

TÁC ĐỘNG CỦA QUẢN TRỊ DOANH NGHIỆP ĐẾN HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CỦA DOANH NGHIỆP SAU CỔ PHẦN HÓA Ở VIỆT NAM

Đoàn Ngọc Phúc*, Lê Văn Thông**

Mục đích chính của nghiên cứu này nhằm đánh giá tác động của quản trị doanh nghiệp đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp nhà nước sau cổ phần hóa với nguồn dữ liệu được sử dụng bao gồm 217 doanh nghiệp niêm yết trên 2 sàn giao dịch chứng khoán TP.HCM và Hà Nội trong giai đoạn 2007-2012. Các biến độc lập sử dụng trong nghiên cứu này bao gồm quy mô Hội đồng quản trị, sự độc lập của Hội đồng quản trị, chủ tịch Hội đồng quản trị kiêm giám đốc điều hành... và các biến phụ thuộc đo lường hiệu quả bao gồm ROA và ROE. Kết quả hồi quy cho thấy các yếu tố thuộc về quản trị doanh nghiệp có tác động đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp sau cổ phần hóa như: hiệu quả hoạt động kinh doanh có quan hệ ngược chiều với sở hữu và kinh nghiệm của Hội đồng quản trị và quan hệ dương có ý nghĩa thống kê với sự độc lập của Hội đồng quản trị.

Từ khóa: cổ phần hóa, hiệu quả hoạt động kinh doanh, quản trị doanh nghiệp.

1. Đặt vấn đề

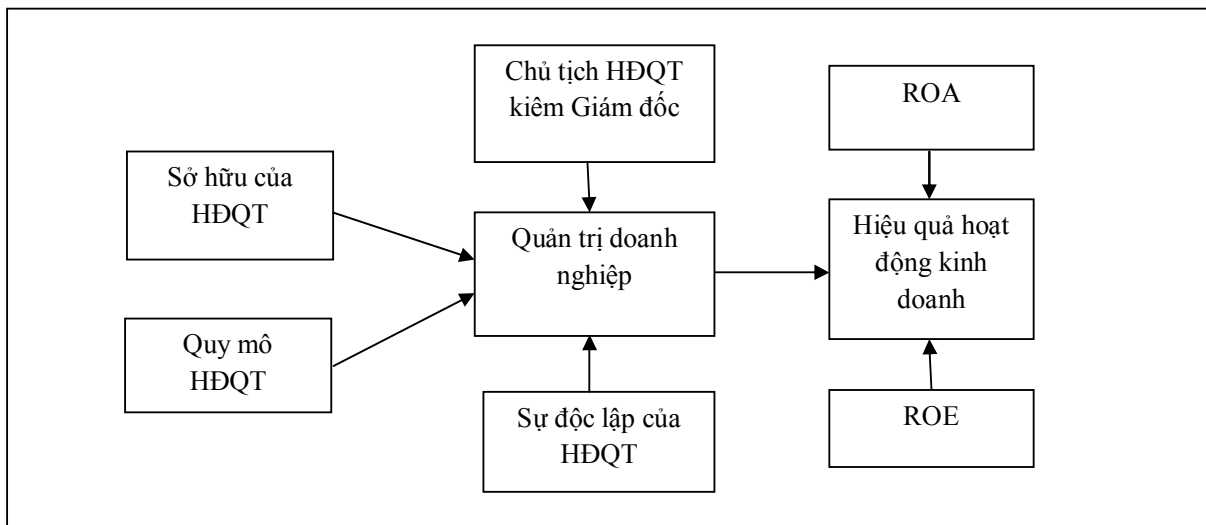
Cổ phần hóa (CPH) doanh nghiệp nhà nước (DNNN) là một chủ trương lớn của Đảng và Nhà nước ta, là giải pháp cơ bản của quá trình sắp xếp, đổi mới DNNN với mục tiêu tạo động lực mới, đưa những nhân tố mới, cơ chế quản lý mới để nâng cao hiệu quả hoạt động kinh doanh của hệ thống DNNN. Đến nay, mặc dù quá trình CPH có lịch sử hơn 20 năm nhưng tiến trình CPH DNNN đang tiếp tục được đẩy mạnh trên phạm vi cả nước và đã đạt được những thành tựu to lớn nhưng đồng thời cũng đặt ra nhiều vấn đề cần phải giải quyết. Một trong những vấn đề quan tâm hàng đầu là làm thế nào để thực hiện thành công mục tiêu CPH, đó là nâng cao hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp sau khi cổ phần tạo nên sự phát triển ổn định, bền vững cho doanh nghiệp sau CPH. Xuất phát từ mục tiêu đó, bài viết này tiến hành phân tích thực nghiệm để kiểm tra tác động của quản trị doanh nghiệp đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của những doanh nghiệp sau cổ phần hóa niêm yết trên 2 sàn giao dịch chứng khoán TP.HCM và Hà Nội.

2. Cơ sở lý thuyết

Quản trị doanh nghiệp và tác động của nó đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp là một chủ đề nghiên cứu quan trọng về tài chính doanh nghiệp trong suốt nhiều thập kỷ qua kể từ khi toàn cầu hóa kinh tế trở thành một đặc điểm nổi bật nhất của hệ thống kinh tế thị trường thế giới.

Có nhiều nghiên cứu về mối quan hệ giữa quản trị doanh nghiệp và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp khẳng định quản trị doanh nghiệp tốt sẽ làm tăng giá trị doanh nghiệp, tạo ra năng suất lao động cao hơn và rủi ro thấp hơn. Nghiên cứu thực nghiệm của Mitton (2001) với mẫu nghiên cứu 389 doanh nghiệp ở các quốc gia Hàn Quốc, Malaixia, Ấn Độ và Thái Lan đã phát hiện rằng quản trị doanh nghiệp có tác động mạnh mẽ đến hiệu quả doanh nghiệp trong giai đoạn khủng hoảng 1997-1998. Brown và Caylor (2004) nghiên cứu 2.327 doanh nghiệp ở Mỹ với 51 yếu tố được chia thành 8 nhóm dựa trên dữ liệu từ Trung tâm dịch vụ cổ đông (ISS) cho thấy, những doanh nghiệp được quản trị tốt hơn, giá trị lớn hơn và thu nhập của chủ sở hữu cao hơn. La Porta và cộng sự (1999) cho thấy mối quan hệ dương giữa quản trị và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Trong khi đó, Gompers và cộng sự (2003) cho rằng những doanh nghiệp được quản trị tốt có lợi nhuận ròng và tốc độ tăng trưởng doanh thu cao nhưng tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) thấp. Ngược lại, Adjaoud và cộng sự (2007) không tìm thấy mối quan hệ có ý nghĩa thống kê giữa quản trị doanh nghiệp và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp đo bằng tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE), tỷ suất lợi nhuận trên tài sản (ROA) và tỷ suất thu nhập trên cổ phần (EPS). Theo Brown và Caylor (2004), Kyereboah và cộng sự (2007), tác động của quản trị doanh nghiệp đến hiệu

Hình 1: Khung phân tích



Nguồn: Tổng hợp của tác giả

quả hoạt động được xem xét trên các khía cạnh:

Thứ nhất, đặc điểm Hội đồng quản trị (HĐQT):

Veliyath (1999) xác định rằng HĐQT như là cầu nối giữa chủ sở hữu và các nhà quản trị, nhiệm vụ của họ là bảo vệ lợi ích của cổ đông, đặc biệt là thực hiện trách nhiệm quản lý và giám sát hành vi của nhà quản trị, đưa ra các quyết định quan trọng, tuyển dụng đội ngũ các nhà quản trị cho doanh nghiệp... Đặc điểm HĐQT thường được xem xét trên các khía cạnh đó là: quy mô của HĐQT, sự tách biệt giữa chủ tịch HĐQT và giám đốc điều hành, sự độc lập của HĐQT. Tuy nhiên, nghiên cứu của Kyereboah và cộng sự (2007) cho rằng tính độc lập của HĐQT lại thất bại trong việc tác động đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp do không được đào tạo và thiếu hiểu biết về phương thức thực hiện cơ chế giám sát hoạt động của doanh nghiệp.

Thứ hai, sở hữu của HĐQT:

Chủ sở hữu của doanh nghiệp bao gồm nhiều thành phần khác nhau như cá nhân, nhà quản lý, gia đình, nước ngoài, tổ chức và chính phủ và không phải tất cả chủ sở hữu đều liên quan đến việc quản lý doanh nghiệp nhưng họ lại có liên quan đến việc bổ nhiệm những nhà quản lý và HĐQT để giám sát toàn bộ hoạt động của doanh nghiệp. Trong công ty cổ phần, quyền sở hữu các tài sản của công ty thuộc về cổ đông, quyền quản lý những tài sản này nằm trong tay các nhà quản lý chuyên nghiệp của công ty. Sự mâu thuẫn giữa mục tiêu và sự bất cân xứng thông tin của các cổ đông và các nhà quản lý đã tạo nên những vấn đề về người chủ - người đại diện, đồng thời nảy sinh các chi phí đại diện. Tuy nhiên, theo lý thuyết đại diện của Jensen và Meckling (1976), chi phí đại diện sẽ giảm nếu tỷ lệ sở hữu cổ

phiếu của HĐQT cao hơn do sự trùng hợp về lợi ích giữa họ và cổ đông.

Dựa vào lý thuyết và các nghiên cứu có liên quan, khung phân tích về tác động của quản trị doanh nghiệp đến hiệu quả hoạt động kinh doanh được khái quát hóa như Hình 1.

Khung phân tích trình bày trong Hình 1 mô tả tác động của quản trị doanh nghiệp đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp với giả định rằng quản trị doanh nghiệp được quyết định bởi quy mô HĐQT, sự độc lập của HĐQT, sở hữu HĐQT và sự kiêm nhiệm của chủ tịch HĐQT có tác động đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp được đo bằng ROA và ROE.

3. Giả thuyết nghiên cứu

Để nghiên cứu ảnh hưởng của quản trị doanh nghiệp đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp sau CPH, các yếu tố được xem xét bao gồm: sự độc lập của HĐQT, quy mô, sở hữu, trình độ học vấn, kinh nghiệm của HĐQT và sự kiêm nhiệm của Chủ tịch HĐQT.

Theo lý thuyết đại diện, khi Chủ tịch HĐQT đảm nhận vai trò giám đốc điều hành (CEO), tức họ vừa là người ra quyết định đồng thời vừa là người giám sát sẽ làm giảm chi phí đại diện đáng kể nhưng cuối cùng hiệu quả kinh doanh cũng giảm (Jensen và Meckling, 1976; Fama và Jensen, 1983). Nghiên cứu của Dahya và cộng sự (1996), Kyereboah và cộng sự (2007) cho thấy rằng, vai trò kép của chủ tịch HĐQT có thể tác động tiêu cực đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Nghiên cứu của Yermack (1996) cũng cho thấy rằng giá trị doanh nghiệp sẽ tăng lên khi có sự tách biệt giữa CEO

(giám đốc điều hành) và chủ tịch HĐQT của công ty.

Giả thuyết H1: Chủ tịch HĐQT đồng thời là giám đốc doanh nghiệp có tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp.

Sự độc lập của HĐQT lớn hơn được nhận thức như một cơ chế giám sát và giữ vai trò quan trọng trong việc hạn chế và kiểm soát vấn đề đại diện. Kết quả nghiên cứu của McKnight và Mira (2003) và Henry (2004) cũng cho thấy chi phí đại diện sẽ thấp hơn nếu số lượng thành viên độc lập trong HĐQT cao hơn. Nghiên cứu Fama và Jensen (1983) khám phá ra rằng các thành viên HĐQT bên trong do sở hữu nhiều thông tin hơn thường cấu kết với các nhà quản trị để đưa ra những quyết định chống lại các cổ đông. Do vậy, HĐQT với các thành viên bên ngoài sẽ làm tăng khả năng giám sát nên sẽ loại bỏ được cơ bản vấn đề đại diện. Bhagat và Black (2002) sử dụng tỷ lệ các thành viên độc lập trừ tỷ lệ các thành viên bên trong làm biến đại diện và kết quả cho thấy rằng mức độ độc lập của HĐQT có tương quan dương có ý nghĩa đến hiệu quả trong ngắn hạn. Từ những cơ sở trên, giả thuyết được đưa ra là:

Giả thuyết H2: Sự độc lập của HĐQT tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp.

HĐQT với quy mô lớn sẽ gặp khó khăn trong quá trình sự giám sát và kết hợp giữa các thành viên cho các quyết định tối đa hóa lợi nhuận. Yermack (1996), Eisenberg và cộng sự (1998), Singh và Davidson (2007) cho thấy quy mô của HĐQT tỷ lệ nghịch với lợi nhuận, hiệu quả sử dụng tài sản và hệ số Tobin's Q. Nghiên cứu Cornett và cộng sự (2008) cũng cho thấy rằng, quy mô HĐQT ảnh hưởng ngược chiều với hiệu quả doanh nghiệp. Jensen (1993), Kyereboah và cộng sự (2007) cho rằng, quy mô giới hạn của HĐQT sẽ cải thiện được hiệu quả hoạt động, bởi vì khi quy mô HĐQT lớn hơn thì việc giám sát có thể tốt hơn nhưng việc thông tin và ra quyết định trở nên khó khăn hơn. Brown và Caylor (2004) còn đi xa hơn khi đề nghị rằng HĐQT có từ 6 đến 15 thành viên là lý tưởng để làm tăng hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Giả thuyết H3: Quy mô HĐQT tác động âm đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp.

Sở hữu bên trong càng lớn sẽ dung hoà được lợi ích giữa người quản lý và cổ đông bên ngoài do giảm được vấn đề đại diện. Kết quả nghiên cứu thực nghiệm của Dalton và Kesner (1987), McKnight và Mira (2003), Eng và Mak (2003) cho rằng sở hữu bên trong có quan hệ dương với hiệu quả hoạt động

của doanh nghiệp. Lý thuyết đại diện của Jensen và Meckling (1976) cho rằng, chi phí đại diện sẽ giảm nếu tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của HĐQT cao hơn do sự trùng hợp về lợi ích giữa họ và cổ đông. Bên cạnh đó, nghiên cứu của Cornett và cộng sự (2008) tìm thấy mối quan hệ dương và có ý nghĩa thống kê giữa sở hữu của HĐQT và hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Dựa vào những kết quả nghiên cứu nêu trên, giả thuyết về mối quan hệ giữa sở hữu HĐQT và hiệu quả kinh doanh được phát biểu:

Giả thuyết H4: Sở hữu HĐQT có tác động dương đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp.

Theo Singh và Davidson (2007), Murphy và McIntyre (2007), khi các thành viên HĐQT có nhiều kinh nghiệm thì vốn hiểu biết về xã hội cũng như sự trải nghiệm của họ có tác động tích cực đến kết quả hoạt động của doanh nghiệp. Ngoài ra, nghiên cứu của Adjaoud và cộng sự (2007) cũng cho rằng, các thành viên HĐQT có nhiều kinh nghiệm sẽ gia tăng khả năng làm việc nhóm từ đó tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp thông qua tính hiệu quả của hoạt động quản trị. Do vậy, giả thuyết về mối quan hệ giữa kinh nghiệm quản lý của thành viên HĐQT với hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp được phát biểu như sau:

Giả thuyết H5: Kinh nghiệm của HĐQT tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp.

HĐQT là một cơ chế quản trị nội bộ doanh nghiệp và là hệ thống kiểm soát cao nhất có chức năng giám sát các quyết định của các cấp quản lý một cách hiệu quả để gia tăng hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Do vậy, HĐQT phải am hiểu tất cả các vấn đề liên quan đến hoạt động của doanh nghiệp hay nói cách khác hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp phụ thuộc vào trình độ chuyên môn của các thành viên HĐQT (Adams và Ferreira, 2007). Dựa vào quan điểm trên, giả thuyết về mối quan hệ giữa trình độ học vấn của HĐQT và hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp được phát biểu như sau:

Giả thuyết H6: Trình độ học vấn của HĐQT tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp.

4. Phương pháp nghiên cứu

4.1. Nguồn số liệu

Bài viết tiến hành nghiên cứu với số mẫu quan sát là 217 doanh nghiệp sau CPH đang niêm yết trên

sản giao dịch chứng khoán TP.HCM và sản giao dịch chứng khoán Hà Nội trong giai đoạn 2007 - 2012. Do có những thông tin doanh nghiệp không công bố nên mẫu nghiên cứu xuất hiện một số dữ liệu bị thiếu đã bị loại khỏi mẫu nghiên cứu. Dữ liệu của nghiên cứu sau cùng bao gồm 447 quan sát.

4.2. Mô hình nghiên cứu và các biến trong mô hình

Mô hình nghiên cứu của bài viết sử dụng dữ liệu bảng (panel data) không cân đối được hồi quy theo 3 cách: pooled, random effect (ảnh hưởng ngẫu nhiên) và fixed effect (ảnh hưởng cố định). Để tìm hiểu xem phương pháp hồi quy nào là phù hợp nhất trong ba phương pháp trên, chúng tôi sử dụng các kiểm định: kiểm định F, kiểm định Lagrangian Multiplier (LM test) và kiểm định Hausman (Gujarati, 2003).

Dựa vào cơ sở lý thuyết và các giả thuyết được đề cập ở trên, bài viết đề xuất mô hình nghiên cứu như sau:

$$\text{Performance}_{it} = \beta_1 \text{Boardsize}_{it} + \beta_2 \text{Independent}_{it} + \beta_3 \text{Duality}_{it} + \beta_4 \text{Boardownership}_{it} + \beta_5 \text{Boardqualification}_{it} + \beta_6 \text{Boardexperiment}_{it} + \beta_7 \text{Growth}_{it} + \beta_8 \text{Firmsize}_{it} + \beta_9 \text{Leverage}_{it} + e_{it}$$

Trong đó:

Biến phụ thuộc:

Performance_{it} (hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp): đo lường bằng ROA và ROE.

Biến độc lập:

Boardsize_{it} (quy mô HĐQT): số lượng thành viên HĐQT.

Independent_{it} (sự độc lập của HĐQT): đo lường bằng tỷ lệ giữa số thành viên độc lập trong HĐQT chia cho tổng số thành viên HĐQT.

Duality_{it} (sự kiêm nhiệm của Chủ tịch HĐQT): là biến giả bằng 0 nếu chủ tịch HĐQT không phải là giám đốc (tổng giám đốc); bằng 1 nếu chủ tịch HĐQT đồng thời là giám đốc (tổng giám đốc).

$\text{Boardqualification}_{it}$ (trình độ chuyên môn của HĐQT): đo bằng % thành viên HĐQT có bằng cấp chuyên môn chia tổng số thành viên HĐQT (bằng cấp chuyên môn là những cá nhân có bằng cấp cử nhân, kỹ sư, luật sư.).

$\text{Boardexperiment}_{it}$ (kinh nghiệm của HĐQT): đo bằng số tuổi trung bình của HĐQT.

$\text{Boardownership}_{it}$ (tỷ lệ sở hữu HĐQT): đo bằng % cổ phần nắm giữ bởi các thành viên HĐQT trong doanh nghiệp.

Biến kiểm soát:

Firmsize_{it} (quy mô doanh nghiệp): đo bằng logarit tự nhiên của doanh thu.

Growth_{it} (tốc độ tăng trưởng doanh nghiệp): đo bằng tốc độ tăng trưởng tài sản hàng năm.

Leverage_{it} (tỷ lệ nợ): đo bằng nợ/ tổng tài sản.

e_{it} : sai số của mô hình.

i là doanh nghiệp thứ i ; t là năm t .

5. Kết quả nghiên cứu

5.1. Thống kê mô tả các biến

Nghiên cứu tiến hành thống kê mô tả các biến quan sát. Các số liệu thống kê được trình bày trong bảng 1.

Bảng 1 trình bày trung bình, độ lệch chuẩn, nhỏ nhất, lớn nhất của giá trị mỗi biến. Chúng ta có thể thấy ROA của các doanh nghiệp sau CPH ở mức trung bình là 7,64%, thấp nhất là -22,91% và cao nhất là 41,61% và độ lệch chuẩn (đo lường mức biến động) của ROA là 8,41%. ROE trung bình 15,99%, thấp nhất là -76,59% và cao nhất là 41,58%, độ lệch chuẩn 22,44%.

Quy mô HĐQT bình quân 5 người, thấp nhất là 3 người, cao nhất là 16 người với tuổi trung bình là 56 tuổi, người trẻ nhất tham gia vào HĐQT là 38 tuổi, cao nhất là 74 tuổi. Số thành viên độc lập trong HĐQT trung bình 2,67 người, độ lệch chuẩn 1,34, thấp nhất là 0, cao nhất là 5 người. Tỷ lệ sở hữu trung bình của HĐQT là 36,74%, thấp nhất là 7,3% và cao nhất là 65,8%.

Tốc độ tăng trưởng tổng tài sản bình quân của các công ty là 17,73%, thấp nhất -42,9% và cao nhất là 509,05%, độ lệch chuẩn là 37,96%; Tỷ lệ nợ trên tổng tài sản có giá trị trung bình là 0,51, mức cao nhất là 0,976 và thấp nhất là 0,031, độ lệch chuẩn là 0,227.

5.2. Kết quả hồi quy

Bảng 2 và 3 trình bày kết quả kiểm định và ước lượng tham số của mô hình hồi quy lần lượt theo 3 phương pháp: pooled, ảnh hưởng ngẫu nhiên (REM) và ảnh hưởng cố định (FEM).

Bảng 2 và 3 cho thấy, hệ số χ^2 của kiểm định LM (Lagrangian Multiplier test), kiểm định F (F Wald test) và hệ số χ^2 của kiểm định Hausman (Hausman test) cho thấy mô hình hồi quy REM (ảnh hưởng ngẫu nhiên) là phù hợp nhất.

Dựa vào kết quả hồi quy cho thấy, các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp CPH có nhiều kết quả khác nhau bao gồm các nhân tố tác động tích cực, các nhân tố tác động tiêu cực và các nhân tố không có tác động:

Bảng 1: Thông kê mô tả về các doanh nghiệp trong mẫu khảo sát

Biến	Đơn vị tính	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Tối thiểu	Tối đa
ROA	%	7,643	8,41	-22,91	41,61
ROE	%	15,99	22,44	-76,59	41,58
Boardsize	Người	4,94	2,16	3	16
Independent	Người	2,6731	1,34	0	5
Boardownership	%	36,74	31,50	7,3	65,8
Boardexperiment	Tuổi	56	5,13	38	74
Boardqualification	%	19,3	26,42	0	100
Firmsize	Triệu đồng	1.423.801	3.476.928	142.000	45.600.000
Growth	%	17,73	37,96	-42,88	509,04
Leverage	%	0,51	0,22	0,031	0,976

Nguồn: Tính toán của tác giả.

- Các nhân tố tác động tích cực: có mối quan hệ dương có ý nghĩa thống kê giữa sự độc lập của HĐQT có tác động dương đến ROA và ROE ở mức ý nghĩa 1%. Phát hiện của nghiên cứu này phù hợp với kết quả nghiên cứu của Bhagat và Black (2002),

McKnight và Mira (2003), Henry (2004).

Kết quả từ 2 mô hình trên cũng đã tìm thấy mối quan hệ dương có ý nghĩa thống kê giữa quy mô doanh nghiệp và tốc độ tăng trưởng tài sản với hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp đo

Bảng 2: Kết quả hồi quy với biến phụ thuộc ROA

Tên biến	Mô hình Pooled	Mô hình FEM	Mô hình REM
Boardsize	-0.015 (0.936) 0.7743**	0.0259 (0.912) 0.1218**	0.0205 (0.915) 0.1118***
Independent	(0.038) -0.376 (0.634) -3.872**	(0.029) -2.338** (0.049) -0.0175	(0.016) -1.067 (0.204) -2.006
Boardownership	(0.035) -0.1473*	(0.933) -0.2043*	(0.258) -0.157*
Boardexperiment	(0.068) -1.207 (0.931) 1.084***	(0.072) -2.915 (0.168) 1.725	(0.060) -0.8113 (0.588) 1.0793***
Firmsize	(0.001) 0.0606***	(0.136) 0.0633***	(0.005) 0.06267***
Growth	(0.000) -19.663***	(0.000) -12.752***	(0.000) -20.003***
Leverage	(0.000) 11.873**	(0.020) 3.613	(0.000) 12.694*
-cons	(0.042)	(0.811)	(0.050)
Kiểm định F		F(143, 294) = 2.47*** (0.000)	
Kiểm định LM			Chi ² (01) = 65.69*** (0.000)
Kiểm định Hausman			Chi ² (9) = 14.92* (0.0932)
R ²	0.3298	0.1871	0.1709

Nguồn: Kết quả tính toán của tác giả.

*Ghi chú: * mức ý nghĩa 10%; ** mức ý nghĩa 5%; *** mức ý nghĩa 1%.*

Bảng 3: Kết quả hồi quy với biến phụ thuộc ROE

Tên biến	Mô hình Pooled	Mô hình FEM	Mô hình REM
Boardsize	-0.192 (0.584)	-0.1817 (0.609)	-0.132 (0.708)
Independent	0.3154** (0.039)	0.5496*** (0.001)	0.3969*** (0.000)
Duality	-0.4064 (0.775)	-0.362 (0.792)	-0.654 (0.670)
Boardownership	-6.526** (0.049)	-6.132* (0.058)	-3.004** (0.048)
Boardexperiment	-0.200 (0.167)	-0.1245 (0.375)	-0.2569* (0.093)
Boardqualification	1.847 (0.464)	3.904 (0.112)	1.194 (0.662)
Firmsize	1.902*** (0.001)	2.048*** (0.000)	2.1563*** (0.002)
Growth	0.105*** (0.000)	0.0648*** (0.001)	0.1086*** (0.000)
Leverage	-12.107*** (0.000)	-11.54*** (0.000)	-13.099*** (0.001)
-cons	7.415** (0.048)	-0.6844 (0.946)	7.404 (0.532)
Kiểm định F		F(143, 294) = 2.20*** (0.000)	
Kiểm định LM			Chi ² (01) = 36.61*** (0.000)
Kiểm định Hausman			Chi ² (9) = 12.65 (0.1793)
R ²	0.2518	0.2188	0.2061

Nguồn: Kết quả tính toán của tác giả.

Ghi chú: *mức ý nghĩa 10%; **mức ý nghĩa 5%; *** mức ý nghĩa 1%.

lượng bằng ROA và ROE. Tất cả các hệ số hồi quy của quy mô doanh nghiệp và tốc độ tăng trưởng tài sản có ý nghĩa ở mức ý nghĩa 1%.

- *Các nhân tố tác động tiêu cực*: ngoài những mối quan hệ tích cực như đề cập trên, kết quả hồi quy còn cho thấy một mối quan hệ âm có ý nghĩa thống kê giữa sở hữu của HĐQT và hiệu quả doanh nghiệp đo bằng ROE. Hệ số hồi quy của sở hữu HĐQT được tìm thấy có tác động âm có ý nghĩa thống kê đến ROE ở mức ý nghĩa 5% nhưng lại tác động không có ý nghĩa thống kê đến ROA. Phát hiện của nghiên cứu này trái ngược với kết quả nghiên cứu của Dalton và Kesner (1987), Eng và Mark (2003), Cornett và cộng sự (2008).

Kết quả của nghiên cứu này cũng cho thấy mối quan hệ âm có ý nghĩa thống kê giữa kinh nghiệm của HĐQT với ROA và ROE ở mức ý nghĩa 10%. Phát hiện này trái ngược với kết quả nghiên cứu của Singh và Davidson (2007), Murphy và McIntyre (2007).

Một mối quan hệ âm có ý nghĩa thống kê đã được tìm thấy giữa tỷ lệ nợ với hiệu quả kinh doanh đo bằng ROA và ROE, tất cả các hệ số hồi quy của tỷ lệ nợ có ý nghĩa ở mức ý nghĩa 1%.

- *Các nhân tố không có tác động*: Kết quả của nghiên cứu này không cho thấy mối quan hệ giữa sự kiêm nhiệm của chủ tịch HĐQT, quy mô HĐQT, trình độ học vấn của thành viên HĐQT với hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp sau CPH. Các phát hiện này không đồng nhất với kết quả nghiên cứu của Yermack (1996), Brown và Caylor (2004), Adams và Ferreira (2007), Kyereboah và cộng sự (2007).

6. Kết luận, hạn chế và kiến nghị

Bài viết này nghiên cứu tác động của quản trị doanh nghiệp đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của DNNN sau CPH niêm yết ở 2 sàn chứng khoán TP.HCM và Hà Nội trong giai đoạn 2007-2012. Các khía cạnh của quản trị được sử dụng trong nghiên cứu này gồm: tính độc lập của HĐQT, chủ tịch

HĐQT kiêm giám đốc, quy mô và sở hữu của HĐQT, trong khi hiệu quả kinh doanh được đo bằng ROA và ROE.

Kết quả của nghiên cứu này ủng hộ giả thuyết nghiên cứu về mối quan hệ tích cực giữa sự độc lập của HĐQT và hiệu quả kinh doanh đo bằng ROA và ROE và phát hiện mối quan hệ tiêu cực giữa sở hữu của HĐQT và hiệu quả doanh nghiệp đo bằng ROE. Ngoài ra, nghiên cứu này còn tìm thấy mối quan hệ âm giữa kinh nghiệm của HĐQT và hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp sau CPH đo bằng ROA và ROE.

Tuy nhiên, hạn chế của bài viết này là sử dụng mẫu nghiên cứu chỉ bao gồm các doanh nghiệp sau CPH, do vậy kết quả của nghiên cứu này không mang tính đại diện cho tất cả các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán.

Từ kết quả nghiên cứu trên, bài viết đề xuất một số kiến nghị:

Thứ nhất, tăng cường sự tham gia của những thành viên độc lập trong HĐQT từ bên ngoài để nâng cao tính minh bạch, công khai trong quản trị doanh nghiệp, giảm nguy cơ lạm dụng quyền lực của những người quản lý, bảo vệ lợi ích chính đáng của cổ đông giúp cho việc hoạch định chiến lược, giám sát quá trình điều hành hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp được hiệu quả hơn.

Thứ hai, giảm tỷ trọng sở hữu nhà nước trong doanh nghiệp sau CPH, bởi vì phần lớn sở hữu của

HĐQT là sở hữu nhà nước mà thành viên HĐQT là người đại diện phần vốn nhà nước ở doanh nghiệp sau CPH. Khi tỷ trọng sở hữu nhà nước giảm xuống, các nhà đầu tư tổ chức, các cá nhân và tổ chức nước ngoài có nhiều cơ hội tham gia sở hữu doanh nghiệp sẽ làm tăng số lượng cổ đông bên ngoài hoặc làm tăng thành viên nước ngoài trong HĐQT, và với khả năng tài chính, kinh nghiệm và kiến thức của họ sẽ thay đổi luật lệ và cơ chế quản trị doanh nghiệp, giúp nâng cao hiệu quả hoạt động kinh doanh cho doanh nghiệp sau CPH.

Thứ ba, cần lựa chọn những thành viên HĐQT có nhiều kinh nghiệm, giỏi chiến lược, am tường lĩnh vực kinh doanh của doanh nghiệp; tuyệt đối tránh tình trạng lựa chọn các quan chức hoặc công chức trong các cơ quan quản lý nhà nước hoàn toàn xa lạ với hoạt động kinh doanh bầu làm thành viên HĐQT, nhất là ở những doanh nghiệp sau CPH có cổ đông nhà nước giữ cổ phần chi phối.

Thứ tư, tăng cường năng lực tài chính kết hợp với thay đổi cơ cấu nợ trên cơ sở gia tăng nguồn vốn chủ sở hữu và ưu tiên sử dụng lợi nhuận giữ lại để tái đầu tư nhằm đảm bảo tỷ lệ nợ ở mức hợp lý, đồng thời cần cân đối tỷ lệ phù hợp giữa nợ ngắn hạn và nợ dài hạn để tránh áp lực thanh toán nợ ngắn hạn nhằm đảm bảo khả năng thanh khoản, giảm rủi ro cho doanh nghiệp, tăng hiệu quả sử dụng đòn cân nợ và ảnh hưởng của lá chắn thuế giúp doanh nghiệp nâng cao hiệu quả kinh doanh. □

Tài liệu tham khảo

- Adams R B, Ferreira D.(2007), ‘A theory of friendly boards’, *Journal of Finance*, Vol. 62, Issue.1, pp.217-250.
- Adjaoud, F., Zeghal, D., & Andaleeb, S. (2007), ‘The effect of Board’s Quality on Performance: A Study of Canadian Firms’, *Corporate Governance*, Vol. 15 No. 4, pp. 623-635.
- Bhagat, S., & Black, B. (2002), ‘The Non-Correlation Between Board Independence and Long-Term Firm Performance’, *Journal of Corporation Law*, 27, 231-273.
- Brown, L. D., Caylor, M., L. (2004), *Corporate Governance and Firm Performance*, Retrieved
- Cornett, M. M., Marcus, A.J., & Tehranian, H. (2008), ‘Corporate governance and pay for performance: the impact of earnings management’, *Journal of Finance Economics*, 87, 357-373.
- Dahya, J., Lonie, A. A., & Power, D. M. (1996), ‘The case for separating the roles of chairman and CEO: an analysis of stockmarket and accounting data’, *Corporate Governance*, 4, 71-77.
- Dalton, D.R., and Kesner, I.F. (1987), ‘Composition and CEO duality in boards of directors: an international perspective’, *Journal of International Business*, 18, 33-42.
- Eisenberg, T. Sundgren, S. Martin T. Wells (1998), ‘Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms’, *Journal of Financial Economics*, 48, 35 -54.
- Eng, L.L. and Mak, Y.T. (2003), ‘Corporate governance and voluntary disclosure’, *Journal of Accounting & Public Policy*, Vol. 22, pp 325-345.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983), ‘Separation of Ownership and Control’, *Journal of Law and Economics*, 26 (2), pp.301-325.
- Gompers, P., L. Ishii, & A. Metrick (2003), ‘Corporate Governance and Equity Prices’, *Quarterly Journal of Economics*, No.118, pp. 107-155.
- Gujarati, D. (2003), *Basic Econometrics (4th edn)*, New York: McGraw-Hill.

- Henry, D. (2004), 'Corporate governance and ownership structure of target companies and the outcome of takeover bids', *Pacific-Basin Finance Journal*, No.12, pp.419-444.
- Jensen, M. C. (1993), 'The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems', *Journal of Finance*, Vol. 48, No.3, pp.831-880.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. (1976), 'Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost and ownership structure', *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Kyereboah-Coleman and Nicholas Biekpe (2007), 'Corporate governance and financing choices of firms: a panel data analysis', *The South African journal of economics*, Vol.74, p.670-681.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1999), 'Investor Protection and Corporate Valuation', NBER working paper 7403 National Bureau of Economics of Research, Cambridge, MA.
- McKnight, P.J & Mira, S. (2003), 'Corporate governance Mechanisms, Agency cost and firm performance in UK firm', Retrieved 18 th July, 2013, from <http://ssrn.com/abstract=246030>.
- Mitton, T. (2001), 'A Cross-section Analysis of the impact of Corporate Governance on the East Asian Crisis', Retrieved 24 th August, 2013 from <http://ssrn.com/abstract=246030>.
- Murphy, G.B., McIntyre (2007), 'Measuring performance in entrepreneurship research', *Journal of Business Research*, 36, 15-23.
- Singh, M., & Davidson, W. N. (2007), 'Agency Cost, Ownership Structure and Corporate Governance Mechanisms', *Journal of Banking and Finance*, 27, 793-816.
- Veliyath, R. (1999), 'Top management compensation and shareholder returns: unraveling different models of the relationship', *Journal of Management Studies*, 36, 123-143.
- Yermack, D. (1996), 'Higher market valuation of companies with a small board of directors', *Journal of Financial Economics*, 40, 185-212.

The impact of corporate governance on equitized firm's performance in Vietnam

Abstract:

The purpose of study is to examine the impact of corporate governance on equitized firm's performance of 217 firms listed on Ho Chi Minh and Hanoi stock exchanges. The data set is obtained from the annual report for the period 2007-2012. Independent variables are used in this study including board size, board independence, and CEO duality, while dependent variables are ROA and ROE, two measures of firm performance. The panel data regression models are applied to test the significant impact of corporate governance on firm's performance. Our results show that board independence has significant and positive on firm's performance and board ownership and board experience have significant and negative on firm's performance.

Thông tin tác giả:

***Đoàn Ngọc Phúc**, Thạc sĩ

- Tổ chức tác giả công tác: Trường Đại học Tài chính Marketing, Tp.HCM

- Lĩnh vực nghiên cứu chính: Kinh tế vi mô, tài chính doanh nghiệp.

- Một số tạp chí tiêu biểu mà tác giả đã từng đăng tải công trình nghiên cứu: *Phát triển kinh tế, Nghiên cứu kinh tế, Kinh tế Châu Á – Thái Bình Dương, ...*

- Thông tin liên lạc: Địa chỉ email: dnp_hvct@yahoo.com.vn,

****Lê Văn Thông**, Thạc sĩ.

- Tổ chức tác giả công tác: Học viện Chính trị - Hành chính Khu vực II

- Lĩnh vực nghiên cứu: tài chính vi mô, quản trị doanh nghiệp.

- Một số tạp chí đã đăng tải công trình nghiên cứu: *Phát triển kinh tế, Nghiên cứu kinh tế, Kinh tế Châu Á – Thái Bình Dương*

- Thông tin liên lạc: Địa chỉ email: lethong@yahoo.com