

QUẢN TRỊ DOANH NGHIỆP VỚI KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG CỦA CÁC DOANH NGHIỆP TƯ NHÂN LỚN Ở VIỆT NAM

Lê Quang Cảnh*, Lương Thái Bảo**, Nguyễn Vũ Hùng***

Ngày nhận: 24/12/2014

Ngày nhận bản sửa: 2/2/2015

Ngày duyệt đăng: 25/4/2015

Tóm tắt:

Dựa trên dữ liệu từ ba cuộc khảo sát, nghiên cứu này phân tích tác động của quản trị doanh nghiệp tới kết quả hoạt động của các doanh nghiệp tư nhân lớn ở Việt Nam. Năm biến đại diện cho quản trị doanh nghiệp và ba biến đại diện cho kết quả hoạt động của doanh nghiệp đã được sử dụng trong mô hình ước lượng. Kết quả ước lượng chỉ ra rằng tính chất nhị nguyên của CEO có tác động tích cực tới kết quả hoạt động của doanh nghiệp, trong khi sự mở rộng thành viên ban giám đốc tác động tiêu cực. Kết quả thực nghiệm thu được tương tự nhau xét theo khía cạnh về ngành/lĩnh vực, doanh nghiệp có xuất-nhập khẩu, và giữa các doanh nghiệp có CEO là nam và nữ; trong khi sự độc lập của ban giám đốc không có mối liên hệ nào tới kết quả hoạt động của doanh nghiệp. Nghiên cứu cung cấp bằng chứng thực nghiệm và làm sáng tỏ nhận thức về tác động của quản trị doanh nghiệp tới kết quả hoạt động của doanh nghiệp tư nhân lớn ở Việt Nam.

Từ khóa: Quản trị doanh nghiệp, Doanh nghiệp tư nhân, Tập đoàn kinh tế tư nhân, Kết quả hoạt động của doanh nghiệp

Corporate governance and performance of large private enterprises in Vietnam

Abstract:

Using the unique combined dataset of three previous surveys, this paper examines the effects of corporate governance on performance of large private enterprises in Vietnam. Five measures of corporate governance and three variable proxies for performance are employed to investigate effects of corporate governance on performance. Estimated results show that CEO duality positively correlates with better performance, and increasing the size of the board of directors is negatively associated with performance regardless of performance measures. Those empirical effects are the same across sectors, export and import-related enterprises, and between female and male CEO enterprises. Independence of the board has no link to performance of those enterprises. These results provide empirical evidence and shed light on understanding the effects of corporate governance on performance of large private enterprises in Vietnam.

Keywords: Corporate governance; private enterprise; firm; performance; Vietnam.

1. Giới thiệu

Nghiên cứu về quản trị doanh nghiệp đã được đề cập khá đầy đủ trong các nghiên cứu trước, đặc biệt kể từ sau sự sụp đổ của các tập đoàn lớn vào đầu thế kỷ XXI như Enron, Xerox, Tyco, và WorldCom. Sự thiếu vắng cơ chế quản trị hiệu quả đã dẫn tới những bê bối về kế toán âm thầm diễn ra tại các tập đoàn. Điều này đặt ra yêu cầu cần phải có các quy định về quản trị nhằm tránh những vấn đề tương tự có thể xảy ra trong tương lai. Các quy định tập trung vào khía cạnh cải thiện môi trường quản trị cũng như kêu gọi việc áp dụng các nguyên lý quản trị, hướng dẫn liên quan tới sự độc lập của ban giám đốc và ban kiểm soát của doanh nghiệp. Trên thực tế, quản trị lành mạnh được xem là yếu tố quyết định và các sản phẩm giao dịch chứng khoán nổi tiếng như NASDAQ và New York đều yêu cầu các doanh nghiệp niêm yết cần có ban giám đốc độc lập. Các quy định về quản trị được ban hành tại các tập đoàn nhằm củng cố cơ chế quản trị như một ưu tiên nhằm tạo ra các thay đổi tích cực về tài chính, gia tăng niềm tin công chúng và sự đảm bảo phát triển lành mạnh cho tập đoàn.

Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu thực nghiệm về vấn đề này lại cho những kết quả khác nhau do có sự khác biệt trong thước đo về quản trị và biến đại diện khác nhau với các bộ dữ liệu khác nhau. Chẳng hạn, nghiên cứu của Hermalin và Weisbach (1998, 2003), Bhagat và Black (2002) chỉ ra rằng sự độc lập ngày càng lớn của ban giám đốc có mối quan hệ đồng biến tới kết quả hoạt động của doanh nghiệp khi sự độc lập của ban giám đốc được chọn làm thước đo cho quản trị của doanh nghiệp. Nhưng gần đây, Bhagat và Bolton (2008) phát hiện mối quan hệ nghịch biến giữa sự độc lập của ban giám đốc với kết quả hoạt động của doanh nghiệp, trong khi quy mô của ban giám đốc cũng có mối quan hệ nghịch biến với kết quả hoạt động (Bhagat, Carey và Elson, 1999), và tính nhị nguyên của giám đốc điều hành (CEO) lại cho ra các kết quả thực nghiệm không rõ ràng (Brickley, Coles, và Jarrell, 1997). Ở đây, tính nhị nguyên được hiểu là tổng giám đốc và chủ tịch cùng là một người.

Tại Việt Nam, công trình của Võ Đức và Phan Thúy (2013) là một trong số rất ít nghiên cứu định lượng phân tích tác động của quản trị tới kết quả hoạt động của doanh nghiệp. Bằng việc áp dụng phương pháp ước lượng FGLS đối với 77 doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Hồ Chí Minh hoạt động liên tục trong giai đoạn từ 2006 tới 2011, nghiên cứu đã chỉ ra rằng tính chất nhị nguyên

liên quan thuận chiều với kết quả hoạt động doanh nghiệp, trong khi quy mô ban giám đốc có mối quan hệ ngược chiều với kết quả hoạt động doanh nghiệp và cấu trúc sở hữu không có mối quan hệ nào với kết quả hoạt động của các doanh nghiệp được khảo sát.

Trong bối cảnh của Việt Nam, khu vực tư nhân được biết đến là khu vực năng động nhất và có hiệu quả kinh tế cao nhất trong nền kinh tế. Khu vực này đóng góp tới 49,4% vào GDP và chiếm 86,3% số người đang làm việc thuộc lực lượng lao động (Tổng cục thống kê, 2013). Trái ngược với tình trạng kém hiệu quả của doanh nghiệp nhà nước, doanh nghiệp tư nhân có mức phát triển ấn tượng, đặc biệt là sau sự ra đời của Luật Doanh nghiệp mới năm 2005. Nhiều doanh nghiệp tư nhân phát triển và trở thành các doanh nghiệp lớn với mô hình như các tập đoàn kinh tế.

Nhưng trong thực tế, các tập đoàn kinh tế tư nhân (cách gọi khác là doanh nghiệp tư nhân lớn) đang đối mặt với một số vấn đề nảy sinh từ khía cạnh quản trị. Nhìn chung, các chủ sở hữu của các doanh nghiệp tư nhân lớn đều có sở hữu chéo trong các doanh nghiệp hoặc các định chế tài chính khác và quá trình ra quyết định được thực hiện bởi các cổ đông sở hữu chéo đó. Điều này có thể gây ra các vấn đề về quản trị. Ví dụ, các thỏa thuận ngầm, sở hữu chéo, thiếu minh bạch và thiếu trách nhiệm giải trình trong các doanh nghiệp tư nhân lớn có thể tạo ra môi trường kinh doanh không lành mạnh, tạo ra các nhóm lợi ích, tham nhũng và cuối cùng có thể là sự bất ổn kinh tế vĩ mô (Lê Quang Cảnh, 2013). Đến lượt mình, quản trị yếu kém có thể tạo ra nhiều hệ lụy nghiêm trọng cho doanh nghiệp như xói mòn năng lực cạnh tranh và năng lực đổi mới, làm mất tính minh bạch, trách nhiệm giải trình hạn chế và hệ quả cuối cùng là hiệu quả kinh tế thấp.

Sử dụng bộ dữ liệu gộp từ Khảo sát doanh nghiệp, Khảo sát 500 doanh nghiệp tư nhân lớn nhất Việt Nam và Khảo sát của đề tài nghiên cứu có mã số II.5.2-2012.3, nghiên cứu này nhằm kiểm tra mối quan hệ giữa quản trị và kết quả hoạt động kinh doanh tại các doanh nghiệp tư nhân lớn tại Việt Nam. Cụ thể, mục tiêu cơ bản của nghiên cứu này bao gồm: (i) xây dựng cơ sở dữ liệu phục vụ nghiên cứu tác động của quản trị tới kết quả hoạt động của các doanh nghiệp tư nhân lớn, và (ii) phân tích tác động của quản trị đến kết quả hoạt động của các doanh nghiệp tư nhân lớn tại Việt Nam.

2. Tổng quan nghiên cứu

Nghiên cứu về quản trị và tác động của nó tới kết quả hoạt động của doanh nghiệp được dẫn chứng khá đầy đủ từ các nghiên cứu trước. Phần tổng quan này mô tả tóm tắt các thước đo của quản trị và kết quả hoạt động của doanh nghiệp đồng thời rà soát tác động của quản trị tới kết quả hoạt động doanh nghiệp. Điều này giúp hiểu, vận dụng các thước đo quản trị và kết quả hoạt động của doanh nghiệp trong bối cảnh của Việt Nam.

2.1. Thước đo về quản trị doanh nghiệp

Thuật ngữ “quản trị doanh nghiệp” ban đầu liên quan tới vấn đề “người đại diện”. Ở cấp doanh nghiệp, “người đại diện” là người sở hữu một doanh nghiệp nhưng không đồng thời quản lý doanh nghiệp đó. Theo nghĩa này, quản trị doanh nghiệp khởi nguồn từ khu vực tư nhân và thường tập trung vào mối quan hệ giữa cổ đông và doanh nghiệp. OECD (2004) đưa ra khái niệm rộng hơn về quản trị, được hiểu là tổng hòa các mối quan hệ đầy đủ giữa quản lý doanh nghiệp, ban giám đốc, cổ đông và những bên liên quan. Quản trị doanh nghiệp, vì vậy, sẽ là cơ sở mà qua đó các mục tiêu của doanh nghiệp được thiết lập và phương thức được đưa ra nhằm đạt được mục tiêu cũng như việc kiểm soát kết quả hoạt động.

Quản trị cũng có thể được hiểu theo một cách khác, như các cách thức mà một tổ chức ứng xử với các bên liên quan. Theo cách này, quản trị có thể được xem xét theo hai khía cạnh là quản trị bên trong và quản trị bên ngoài doanh nghiệp (World Bank, 1999). Quản trị bên ngoài doanh nghiệp là cách thức ứng xử với các chủ thể bên ngoài như chủ nợ, nhà cung ứng và những chủ thể khác bên ngoài tổ chức; quản trị bên trong doanh nghiệp tập trung vào ban giám đốc và lợi ích của các cổ đông.

Quản trị doanh nghiệp vì vậy được đại diện bởi nhiều biến với nhiều cách thức khác nhau. Hầu hết các nghiên cứu về chủ đề này đều sử dụng các thước đo liên quan tới quản trị bên trong doanh nghiệp. Chẳng hạn, Edward và Clough (2005) đã tổng hợp các thước đo về quản trị doanh nghiệp trong các nghiên cứu trước, các luật định về quản trị doanh nghiệp gồm có: (i) quy mô ban giám đốc; (ii) sự tách biệt giữa chủ tịch và CEO (tính nhị nguyên); (iii) thành viên hội đồng quản trị độc lập hoặc thành viên Hội đồng quản trị không điều hành; (iv) Sự cân bằng các kỹ năng và năng lực của giám đốc; (v) Ban kiểm soát và các ban khác. Edward và Clough (2005) cũng rà soát các thước đo về quản trị bên

ngoài doanh nghiệp như: hoạt động của hội đồng quản trị, quá trình bổ nhiệm minh bạch, giải trình với các nhà đầu tư. Một số nghiên cứu (ví dụ nghiên cứu của Võ Đức và Phan Thúy, 2013) sử dụng nữ thành viên hội đồng quản trị và trình độ giáo dục của thành viên hội đồng quản trị như là các biến đại diện cho quản trị. Một số nghiên cứu khác (ví dụ Bhagat và Bolton, 2008) sử dụng vốn sở hữu trung vị tính theo Đôla Mỹ và phần trăm giá trị tài sản trung vị của thành viên hội đồng quản trị là các biến đại diện cho quản trị.

Theo một cách khác, quản trị có thể được đo lường bằng các chỉ số tổng hợp. Chẳng hạn, Gom-pers, Ishii, và Metrick (2003) xây dựng chỉ số G-index – một chỉ số tổng hợp từ 24 biến, theo đó chỉ số G-index càng lớn sẽ biểu thị sự hạn chế nhiều hơn đối với quyền của cổ đông. Một chỉ số tổng hợp khác được biết tới là chỉ số E-index. Chỉ số này được Bebhuk, Cohen, và Ferrell (2009) xây dựng dựa trên 6 biến trong 24 biến tạo thành chỉ số G-index. Quyền hạn của cổ đông càng thấp nếu chỉ số này càng lớn. Những chỉ số này được xem là quản trị bên ngoài doanh nghiệp và thường được sử dụng để đánh giá tác động của quản trị tới kết quả hoạt động của doanh nghiệp. Tuy vậy, những chỉ số này ít được sử dụng vì khó thu thập số liệu để tính toán (Cremers và Nair, 2005). Chính vì vậy, các thước đo riêng lẻ thường được sử dụng nhiều hơn trong các phân tích thực nghiệm về quản trị và kết quả hoạt động của doanh nghiệp. Trong nghiên cứu này, chúng tôi cũng sử dụng các thước đo riêng lẻ để tiến hành phân tích thực nghiệm tác động của quản trị tới kết quả kinh doanh của doanh nghiệp tư nhân lớn ở Việt Nam.

2.2. Kết quả hoạt động của doanh nghiệp

Các nghiên cứu trước đã xây dựng các chỉ tiêu nhằm đánh giá kết quả hoạt động của doanh nghiệp dựa trên các quan điểm và mục tiêu nghiên cứu khác nhau. Richard và cộng sự (2009) đã tiến hành rà soát các thước đo kết quả hoạt động doanh nghiệp từ các nghiên cứu trong nhóm năm tạp chí khoa học hàng đầu về quản lý giai đoạn 2002-2007. Các tác giả này đã phát hiện có sự thống nhất cao về các thước đo và cách kết hợp chúng để so sánh kết quả hoạt động doanh nghiệp. Theo Bhagat và Bolton (2008), các biến đại diện thông dụng nhất cho kết quả hoạt động của doanh nghiệp gồm có:

Tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA) - tổng thu nhập trước khấu hao chia cho tổng tài sản vào thời điểm cuối năm;

Tobin's Q: chỉ tiêu này được tính toán bởi (Gompers, Ishii và Metrick, 2003; Brainard và Tobin, 1968);

Lợi nhuận cổ phiếu: thu nhập hỗn hợp trong một năm (gồm cả cổ tức);

Tỷ lệ đòn bẩy tài chính- là tổng nợ dài hạn chia tổng tài sản;

Kết quả hoạt động hai năm gần nhất: dựa trên các chỉ tiêu này, sự thay đổi kết quả hoạt động sẽ được tính toán, ví dụ tăng trưởng của doanh nghiệp;

Kết quả hoạt động theo ngành: dựa theo kết quả hoạt động trung bình của ngành (ngành 4 số theo phân loại theo SIC).

Vì hạn chế dữ liệu, các nghiên cứu về chủ đề này thường chỉ sử dụng chỉ tiêu đơn lẻ để phản ánh kết quả hoạt động doanh nghiệp, trong đó tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản, lợi nhuận trước thuế và khoản đóng góp vào ngân sách nhà nước là các thước đo thông dụng nhất.

2.3. Tác động của quản trị tới kết quả hoạt động doanh nghiệp

Kết quả thực nghiệm về tác động của quản trị tới kết quả hoạt động của doanh nghiệp khá đa dạng tùy thuộc các biến đại diện của quản trị và kết quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Như đã nói ở trên, các biến quản trị doanh nghiệp thường được sử dụng gồm: quy mô và sự độc lập của ban giám đốc, tính nhị nguyên, chỉ số G-index và E-index. Còn biến đại diện cho kết quả hoạt động doanh nghiệp là tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA) và Tobin's Q. Chúng ta sẽ lần lượt bàn về tác động của các biến này tới kết quả hoạt động kinh doanh.

Quy mô của Ban giám đốc có ảnh hưởng không rõ ràng tới ROA. Cụ thể, Lipton và Lorsch (1992), Jensen (1993), Yermack (1996), Coles, Daniel và Naveen (2008) phát hiện rằng quy mô ban giám đốc nhỏ thì kết quả hoạt động của doanh nghiệp sẽ cao hơn. Trong khi đó, kết luận ngược lại được tìm thấy bởi các nghiên cứu của Klein (1998), Dalton và cộng sự (1999), Coles, Daniel và Naveen (2008).

Tác động của sự độc lập của ban giám đốc tới kết quả hoạt động của doanh nghiệp cũng cho các kết quả không nhất quán. Với các thước đo khác nhau, Bhagat và Black (2002) phát hiện ra rằng các doanh nghiệp hoạt động kém thường đi liền với sự độc lập cao của ban giám đốc. Bhagat và Black (2008) cũng tìm ra mối quan hệ ngược chiều giữa sự độc lập của ban giám đốc và kết quả hoạt động doanh nghiệp, ban giám đốc độc lập hơn không dẫn tới kết quả tốt hơn

trong hoạt động, mà còn làm cho kết quả hoạt động doanh nghiệp kém hơn. Edward và Clough (2005) đã tổng quan sâu hơn về kết quả thực nghiệm này.

Bằng việc sử dụng G-index là đại diện cho quản trị doanh nghiệp, Bhagat và Bolton (2008, 2009) tìm ra mối tương quan chặt chẽ giữa quản trị tốt với kết quả cao hơn trong hoạt động doanh nghiệp, với biến đại diện bao gồm ROA, Tobin's Q. Kết quả thực nghiệm này cũng đúng với trường hợp sử dụng chỉ số E-index. Ví dụ, doanh nghiệp có chỉ số E-index lớn hơn (quản trị kém hơn) sẽ có giá trị đánh giá của doanh nghiệp thấp hơn (Core, Guay và Rusticus, 2007; Cremers và Nair, 2005). Tuy nhiên, kết quả mâu thuẫn về tác động của quản trị tới kết quả hoạt động của doanh nghiệp lại được tìm thấy trong các nghiên cứu tổng quan của Bhagat và Bolton (2008 và 2009) và Edward và Clough (2005).

Các thước đo khác của quản trị, ví dụ như tính nhị nguyên hay sự độc lập của chủ tịch và CEO, cũng cho kết quả trái ngược. Chẳng hạn, Donaldson và David (1991) cho rằng chủ tịch hội đồng quản trị độc lập sẽ củng cố năng lực của Ban giám đốc để đạt mục tiêu kinh doanh vì Ban giám đốc có cơ chế giữ cho các hoạt động quản lý luôn trong trạng thái kiểm soát. Kocourek và cộng sự (2003) bổ sung thêm rằng chủ tịch hội đồng quản trị có thể đóng vai trò hỗ trợ trong việc thảo luận cởi mở và sâu sắc về các khó khăn mà doanh nghiệp gặp phải. Tuy nhiên, Heracleous (2001) lại cung cấp dẫn chứng thực nghiệm về kết quả hoạt động của doanh nghiệp sẽ không khác nhau nhiều dù chủ tịch hội đồng quản trị và CEO có phải là một hay không.

Như vậy, tác động của quản trị tới kết quả hoạt động của doanh nghiệp là không rõ ràng hoặc trái ngược nhau. Các kết quả thực nghiệm khác nhau theo các nghiên cứu do sự khác biệt về sử dụng thước đo quản trị và kết quả hoạt động của doanh nghiệp. Vì vậy, nghiên cứu này sử dụng kết quả dữ liệu sẵn có và dữ liệu từ cuộc khảo sát về quản trị ở các doanh nghiệp tư nhân lớn sẽ đem lại bộ dữ liệu đáng tin cậy, giúp tìm hiểu mối quan hệ thực nghiệm giữa quản trị và kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp tư nhân lớn ở Việt Nam. Cụ thể, bài viết này nghiên cứu tác động của quản trị với các biến đại diện bao gồm tính nhị nguyên, quy mô hội đồng quản trị, sự độc lập của ban giám đốc và số thành viên của ban giám đốc là nữ tới kết quả kinh doanh (đại diện bởi ROA, lợi nhuận trước thuế và đóng góp vào ngân sách) của các doanh nghiệp tư nhân lớn ở Việt Nam.

3. Phương pháp nghiên cứu và mô hình ước lượng

3.1. Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu được sử dụng trong nghiên cứu này được kết hợp từ ba nguồn. Nguồn dữ liệu đầu tiên là khảo sát doanh nghiệp do Tổng cục thống kê thực hiện hàng năm với cỡ mẫu rất lớn, tương đương như một cuộc tổng điều tra. Cụ thể, trong cuộc khảo sát ở năm 2013, có 358.557 doanh nghiệp thuộc tất cả các ngành đã được khảo sát. Cuộc khảo sát này cung cấp các thông tin về đặc điểm, kết quả tài chính của doanh nghiệp. Nguồn dữ liệu thứ hai lấy từ khảo sát do VNR Vietnam Report và Vietnamnet thực hiện năm 2013 với 500 doanh nghiệp tư nhân lớn nhất

đang hoạt động ở Việt Nam (theo tiêu thức doanh thu). Trong nghiên cứu này, 500 doanh nghiệp tư nhân lớn nhất Việt Nam được xem như các tập đoàn kinh tế tư nhân với tên doanh nghiệp, thông tin về giám đốc điều hành và mã số thuế. Nguồn dữ liệu cuối cùng lấy từ khảo sát thuộc dự án nghiên cứu khoa học với mã số II.5.2-2012.3 về các biến liên quan tới quản trị của doanh nghiệp.

Các biến được chia thành ba nhóm: (i) các biến đo lường kết quả hoạt động doanh nghiệp; (ii) các biến đo lường quản trị doanh nghiệp; (iii) các biến kiểm soát khác liên quan tới doanh nghiệp. Thông tin mô tả và đo lường các biến được đề cập trong Bảng 1.

Bảng 1: Mô tả đặc điểm và đo lường các biến

Từ viết tắt	Mô tả biến	Mô tả
Các biến kết quả hoạt động doanh nghiệp		
ROA	Tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản	Thu nhập trước thuế chia cho tổng tài sản
BTP	Lợi nhuận trước thuế	Tổng lợi nhuận trước thuế của các doanh nghiệp tư nhân lớn được khảo sát
SBC	Đóng góp vào ngân sách nhà nước	Tổng khoản tiền đóng góp vào ngân sách nhà nước năm 2012 (lưu ý khảo sát năm 2013 nhưng kết quả hoạt động của năm 2012)
Các biến quản trị doanh nghiệp		
Dual	Tính nhị nguyên giữa chủ tịch và giám đốc điều hành/tổng giám đốc	Nhận giá trị là 1 nếu giám đốc điều hành/tổng giám đốc và chủ tịch là một người và nhận giá trị 0 nếu khác
SDB	Quy mô hội đồng quản trị	Số lượng thành viên hội đồng quản trị
GCEO	Giới tính của CEO	Nhận giá trị là 1 nếu CEO là nam và 0 khi CEO là nữ
IBM	Các thành viên độc lập của hội đồng quản trị	Số thành viên độc lập của hội đồng quản trị
SEB	Quy mô ban Giám đốc	Số thành viên trong ban giám đốc
Các biến khác liên quan tới doanh nghiệp		
SOF	Quy mô doanh nghiệp	Đo lường bằng loga giá trị trên sổ sách của tổng tài sản
AOF	Tuổi doanh nghiệp	Số năm hoạt động
LEV	Đòn bẩy tài chính	Nợ dài hạn chia tổng tài sản
EMP	Xuất- nhập khẩu	Nhận giá trị là 1 nếu doanh nghiệp có hoạt động xuất khẩu hoặc nhập khẩu và 0 trong trường hợp còn lại
INZ	Nằm trong khu công nghiệp	Nhận giá trị là 1 khi doanh nghiệp nằm trong khu công nghiệp và nhận giá trị 0 trong trường hợp còn lại
AGR	Trong khu vực nông nghiệp	Nhận giá trị là 1 khi doanh nghiệp thuộc khu vực nông nghiệp và nhận giá trị 0 trong trường hợp còn lại
IND	Trong khu vực công nghiệp	Nhận giá trị là 1 khi doanh nghiệp thuộc khu vực công nghiệp và nhận giá trị 0 trong trường hợp còn lại

Khảo sát được thực hiện với 500 doanh nghiệp tư nhân lớn nhất (theo xếp hạng của VNR500-2013) được thực hiện với các hình thức: trích các thông tin từ báo cáo tài chính năm 2012 của doanh nghiệp, sau đó bổ sung bằng gọi điện thoại và e-mail. Dữ liệu của 254 doanh nghiệp trong tổng số 277 doanh nghiệp hồi đáp cuộc khảo sát đã được sử dụng trong nghiên cứu này (tỷ lệ 92%). Trong 254 doanh nghiệp đã tham gia trả lời đầy đủ có 36% tồn tại tính nhị nguyên của chủ tịch và CEO, với quy mô trung bình của hội đồng quản trị là 5,7 và quy mô trung bình của Ban giám đốc là 4,5. Phần lớn các doanh nghiệp được khảo sát có thời gian hoạt động dài (trung bình là 33,5 năm). Các doanh nghiệp tư nhân lớn ở Việt Nam tập trung chủ yếu trong ngành sản xuất công nghiệp (chiếm 62,8%) và kế đến là ngành dịch vụ (35,7%) và có khoảng 1/2 trong số đó tham gia trực tiếp vào các hoạt động xuất – nhập khẩu.

Các kết quả phân tích mô tả cho thấy tính nhị nguyên giữa chủ tịch hội đồng quản trị và CEO làm giảm kết quả hoạt động của doanh nghiệp theo cả ba thước đo. Các doanh nghiệp có CEO là nữ có kết quả hoạt động thấp hơn các doanh nghiệp có CEO là nam. Kết quả tương tự cũng thu được khi phân tích theo ngành, đặc biệt là ngành công nghiệp và dịch vụ. Các kết quả này sẽ được kiểm định lại phân tiếp theo của bài viết này.

3.2. Mô hình ước lượng

Mô hình ước lượng đề cập tới sự ảnh hưởng của các biến quản trị và các đặc điểm của doanh nghiệp tới ba biến đại diện cho kết quả kinh doanh của doanh nghiệp. Các mô hình hồi quy đa biến được ước lượng bằng phương pháp OLS. Mô hình ước lượng tổng quát được xác định:

$$Y = f(X, Z, u)$$

Trong đó, Y là biến phụ thuộc, bao gồm (tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản, lợi nhuận trước thuế, và đóng góp vào ngân sách nhà nước). X bao gồm các biến đo lường quản trị doanh nghiệp, gồm quy mô hội đồng quản trị, các thành viên độc lập của hội

đồng quản trị, tính nhị nguyên của chủ tịch và CEO, và số lượng thành viên nữ trong hội đồng quản trị. Mỗi mô hình hồi quy sử dụng một thước đo kết quả kinh doanh của doanh nghiệp. Z bao gồm các biến kiểm soát của doanh nghiệp; và u là sai số.

Mô hình ước lượng với biến phụ thuộc là “lợi nhuận trước thuế” và “đóng góp vào ngân sách nhà nước” là nhằm đánh giá tác động của quản trị tới kết quả hoạt động của các doanh nghiệp tư nhân lớn nhất Việt Nam. Còn mô hình ước lượng với biến phụ thuộc là “tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản-ROA” đo lường tác động quản trị tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Vì hồi quy đa biến được sử dụng để đánh giá tác động của quản trị tới kết quả hoạt động của doanh nghiệp nên các giả định về hiện tượng đa cộng tuyến hay phương sai thay đổi cần được kiểm định. Việc tính toán ma trận tương quan Pearson và hệ số phóng đại phương sai được sử dụng nhằm kiểm định hiện tượng đa cộng tuyến, trong khi kiểm định White được sử dụng nhằm kiểm định hiện tượng phương sai thay đổi.

4. Các kết quả ước lượng và thảo luận

Nghiên cứu kiểm định hiện tượng đa cộng tuyến và hiện tượng phương sai thay đổi trước khi xem xét tác động của quản trị tới kết quả hoạt động của doanh nghiệp tư nhân lớn ở Việt Nam. Kết quả tương quan Pearson của các biến độc lập là nhỏ và các hệ số phóng đại phương sai thấp hàm ý rằng không tồn tại hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình. Kết quả kiểm định White được trình bày trong Bảng 2 nhằm kiểm định hiện tượng phương sai thay đổi. Kết quả thực nghiệm cho thấy không có dấu hiệu của hiện tượng phương sai thay đổi số liệu sử dụng trong mô hình hồi quy.

Để ước lượng tác động của quản trị tới kết quả hoạt động của doanh nghiệp, nghiên cứu sử dụng ba biến đại diện kết quả hoạt động và năm thước đo đối với quản trị doanh nghiệp. Kết quả ước lượng về tác động của quản trị tới kết quả hoạt động của doanh

Bảng 2: Các kiểm định về hiện tượng phương sai thay đổi: Kiểm định White

	Thống kê kiểm định White	Chi-Square P-value	Các quan sát
Tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản	2,39	0,3102	253
Lợi nhuận trước thuế	1,74	0,4187	236
Đóng góp vào ngân sách nhà nước	2,40	0,3007	254

Bảng 3: Tác động của quản trị tới kết quả hoạt động của doanh nghiệp tư nhân lớn Việt Nam

	BTP (mô hình 1)	SBC (mô hình 2)	ROA (mô hình 3)
<i>Các biến quản trị doanh nghiệp</i>			
Tính nhị nguyên	0.546**	0.373*	0.048**
Quy mô hội đồng quản trị	-0.020	0.031	-0.012*
Giới tính của CEO	-0.055	0.541*	-0.022
Quy mô Ban giám đốc	0.038**	0.028	0.009**
Các thành viên độc lập của hội đồng quản trị	0.045	-0.052	0.009
<i>Các biến liên quan được kiểm soát</i>			
Tuổi doanh nghiệp	0.010	0.003	0.001
Quy mô doanh nghiệp (log của tổng tài sản)	0.922***	0.844***	0.005
Đòn bẩy tài chính	-0.916***	-0.516***	-0.136***
Xuất – nhập khẩu	0.370*	0.719***	0.042*
Nằm trong khu công nghiệp	0.710***	0.449*	0.036
Trong khu vực nông nghiệp	-2.277***	-1.746**	-0.097
Trong khu vực công nghiệp	-0.780***	-0.414**	-0.030
Hàng số	-8.940***	-8.634***	0.158*
Số quan sát	236	254	253
R ²	0.5743	0.5974	0.2275

*Các hệ số có ý nghĩa thống kê ở các mức ý nghĩa 1%, 5% và 10% tương ứng với các ký hiệu ***, ** và **

doanh nghiệp được trình bày trong Bảng 3.

Như vậy, kết quả cho thấy tính nhị nguyên của CEO có tác động thuận chiều và có ý nghĩa thống kê tới kết quả hoạt động của doanh nghiệp với cả ba thước đo kết quả kinh doanh. Kết quả thực nghiệm này ủng hộ các lý thuyết quản lý và lý thuyết phục vụ (Davis, Schoorman và Donaldson, 1997) cũng như các kết quả thực nghiệm trước đây của Daily và Dalton (1997), Rechner và Dalton (1991). Tính nhị nguyên của CEO có tác động thúc đẩy và hợp nhất vai trò lãnh đạo hơn là làm suy yếu sự độc lập của hội đồng quản trị với vai trò quản lý và giám sát. Vì thế, nó không những không làm giảm đi vai trò giám sát của hội đồng quản trị lên các hoạt động của doanh nghiệp mà còn làm gia tăng hiệu quả của doanh nghiệp. Trong bối cảnh Việt Nam, tính nhị nguyên của CEO sẽ làm gia tăng quyền lực của CEO và thích hợp với nền kinh tế năng động nhưng kém minh bạch như Việt Nam. Kết quả thực nghiệm này cho thấy không cần thiết phải tách biệt CEO và chủ tịch hội đồng quản trị trong các tập đoàn tư

nhân để mong muốn kết quả hoạt động tốt hơn hiện tại.

Trong khi đó, khi sử dụng quy mô của hội đồng quản trị là một thước đo cho quản trị, kết quả ước lượng cho thấy tác động ngược chiều có ý nghĩa thống kê của quy mô hội đồng quản trị tới kết quả hoạt động của doanh nghiệp. Khi cố định các biến khác, mỗi một thành viên tăng thêm của hội đồng quản trị sẽ làm giảm ROA đi 1,2% mỗi năm. Kết quả này được ủng hộ bởi các phát hiện thực nghiệm như đã trích dẫn trong phần tổng quan. Một doanh nghiệp với hội đồng quản trị gồm nhiều thành viên sẽ cần nhiều thời gian để có được sự đồng thuận bởi vì sự phân tán ý tưởng và những tác động tiêu cực tới quá trình ra quyết định về chiến lược hoặc định hướng phát triển kinh doanh. Một kết quả ước lượng khác chỉ ra rằng một ban giám đốc lớn có mối quan hệ tích cực tới kết quả hoạt động kinh doanh. Điều này có nghĩa là sự đa dạng ý tưởng trong các quyết định về hoạt động hàng ngày sẽ giảm thiểu rủi ro và cải thiện kết quả hoạt động của doanh nghiệp.

Các thước đo khác của quản trị như giới tính của CEO, sự độc lập của hội đồng quản trị không tác động đến kết quả hoạt động của doanh nghiệp. Tuy nhiên, cũng cần lưu ý với các kết quả này vì điều này có thể xuất phát từ việc số lượng các doanh nghiệp có CEO là nữ trong mẫu nghiên cứu không đủ lớn hoặc số lượng các thành viên hội đồng quản trị độc lập không lớn đến mức có thể tạo ra đóng góp đáng kể đối với kết quả hoạt động của doanh nghiệp.

Đòn bẩy tài chính có tác động ngược chiều tới cả ba biến đại diện cho kết quả hoạt động của doanh nghiệp. Điều này có nghĩa một doanh nghiệp với những khoản nợ dài hạn lớn hơn sẽ đối mặt với kết quả hoạt động kém hơn vì đòn bẩy tài chính lớn hàm ý tới các khoản chi phí cao và các lợi ích phân tán giữa các nhà quản lý, cổ đông và chủ nợ. Vì vậy, nó có thể được xem là một vấn đề rủi ro đạo đức khiến cho đòn bẩy tài chính có liên hệ ngược chiều với kết quả hoạt động doanh nghiệp. Điều này đúng trong bối cảnh của Việt Nam, đặc biệt là điều kiện khó khăn kinh tế hiện tại. Trong một thời gian dài (từ tháng 10/2009 đến tháng 6/2012), tỷ lệ lãi suất đối với các khoản vay ngân hàng được giữ ở mức khá cao (khoảng 20%/năm đối với các khoản vay chính thức và cao hơn 20% cho các khoản vay không chính thức). Tài trợ các khoản vay và nghĩa vụ trả lãi đã tạo áp lực cho các nhà quản lý phải giảm dòng tiền nhân rồi hoặc trường hợp khác là nguy cơ phá sản nếu các nghĩa vụ này không được thỏa mãn.

Nghiên cứu này cũng đã tiến hành ước lượng các mô hình có các tác động tương tác giữa tính nhị nguyên của CEO và ngành mà doanh nghiệp đăng ký nhằm kiểm định liệu tác động của tính nhị nguyên của CEO có sự khác biệt giữa các ngành. Các kết quả ước lượng này khẳng định rằng không có sự khác biệt trong kết quả hoạt động doanh nghiệp xét theo ngành do tính nhị nguyên hoặc giữa các doanh nghiệp có nữ CEO hay nam CEO mang lại. Các kết quả thực nghiệm tương tự cũng được phát hiện xoay quanh tương tác giữa tính nhị nguyên và doanh nghiệp có liên quan tới xuất- nhập khẩu.

5. Kết luận và kiến nghị

Nghiên cứu này là một trong những nghiên cứu đầu tiên tại Việt Nam về mối quan hệ giữa quản trị và kết quả hoạt động của các doanh nghiệp tư nhân lớn ở Việt Nam. Nghiên cứu sử dụng bộ dữ liệu kết hợp của ba cuộc khảo sát trước nhằm giảm thiểu những sai số có thể có khi chỉ sử dụng một bộ số liệu: Khảo sát doanh nghiệp 2013, Khảo sát 500 doanh nghiệp tư nhân lớn nhất năm 2013, Khảo sát

trong khuôn khổ dự án nghiên cứu mang mã số II.5.2-2012.3.

Đầu tiên, các kiểm định đối với các hiện tượng đa cộng tuyến và phương sai thay đổi được thực hiện nhằm đảm bảo các ước lượng là vững chắc. Tiếp đến, nghiên cứu này phát triển năm thước đo về quản trị (tính nhị nguyên của CEO, quy mô hội đồng quản trị, giới tính CEO, quy mô ban giám đốc, và sự độc lập của hội đồng quản trị) và ba biến đại diện cho kết quả kinh doanh (lợi nhuận trước thuế, đóng góp vào ngân sách nhà nước và tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản) nhằm nghiên cứu tác động của quản trị tới kết quả hoạt động của doanh nghiệp. Kết quả ước lượng cho thấy các tác động hỗn hợp của quản trị tới kết quả hoạt động của các doanh nghiệp. Nghiên cứu này cung cấp bằng chứng mới về mối liên hệ này tại các doanh nghiệp tư nhân lớn ở Việt Nam.

Trong bối cảnh kết quả hoạt động yếu kém của doanh nghiệp nhà nước, sự phát triển của doanh nghiệp tư nhân là trung tâm cho tăng trưởng và phát triển kinh tế của quốc gia. Dựa trên các kết quả ước lượng, quản trị doanh nghiệp tốt hơn sẽ mang lại kết quả hoạt động cao hơn tại các doanh nghiệp tư nhân lớn. Tính nhị nguyên của CEO không nhất thiết là tiêu cực đối với kết quả hoạt động của doanh nghiệp, trong khi đó tính nhị nguyên của CEO sẽ hợp nhất vai trò lãnh đạo để thích ứng với các thay đổi năng động và thông tin không cân xứng trong nền kinh tế thị trường ở Việt Nam. Tuy vậy, quy mô của hội đồng quản trị lại có ảnh hưởng ngược chiều tới kết quả hoạt động và đó có thể là một tham khảo hữu ích khi áp dụng Thông tư số 121/2012/TT-BTC về các quy định quản trị doanh nghiệp áp dụng với doanh nghiệp Việt Nam.

Dựa trên các kết quả phân tích thực nghiệm, các đề xuất của nghiên cứu này gồm:

- Các doanh nghiệp tư nhân lớn có Chủ tịch hội đồng quản trị kiêm Giám đốc điều hành (nhị nguyên của CEO) không nhất thiết có kết quả hoạt động kinh doanh thấp. Tính nhị nguyên này có thể là tốt bởi sự lãnh đạo tập trung sẽ giúp phản ứng mau lẹ với sự thay đổi năng động và thông tin không đối xứng trong môi trường kinh doanh tại Việt Nam.

- Các doanh nghiệp tư nhân lớn nên giữ quy mô Ban giám đốc ở mức tối thiểu. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng quy mô ban giám đốc nhỏ hơn sẽ đi liền với kết quả hoạt động cao hơn. Cũng cần lưu ý rằng, các doanh nghiệp cần bám sát các quy định của thông tư 121/2012/TT-BTC nhưng nên giữ quy mô ban giám đốc ở mức tối thiểu có thể.

- Các doanh nghiệp tư nhân lớn nên tối thiểu hóa các khoản nợ dài hạn. Nghiên cứu này cung cấp bằng chứng thực nghiệm về ảnh hưởng tiêu cực của đòn bẩy tài chính tới kết quả hoạt động của doanh nghiệp. Các doanh nghiệp không nên vay các khoản vay dài hạn dư thừa khi dòng tiền nhân rồi giảm. Nghĩa vụ trả lãi, nguy cơ phá sản khi không thỏa mãn quy định sẽ đặt áp lực lên nhà quản lý và điều

này ảnh hưởng tới kết quả hoạt động của doanh nghiệp.

Kết quả nghiên cứu này và các nghiên cứu tiếp theo cùng hướng nghiên cứu sẽ có những tác động thiết thực, góp tiếng nói cụ thể cho hoạt động quản trị các doanh nghiệp tư nhân có quy mô lớn tại Việt Nam. □

Lời thừa nhận/cảm ơn:

Bài viết này được hoàn thành với sự hỗ trợ tài chính của Quỹ Phát triển Khoa học Công nghệ Quốc gia (NAFOSTED) trong khuôn khổ đề tài Nghiên cứu Khoa học mã số II 5.2-2012-03. Đây là kết quả nghiên cứu độc lập của nhóm nghiên cứu, không nhất thiết thể hiện quan điểm của Quỹ. Mọi thông tin về bài viết có thể được giải đáp bởi Lê Quang Cảnh theo email canh@neu.edu.vn hoặc theo số điện thoại 094-707-1789.

Tài liệu tham khảo

- Bebchuk, L., Cohen, A. và Ferrell, A. (2009), 'What matters in corporate governance?' *Review of Financial Studies*, số 22, trang 783-827.
- Bhagat, S. và Bolton, B. (2009), *Corporate governance and firm performance: Recent Evidence*, truy cập lần cuối ngày 2/7/2014, từ <www.econ.upf.edu/docs/seminars/bhagat.pdf>.
- Bhagat, S. và Black, B. (2002), 'The non-correlation between board independence and long term firm performance', *Journal of Corporation Law*, số 27, trang 231-274.
- Bhagat, S., Carey, D. và Elson, C. (1999), *Director ownership, corporate performance, and management turnover*, *SSRN Paper*, truy cập lần cuối ngày 5/7/2014, từ <<http://ssrn.com/abstract=134488>>.
- Bhagat, S., và Black, B. (2008), 'Corporate governance and firm performance', *Journal of Corporate Finance*, số 14, trang 257-273.
- Brainard, W., và Tobin, J. (1968), 'Pitfalls in Financial Model', *American Economic Review: Papers and Proceedings*, số 58, tập 2, trang 99-122.
- Brickley, J.A., Coles, J.L. và Jarrell, G. (1997), 'Leadership structure: separating the CEO and chairman of the board', *Journal of Corporate Finance*, số 3, trang 189-220.
- Coles, J.L., Daniel, N.D. và Naveen, L. (2008), 'Boards: Does one size fit all?', *Journal of Financial Economics*, số 87 tập 2, trang 329-356.
- Core, J., Guay, W. và Rusticus, T. (2006), 'Does weak governance cause weak stock returns? An examination of firm operating performance and investors' expectations', *Journal of Finance*, số 61, trang 655-687.
- Cremers, M.K. và Nair, V.B. (2005), 'Governance mechanisms and equity prices', *Journal of Finance*, số, 60, trang 2859-2894.
- Daily, C. và Dalton, D. (1997), 'CEO and Board chair roles held jointly or separately: Much ado about nothing?', *Academy of management Executive*, số 11, tập 3, trang 11-20.
- Dalton, D., Johnson, J. và Elistrand, A. (1999), 'Number of directors and financial performance: A meta-analysis', *The Academy of Management Journal*, số 42, tập 6, trang 674-686.
- Davis, J., Schoorman, F., và Donaldson, L. (1997), 'Toward a stewardship theory of management', *Academy of management Review*, số 22, trang 20-47.
- Donaldson, L. và Davis, J. (1991), 'Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns', *Australian Journal of Management*, số 16, tập 1, trang 49-64.
- Edward, M. và Clough, R. (2005), 'Corporate governance and performance: An exploration of the connection in a public sector context', *Issues Series Paper 1*.
- Gompers, P.A., Ishii, J.L. và Metrick, A. (2003), 'Corporate governance and equity prices', *Quarterly Journal of Economics*, số 118, tập 1, trang 107-155.
- Heracleous, L. (2001), 'What is the impact of corporate governance on organizational performance?', *Corporate*

- Governance*, số 9, tập 3, trang 165-173.
- Hermalin, B. và Weisbach, M. (2003), 'Boards of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic evidence', *Economic Policy Review*, số 9, trang 7-26.
- Hermalin, B.E. và Weisbach, M.S (1998), 'Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO', *American Economic Review*, số 88, trang 96-118.
- Jensen, M.C. (1993), 'The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems', *The Journal of Finance*, số 48, tập 3, trang 831-880.
- Klein, A. (1998), 'Firm performance and board committee structure', *Journal of Law and Economics*, số 41, tập 1, trang 275-303.
- Kocourek, P.F., Burger, Christian và Birchard, Bill (2003), *Corporate governance: Hard facts about soft behaviors*, truy cập lần cuối ngày 5/7/2014, từ <<http://www.strategy-business.com/article/8322?pg=all>>.
- Lê Quang Cảnh (2013), Governance models of private economic groups in Vietnam, Proposal submitted to *National Foundation for Science and Technology Development* (chưa xuất bản).
- Lipton, M. và Lorsch, J. (1992), 'A modest proposal for improved corporate governance', *Business Lawyer*, số 48, tập 1, trang 59-77.
- OECD (2004), *OECD principles of corporate governance*: OECD Publications Service.
- Rechner, L. và Dalton, D. (1991), 'CEO duality and organizational performance: A longitudinal analysis', *Strategic Management Journal*, số 2, trang 155-160.
- Richard, P.J., Devinney, T.M, Yip, G.S và Jonnson, G. (2009), 'Measuring organisational performance: Towards methodological best practice', *Journal of Management*, số 35, trang 718-804.
- Tổng cục Thống kê (2013), *Niên giám Thống kê năm 2012*, Nhà xuất bản Thống kê, Hà Nội.
- Võ Đức và Phan Thúy (2013), *Corporate governance and firm performance: Empirical evidence from Vietnam*, truy cập lần cuối ngày 2/7/2014, từ <http://www.murdoch.edu.au/School-of-Management-and-Governance/_document/Australian-Conference-of-Economists/Corporate-governance-and-firm-performance.pdf>.
- World Bank (2000), *Corporate governance: A framework for implementation*, New York.
- Yermack, D. (1996), 'Higher market valuation of companies with a small board of directors', *Journal of Financial Economics*, số 40, tập 2, trang 185-211.

Thông tin tác giả:

***Lê Quang Cảnh**, Phó giáo sư, tiến sĩ

- Tổ chức tác giả công tác: Trường Đại học Kinh tế Quốc dân
- Lĩnh vực nghiên cứu chính: Kinh tế ứng dụng, Giáo dục và phát triển, Quản trị nhà nước và phát triển, Dự báo kinh tế-tài chính.
- Địa chỉ liên hệ: Địa chỉ Email: canh@neu.edu.vn

****Lương Thái Bảo**, tiến sĩ

- Tổ chức tác giả công tác: Trường Đại học Kinh tế Quốc dân
- Lĩnh vực nghiên cứu chính: Quản trị công ty, Chính sách cạnh tranh, Tỷ giá hối đoái

*****Nguyễn Vũ Hùng**, tiến sĩ

- Tổ chức tác giả công tác: Trường Đại học Kinh tế Quốc dân
- Lĩnh vực nghiên cứu chính: Mối quan hệ giữa các doanh nghiệp, Hành vi người tiêu dùng, Quản trị chuỗi cung ứng.