

QUẢN TRỊ DOANH NGHIỆP CÓ PHẢI LÀ MỘT ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ CỦA VIỆT NAM HAY KHÔNG?

IS CORPORATE GOVERNANCE A MOTIVATION OF ECONOMIC GROWTH IN VIETNAM?

Ngày nhận bài: 19/02/2020

Ngày chấp nhận đăng: 27/03/2020

Nguyễn Khắc Quốc Bảo, Lê Văn

TÓM TẮT

Bài viết tìm hiểu tác động của quản trị doanh nghiệp đối với sự tăng trưởng các ngành kinh tế Việt Nam. Kết quả cho thấy thẻ điểm quản trị doanh nghiệp (corporate governance scorecard) giảm thiểu tác động tiêu cực của mức độ tập trung ngân hàng đối với tăng trưởng kinh tế. Như vậy, quản trị doanh nghiệp thực sự là một động lực thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, đặc biệt tại các thị trường mới nổi và đang phát triển như Việt Nam.

Từ khóa: Thẻ điểm quản trị doanh nghiệp, mức độ tập trung ngân hàng, tăng trưởng kinh tế.

ABSTRACT

This paper examines the impact of corporate governance on economic growth of industrial sectors in Vietnam. We find that corporate governance scorecard mitigates the negative impact of bank concentration to economic growth. As a result, corporate governance is a motivation of economic growth, especially at emerging and developing markets such as Vietnam.

Keywords: Corporate governance scorecard, bank concentration, economic growth.

Mã phân loại JEL: G3, G34, G2, O16.

1. Giới thiệu

Quản trị (governance) ngày càng được chứng tỏ là một nhân tố quan trọng quyết định sự thành bại của một chủ thể kinh doanh, những ngành kinh tế và toàn bộ thị trường. Các thông lệ quản trị doanh nghiệp đã và đang được ban hành trên cả quy mô toàn cầu và khu vực. Trên bình diện quốc tế, Tổ chức Hợp tác và Phát triển Kinh tế (OECD) đã ban hành các nguyên tắc về quản trị doanh nghiệp (OECD, 1999). Trên bình diện khu vực, Ngân hàng Phát triển Châu Á (ADB) đã đưa ra thẻ điểm quản trị doanh nghiệp (corporate governance scorecard) để đánh giá về quản trị doanh nghiệp tại Đông Nam Á (ADB, 2017). Tại Việt Nam, Bộ nguyên tắc về quản trị công ty theo thông lệ tốt nhất đã được ban hành dành cho các công ty đại chúng (Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, 2019). Tiếp nối những khuôn khổ trên, bài viết này được thực hiện nhằm đưa ra bằng chứng thực nghiệm cho tác động của

quản trị doanh nghiệp đối với tăng trưởng các ngành kinh tế Việt Nam. Bài viết sử dụng thẻ điểm quản trị doanh nghiệp trong giai đoạn 2013-2017 như được khởi xướng bởi ADB (2017) để cho thấy rằng (i) mức độ tập trung ngân hàng cao làm giảm tăng trưởng kinh tế; và (ii) quản trị doanh nghiệp ảnh hưởng tích cực đến mối quan hệ này. Qua đó, quản trị doanh nghiệp tốt sẽ giảm thiểu những tác động tiêu cực của việc phụ thuộc vào những nguồn tài trợ bên ngoài.

Về mặt bố cục, cơ sở lý thuyết và bằng chứng thực nghiệm từ những nghiên cứu trước sẽ được trình bày trong Phần 2; phương pháp và dữ liệu nghiên cứu được trình bày trong Phần 3; kết quả nghiên cứu và những thảo luận liên quan được trình bày trong Phần 4; và kết luận được trình bày trong Phần 5.

Nguyễn Khắc Quốc Bảo, Khoa Tài chính, Trường Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh
Lê Văn, Nghiên cứu sinh tại Trường Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh

2. Tổng quan nghiên cứu

Bên cạnh những nguyên lý và thông lệ về quản trị doanh nghiệp như đã được trình bày trong Phần 1, khung lý thuyết về chủ đề này cũng được xây dựng từ những nghiên cứu trước đây. Khung lý thuyết này được xây dựng trên những khía cạnh bao gồm tác động của quản trị doanh nghiệp đến (i) các hoạt động huy động vốn tài trợ, đầu tư và phân phối lợi nhuận; (ii) trong giai đoạn khủng hoảng tài chính; và (iii) mức độ tập trung ngân hàng và tăng trưởng kinh tế.

Theo Doidge và cộng sự (2007) và Attig và cộng sự (2008), quản trị doanh nghiệp tốt dẫn đến giảm chi phí sử dụng vốn nợ. Theo Cueto (2008, 2013), Bae và cộng sự (2012), Bai và cộng sự (2004), Chen và cộng sự (2009, 2011), Morey và cộng sự (2009), Balasubramanian và cộng sự (2010), Ammann và cộng sự (2011) và Claessens và cộng sự (2014), quản trị doanh nghiệp tốt dẫn đến giảm chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu và do đó làm tăng giá trị doanh nghiệp. Theo Khanna và Zyla (2010), quản trị doanh nghiệp là một nhân tố quan trọng tác động đến quyết định đầu tư tại các thị trường mới nổi. Theo Nayaran và cộng sự (2015), quản trị doanh nghiệp dự đoán được lợi tức của thị trường chứng khoán.

Trong các cuộc khủng hoảng tài chính, quản trị doanh nghiệp là một nhân tố tác động đến tỷ suất sinh lợi. Bằng chứng thực nghiệm được chỉ ra bởi Johnson và cộng sự

(2000), Lemon and Lins (2003) và Bae và cộng sự (2012) đối với cuộc khủng hoảng tài chính tại châu Á trong những năm 1990 và Cornett và cộng sự (2010) đối với cuộc khủng hoảng tài chính 2008-2009.

Về tương quan giữa quản trị doanh nghiệp và tăng trưởng kinh tế, Petersen và Rajan (1995), Black và Strahan (2002), Diallo và Koch (2018), Diallo và Zhang (2017) chỉ ra rằng mức độ tập trung ngân hàng cao là nguyên nhân của việc tăng trưởng kinh tế thấp. Diallo (2017) bổ sung rằng chất lượng quản trị doanh nghiệp sẽ giảm thiểu tác động của tập trung ngân hàng đối với tăng trưởng kinh tế, đặc biệt là tại các thị trường mới nổi và đang phát triển.

Kế thừa khung lý thuyết như trên, bài viết đánh giá tác động của quản trị đối với quan hệ giữa tập trung ngân hàng và tăng trưởng các ngành kinh tế Việt Nam trong giai đoạn 2013-2017. Điểm mới của nghiên cứu này bao gồm việc sử dụng thẻ điểm quản trị doanh nghiệp như được đề xuất bởi ADB (2017) để đại diện cho chất lượng quản trị doanh nghiệp.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Mô hình nghiên cứu

Bài viết đánh giá sự tương tác của quản trị doanh nghiệp đối với mối quan hệ giữa tập trung ngân hàng và tăng trưởng các ngành kinh tế (như được tổng hợp tại Bảng 1) với mô hình hồi quy được xây dựng như sau:

$$\ln y_{j,t} - \ln y_{j,t-1} = \text{Const} + \theta_j + \eta_t + \beta_1 \times FD_{j,t} \times BC_t + \beta_2 \times FD_{j,t} \times BC_t \times CGS_t + \beta_3 \times FD_{j,t} \times MF_t + \epsilon_{j,t}$$

Bảng 1.

Các ngành kinh tế Việt Nam

<i>j</i>	Tên ngành kinh tế Việt Nam	<i>j</i>	Tên ngành kinh tế Việt Nam
1	Nông nghiệp, lâm nghiệp và thủy sản	10	Thông tin và truyền thông
2	Khai khoáng	11	Tài chính, ngân hàng và bảo hiểm
3	Công nghiệp chế biến, chế tạo	12	Hoạt động kinh doanh bất động sản

4	Sản xuất, phân phối điện, khí đốt, nước nóng, hơi nước và điều hòa không khí	13	Hoạt động chuyên môn, khoa học và công nghệ
5	Cung cấp nước; hoạt động quản lý và xử lý rác thải, nước thải	14	Hoạt động hành chính và dịch vụ hỗ trợ
6	Xây dựng	15	Giáo dục và đào tạo
7	Bán buôn và bán lẻ; sửa chữa ô tô, mô tô, xe máy và xe có động cơ khác	16	Y tế và hoạt động trợ giúp xã hội
8	Vận tải, kho bãi	17	Nghệ thuật, vui chơi và giải trí
9	Dịch vụ lưu trú và ăn uống	18	Hoạt động dịch vụ khác

Nguồn: Tổng Cục Thống kê

Trong mô hình nghiên cứu, $y_{j,t}$ thể hiện năng suất lao động của toàn xã hội theo phân ngành kinh tế. Như vậy, $\ln y_{j,t} - \ln y_{j,t-1}$ thể hiện tốc độ gia tăng năng suất lao động của mỗi ngành, đây chính là tốc độ tăng trưởng kinh tế theo cấp độ ngành (meta level) của Việt Nam. Biến phụ thuộc này tương thích với cách xây dựng tỷ lệ giữa tổng sản lượng đầu ra và tổng số lao động mỗi ngành của Diallo (2017). Biến $FD_{j,t}$ thể hiện sự phụ thuộc của ngành j vào các nguồn tài trợ bên ngoài. Sự phụ thuộc vào các nguồn tài trợ bên ngoài được xây dựng qua tỷ số (Nhu cầu đầu tư – Nguồn lực tự tài trợ) / Nguồn lực tự tài trợ (Rajan và Zingales, 1998). Trong đó, nhu cầu đầu tư và các nguồn lực tự tài trợ lần lượt được đại diện bởi hai chỉ tiêu *Vốn đầu tư phát triển toàn xã hội* và *Tổng sản phẩm trong nước* theo ngành kinh tế. Cả hai chỉ tiêu này đều được tính trên cơ sở giá so sánh 2010.

Biến BC_t thể hiện mức độ tập trung ngân hàng (Diallo, 2017), được đại diện bởi hai chỉ số *3-Bank* và *Herfindahl-Hirschman Index (HHI)*. Trong đó, “*3-Bank*” là tỷ trọng tài sản của ba ngân hàng lớn nhất trên toàn bộ hệ thống ngân hàng ở Việt Nam và *HHI* là thể hiện mức độ tập trung của thị phần. Việc sử dụng hai chỉ số đồng thời giúp kiểm định tính bền vững của mô hình nghiên cứu. Biến

CGS_t thể hiện thể điểm quản trị doanh nghiệp (ADB, 2017) tại Việt Nam. Thể điểm này được đánh giá dựa trên các yếu tố (i) quyền của chủ sở hữu; (ii) sự đối xử bình đẳng giữa các chủ sở hữu; (iii) vai trò của các bên liên quan; (iv) sự tiết lộ và minh bạch thông tin; và (v) vai trò và trách nhiệm của ban lãnh đạo. Do ADB không thực hiện đánh giá thể điểm quản trị doanh nghiệp cho năm 2016 nên biến này mang độ trễ cho các năm từ 2012 đến 2015. Biến kiểm soát MF_t thể hiện chỉ số tự do tiền tệ (Rajan và Zingales, 1998; Claessens và cộng sự, 2008; và Diallo, 2017). Chỉ số này dựa vào lạm phát và sự kiểm soát giá cả, và do đó chúng tỏ sự ổn định giá cả không bị can thiệp bởi kinh tế vĩ mô.

Để tránh trường hợp nội sinh trong các nghiên cứu về quản trị doanh nghiệp như được thảo luận bởi Claessens và Yurtoglu (2013), mô hình nghiên cứu của bài viết bao gồm hiệu ứng thời gian (time effect) η_t và hiệu ứng cố định (fixed effect) theo ngành θ_j . Kết quả kỳ vọng của bài viết bao gồm (i) tập trung ngân hàng ảnh hưởng tiêu cực đến tăng trưởng kinh tế; và (ii) quản trị doanh nghiệp tốt làm giảm thiểu tác động trên. Như vậy, kỳ vọng dấu của mô hình hồi quy là $\beta_1 < 0$ và $\beta_2 > 0$.

3.2. Dữ liệu nghiên cứu

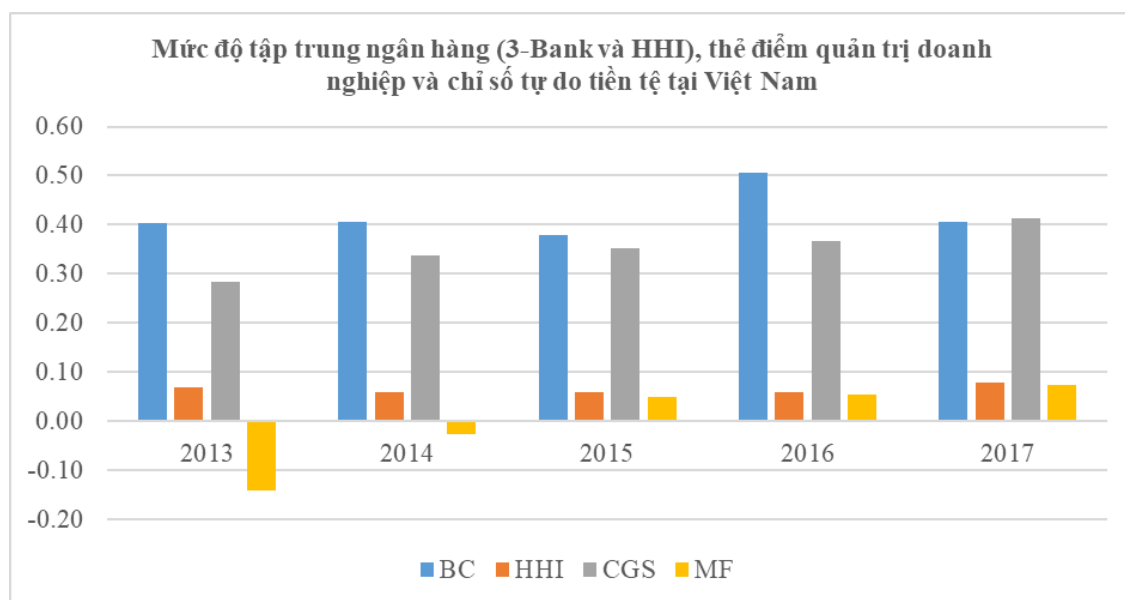
Tốc độ tăng trưởng kinh tế và nhu cầu các nguồn tài trợ bên ngoài của mỗi ngành kinh tế được tham khảo từ cơ sở dữ liệu của Tổng Cục Thống kê và được mô tả như trong Bảng 2. Các biến còn lại trong mô hình nghiên cứu được minh họa tại Hình 1. Trong đó, chỉ số 3-Bank được tham khảo từ cơ sở dữ liệu của Diễn đàn Kinh tế Thế giới (WEF) và chỉ số HHI được tham khảo từ công bố của World

Bảng 2.

Thống kê mô tả tăng trưởng kinh tế và nhu cầu các nguồn tài trợ bên ngoài của các ngành kinh tế Việt Nam giai đoạn 2013-2017

Tiêu chí	Tăng trưởng kinh tế	Nhu cầu tài trợ bên ngoài
Số quan sát	90	90
Giá trị trung bình	0.0756	0.4898
Độ lệch chuẩn	0.0089	0.0419
Giá trị tối đa (max)	0.5463	0.9862
Giá trị tối thiểu (min)	-0.1829	-0.5708
Skewness	2.1057	-0.9203
Kurtosis	12.0773	-0.0668

Nguồn: Tổng Cục Thống kê



Hình 1. Tập trung ngân hàng, quản trị doanh nghiệp và tự do tiền tệ tại Việt Nam giai đoạn 2013-2017

Nguồn: WEF, WITS, ADB và The Global Economy

4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

Bảng 3.

Tăng trưởng kinh tế, tập trung ngân hàng và thể điểm quản trị doanh nghiệp

3-Bank đại diện mức độ tập trung ngân hàng		HHI đại diện mức độ tập trung ngân hàng	
Tăng trưởng kinh tế	Hệ số	Tăng trưởng kinh tế	Hệ số
Hệ số chặn	0.0891*** (0.0204)	Hệ số chặn	0.0862*** (0.0223)
FD x 3-Bank	-1.2086* (0.6418)	FD x HHI	-6.1832* (3.5766)
FD x 3-Bank x CGS	3.2786* (1.7934)	FD x HHI x CGS	16.7920* (9.2449)
FD x MF	-0.9242** (0.3958)	FD x MF	-0.8675** (0.3555)
<i>Kiểm định hiệu ứng cố định</i>	<i>F-Test</i>	<i>Kiểm định hiệu ứng cố định</i>	<i>F-Test</i>
$Cov(X_{jt}, \theta_j) \neq 0$	2.30*	$Cov(X_{jt}, \theta_j) \neq 0$	2.24*
$Var(\theta_j) \neq 0$	3.16**	$Var(\theta_j) \neq 0$	3.14**

Số trong ngoặc là độ lệch chuẩn. (*, **, ***) lần lượt ứng với mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%.

Bảng 3 trình bày kết quả nghiên cứu về mối liên hệ giữa tăng trưởng kinh tế, mức độ tập trung ngân hàng và thể điểm quản trị doanh nghiệp tại Việt Nam trong giai đoạn 2013-2017 thông qua biến kiểm soát là chỉ số tự do tiền tệ. Khi mức độ tập trung ngân hàng lần lượt được đại diện bởi hai chỉ số 3-Bank và HHI, kết quả hồi quy đều đạt được kỳ vọng dấu như giả thuyết nghiên cứu với độ tin cậy ở mức chấp nhận được. Kết quả kiểm định F-Test cho thấy việc áp dụng hiệu ứng cố định θ_j là phù hợp với cả hai mô hình.

Tính bền vững của mô hình nghiên cứu được đảm bảo ở mức ý nghĩa thống kê đáng tin cậy trên cả hai tiêu chí là thay đổi biến đại diện và kiểm định F-Test về hiệu ứng cố định.

Như vậy, sự tập trung ngân hàng tác động tiêu cực đến tăng trưởng kinh tế và quản trị doanh nghiệp là một nhân tố giúp giảm thiểu tác động này. Hay nói cách khác, quản trị doanh nghiệp tốt chính là một động lực thúc

đẩy tăng trưởng kinh tế tại Việt Nam. Kết quả này tương đồng với nghiên cứu tại những thị trường mới nổi và đang phát triển (Petersen và Rajan, 1995; Black và Strahan, 2002; Diallo và Koch, 2018; Diallo và Zhang, 2017; và Diallo, 2017). Bên cạnh đó, khi biến số thể điểm quản trị doanh nghiệp đóng vai trò tương tác trong mô hình nghiên cứu, việc giảm thiểu mức độ tập trung ngân hàng hay tập trung thị trường vẫn là động lực chính để thúc đẩy tăng trưởng các ngành kinh tế Việt Nam.

Kết quả nghiên cứu còn cho thấy biến kiểm soát thể hiện qua sự tương tác của tự do tiền tệ vào mức độ phụ thuộc tài chính ảnh hưởng ngược chiều đến tăng trưởng kinh tế Việt Nam trong giai đoạn 2013-2017 với mức ý nghĩa thống kê đáng tin cậy. Điều này ngụ ý rằng sự can thiệp của Chính phủ vào chính sách tiền tệ là cần thiết trong bối cảnh các ngành còn phụ thuộc vào nhiều nguồn tài trợ bên ngoài.

5. Kết luận

Tại các quốc gia có thị trường mới nổi và đang phát triển như Việt Nam, việc nghiên cứu về quản trị doanh nghiệp và áp dụng vào hoạch định chính sách sẽ gặp phải các trở ngại về cả khung lý thuyết và bằng chứng thực nghiệm. Bên cạnh những nghiên cứu về tác động tích cực của chất lượng quản trị doanh nghiệp đối với nền kinh tế trên góc độ vĩ mô và vi mô, một cách tiếp cận theo cấp độ ngành (meta level) là cần thiết. Do đó, bài viết này là một đóng góp ý nghĩa liên quan đến mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế, tập trung ngân hàng và quản trị doanh nghiệp.

Bài viết làm rõ tác động tích cực của quản trị doanh nghiệp đối với mối quan hệ giữa tập trung ngân hàng và tăng trưởng kinh tế. Thật vậy, quản trị tốt sẽ giúp doanh nghiệp thuận tiện hơn khi tiếp cận các nguồn tài trợ bên ngoài. Điều này góp phần làm tăng giá trị doanh nghiệp và là một động lực cho tăng trưởng kinh tế. Để thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, cần có sự phối hợp hài hòa giữa Chính phủ và doanh nghiệp. Cụ thể, sự điều tiết hợp lý của Chính phủ và chất lượng quản trị của doanh nghiệp sẽ tác động tích cực đến cả nền kinh tế.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Ammann, M., Oesch, D., Schmid, M. M. (2011). Corporate governance and firm value: international evidence. *Journal of Empirical Finance* 18, 36-55.
- Asian Development Bank (2017), ASEAN Corporate governance scorecard country report and assessments 2015.
- Attig, N., Guedhami, O., Mishra, D. (2008). Multiple large shareholders, control contests, and implied cost of equity. *Journal of Corporate Finance* 14. 721-737.
- Bai, C.E., Lui, Q., Lu, Z., Song, F.M., Zhang, J. (2004). Corporate governance and market valuation in China. *Journal of Comparative Economics* 32. 599-616.
- Bae, K.-H., Baek, J.-S., Kang, J.-K., Liu, W.-L. (2012). Do controlling shareholders' expropriation incentives imply a link between corporate governance and firm value? Theory and evidence. *Journal of Financial Economics* 105. 412-435.
- Balasubramanian, N., Black, B.S., Khauna, V. (2010). The relation between firm-level corporate governance and market value: A case study of India. *Emerging Markets Review* 11. 319-340.
- Black, S.E., Strahan, P.E. (2002). Entrepreneurship and bank credit availability. *Journal of Finance* 5. 2807-2833.
- Chen, K.C.W, Chen, Z., Wei, K.C.J. (2009). Legal protection of investors, corporate governance, and the cost of equity capital. *Journal of Corporate Finance* 12. 424-448.
- Chen, K.C.W, Chen, Z., Wei, K.C.J. (2011). Agency costs of free cash flows and the effect of shareholder rights on the implied cost of capital. *Journal of Finance and Quantitative Analysis* 46. 171-207.
- Claessens, S., Feijen, E., Laeven, L. (2008). Political connections and preferential access to finance: the role of campaign contributions. *Journal of Financial Economics* 88. 554-580.

- Claessens, S., Ueda, K., Yafeh, Y. (2014). Institutions and financial frictions: Estimating with structural restrictions on firm value and investment. *Journal of Development Economics* 105. 412-435.
- Claessens, S., Yurtoglu, B.B. (2013). Corporate governance in emerging markets. *Emerging Markets Review* 15, 1-33.
- Cornett, M.M., McNutt, J.J., Tehranian, H. (2010). The financial crisis, internal corporate governance, and the performance of publicly traded U.S. bank holding companies. SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1476969>.
- Cueto, D.C. (2008). Corporate governance and ownership structure in emerging markets: evidence from Latin America. SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1157031>.
- Cueto, D.C. (2008). Substitutability and complementarity of corporate governance mechanisms in Latin America. *International Review of Economics & Finance* 25. 310-325.
- Diallo, B. (2017). Corporate Governance. Bank Concentration and Economic Growth. *Emerging Markets Review* 32. 28-37.
- Diallo, B., Koch, W. (2018). Bank concentration and schumpeterian growth: Theory and international evidence. *The Review of Economics and Statistics* 100(3). 489-501.
- Diallo, B., Zhang, Q. (2017). Bank concentration and sectoral growth: Evidence from Chinese Provinces. *Economics Letters* 154. 77-80.
- Doidge, C., Karolyi, G.A., Stulz, R.M. (2007). Why do countries matter so much for corporate governance? *Journal of Financial Economics* 86. 1-39.
- Khanna, V., Zyla, R. (2010). Corporate governance matters to investors in emerging Market companies. *IFC, The World Bank Group*. 1-15.
- Johnson, S., Boone, P., Breach, A., Friedman, E. (2000). Corporate governance in the Asian financial crisis. *Journal of Financial Economics* 58. 141-186.
- Morey, M., Gottesman, A., Baker, E., Godridge, B. (2009). Does better corporate governance result in higher valuations in emerging markets? *Another examination using new data set. Journal of Banking and Finance* 33(2). 254-262.
- Organisation for Economic Co-operation and Development (1999). Principles of Corporate Governance.
- Petersen, M.A., Rajan, R.G. (1995). The effect of credit market competition on lending relationships. *Quarterly Journal of Economics* 110. 407-443.
- Rajan, R., Zingales, L. (1998). Financial dependence and growth. *American Economic Review* 88. 559-587.
- Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (2019), Bộ nguyên tắc quản trị công ty theo thông lệ tốt nhất.