước nắm giữ lượng cổ phần lớn nhất trong doanh nghiệp), các doanh nghiệp có ít nhất 5 cổ đông là tổ chức đầu tư/tổ chức kinh tế không phải là Nhà nước nắm giữ trên 35% vốn cổ phần chỉ chiếm 17,6%.

Về các chỉ số đo lường hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, giá trị trung bình của Tobin's Q và logarit tự nhiên của giá trị thị trường của cổ phiếu của doanh nghiệp tương ứng là 1,08 (giá trị tối thiểu 0,15 và giá trị tối đa 20,93) và 12,09 (giá trị tối thiểu 7,90 và giá trị tối đa 18,85). Nhìn chung các doanh nghiệp có mức độ đo lường hiệu quả hoạt động kinh doanh Tobin's Q ở giá trị $0,94 < 1$, hàm ý nhà đầu tư không đánh giá cao cổ phiếu của các doanh nghiệp. Mức độ rủi ro cổ phiếu trung bình của các DNNY ở mức $\beta = 0,78 < 1$, tuy nhiên mức độ rủi ro thị trường của từng nhóm doanh nghiệp có khoảng cách khá lớn (min -19, p25=0,21, p50 = 0,72, p75 = 1,25 và max 46,4). Điều này cũng tương tự như cơ cấu vốn của các doanh nghiệp, với tỷ lệ trung bình là 2,36 nhưng có sự khác biệt rất lớn giữa các nhóm doanh nghiệp. Tốc độ tăng trưởng tổng tài sản của các DNNY ở mức trung bình 16,5%. Đặc biệt, về vấn đề thuê kiểm toán độc lập kiểm toán báo cáo tài chính, chỉ có 22% trong tổng số 817 DNNY trong cả thời kỳ sử dụng dịch vụ kiểm toán của nhóm các đơn vị kiểm toán Big4. Ma trận Spearman Correlations (Bảng 3) cho thấy không có sự tương quan giữa các



Bảng 3: Ma trận quan hệ tương quan giữa các biến nghiên cứu (Spearman Correlations Matrix)

Variable	tobinq	mv_ln	nonexe_ board	sboard_ quality
Tobin's Q	1			
Logarithm giá trị thị trường của cổ phiếu	0.417***	1		
Tỷ lệ thành viên HĐQT không trực tiếp điều hành	0,0299	0.130***	1	
Chất lượng ban kiểm soát	0.0598***	0.178***	0,00415	1
Công ty có sở hữu kiểm soát bởi nhà nước	0.0588***	-0.0443**	-0.0982***	0,0271
Công ty có sở hữu trên 35% bởi 5 tổ chức không phải là NN	0.0495**	0.0594***	0.170***	0.0368*
Cấu trúc vốn	-0,00841	-0,0261	0,0106	-0,0171
Chủ tịch HĐQT kiêm TGD	0,0149	-0.0894***	-0.366***	-0.0331*
Mức độ rủi ro cổ phiếu	0,000165	0.0971***	-0,00462	0.0352*
Kiểm toán độc lập Big4	0.0982***	0.501***	0.175***	0.111***
Sàn niêm yết	-0.112***	-0.503***	-0.0424**	-0.114***
Tỷ lệ chi phí đầu tư TSCĐ trên tổng TS	0.117***	0.0933***	-0.0619***	0,0229
Logarithm của tổng tài sản	0.107***	0.845***	0.0749***	0.148***
Tốc độ tăng trưởng tổng tài sản	0.0620***	0.0881***	0.0326*	-0,00113

State_ ctrl	Nonst_ inst5c	Leverage	Duality	Beta	Big4	HNX	capex_ta	ln_ta	ta_ growth
1									
-0.420***	1								
0,0249	-0,00211	1							
-0.0572***	-0.133***	-0,0282	1						
-0,0166	0,0129	-0,00191	0,000532	1					
-0.116***	0.260***	0,00547	-0.134***	0.0759***	1				
0.0501**	-0,00137	0,0265	-0,0275	-0.0423**	-0.197***	1			
0.0723***	-0,0241	-0,0218	-0,0137	0.0343*	-0.0362*	-0,0293	1		
-0.0460**	0.0431**	0.0667***	-0.103***	0.110***	0.504***	-0.446***	0,029	1	
-0.0542***	0,00636	-0,00625	-0,0113	0,0184	-0,00304	0,00453	0.0953***	0.0630***	1

Ý nghĩa thống kê (t statistics in parentheses) * p<0.05, ** p<0.01, *** p<0.001

Nguồn: Kết quả nghiên cứu của nhóm tác giả

Bảng 4: Kiểm định mô hình nghiên cứu

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects
 $mv_ln[firmid, t] = Xb + u[firmid] + e[firmid, t]$

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
mv_ln	2.952306	1.718228
e	.2795767	.5287502
u	.4130723	.642707

Test:

Var(u) = 0
 chibar2(01) = 3127.52
 Prob > chibar2 = 0.0000

. hausman fixed random



----- Coefficients -----

	(b) fixed	(B) random	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
nonexeboard	.0979805	.2206883	-.1227079	.023683
sboard_qua~y	.0405973	.0865354	-.0459381	.0096057
state_ctrl	-.2623597	-.1033296	-.1590301	.0263478
nonst_inst5c	.1182249	.0529138	.0653111	.0221579
leverage	-.0025036	-.0034361	.0009325	.
duality	.034122	.0325514	.0015706	.0093303
beta	.0165225	.0189919	-.0024694	.0007798
big4	.1091322	.2357043	-.1265722	.016812
hnx	-.074746	-.6136444	.5388983	.1082296
capex_ta	.9414552	1.182374	-.2409188	.
ta_ln	.3685981	.6480682	-.2794701	.0175408
ta_growth	.0005638	.0004928	.000071	.

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg

B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

$$\begin{aligned} \text{chi2}(12) &= (b-B)'[(V_b-V_B)^{-1}](b-B) \\ &= 494.28 \end{aligned}$$

$$\text{Prob} > \text{chi2} = 0.0000$$

(V_b-V_B is not positive definite)

biến nghiên cứu, trong khi kết quả kiểm định yếu tố lạm phát phương sai (Variable Inflation Factor) của quan hệ tuyến tính trong mô hình nghiên cứu, VIF = 1,21 < 10 và Adj R-squared = 0,0458 cho thấy không tồn tại đa cộng tuyến giữa các biến nghiên cứu trong mô hình hồi quy. Bảng 4 báo cáo kết quả kiểm định lựa chọn mô hình sử dụng trong nghiên cứu. Kiểm định Hausman xác định phương pháp fixed effect là phù hợp để kiểm định mối quan hệ giữa thực hành quản trị doanh nghiệp (đo lường bằng tỷ trọng giám đốc độc lập trong HĐQT, và chất lượng của ban kiểm soát), sở hữu tập trung bởi Nhà nước và sở hữu tập trung bởi các tổ chức kinh tế/ đầu tư không phải sở hữu Nhà nước, và hiệu

quả hoạt động của doanh nghiệp đối với dữ liệu bảng sử dụng trong nghiên cứu này. Trong mô hình, các yếu tố không đồng nhất giữa các doanh nghiệp và sự thay đổi của các biến nghiên cứu qua các năm được cố định. Kết quả kiểm định mô hình (Bảng 5) cho thấy: Tỷ lệ thành viên độc lập trong HĐQT có mối quan hệ ngược chiều với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp đo lường bằng Tobin's Q và logarithm của giá trị thị trường (mv_ln) của cổ phiếu. Kết quả có ý nghĩa thống kê với mức độ 92% (p = 0,0793), tuy nhiên không có ý nghĩa thống kê khi hiệu quả hoạt động được đo hoàn toàn theo giá trị thị trường của cổ phiếu (mv_ln). Chất lượng ban kiểm soát (biến

giả có hay không ít nhất một thành viên ban kiểm soát có bằng và kinh nghiệm chuyên môn trong lĩnh vực tài chính kế toán) có quan hệ thuận với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Tuy nhiên cả hai kết quả đều không có ý nghĩa thống kê (p>0.05). Sở hữu kiểm soát bởi Nhà nước có mối quan hệ ngược chiều với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, với ý nghĩa thống kê tại mức độ 1% đối với cả hai đo lường. Sở hữu tập trung bởi các tổ chức đầu tư/ tổ chức kinh tế có mối quan hệ thuận chiều với hiệu quả hoạt động đo lường bởi cả hai thước đo thị giá của một công ty trên chi phí thay thế vốn của công ty đó và logarithm của thị giá cổ phiếu của công ty. Tuy nhiên



Bảng 5: Kết quả kiểm định mô hình _ phương pháp fixed effects

Tên biến	Ký hiệu	Tobin's Q					Mv_In				
		mô hình 1	mô hình 2	mô hình 3	mô hình 4	mô hình 5	mô hình 1	mô hình 2	mô hình 3	mô hình 4	mô hình 5
Cấu trúc vốn	leverage	0,0001	0,0001	0,0001	0,0001	0,0001	-0,0032	-0,0032	-0,0032	-0,0031	-0,0031
Chủ tịch HĐQT kiêm TGD	duality	0,6125	0,5838	0,6051	0,5153	0,5131	0,0127	0,0127	0,0128	0,0113	0,0114
Mức độ rủi ro cổ phiếu	beta	0,0064	-0,0014	-0,0012	-0,0013	-0,0008	0,0372	0,0318	0,0321	0,0360	0,0376
Kiểm toán độc lập Big4	big4	0,7450	0,9467	0,9555	0,9508	0,9708	0,2712	0,3659	0,3619	0,2997	0,2740
Sàn niêm yết	hnx	0,0008	0,0009	0,0009	-0,0020	-0,0022	0,0079	0,0080	0,0080	0,0048	0,0044
Tỷ lệ chi phí đầu tư TSCĐ trên tổng TS	capex_ta	0,8817	0,8659	0,8594	0,6383	0,6125	0,3422	0,3379	0,3355	0,5331	0,5681
Logarithm của tổng tài sản	ta_ln	0,0713	0,0725	0,0724	0,0702	0,0665	0,1404	0,1412	0,1411	0,1309	0,1198
Tốc độ tăng trưởng tổng tài sản	ta_growth	0,0060	0,0053	0,0053	0,0065	0,0094	0,0086	0,0083	0,0083	0,0122	0,0216
Tỷ lệ thành viên HĐQT không trực tiếp điều hành trong HĐQT	nonexe-board	-0,0660	-0,0642	-0,0644	-0,0646	-0,0636	-0,1965	-0,1953	-0,1956	-0,2000	-0,1971
Chất lượng ban kiểm soát	sboard_quality	0,4116	0,4204	0,4158	0,4538	0,4559	0,0947	0,0971	0,0970	0,1244	0,1286
Sở hữu kiểm soát bởi nhà nước	state_ctrl	0,0889	0,0915	0,0910	0,0931	0,0938	0,6542	0,6561	0,6554	0,6540	0,6559
Sở hữu trên 35% bởi 5 tổ chức không phải là nhà nước	nonst_inst_5c	0,3794	0,3648	0,3690	0,3704	0,3675	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Firm FE's		-0,0114	-0,0111	-0,0115	-0,0124	-0,0138	0,4170	0,4172	0,4168	0,4156	0,4113
Year FE's		0,5514	0,5604	0,5482	0,5299	0,4766	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
		0,0001	0,0001	0,0001	0,0001	0,0001	0,0003	0,0003	0,0003	0,0003	0,0003
		0,3835	0,3860	0,3825	0,4254	0,4236	0,1702	0,1710	0,1698	0,1703	0,1653
		-0,0683	-0,0671	-0,0848	-0,0864			-0,0473	-0,0459	-0,0332	-0,0381
		0,1569	0,1639	0,1639	0,0858	0,0793		0,5935	0,6044	0,7096	0,6686
				0,0183	0,0173	0,0182			0,0217	0,0252	0,0278
				0,3356	0,3764	0,3501			0,5045	0,4378	0,3905
				-0,1003	-0,0884					-0,2445	-0,2092
				0,0000	0,0007				0,0000	0,0000	0,0001
					0,0435						0,1292
					0,2827						0,0295
		1,1834	1,2232	1,2179	1,3083	1,3146	6,4903	6,5179	6,5116	6,6745	6,6930
		0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
		Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
		Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes



Tên biến	Ký hiệu	Tobin's Q					Mv_In				
		mô hình 1	mô hình 2	mô hình 3	mô hình 4	mô hình 5	mô hình 1	mô hình 2	mô hình 3	mô hình 4	mô hình 5
N		4301	4301	4301	4140	4140	4301	4301	4301	4140	4140
r ²		0,2293	0,2300	0,2305	0,2305	0,2313	0,3458	0,3458	0,3460	0,3500	0,3517
r ² _a		0,2266	0,2272	0,2274	0,2271	0,2278	0,3435	0,3434	0,3434	0,3472	0,3488

mối quan hệ với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp đo lường bởi Tobin's Q không có ý nghĩa thống kê ($p = 0.2827$), trong khi đo lường bởi giá trị thị trường có ý nghĩa thống kê rất cao ($p = 0.0295$). Chủ tịch HĐQT kiêm TGD/GĐ doanh nghiệp có quan hệ ngược chiều với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, tuy nhiên mối quan hệ này không có ý nghĩa thống kê. Đặc biệt, yếu tố kiểm toán bởi nhóm đơn vị kiểm toán độc lập Big4 ảnh hưởng tích cực và có ý nghĩa thống kê ở mức độ 99% đối với cả hai biến đo lường hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

5. Thảo luận và đề xuất

Việt Nam là nước đang trong quá trình chuyển đổi nền kinh tế từ nền kinh tế kế hoạch tập trung sang nền kinh tế thị trường. Cùng với quá trình cổ phần hóa doanh nghiệp Nhà nước, quá trình đổi mới quản trị công ty đang ở những bước đi đầu tiên, với quy chế quản trị công ty áp dụng đối với các công ty niêm yết từ năm 2007. Quá trình cổ phần hóa doanh nghiệp Nhà nước tại Việt Nam thực hiện khá chậm (Fahey, 1997; Freeman & Nguyen, 2006; Quach, 2008; Truong et al., 2010), đồng thời Nhà nước vẫn giữ vai trò chủ đạo trong nền kinh tế và nắm quyền kiểm soát trong các doanh nghiệp có vốn Nhà nước. Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu của chúng tôi cho thấy, sở hữu Nhà nước ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Kết quả này nhất quán với các kết quả của các nghiên cứu trước đây tại Việt Nam như Tran et al. (2014) và Phung and Hoang (2013). Chúng tôi đề xuất, bên cạnh việc thúc đẩy tiến độ cổ phần hóa doanh nghiệp, Chính phủ nên cân nhắc sớm giảm bớt sở hữu Nhà nước nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp có vốn Nhà nước. Sở hữu tập trung cao bởi các tổ chức đầu tư, tổ chức kinh tế có ảnh hưởng tích

cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, điều này phù hợp với lý thuyết người đại diện (agency theory) về vai trò của cổ đông tổ chức chuyên nghiệp trong quản trị công ty. Kết quả của nghiên cứu này cũng phản ánh kỳ vọng của thị trường vào giá trị của cổ phiếu khi có hiện diện của nhà đầu tư tổ chức tại doanh nghiệp với kỳ vọng quản trị doanh nghiệp tốt hơn và hiệu quả hoạt động cao hơn. Mặc dù mối quan hệ dương giữa sở hữu của nhà đầu tư tổ chức tại doanh nghiệp và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp có ý nghĩa thống kê cao (mức độ 98%) khi đo lường hiệu quả doanh nghiệp theo giá trị thị trường, nhưng lại không có ý nghĩa thống kê khi đo lường bằng Tobin's Q. Kết quả này có thể hàm ý đo lường hiệu quả doanh nghiệp theo số liệu kế toán (giá trị sổ sách các khoản nợ và tài sản của doanh nghiệp) trong chỉ số Tobin's Q có thể có mức độ tin cậy chưa cao, chưa phản ánh đúng thực trạng tài chính của doanh nghiệp. Một phần nguyên nhân có thể do trên thực tế, chế độ kế toán doanh nghiệp của Việt Nam chưa được đồng bộ và cải tiến phù hợp với thông lệ quốc tế, một phần khác có thể do khả năng nghiệp vụ hoặc sự cố ý của doanh nghiệp trong công tác kế toán và lập báo cáo tài chính để phục vụ cho các mục tiêu khác nhau. Do vậy, vai trò của kiểm toán độc lập trong việc kiểm toán báo cáo tài chính của doanh nghiệp là rất quan trọng, giúp bảo vệ cho nhà đầu tư trên TTCK. Căn cứ kết quả nghiên cứu về ảnh hưởng tích cực của việc sử dụng kiểm toán Big4 đối với cả hai đo lường hiệu quả doanh nghiệp, chúng tôi đề xuất các doanh nghiệp, đặc biệt là ban kiểm soát trong các doanh nghiệp, nên đề xuất lựa chọn các đơn vị kiểm toán thực sự có uy tín trên thị trường thực hiện kiểm toán báo cáo tài chính của doanh nghiệp nhằm đồng thời nâng cao giá trị thị trường của cổ phiếu cũng như góp phần quan trọng



bảo vệ quyền lợi của cổ đông thiểu số của doanh nghiệp và nhà đầu tư trên TTCK.

Kết quả nghiên cứu cũng cho thấy, trong khi ban kiểm soát có ảnh hưởng tích cực đối với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, thành viên HĐQT không trực tiếp điều hành tác động tiêu cực đến giá trị doanh nghiệp⁴. Các kết quả nghiên cứu trước đây cho thấy thực hành quản trị công ty, được đo lường bằng các biến nghiên cứu khác nhau (ví dụ quy mô HĐQT, BKS, Chủ tịch HĐQT kiêm nhiệm), có các mối quan hệ khác nhau và không nhất quán với hiệu quả hoạt động của các DNNY tại Việt Nam (đo

lường bằng các giá trị Tobin's Q, ROA và ROE) (xem thêm Vo and Phan, 2013 và Vo and Nguyen, 2014). Điều này có thể phản ánh quản trị công ty theo thông lệ quốc tế tốt nhất chưa có thực sự hiệu quả trong điều kiện doanh nghiệp Việt Nam, như được chúng tôi phân tích trong giả thuyết nghiên cứu. Theo quy định của Luật Doanh nghiệp hiện hành và quy chế quản trị công ty đối với các công ty đại chúng và niêm yết, BKS có vai trò quan trọng trong việc giám sát hoạt động của HĐQT và Ban điều hành trong doanh nghiệp, trong khi đó HĐQT trực tiếp chỉ đạo hoạt động và giám sát hiệu quả hoạt động kinh doanh của Ban điều hành và của doanh nghiệp nói chung. Vai trò và trách nhiệm của thành viên HĐQT độc lập không trực tiếp điều hành chưa

được quy định một cách rõ ràng trong Luật Công ty cũng như quy chế quản trị công ty, dẫn đến việc thực hành sáng kiến quản trị này trong thực tế có thể chưa thực sự hiệu quả. Mô hình quản trị công ty tại Việt Nam có những đặc điểm khác biệt so với các mô hình một hội đồng của các nước Anglo-Saxon và Mỹ, cũng như mô hình hai hội đồng của Đức và Hà Lan. Mô hình cải tiến quản trị công ty tại Việt Nam hiện nay được coi là mô hình hỗn hợp (hybrid/combination) giữa hai mô hình quản trị điển hình nêu trên. Cách tiếp cận này có thực sự hiệu quả đối với quản trị công ty tại Việt Nam sẽ là câu hỏi cần được tiếp tục nghiên cứu. ■

⁴ Điều này cũng cho kết quả trái với phân tích trong bài viết "Vai trò của thành viên hội đồng quản trị độc lập trong các công ty cổ phần"- Mạnh Đình- Tạp chí KH&ĐT Ngân hàng số 163-tháng 12/2015.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Mạnh Đình (2015), *Vai trò của thành viên hội đồng quản trị độc lập trong các công ty cổ phần- Tạp chí KH&ĐT Ngân hàng số 163-tháng 12/2015.*
2. Bui Thị Minh Tâm (2016), *Corporate governance, ownership and firm performance in Vietnam, Tạp chí KH&ĐT Ngân hàng số 169-tháng 06/2016*
3. Bebchuk, L., & Hamdani, A. (2009). *The elusive quest for global governance standards. University of Pennsylvania Law Review, 1263-1317.*
4. Berle, A., & Means, G. (1932). *The modern corporation and private property: www.unz.org.*
5. Black, B., Jang, H., & Kim, W. (2006). *Does corporate governance predict firms' market values? Evidence from Korea. Journal of Law, Economics, and Organization, 22(2), 366-413.*
6. Black, B., Love, I., & Rachinsky, A. (2006). *Corporate governance indices and firms' market values: Time series evidence from Russia. Emerging Markets Review, 7(4), 361-379.*
7. Blair, M., & Stout, L. (2001). *Director accountability and the mediating role of the corporate board. Wash. ULQ, 79, 403.*
8. Boyd, B. K., & Solarino, A. M. (2016). *Ownership of Corporations A Review, Synthesis, and Research Agenda. Journal of Management, 42(5), 1282-1314.*
9. Bushee, B. J., Carter, M. E., & Gerakos, J. (2013). *Institutional investor preferences for corporate governance mechanisms. Journal of Management Accounting Research, 26(2), 123-149.*
10. Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. (2000). *The separation of ownership and control in East Asian corporations. Journal of Financial Economics, 58(1), 81-112.*
11. Dalton, D. R., Hitt, M. A., Certo, S. T., & Dalton, C. M. (2007). *The Fundamental Agency Problem and Its Mitigation: Independence, Equity, and the Market for Corporate Control. The academy of management annals, 1(1), 1-64.*
12. Dapice, D., Thanh, N., Anh, V., Du, H., Pincus, J., Saich, T., & Wilkinson, B. (2008). *Choosing success: The lessons of East and Southeast Asia and Vietnam's future. Harvard Kennedy School.*
13. Davis, E. P. (2002). *Institutional investors, corporate governance and the performance of the corporate sector. Economic Systems, 26(3), 203-229. Retrieved from <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0939362502000444>. doi:[http://dx.doi.org/10.1016/S0939-3625\(02\)00044-4](http://dx.doi.org/10.1016/S0939-3625(02)00044-4)*
14. Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). *The structure of corporate ownership: Causes and consequences. The Journal of Political Economy, 1155-1177.*
15. Durnev, A., & Kim, H. (2005). *To steal or not to steal: Firm attributes, legal environment, and valuation. The Journal of Fi-*



- nance, 60(3), 1461-1493.
16. Faccio, M., & Lang, L. H. (2002). The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics*, 65(3), 365-395.
 17. Fahey, S. (1997). Vietnam and the 'third way': The nature of socio-economic transition. *Tijdschrift Voor Economische en Sociale Geografie*, 88(5), 469-480.
 18. Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 301-325.
 19. Freeman, N., & Nguyen, L. (2006). Corporate governance in Vietnam: the beginning of a long journey: International Finance Corporation, World Bank Group.
 20. Gillan, S., & Starks, L. T. (2003). Corporate governance, corporate ownership, and the role of institutional investors: A global perspective. *Journal of Applied Finance*, 13(2).
 21. Grosman, A., Okhmatovskiy, I., & Wright, M. (2015). State Control and Corporate Governance in Transition Economies: 25 Years on from 1989. *Corporate Governance: An International Review*.
 22. Grossman, S. J., & Hart, O. D. (1986). The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration. *The Journal of Political Economy*, 691-719.
 23. Jensen, M. (2001). Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. *Journal of Applied Corporate Finance*, 14(3), 8-21.
 24. Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
 25. Klapper, L., & Love, I. (2004). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, 10(5), 703-728.
 26. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1), 3-27.
 27. Li, X., & Rwegasira, K. (2008). Diversification and corporate performance in China: an agency theory perspective. *Journal of Transnational Management*, 13(2), 132-147.
 28. Lien, T., & Holloway, D. (2014). Developments in corporate governance: The case of Vietnam. *Corporate Ownership and Control*, 219.
 29. Love, I. (2010). Corporate governance and performance around the world: What we know and what we don't. *The World Bank Research Observer*; lkp030.
 30. McCahery, J. A., Sautner, Z., & Starks, L. T. (2016). Behind the scenes: The corporate governance preferences of institutional investors. *The Journal of Finance*.
 31. Mitnick, B. M. (1973). Fiduciary rationality and public policy: The theory of agency and some consequences. In 1973 Annual Meeting of the American Political Science Association, New Orleans, LA. In *Proceedings of the American Political Science Association*.
 32. Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315.
 33. Neubaum, D. O., & Zahra, S. A. (2006). Institutional ownership and corporate social performance: The moderating effects of investment horizon, activism, and coordination. *Journal of Management*, 32(1), 108-131.
 34. Phung, D. N., & Hoang, T. P. T. (2013). Corporate Ownership and Firm Performance in Emerging Market: A Study of Vietnamese Listed Firms. In *World Business and Social Science Research Conference*, Bangkok October.
 35. Quach, H. (2008). Equitization in Vietnam: Corporate Governance Perspective. Retrieved from http://vdf.org.vn/profiles/vd-forgvn/uploads/attach/1415067960_bookmar09financechapter6.pdf
 36. Rediker, K. J., & Seth, A. (1995). Boards of directors and substitution effects of alternative governance mechanisms. *Strategic Management Journal*, 16(2), 85-99.
 37. Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control. *The Journal of Political Economy*, 461-488.
 38. Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
 39. Sjöholm, F. (2006). State owned enterprises and equitization in Vietnam: European Institute of Japanese Studies.
 40. Tran, N. M., Nonneman, W., & Jorissen, A. (2014). Government ownership and firm performance: the case of Vietnam. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 4(3), 628-650.
 41. Tricker, R. I. (2015). *Corporate governance: Principles, policies, and practices*: Oxford University Press, USA.
 42. Truong, D. L., Lanjouw, G., & Lensink, R. (2010). Stock-market efficiency in thin-trading markets: the case of the Vietnamese stock market. *Applied Economics*, 42(27), 3519-3532.
 43. Vo, D., & Nguyen, T. (2014). The Impact of Corporate Governance on Firm Performance: Empirical Study in Vietnam. *International Journal of Economics and Finance*, 6(6), p1.
 44. Vo, D., & Phan, T. (2013). Corporate governance and firm performance: empirical evidence from Vietnam. *Journal of Economic Development*, 62-78.

SUMMARY

Ownership concentration, corporate governance and firm performance of Vietnamese listed companies

This study empirically examines the nexus between corporate governance, ownership concentration by the State and non-state institutional investors, and firm performance of Vietnamese listed companies, using a panel data sample of the entire population of listed companies in the Ho Chi Minh Stock Exchange (HSX) and the Hanoi Stock Exchange (HNX) during the period from 2007 to 2015. The study results show that, highly concentrated ownership by the State/ non-state institutional investors have a negative / positive association with firm performance, which is proxied by two alternative



measures: Tobin's Q and the logarithm of firm's market value. While supervisory board has a positive effect on firm performance, the proportion of non-executive directors in the board of directors are negatively related to both measures of firm performance.

Keywords: Corporate governance, ownership concentration, firm performance of Vietnamese listed companies.

Tam Thi Minh Bui, Fellows

Queensland University of Technology

Thuy Thi Bui, PhD.

Banking Academy

Received: October 2016; Accepted: 22 December 2016

THÔNG TIN TÁC GIẢ

Bùi Thị Thủy, Tiến sĩ

Bút danh: Mạn Đình

Đơn vị công tác: Học viện Ngân hàng

Lĩnh vực nghiên cứu chính: Tài chính- Kế toán, kiểm toán và phân tích các hoạt động kinh tế

Tạp chí tiêu biểu đã có bài viết đăng tải: Tạp chí Khoa học và Đào tạo Ngân hàng, Tạp chí Thị trường Tài chính Tiền tệ, Tạp chí Nghiên cứu Kiểm toán

Email: mandinh@hvn.edu.vn

Bùi Thị Minh Tâm, Nghiên cứu sinh tại Queensland University of Technology

Lĩnh vực nghiên cứu chính: Kinh tế- tài chính

Tạp chí tiêu biểu đã có bài viết đăng tải: Tạp chí Khoa học và Đào tạo Ngân hàng,

Email: buithiminh.tam@hdr.qut.edu.au

tiếp theo trang 41

năng thu hồi. Cần xây dựng một cơ chế bán nợ, nhất là nợ xấu theo giá trị thị trường; cần minh bạch, rõ ràng trong các cơ chế nhằm giảm thiểu các tiêu cực có thể xảy ra và hoạt động của VAMC.

Hiện nay ở Việt Nam, các văn bản quy phạm pháp luật điều chỉnh cho hoạt động mua bán nợ đang tồn tại rời rạc, thậm chí chồng chéo nhau. Do vậy về lâu dài, hoạt động mua bán và xử lý nợ, tài sản tồn đọng cần phải được xây dựng thành một bộ luật riêng biệt, thống nhất nhằm tạo ra môi trường pháp lý chặt chẽ, trong đó quy định rõ ràng về trách nhiệm của các bên liên quan, yêu cầu các TCTD định kì phải có báo cáo cung cấp đủ thông tin về hoạt động mua bán nợ của mình cho các cơ quan quản lý.

Bên cạnh việc củng cố các văn bản quy phạm pháp luật trực tiếp điều chỉnh về hoạt động mua bán nợ thì hệ thống pháp lý liên quan đến hoạt động mua bán nợ cũng cần có các điều chỉnh kịp thời. Cụ thể:

- Nền móng về định chế, luật pháp, giúp các ngân hàng có thể bán nợ với giá trị cao nhất hiện nay chưa hoàn chỉnh, trong đó cần xây dựng cơ sở pháp lý để cho các nhà đầu tư nước ngoài, các nguồn vốn nước ngoài tham gia hoạt động mua, bán nợ tại Việt Nam.

- Hệ thống pháp lý liên quan đến tài sản bảo đảm là một trong những vấn đề cần được tiếp tục hoàn thiện. Một khoản nợ được mua bán có công chứng

giao dịch đảm bảo, đăng ký đầy đủ thủ tục pháp lý và ngân hàng là người giữ giấy tờ sở hữu chính. Tuy nhiên khi cần phải xử lý, thu hồi nợ thì ngân hàng gần như phải hoàn toàn phụ thuộc vào thiện chí của chủ tài sản. Nếu họ không hợp tác, ngân hàng sẽ khó thu giữ được tài sản, không phát mại được và phải nhờ đến cơ quan pháp luật. Hơn nữa khi đưa ra giải quyết tranh chấp tại toà án thì thủ tục, quy trình xử lý rất phức tạp, rườm rà. Điều này gây cản trở cho việc mua bán các khoản nợ có tài sản bảo đảm.

- Hệ thống pháp lý cho thị trường tài chính nói chung chưa có hướng dẫn cụ thể về định giá các khoản nợ để bán.

4. Kết luận

Thị trường mua bán nợ nói chung và cho các NHTM ở Việt Nam hiện nay mới chỉ đang trong giai đoạn đầu. Để đẩy mạnh hoạt động mua bán nợ, từ đó góp phần làm lành mạnh hóa tình hình tài chính nền kinh tế, cần thực hiện rất nhiều giải pháp. Trong đó, vai trò điều tiết, quản lý của Nhà nước là rất quan trọng. Các văn bản pháp lý hướng dẫn cho hoạt động mua bán nợ cần theo kịp sự thay đổi của tình hình thực tế, đồng thời làm cơ sở thiết lập thị trường và áp dụng các hình thức xử lý nợ xấu đã được các nước khác triển khai thành công để hỗ trợ hoạt động của các tổ chức xử lý nợ, cũng như thu hút sự tham gia của các nhà đầu tư tư nhân hay thậm chí cả các nhà đầu tư nước ngoài vào hoạt động này. ■