

# Một số vấn đề về chi phí đại diện ở các công ty cổ phần của Việt Nam

Th.s Trần Minh Tuấn, PGS. TS Vũ Duy Hòa

Đại học Kinh tế Quốc dân

Email: tranminhtuan@neu.edu.vn

*Song hành với quá trình cổ phần hóa công ty Nhà Nước ở Việt Nam từ những năm 1990, cùng với sự phát triển mạnh mẽ của thị trường tài chính nói chung và thị trường chứng khoán nói riêng, xu thế tách bạch giữa sở hữu và quản lý đã được thể hiện rõ trong mô hình công ty cổ phần. Chính vì lý do này, vấn đề chi phí đại diện đã nổi lên mang tính thời sự và cần được phân tích, tìm ra giải pháp để những chủ sở hữu không bị mất đi lợi ích khi bỏ tiền thuê những nhà quản lý đối với công ty của họ. Có rất nhiều trường hợp liên quan đến chi phí đại diện trong thời gian qua ở các công ty cổ phần của Việt Nam mà đều có điểm chung là do người điều hành lợi dụng nhiệm vụ được các cổ đông giao phó để hành động vì mục đích tư lợi cá nhân, gây hậu quả nghiêm trọng đến giá trị tài sản của các cổ đông. Với ý nghĩa đó, nghiên cứu bản chất chi phí đại diện, thực trạng chi phí đại diện trong các doanh nghiệp cổ phần ở Việt Nam từ đó khuyến nghị giải pháp giải quyết vấn đề chi phí đại diện đối với công ty cổ phần ở Việt Nam sẽ được thảo luận cụ thể.*

**Từ khóa:** Chi phí đại diện, Công ty cổ phần, Cổ đông, Chủ sở hữu, Chi phí giám sát, Chi phí ràng buộc, Mất mát tăng thêm, Người đại diện, Người làm thuê

## 1. Những khái niệm cơ bản

Chi phí đại diện hay còn được biết đến trong thuật ngữ Tiếng Anh là “Agency Cost” là một vấn đề không mới trên thế giới nhưng lại khá mới mẻ ở Việt Nam. Trong tài chính, mối quan hệ giữa chủ sở hữu và người đại diện hay nhà quản lý chính là mối quan hệ giữ người chủ và người làm thuê. Để đạt được mục tiêu quản trị tài chính, người làm thuê, người đại diện hay nhà quản lý phải đặt lợi ích của người chủ lên hàng đầu, và vì vậy “tối đa hóa giá trị tài sản của chủ sở hữu” luôn là mục tiêu xuyên suốt trong quá trình điều hành công ty. Không giống như ở những công ty tư nhân, khi chủ sở hữu cũng là nhà quản lý thì mọi hoạt động của công ty luôn được thực hiện và giám sát một cách chặt chẽ để đạt được mục tiêu của chính ông chủ công ty và cũng chính là nhà quản lý. Đối với những công ty cổ phần, khi mà nhà quản lý không phải là sở hữu hoặc chỉ sở hữu một phần nhất định đối với công ty thì việc lợi ích của toàn bộ cổ đông của công ty bị xem nhẹ hơn lợi ích của người quản lý trực tiếp dễ dàng xảy ra. Vì vậy, quan niệm “tối đa hóa giá trị tài sản của chủ sở

hữu” trong quản lý tài chính dường như chưa đủ mà phải là tối đa hóa giá trị tài sản của toàn bộ các chủ sở hữu của công ty. Chi phí đại diện trong những công ty cổ phần không chỉ đơn thuần là việc chi trả nhiều tiền lương, thưởng, những tổn thất hữu hình, mà còn những chi phí cơ hội do sức ý tâm lý, sự lè mè, thụ động, thiếu trách nhiệm hay tư lợi gây ra.

Trong những năm 1970, một loạt các nhà nghiên cứu như Armen Alchian, Harold Demsetz, Michael Jensen, William Meckling... đã nêu lên những vấn đề liên quan đến hợp đồng đại diện trong công việc giữa người sở hữu và người đại diện quản lý. Người chủ sở hữu được xem là người sở hữu những tài sản. Còn người đại diện trong hợp đồng đại diện là người được ủy quyền quản lý tài sản hay người làm thuê, thực hiện những quyền quản lý tài sản nhất định được quy định bởi người chủ sở hữu với mục tiêu tạo ra lợi ích tối đa cho chủ sở hữu tài sản. Như vậy, ở tất cả các loại hình kinh doanh của các công ty, người làm thuê là những người có hợp đồng đại diện với chủ sở hữu công ty như Tổng giám đốc, những nhà quản lý, chuyên viên, nhân viên, công nhân...

để hoạch định chiến lược kinh doanh và thực hiện những công việc tác nghiệp hàng ngày làm gia tăng lợi ích cho chủ sở hữu công ty.

Trong kinh tế và tài chính, lý thuyết về đại diện phát sinh trong điều kiện thị trường thông tin không cân xứng. Và khi thông tin là không hoàn hảo (đây cũng là đặc điểm của các thị trường ở hầu hết các nước từ phát triển, đang phát triển đến những thị trường mới nổi và sơ khai), lý thuyết đại diện nêu lên hai vấn đề được xem là những nguy cơ tiềm ẩn giữa người chủ và người làm thuê hay người đại diện.

Nguy cơ đầu tiên: “lựa chọn bất lợi”, đề cập đến việc không chắc chắn của người chủ đối với năng lực làm việc của người làm thuê (liệu người làm thuê có đủ năng lực để đáp ứng yêu cầu công việc xứng đáng với số tiền được trả hay không?).

Nguy cơ thứ hai: “đạo đức”, đề cập đến việc không chắc chắn của người chủ đối với người làm thuê khi không tập trung hết sức đối với công việc hay việc tư lợi cá nhân của người làm thuê khi họ nắm được những thông tin về công việc và kinh doanh đầu tiên và sử dụng nó để kiếm lời cho cá nhân thay vì làm lợi cho những chủ sở hữu. Hay nói cách khác, người làm thuê không đặt lợi ích của

Thứ nhất: Chi phí giám sát người đại diện của người chủ hay gọi tắt: “Chi phí giám sát”. Chi phí giám sát là những chi phí do chủ sở hữu bỏ ra để giám sát hoạt động của người đại diện, có thể bao gồm các chi phí cho hoạt động kiểm tra, chi phí sa thải hoặc chi phí ký kết hợp đồng bồi hoàn đối với người đại diện.

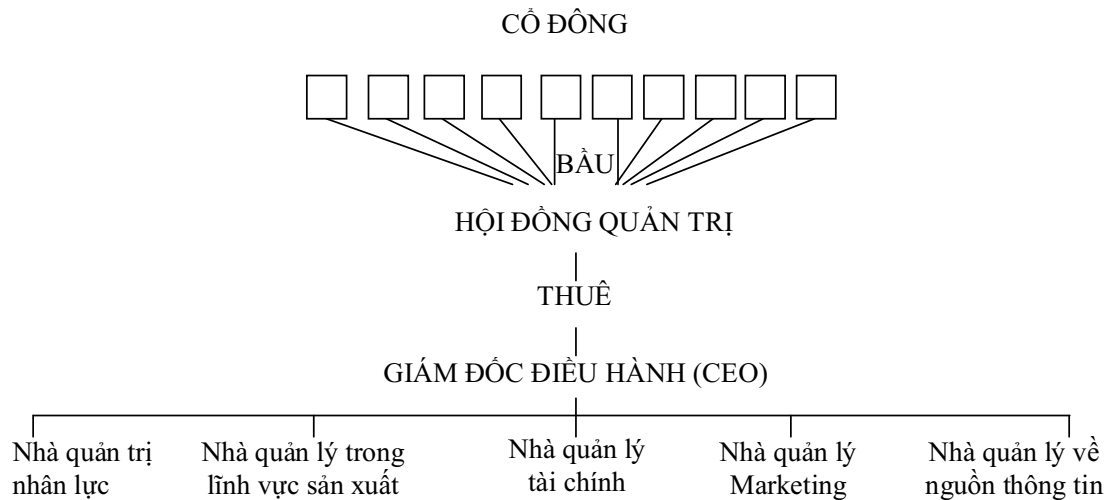
Thứ hai: Chi phí ràng buộc là chi phí để tạo ra một cơ chế để đảm bảo những người chủ sẽ được bồi thường thỏa đáng khi những hành vi làm tổn hại đến lợi ích của họ do người làm thuê thực hiện.

Thứ ba: Mất mát tăng thêm là chi phí tương đương bị mất đi do sự bất đồng về lợi ích giữa người chủ và người làm thuê hay nói cách khác nếu không có những chi phí mất đi do sự bất đồng giữa người chủ và người làm thuê thì những chi phí mất đi này sẽ bổ sung thêm vào lợi ích của chủ sở hữu.

## 2. Mối quan hệ giữa sở hữu và quản lý

### 2.1. Nguyên nhân phát sinh

Mô hình hoạt động của công ty cổ phần là hết sức khác biệt với các loại hình công ty khác ở sự tách biệt giữa sở hữu và quản lý, nó được thể hiện ở mô hình tổ chức như sau:



người chủ lên trước mà chủ yếu đặt lợi ích cá nhân lên trước trong những công việc.

Jensen và Meckling (1976) đã định nghĩa mối quan hệ đại diện mà theo đó một hoặc nhiều người chủ ràng buộc người khác (người làm thuê) thay mặt họ làm một số công việc được quy định trong hợp đồng. Công việc thay mặt người chủ được quy định trong hợp đồng thường là trao quyền cho người đại diện để thực thi những quyết định nhất định. Từ việc tìm hiểu mối quan hệ về đại diện, Jensen và Meckling đã định nghĩa chi phí đại diện là tổng thể của ba loại chi phí:

Theo sơ đồ chung về mô hình quản lý của công ty cổ phần, việc kiểm soát của các công ty cổ phần được cấu trúc như một cơ cấu của chính quyền Dân Chủ. Những cổ đông (shareholders) hay chính là những chủ sở hữu (owners) định kỳ bỏ phiếu để chọn ra Hội đồng Quản trị (Board of Directors) đồng thời, hội đồng cổ đông cũng bỏ phiếu để quyết định những vấn đề quan trọng khác của công ty như sửa chữa hay bổ sung điều lệ công ty.

Về cơ bản, hội đồng quản trị có trách nhiệm cho việc phát triển những kế hoạch và mục tiêu chiến lược của công ty, thiết lập chính sách chung, thông qua việc

chi tiêu chính của công ty như đầu tư, mua sắm tài sản cố định,... Đồng thời, họ cũng có quyền thuê và sa thải, bồi thường và giám sát những vị trí chủ chốt trong công ty. Những đại biểu trong hội đồng quản trị có thể là những người trong công ty (inside directors) như những cán bộ của công ty hoặc những người bên ngoài công ty (outside directors) như là những cán bộ của công ty khác, những cổ đông chiến lược hay cổ đông chính và có thể là những người lãnh đạo quốc gia hay những chính khách.

Hội Đồng Quản Trị cũng có trách nhiệm thuê người quản lý công ty, và đứng đầu nhóm quản lý này là Tổng Giám Đốc, giám đốc điều hành (President/CEO), CEO này có thể là người trong Hội đồng quản trị hoặc là thuê bên ngoài, chính là những nhà quản lý chuyên nghiệp có trách nhiệm quản lý những hoạt động hàng ngày và thực hiện theo chỉ đạo và những chính sách của hội đồng quản trị. CEO sẽ được yêu cầu báo cáo định kỳ lên Hội đồng quản trị.

Trong mô hình công ty cổ phần, sự phân chia quyền lực này là tương đối độc đáo. Đối với các loại hình công ty khác, chủ sở hữu công ty cũng sẽ chính là giám đốc điều hành công ty, nhưng đối với mô hình công ty cổ phần, những chức danh quản lý công ty có thể hoàn toàn tách bạch với những người sở hữu. Điều này đã tạo ra rất nhiều lợi thế cũng như những bất lợi mà người ta thường nhắc tới như là vấn đề đại diện (Agency issues).

Chính sự tách bạch giữa chủ sở hữu và người đại diện hay nói chung là tách bạch giữa sở hữu và quản lý nên trong cả lý thuyết và thực tế đã phát sinh vấn đề khi một người làm việc vì lợi ích của người khác sẽ có xu hướng hoạt động vì lợi ích bản thân họ trước khi hoạt động vì những người xung quanh mà cụ thể ở đây là vì các chủ sở hữu hay các cổ đông. Sự tách bạch giữa sở hữu và quản lý đã tạo ra thông tin không đối xứng giữa những cổ đông và người quản lý. Người quản lý luôn có lợi thế hơn những cổ đông của công ty về thông tin của công ty, vì vậy, việc trục lợi từ việc biết trước thông tin sẽ dễ dàng để thực hiện.

## **2.2. Tác động của chi phí đại diện đối với hoạt động của công ty cổ phần**

Chi phí đại diện rõ ràng đã làm gia tăng chi phí quản lý của công ty. Tất cả những chi phí như chi phí giám sát, chi phí ràng buộc và mất mát phụ trội đều làm tổng chi phí quản lý của công ty tăng thêm. Theo quan điểm tài chính nói chung, một hợp đồng đại diện chỉ hiệu quả khi người đại diện tạo ra được lợi ích cho chủ sở hữu lớn hơn những chi phí mà hợp đồng đó tạo ra. Trong trường hợp ngược lại, khi

tốc độ tăng của chi phí quản lý do chi phí đại diện tạo ra lớn hơn tốc độ tăng của những hiệu quả do hợp đồng đại diện mang lại thì giá trị của công ty sẽ bị tổn hại và từ đó dẫn đến giá trị tài sản của chủ sở hữu bị sụt giảm.

Đối với mỗi cổ đông hay chủ sở hữu, thông thường họ không có bất cứ quyền hạn nào trong việc điều hành và kiểm soát điều hành của công ty. Vì vậy, sự tách bạch giữa chủ sở hữu và người quản lý càng lớn hơn. Chính vì điều này, người quản lý hay người đại diện sẽ có nhiều cơ hội để lạm dụng những quyền lực trong tay làm thay đổi giá trị cốt lõi và từ đó có thể làm mất đi những giá trị vô hình của công ty và làm tổn hại giá trị về dài hạn của công ty. Bên cạnh đó, tính sáng tạo trong điều hành của công ty cũng bị sụt giảm khi có sự tồn tại của một hệ thống kiểm tra giám sát. Đây có thể xem như là một chi phí vô hình, khi tính sáng tạo sụt giảm, sẽ làm giảm tính hiệu quả trong hoạt động điều hành.

## **2.3. Mối quan hệ giữa sở hữu và quản lý ở các công ty cổ phần Việt Nam**

Giống như tất cả các quốc gia trên thế giới, chi phí đại diện phát sinh ở các công ty của Việt Nam cũng phát sinh từ việc tư lợi của người đại diện. Theo luật Công ty năm 2005, “Tổng giám đốc của công ty cổ phần là người điều hành hoạt động kinh doanh hàng ngày của công ty, chịu sự giám sát của Hội đồng Quản trị và chịu trách nhiệm trước Hội đồng Quản trị và pháp luật về việc thực hiện các quyền và nghĩa vụ được giao”. Mặc dù, tổng giám đốc hay người đại diện phải thực hiện quyền và nghĩa vụ để đảm bảo lợi ích lớn nhất cho các cổ đông, nhưng thực tế ở Việt Nam, người đại diện ở rất nhiều công ty cổ phần vẫn hoạt động vì những mục tiêu cá nhân, họ dựa vào vị thế của người đại diện công ty cổ phần để tìm kiếm những lợi ích cho bản thân mà quên đi việc làm lợi cho các chủ sở hữu công ty.

Ở Việt Nam, đa phần người quản lý hay người đại diện thường là cổ đông lớn của công ty, đồng nghĩa với việc người đại diện vừa là chủ sở hữu vừa là đại diện cho các cổ đông khác trong hoạt động điều hành công ty. Thông thường, khi cổ đông lớn cũng là người đại diện, lợi ích lớn nhất của công ty và của chủ sở hữu cũng chính là lợi ích của người quản lý kiêm cổ đông của công ty – Khi đó, chi phí đại diện hay mâu thuẫn lợi ích không xảy ra. Nhưng trên thực tế ở Việt Nam, chi phí đại diện vẫn phát sinh và tương đối phổ biến. Người quản lý và cũng là chủ sở hữu của công ty vẫn thường xuyên đặt những mục tiêu cá nhân lớn hơn mục tiêu của tất cả các chủ sở hữu. Với vị thế là người quản lý điều hành, đồng

thời lại là cổ đông của công ty, những người đại diện như vậy ở Việt Nam vẫn có thể sử dụng những thông tin nội bộ, thực hiện những thao tác, nghiệp vụ để mang lại lợi ích cá nhân, còn những cổ đông và chủ sở hữu khác phải gánh chịu chi phí hoặc những thiệt hại nặng nề.

Ngoài ra, hàng loạt những Tổng giám đốc, Giám đốc của công ty cổ phần ở Việt Nam đã kết hợp với người thân trong gia đình để thành lập ra nhiều công ty con, được gọi là các công ty “sân sau” để thực hiện những hành vi trục lợi từ công ty mà họ đang đại diện. Nhờ vị thế của những công ty lớn mà họ đang đại diện, hàng loạt những hợp đồng, những hoạt động kinh doanh được chuyển giao sang những công ty “sân sau” và từ đó, lợi ích được mang sang cá nhân hoặc người thân trong gia đình những người đại diện này.

Một số trường hợp nổi bật về mâu thuẫn lợi ích giữa sở hữu và quản lý ở Việt Nam: Công ty Cổ phần Dược Viễn Đông (mã chứng khoán DVD). Trong một giai đoạn dài từ năm 2007 – 2010, Dược Viễn Đông mà đại diện là Chủ tịch Hội đồng Quản trị kiêm Tổng Giám đốc cùng những nhà quản lý khác trong công ty đã thực hiện hành vi thao túng giá cổ phiếu của chính công ty DVD để nhằm mục đích thoái cổ phiếu DVD ra công chúng ở mức cao. Một ví dụ khác, Công ty Cổ phần Bông Bạch Tuyết (mã chứng khoán BBT), nhằm mục đích trục lợi cá nhân, ban lãnh đạo BBT đã tạo ra rất nhiều sai phạm để tham ô, tham nhũng trong hoạt động của công ty. Gần đây, tình trạng lạm dụng quyền điều hành của công ty cổ phần Chứng khoán Trảng An (mã chứng khoán TAS). Tổng giám đốc đã chỉ đạo nhân viên xác nhận không các mã chứng khoán, hợp thức hồ sơ nhận ủy thác đầu tư của khách hàng để vay rồi chiếm đoạt tiền của Ngân hàng thương mại cổ phần Sài Gòn - Hà Nội. Kết quả của những hoạt động không vì lợi ích của chủ sở hữu như vậy đã dẫn đến sự đình trệ trong hoạt động của các doanh nghiệp, giá cổ phiếu sụt giảm nghiêm trọng và hàng ngàn cổ đông đứng trước nguy cơ mất trắng phần vốn đầu tư vào công ty.

Ngoài ra, các công ty cổ phần có quy mô lớn ở Việt Nam thường là công ty Nhà Nước cổ phần hóa. Những công ty này thường có tổng giám đốc do cổ đông lớn thuộc Nhà Nước cử làm đại diện. Và chính những giám đốc được cử đại diện ở rất nhiều “công ty cổ phần Nhà Nước” hiện nay đang tạo ra những thiệt hại cho cổ đông Nhà Nước và những cổ đông thiểu số khác. Điều này cũng đang là một vấn đề nổi cộm ở Việt Nam.

Từ thực tế mâu thuẫn lợi ích giữa các chủ sở hữu

và quản lý ở các công ty cổ phần của Việt Nam, có thể nhận thấy mọi vấn đề về chi phí đại diện đã được nghiên cứu trên thế giới đã và đang tồn tại ở Việt Nam. Những lợi ích cá nhân của các giám đốc và tổng giám đốc ở các công ty cổ phần Việt Nam như các ví dụ nêu ra đang tạo ra chi phí đại diện dưới dạng “mất mát tăng thêm”. Giống như một loại chi phí vô hình, “mất mát tăng thêm” gây thiệt hại cho cổ đông khi các giám đốc của công ty cổ phần Việt Nam thực hiện những hành vi trục lợi. Về cơ bản, những lợi ích từ việc trục lợi của người quản lý ở Việt Nam lẽ ra được bổ sung hay cộng thêm vào lợi ích của cổ đông, nhưng thực tế đã bị lấy đi. Nguy hiểm hơn, “mất mát tăng thêm” ở các công ty cổ phần Việt Nam không chỉ dừng lại ở những trục lợi trong hoạt động kinh doanh mà còn phát sinh ở việc bóp méo thông tin doanh nghiệp và báo cáo tài chính để tác động đến giao dịch cổ phiếu, tạo ra những giao dịch nội gián. Để giảm thiểu “mất mát tăng thêm”, những chủ sở hữu của công ty cổ phần Việt Nam đã và đang tạo ra một hệ thống giám sát như: thực hiện kiểm toán, thực hiện chế độ báo cáo, xây dựng cơ chế kiểm soát chéo giữa các đơn vị, phòng ban. Cơ chế giám sát này lại một lần nữa phát sinh “chi phí giám sát”. Bên cạnh đó, để đảm bảo người đại diện hoạt động tốt nhất nhiệm vụ, các cổ đông cũng đưa ra những hợp đồng khuyến khích, hợp đồng ràng buộc. Thực hiện những hợp đồng như vậy dẫn đến việc gánh chịu thêm chi phí đại diện.

### **3. Giải quyết vấn đề chi phí đại diện ở các công ty cổ phần Việt Nam**

Kinh tế Việt Nam đang trong giai đoạn tiến tới một nền kinh tế đang phát triển, thị trường chứng khoán mới được xếp vào danh sách những thị trường “mới nổi”, Nhà nước và Chính phủ cũng đang tích cực đẩy nhanh quá trình cổ phần hóa các công ty để các công ty có thể tự đứng vững, cạnh tranh trên thị trường quốc tế, đồng thời thu hút được vốn đầu tư nhiều hơn. Cùng với xu hướng phát triển và hội nhập kinh tế thế giới, các công ty cổ phần ở Việt Nam cần phải đẩy mạnh công tác quản lý điều hành để có thể gia tăng lợi ích, nâng cao giá trị của công ty cũng là giá trị của những cổ đông, chủ sở hữu. Vì vậy, việc chuyên môn hóa trong hoạt động của công ty, đặc biệt là hoạt động quản lý cần phải được chú trọng. Chỉ có những nhà quản lý chuyên nghiệp, được tuyển chọn kỹ càng, được thuê qua các hợp đồng đại diện mới đủ khả năng để nâng giá trị cho những công ty cổ phần.

Tuy nhiên, việc thuê những nhà quản lý chuyên nghiệp sẽ làm cho công ty cổ phần đối mặt với vấn đề chi phí đại diện. Như đã trao đổi, chi phí đại diện

có thể xem là một chi phí tất yếu trong hoạt động quản lý, sự tồn tại của chi phí đại diện là không thể tránh khỏi do sự mâu thuẫn về lợi ích và sự tự lợi cá nhân. Chi phí đại diện là một vấn đề khó giải quyết ở tất cả các công ty trên thế giới và ở Việt Nam. Chi phí đại diện được xem là không thể được loại bỏ hoàn toàn, nhưng việc giảm thiểu để những lợi ích tăng thêm do những nhà quản lý chuyên nghiệp tạo ra cho công ty vượt qua sự gia tăng của chi phí đại diện, từ đó làm gia tăng giá trị tài sản của công ty và cổ đông là một trong những vấn đề cần phải được nghiên cứu nghiêm túc để có thể hội nhập với kinh tế thế giới.

Ở đây, những gợi ý để nâng cao hiệu quả quản lý chi phí đại diện đối với những công ty cổ phần ở Việt Nam trên cơ sở kinh nghiệm của những quốc gia trên thế giới sẽ được thảo luận:

Theo Jensen và Meckling, để giảm thiểu chi phí đại diện, hai ông đã đề xuất tăng tỷ lệ nợ trong cơ cấu vốn của công ty. Nợ tăng lên sẽ dẫn đến giảm chi phí đại diện hay giảm mâu thuẫn giữa người quản lý và chủ sở hữu do việc vay nợ sẽ thúc ép công ty phải chi trả lãi và nợ gốc trong tương lai, điều này sẽ khiến việc sử dụng vốn đầu tư vào những dự án thiếu hiệu quả hoặc tham những từ dự án sẽ giảm bớt do sự kiểm soát và sức ép từ phía chủ nợ là rất lớn. Tuy nhiên, việc dùng nợ tăng thêm để làm giảm vấn đề đại diện sẽ làm gia tăng trách nhiệm của cổ đông với chủ nợ làm rủi ro của công ty có thể bị thay đổi đáng kể. Vì vậy, việc gia tăng nợ như là một biện pháp để giảm thiểu chi phí đại diện cần phải cân nhắc kỹ lưỡng.

Việc áp dụng một cơ chế thù lao hay thu nhập hợp lý cho người đại diện cũng được xem là một trong những biện pháp để quản lý vấn đề đại diện. Theo kinh nghiệm xác định hợp đồng đại diện ở các nước phát triển trên thế giới, việc xác định thù lao có thể dựa vào hai tiêu chí: (1) Dựa vào tình hình hoạt

động kinh doanh của công ty – được biểu hiện dựa trên những số liệu của báo cáo tài chính; (2) Dựa vào sự gia tăng giá trị của công ty thông qua giá trị của cổ phiếu qua một số giai đoạn thời gian nhất định. Đồng thời, thu nhập dành cho người đại diện có thể được xem xét chi trả dưới các hình thức khác nhau, có thể bằng tiền hoặc được chi trả bằng cổ phiếu của công ty. Việc chi trả bằng cổ phiếu sẽ biến những người đại diện thành cổ đông của công ty, từ đó làm giảm mâu thuẫn về đại diện, nâng cao tinh thần trách nhiệm của người đại diện trong việc nâng cao giá trị công ty cũng chính là giá trị cá nhân trong dài hạn.

Bên cạnh những kinh nghiệm trên thế giới trong việc kiểm soát chi phí đại diện, những công ty cổ phần ở Việt Nam cũng cần thêm những giải pháp khác như:

(1) Ưu tiên tìm hiểu những cổ đông lớn của công ty để thuê làm người đại diện điều hành công ty cũng có thể xem là một trong những biện pháp hạn chế vấn đề đại diện. Điều này là tương đối thực tế khi xét về năng lực của các cổ đông lớn, bản thân họ thông thường cũng là những nhà kinh doanh giỏi và am hiểu về công ty khi nắm giữ lượng lớn cổ phiếu của công ty. Bài viết đã thực hiện một nghiên cứu nhanh về một số công ty cổ phần ở Việt Nam để cho thấy, những người đại diện hay tổng giám đốc đồng thời cũng là những cổ đông của công ty thường có trách nhiệm điều hành là khá tốt. Ở đây, trong nghiên cứu nhanh, ROE của công ty được giả định là một chỉ số để đo lường sự gia tăng về giá trị của công ty hay cổ đông.

Hàm hồi quy mẫu  $Y = ax + b$  được sử dụng để chạy mô hình hồi quy với:

Y là ROE (lợi nhuận sau thuế trên vốn chủ sở hữu).

X là tỷ lệ cổ phần được nắm giữ bởi người đại diện (CEO – Tổng giám đốc).

STT	Công ty	ROE (2011)	Tỷ lệ nắm giữ cổ phiếu của CEO (2011)
1	AAA	18,6%	0,59%
2	BMC	48,4%	1,61%
3	DAG	13,25%	0,64%
4	DRC	22,4%	0,72%
5	FPT	29%	7,14%
6	HAG	11,8%	0,46%
7	HPG	16,2%	2,69%
8	IDI	7%	0%
9	JVC	35,7%	20,82%
10	NTL	11,6%	6,05%
11	OGC	5%	0%

12	REE	13,26%	4,06%
13	EIB	18,75%	0,03%
14	VIS	5%	0,01%
15	VSH	14%	0,13%

#### SUMMARY OUTPUT

##### Regression Statistics

Multiple R	0.475016682
R Square	0.225640848
Adjusted R Square	0.16607476
Standard Error	0.108639034
Observations	15

##### ANOVA

	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0.044708534	0.044709	3.788076	0.073559326
Residual	13	0.153431715	0.011802		
Total	14	0.198140249			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	0.148838724	0.0322913	4.609251	0.000489	0.079077611	0.218599837
X Variable 1	1.038974734	0.533821015	1.946298	0.073559	-0.114275451	2.19222492

Bỏ qua những yếu tố khác tác động đến ROE của công ty, thông qua phân tích hồi quy đơn giản trên, có thể nhận thấy tỷ lệ ROE sẽ tăng thêm 1,0389% khi tỷ lệ sở hữu cổ phần ở công ty cổ phần của CEO tăng thêm 1%.

(2) Các cổ đông, ông chủ của những công ty cổ phần cũng cần đề cao việc xây dựng một cơ chế quản trị phù hợp với luật pháp và thông lệ quốc tế để từ đó hạn chế việc tận dụng những khe hở pháp lý để trục lợi cá nhân từ những người đại diện.

(3) Hệ thống ban kiểm soát của các công ty cổ phần Việt Nam được nhận định là “hữu danh vô thực” vì hoạt động của họ là tương đối mờ nhạt. Chủ yếu Ban kiểm soát của công ty cổ phần ở Việt Nam chỉ xuất hiện trong vai trò giải thích, trình bày những báo cáo trước đại hội cổ đông trong những kỳ đại hội mang tính ước lệ. Vì vậy, việc nâng cao năng lực, quyền lợi và trách nhiệm, thực hiện chế độ báo

cáo kiểm soát chặt chẽ có thể định kỳ hàng tháng đối với các cổ đông, các chủ sở hữu cũng là một trong những biện pháp được đề xuất để giảm thiểu vấn đề đại diện.

(4) Một giải pháp gián tiếp để tối thiểu hóa chi phí đại diện trong công ty cổ phần cần phải nhắc tới đó là Thị trường Chứng khoán. Để nâng cao năng lực quản lý, minh bạch, công khai và bảo vệ quyền lợi của các cổ đông, chủ sở hữu và nhà đầu tư, thị trường chứng khoán phải thực sự được quan tâm, phát triển. Khung pháp lý trên thị trường phải được xây dựng phù hợp, hình thức xử lý vi phạm phải mạnh mẽ để đủ mang tính răn đe. Đồng thời, sản phẩm và hàng hóa trên thị trường phải đa dạng để thu hút được nhà đầu tư và từ đó khuyến khích các công ty hoạt động minh bạch, hạn chế vấn đề đại diện để có thể tận dụng được ưu thế của thị trường chứng khoán là thu hút và huy động vốn trung và dài hạn đối với công ty. □

#### Tài liệu tham khảo:

1. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency cost and Ownership Structure – Michael C Jensen và William H Meckling (1976)
2. Corporate Finance – Stephen Ross, Sixth Edition, The Mcgraw Hill
3. Quản trị Tài chính – Lưu Thị Hương, Vũ Duy Hào, 2007
4. <http://thuvienphapluat.vn/tintuc/vn/thoi-su-phap-luat/thoi-su/-17187/tp.hcm-thanh-tra-toan-dien-cong-ty-bong-bach-tuyet>