

KIỂM SOÁT NGƯỜI ĐẠI DIỆN: VAI TRÒ CỦA THỂ CHẾ TRONG QUẢN TRỊ TẬP ĐOÀN TƯ NHÂN VIỆT NAM

Nguyễn Vũ Hùng*, Lê Quang Cảnh**

Ngày nhận: 16/9/2015

Ngày nhận bản sửa: 16/10/2015

Ngày duyệt đăng: 3/12/2015

Tóm tắt:

Các nghiên cứu trước đây về quản trị doanh nghiệp đã đề cập đến các nội dung về kiểm soát người đại diện doanh nghiệp nhằm đảm bảo quyền lợi tốt nhất cho các cổ đông. Tuy nhiên, các kết quả nghiên cứu thực nghiệm cho các kết quả khác nhau, thậm chí trái ngược nhau. Nghiên cứu này chỉ ra rằng, khả năng kiểm soát người đại diện không chỉ nằm trong nội bộ hệ thống quản trị mà ở cả thể chế quy định trong đó các doanh nghiệp hoạt động. Nghiên cứu này sử dụng các bộ số liệu khác nhau về các tập đoàn kinh tế tư nhân ở Việt Nam và cho thấy vai trò quan trọng của các quy định trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Kết quả nghiên cứu giúp đưa ra một số gợi ý cho tập đoàn kinh tế tư nhân Việt Nam và các nhà hoạch định chính sách.

Từ khóa: Quản trị doanh nghiệp, Thị trường chứng khoán, Quản trị tập đoàn, Lý thuyết người đại diện.

Monitoring agents: Role of regulation environment in governance at big private enterprises in Vietnam

Abstract:

Extant research has shed light on the issue of monitoring corporate agents to ensure the best interest of shareholders. However, empirical study results have been mixed or even controversial. In this study, we point out that the ability to monitor agents does not only depend on the internal governance but the regulation environment where the enterprises are operating. Matching different data sets related to big private enterprises in Vietnam, we demonstrate the important role of security market regulation in Vietnam. Findings from this study can be used to provide recommendations for big private enterprises in Vietnam and related policy makers.

Keywords: Corporate governance, Security market, Big corporate governance, Agency theory.

1. Giới thiệu

Quản trị tập đoàn tư nhân đã và đang trở thành vấn đề nóng thời gian gần đây trên thế giới. Câu hỏi thường được đặt ra là mô hình quản trị nào sẽ là hiệu quả nhất. Trước đây, các vấn đề thường được chú ý là các vấn đề nội bộ như cơ cấu vốn và tổ chức do quy mô của tập đoàn lớn và phức tạp. Tuy nhiên, một loạt các vụ việc “rùm beng” đầu thế kỷ XXI với các tập đoàn hàng đầu thế giới như Enron, Xerox, Tyco, WorlCom, hay Daewoo cho thấy các yếu tố nội bộ của quản trị dường như là chưa đủ. Đó là chưa kể các mô hình quản trị khá đa dạng, khác

nau ở các nước khác nhau. Vì vậy, câu hỏi xác đáng hơn được đặt ra là từng mô hình quản trị sẽ phù hợp với những điều kiện cụ thể nào của môi trường kinh doanh (Lee, 2009).

Ở Việt Nam, các tập đoàn tư nhân đang dần nổi lên, giữ vai trò quan trọng trong nền kinh tế quốc dân. Trên thực tế, trong thời gian gần đây, khu vực tư nhân hiện là khu vực năng động và có hiệu quả kinh tế cao nhất trong nền kinh tế. Các số liệu của Tổng cục thống kê (2014) cho thấy khu vực này đóng góp tới 48,1% GDP và 85,7% số người đang làm việc trong lực lượng lao động. Nhiều doanh

nghiệp tư nhân phát triển nhanh chóng, đầu tư đa ngành nghề và trở thành các doanh nghiệp lớn với mô hình như các tập đoàn kinh tế của thế giới.

Tuy nhiên, thực tế phát triển cho thấy, các tập đoàn tư nhân ở Việt Nam đang đối mặt với các vấn đề quản trị khác nhau. Những vấn đề thường được nhắc tới gần đây liên quan chủ yếu đến khả năng kiểm soát của cổ đông với người đại diện doanh nghiệp. Hệ lụy của sự thiếu kiểm soát là các vấn đề về thỏa thuận ngầm, sự thiếu minh bạch, thiếu trách nhiệm giải trình. Kết quả tiêu cực của những vấn đề này cuối cùng là hiệu quả kinh doanh thấp của tập đoàn (Lê Quang Cảnh và cộng sự, 2015).

Trong khi đó, các nghiên cứu về quản trị tập đoàn cho ra những kết quả mâu thuẫn và dường như chưa cho phép trả lời đầy đủ các câu hỏi về vấn đề kiểm soát này. Chẳng hạn, nghiên cứu của Bhagat & Black (2002) hay Hermalin & Weisbach (2003) chỉ ra rằng sự độc lập của ban giám đốc (khiến cổ đông khó kiểm soát) giúp làm tăng kết quả hoạt động của doanh nghiệp. Trong khi đó, một số nghiên cứu gần đây của Bolton (2006) hay của Võ Đức & Phan Thúy (2013) lại cho thấy mối quan hệ ngược lại. Một số nghiên cứu khác lại không tìm thấy mối quan hệ có ý nghĩa thống kê giữa các yếu tố này (ví dụ: Brickley & cộng sự, 1997).

Giải thích về sự khác nhau giữa các kết quả này, một số học giả thường viện dẫn tới sự khác biệt trong cách thức đo lường các yếu tố được kiểm định. Tuy nhiên, nhóm tác giả cho rằng, điều quan trọng hơn có lẽ nằm ở vấn đề môi trường kinh doanh hay thể chế mà ở đó các tập đoàn được nghiên cứu đang hoạt động (Lee, 2009). Trong nghiên cứu này, nhóm tác giả tập trung vào tìm hiểu sự phù hợp của các hình thức quản trị tập đoàn với các hình thức thể chế hoạt động khác nhau trong mối quan hệ với hiệu quả kinh doanh. Cụ thể, mẫu nghiên cứu được sử dụng là các tập đoàn tư nhân trong nhóm các doanh nghiệp tư nhân lớn nhất ở Việt Nam. Trong mẫu nghiên cứu, một số tập đoàn có niêm yết trên thị trường chứng khoán (TTCK) trong khi các tập đoàn còn lại thì không. Thực tế cho thấy, doanh nghiệp có niêm yết trên thị trường chứng khoán sẽ hoạt động trong môi trường thể chế hoàn toàn khác đối với doanh nghiệp không (hoặc chưa) niêm yết.

2. Tổng quan nghiên cứu và giả thuyết

Một trong những vấn đề quan trọng nhất và lâu đời nhất trong quản trị doanh nghiệp được đề cập tới là vấn đề mâu thuẫn lợi ích giữa người đại diện và

người sở hữu (Lee, 2009). Vì vậy, hình thức và mức độ kiểm soát người đại diện (giám đốc/tổng giám đốc) có thể ảnh hưởng tới vai trò và cách thức vận hành tập đoàn của người này và ảnh hưởng tiếp đến là hiệu quả hoạt động của tập đoàn.

Về mối quan hệ giữa kiểm soát người đại diện và hiệu quả kinh doanh của tập đoàn, nhiều lý thuyết khác nhau đưa ra những cách giải thích khác nhau, tiêu biểu có thể kể đến gồm lý thuyết quyền sở hữu tài sản (property rights theory) (Coase, 1960), lý thuyết người đại diện (agency theory) (Jensen & Meckling, 1976), lý thuyết thị trường hiệu quả (efficient market model) (Fama, 1980), hay trường phái chuẩn tắc (normative view) (xem Foss & Klein, 2005) và trường phái công cụ (instrumental view) (ví dụ: Committee, 1992; Jones, 1995). Với các nước đang phát triển nơi mà thị trường chưa thực sự đảm bảo các yếu tố hiệu quả về thông tin và chưa hình thành đầy đủ chức năng của các bên tham gia khác nhau trên thị trường (ví dụ như đại diện người tiêu dùng), lý thuyết về quyền sở hữu tài sản và người đại diện có thể là các lý thuyết phù hợp nhất có thể áp dụng.

Coase (1960) có lẽ là công trình đầu tiên khởi xướng lý thuyết quyền sở hữu tài sản. Theo lý thuyết này, người chủ sở hữu tài sản (theo đúng định nghĩa về sở hữu) phải có các quyền liên quan đến sử dụng tài sản như tiếp cận, sử dụng, cho thuê, thu nhận các lợi ích kinh tế... đối với tài sản sở hữu. Kết luận chính của lý thuyết quyền sở hữu tài sản chính là chủ sở hữu doanh nghiệp (các cổ đông) phải là người kiểm soát doanh nghiệp. Lý thuyết này hoàn toàn phù hợp với thời kỳ đầu phát triển của các doanh nghiệp khi mà chủ sở hữu và người đại diện, điều hành hoạt động của doanh nghiệp đều là một.

Tuy nhiên, cùng với sự phát triển về quy mô, ngành nghề, và địa bàn hoạt động của các doanh nghiệp, khi các tập đoàn kinh tế được hình thành, các cổ đông thường không thể kiểm soát được tập đoàn. Thêm vào đó, các nhu cầu về tăng vốn cho hoạt động kinh doanh khiến cho số lượng cổ đông tăng lên, phân tán rộng rãi, đặc biệt ở các doanh nghiệp có niêm yết trên thị trường chứng khoán. Khi đó, cổ đông không thể kiểm soát hoạt động kinh doanh hàng ngày của tập đoàn. Người nắm quyền với các hoạt động này là các giám đốc hay tổng giám đốc chuyên nghiệp, người đại diện cho doanh nghiệp. Từ thời điểm này, có sự tách biệt giữa quyền sở hữu và quyền kiểm soát/điều khiển hoạt động của

doanh nghiệp và khi đó lý thuyết người đại diện có thể áp dụng.

Trên thực tế, vấn đề tách biệt quyền sở hữu và kiểm soát tài sản đã được đề cập từ rất lâu trong các nghiên cứu kinh tế (Smith, 1776; Berle & Means, 1932; Marx, 1959). Tuy nhiên, có lẽ phải đến lý thuyết đầy đủ gần đây về người đại diện (Jensen & Meckling, 1976), vấn đề mâu thuẫn lợi ích giữa chủ sở hữu và người đại diện doanh nghiệp mới thực sự được làm nổi bật. Theo lý thuyết người đại diện, vấn đề tiêu cực sẽ xảy ra khi có sự khác nhau về lợi ích giữa chủ sở hữu và người đại diện. Với một doanh nghiệp, mục tiêu của chủ sở hữu là lợi nhuận được phân chia. Với nhiều cổ đông mục tiêu chính là cổ phần với cổ phiếu (trong trường hợp doanh nghiệp có niêm yết) chứ không phải tương lai của doanh nghiệp. Trong khi đó, mục tiêu thông thường của các tổng giám đốc hay giám đốc doanh nghiệp có thể lại là lương cao, trụ sở hoành tráng, đội ngũ nhân lực hùng hậu, tăng các khoản chi phí (dù để nhằm tăng doanh thu)... Nhiều mục tiêu trong số này đi ngược lại hoàn toàn với mục tiêu lợi nhuận. Sự khác biệt về mục tiêu của hai nhóm đối tượng này càng trở nên trầm trọng khi quyền kiểm soát thông tin hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp thường nằm trong tay của người đại diện, hơn là người sở hữu. Chính vì vậy, khả năng kiểm soát người đại diện của doanh nghiệp (thông qua các hình thức thông tin khác nhau) trở thành vấn đề sống còn đối với chủ sở hữu (hay cổ đông của các doanh nghiệp) (Lee, 2009).

Tuy nhiên, các nghiên cứu về mối quan hệ giữa khả năng kiểm soát người đại diện và kết quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp lại cho những kết quả khác nhau, thậm chí là hoàn toàn trái ngược nhau. Ví dụ, các nghiên cứu gần đây của Bolton (2006), Võ Đức & Phan Thúy (2013), và Lê Quang Cảnh và các cộng sự (2015) cho thấy có mối quan hệ âm (nghịch) giữa sự độc lập của ban giám đốc (người đại diện doanh nghiệp) với hội đồng quản trị (người sở hữu doanh nghiệp) và kết quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Điều này có thể được lý giải bởi lý thuyết người đại diện nói trên bởi không độc lập đồng nghĩa với việc lợi ích và mục tiêu của hội đồng quản trị và ban giám đốc được đồng nhất. Tuy nhiên, một số nghiên cứu khác lại cho những kết quả ngược lại, chẳng hạn trong nghiên cứu của Hermalin & Weisbach (2003) và Bhagat & Black (2002), kết quả cho thấy sự độc lập

của ban giám đốc với hội đồng quản trị lại có mối quan hệ dương với kết quả hoạt động của doanh nghiệp. Các tác giả này lý giải rằng chính vì sự độc lập này, hội đồng quản trị có thể kiểm soát ban giám đốc một cách độc lập. Hội đồng quản trị lúc này trở thành người đại diện thực sự cho tất cả các cổ đông và người sở hữu doanh nghiệp. Dẫu vậy, một số nghiên cứu khác lại không tìm thấy mối quan hệ có ý nghĩa thống kê giữa các yếu tố này (ví dụ: Brickley & cộng sự, 1997).

Như vậy, nếu bỏ qua các yếu tố về sự khác biệt của thước đo và mức độ tin cậy của số liệu được sử dụng, các nghiên cứu dường như chưa thực sự trả lời được câu hỏi về mối quan hệ này. Điểm mấu chốt dường như nằm ở khả năng kiểm soát của người sở hữu (tất cả các cổ đông nói chung) đối với hành vi của người đại diện trong quá trình điều khiển hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Vì vậy, trong nghiên cứu này, nhóm tác giả tập trung vào các yếu tố quản trị và môi trường liên quan đến khả năng kiểm soát này. Cụ thể, hai yếu tố là (1) tính nhị nguyên của giám đốc điều hành và chủ tịch hội đồng quản trị và (2) số thành viên độc lập trong hội đồng quản trị được sử dụng để thể hiện khả năng kiểm soát này. Lý thuyết người đại diện có thể giúp giải thích các giả thuyết nghiên cứu như sau.

Thứ nhất, tính nhị nguyên của chủ tịch và giám đốc điều hành là biến số thường được sử dụng trong các nghiên cứu về quản trị doanh nghiệp, được hiểu là liệu giám đốc điều hành và chủ tịch có phải là cùng một người. Trong trường hợp này, giám đốc điều hành được coi là không độc lập với hội đồng quản trị. Khi đó, mâu thuẫn về lợi ích và mục tiêu của chủ tịch hội đồng quản trị và giám đốc điều hành không tồn tại. Vấn đề người đại diện vì vậy không được đặt ra và doanh nghiệp có thể sẽ được điều hành theo hướng có lợi nhất cho chủ tịch hội đồng quản trị. Vì vậy, nhóm tác giả đưa ra giả thuyết rằng:

H1: Tính nhị nguyên của giám đốc điều hành và chủ tịch hội đồng quản trị tỷ lệ thuận với kết quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp.

Thứ hai, các thành viên độc lập trong hội đồng quản trị cũng là một cách thức để kiểm soát tốt hơn hoạt động điều hành của ban giám đốc, nhằm mục tiêu cuối cùng là đảm bảo quyền lợi cho các cổ đông. Luật pháp các nước có thể khác nhau nhưng về cơ bản đều thống nhất quy định rằng thành viên độc lập của hội đồng quản trị là những người không

nắm quyền sở hữu doanh nghiệp (hoặc tỷ lệ sở hữu rất nhỏ). Tuy nhiên, các thành viên độc lập có vai trò kiểm soát một cách khách quan, đem tới những cái nhìn không thiên lệch đối với các hoạt động của doanh nghiệp. Ngoài ra, thành viên độc lập cũng có thể là những người có uy tín và hiểu biết trong xã hội. Vì vậy, họ có thể có những đóng góp quý báu cho ban giám đốc. Như vậy, khi số lượng thành viên độc lập trong hội đồng quản trị tăng lên, chúng ta có thể kỳ vọng là khả năng kiểm soát với ban giám đốc sẽ tốt hơn, góp phần đảm bảo tốt quyền lợi cho các chủ sở hữu của doanh nghiệp. Vì vậy, nhóm tác giả đưa ra giả thuyết rằng:

H2: Số lượng thành viên độc lập trong hội đồng quản trị tỷ lệ thuận với kết quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp.

Tuy nhiên, có thể thấy rằng, vấn đề quan trọng nhất vẫn nằm ở khả năng kiểm soát của các chủ sở hữu doanh nghiệp đối với người đại diện doanh nghiệp. Trong khi đó, bản thân chủ tịch hội đồng quản trị và cả các thành viên độc lập khác trong nhiều trường hợp cũng không thể đảm bảo tính đại diện cho các chủ sở hữu của doanh nghiệp (các cổ đông). Chúng tôi cho rằng, khả năng kiểm soát vì vậy có thể nằm ở các thể chế quy định các nội dung thông tin về kết quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Trong trường hợp này, thể chế với doanh nghiệp niêm yết và không niêm yết trên thị trường chứng khoán có thể khác nhau.

Cụ thể, dù ở các nước có thể khác nhau, thể chế quy định về cung cấp thông tin và báo cáo đối với doanh nghiệp niêm yết đều chặt chẽ hơn nhiều so với các doanh nghiệp không niêm yết trên thị trường chứng khoán. Chẳng hạn, các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam ngoài việc sẽ phải đảm bảo các điều kiện về vốn, tỷ suất lợi nhuận, hay giá trị các khoản nợ trong thời gian trước khi niêm yết, và phải đảm bảo cung cấp các hồ sơ chặt chẽ, có kiểm toán về tình hình tài chính, sở hữu, hoạt động của doanh nghiệp. Các cổ đông giữ các chức vụ khác nhau trong doanh nghiệp sẽ phải đảm bảo nắm giữ 100% cổ phần của mình trong vòng 6 tháng kể từ thời điểm niêm yết và 50% trong vòng 6 tháng tiếp theo. Ngoài ra, trong quá trình niêm yết, các doanh nghiệp sẽ phải cung cấp định kỳ các thông tin tài chính và hoạt động... (Chính phủ, 2012).

Như vậy, thể chế quy định với các doanh nghiệp có niêm yết trên thị trường chứng khoán sẽ chặt chẽ và đảm bảo khả năng kiểm soát tốt hơn của các cổ

đông đối với hoạt động của ban giám đốc doanh nghiệp, so với doanh nghiệp không niêm yết. Ở đây, hai giả thuyết có thể đặt ra với hai nhóm doanh nghiệp này.

Với vấn đề tính nhị nguyên, các quy định này có thể giúp cổ đông kiểm soát tốt hơn nữa các hoạt động của giám đốc. Trong trường hợp này, các doanh nghiệp có niêm yết và có chủ tịch hội đồng quản trị cũng đồng thời là giám đốc điều hành sẽ buộc phải hành động theo hướng có lợi nhất cho các cổ đông (trong đó có chủ tịch hội đồng quản trị). Trong khi đó, giám đốc các doanh nghiệp không niêm yết vì không chịu sự kiểm soát thông tin của thể chế này (TTCK) có thể không nhất thiết phải hành động có lợi cho tất cả các cổ đông (mà chỉ cần có lợi nhất cho mình là chủ tịch hội đồng quản trị). Vì vậy, nhóm tác giả đưa ra giả thuyết rằng:

H3: Mọi quan hệ tỷ lệ thuận giữa tính nhị nguyên của giám đốc điều hành và chủ tịch hội đồng quản trị với kết quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp sẽ mạnh hơn ở nhóm các doanh nghiệp niêm yết, so với nhóm các doanh nghiệp không niêm yết trên thị trường chứng khoán.

Tương tự, vai trò của thành viên độc lập trong hội đồng quản trị là cần thiết trong việc kiểm soát ban giám đốc, đảm bảo quyền lợi của các cổ đông như đã nêu ở trên. Tuy nhiên, vai trò này có thể sẽ bớt quan trọng nếu bản thân các thông tin về hoạt động của ban giám đốc được công khai, minh bạch cho các cổ đông. Vì vậy, nếu thể chế quy định trên thị trường chứng khoán với các doanh nghiệp niêm yết được đảm bảo thực thi hiệu quả, vai trò của các thành viên độc lập trong hội đồng quản trị sẽ giảm đi. Vì vậy, nhóm tác giả đưa ra giả thuyết rằng:

H4: Mọi quan hệ tỷ lệ thuận giữa số lượng thành viên độc lập trong hội đồng quản trị với kết quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp sẽ yếu hơn ở nhóm các doanh nghiệp niêm yết, so với nhóm các doanh nghiệp không niêm yết trên thị trường chứng khoán.

Ngoài ra, để đảm bảo sự tin cậy của các kết quả kiểm định, nhóm tác giả đưa vào các biến kiểm soát về quản trị và các đặc điểm khác liên quan đến doanh nghiệp. Đây là các biến đã được sử dụng trong các mô hình nghiên cứu trước đây trong lĩnh vực này.

3. Phương pháp nghiên cứu

Thu thập dữ liệu

Dữ liệu được sử dụng trong nghiên cứu này được kết hợp từ hai nguồn. Trước hết, trên cơ sở 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), danh sách các doanh nghiệp tư nhân lớn nhất Việt Nam sẽ được rút ra. Danh sách các doanh nghiệp này được khớp nguồn dữ liệu đầu tiên là khảo sát doanh nghiệp do Tổng cục thống kê thực hiện hàng năm. Các thông tin thu được từ khảo sát này bao gồm các thông tin về đặc điểm và kết quả tài chính của doanh nghiệp. Tiếp đến, danh sách thu được khớp với nguồn dữ liệu lấy từ khảo sát thuộc dự án nghiên cứu do Quỹ Nafosted tài trợ về các biến liên quan tới quản trị của doanh nghiệp.

Lưu ý rằng, vì không có các quy định cụ thể về các tiêu chí của tập đoàn tư nhân tại Việt Nam,

nhóm tác giả lựa chọn các doanh nghiệp có quy mô lớn và đầu tư đa ngành. Về tiêu chí quy mô, nhóm tác giả chỉ chọn các doanh nghiệp có tổng tài sản năm 2013 từ 30 tỷ đồng trở lên (quy định tối thiểu của Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội với công ty niêm yết). Danh sách cuối cùng bao gồm 238 doanh nghiệp tư nhân lớn nhất Việt Nam (gọi là các tập đoàn kinh tế tư nhân).

Biến số và thước đo

Với biến phụ thuộc là hiệu quả kinh doanh, nhóm tác giả sử dụng ROA (tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản). Đây là biến hiệu quả kinh doanh thường được sử dụng trong các nghiên cứu trước đây về quản trị doanh nghiệp (ví dụ: Lê Quang Cảnh và cộng sự, 2015).

Các biến độc lập được chia thành ba nhóm: (i) các biến quản trị doanh nghiệp và môi trường thể chế liên quan đến khả năng kiểm soát người đại

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

Tên biến	Thước đo
<i>Biến phụ thuộc - kết quả hoạt động doanh nghiệp</i>	
Tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA)	Thu nhập trước thuế chia cho tổng tài sản
<i>Các biến quản trị và môi trường thể chế liên quan đến kiểm soát người đại diện</i>	
Số thành viên độc lập HĐQT (STVDL)	Số thành viên độc lập hội đồng quản trị
Niêm yết trên thị trường chứng khoán (NY)	Nhận giá trị 1 nếu có niêm yết và 0 nếu không niêm yết trên TTCK
Tính nhệ nguyện giữa chủ tịch HĐQT và giám đốc/tổng giám đốc điều hành (NN)	Nhận giá trị là 1 nếu giám đốc/tổng giám đốc điều hành đồng thời là chủ tịch hội đồng quản trị và ngược lại
Các thành viên độc lập của HĐQT	Số thành viên độc lập của hội đồng quản trị
STVDL_cenxNY_cen	Số thành viên độc lập của hội đồng quản trị x Niêm yết trên TTCK (đều đã quy đổi theo giá trị trung bình các biến)
NN_cenxNY_cen	Tính nhệ nguyện x Niêm yết trên thị trường (đều đã quy đổi theo giá trị trung bình các biến)
<i>Các biến kiểm soát khác liên quan tới doanh nghiệp</i>	
Quy mô doanh nghiệp	Giá trị trên sổ sách tổng tài sản (tính log trong phương trình hồi quy)
Tuổi của doanh nghiệp	Số năm hoạt động (tính đến 2012)
Đòn bẩy tài chính	Nợ dài hạn chia tổng tài sản
Có xuất khẩu	Nhận giá trị 1 nếu có xuất khẩu và 0 nếu không xuất khẩu năm 2012
Nằm trong khu công nghiệp	Nhận giá trị 1 nếu doanh nghiệp nằm trong khu công nghiệp và 0 nếu nằm ngoài
Ngành Thương mại dịch vụ	Nhận giá trị 1 nếu nằm trong ngành thương mại dịch vụ và 0 nếu không trong ngành
Giới tính giám đốc/tổng giám đốc điều hành	Nhận giá trị 1 nếu giám đốc/tổng giám đốc điều hành là Nam và 0 nếu là Nữ
Quy mô ban giám đốc	Số thành viên trong Ban giám đốc

diện; (ii) các biến nhân giữa thể chế và biến quản trị; (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.

Mô hình ước lượng

Mô hình ước lượng bằng phương trình hồi quy OLS với các biến độc lập như mô tả ở trên và được chia làm hai giai đoạn tương ứng. Trước hết, phương trình hồi quy với các biến kiểm soát được thực hiện (Mô hình 1 – M1). Tiếp đến, phương trình hồi quy với các biến kiểm soát và các biến độc lập chính được ước lượng (Mô hình 2 – M2) nhằm kiểm định các giả thuyết. Lưu ý rằng, vì mô hình có các biến nhân (biến cấp 2), các biến độc lập trước khi nhân được quy đổi theo giá trị trung bình (giá trị quan sát trừ giá trị trung bình) nhằm loại bỏ mức độ tương quan không bản chất giữa biến độc lập và biến nhân (Cohen và cộng sự, 2003).

4. Kết quả kiểm định và bàn luận

Trong 238 tập đoàn tư nhân thu được số liệu có 39% tồn tại tính nhị nguyên của chủ tịch và giám đốc điều hành, với quy mô trung bình của Ban giám đốc là 5,21 người. Phần lớn các tập đoàn được khảo sát có thời gian hoạt động dài (trung bình là 18,03 năm). Ở đây, khoảng một nửa các tập đoàn tư nhân ở Việt Nam tập trung chủ yếu trong ngành thương mại, dịch vụ và có khoảng 61% trong số đó tham gia trực tiếp vào các hoạt động xuất năm 2012.

Kết quả ước lượng mô hình với các giá trị chuẩn hóa được thể hiện trong Bảng 2. Các giá trị VIF đều

nhỏ hơn 2, cho thấy hiện tượng đa cộng tuyến nhiều khả năng không ảnh hưởng tới kết quả ước lượng. Kết quả ước lượng cũng không cho thấy khả năng xảy ra hiện tượng phương sai thay đổi.

Như vậy, mô hình ước lượng M2 có R^2 là khoảng 19%, tốt hơn hẳn so với mô hình M1 chỉ với các biến kiểm soát. Điều này chứng tỏ khả năng giải thích của một số biến độc lập chính trong mô hình. Cụ thể:

Thứ nhất, tính nhị nguyên của giám đốc điều hành và chủ tịch hội đồng quản trị mặc dù có quan hệ tỷ lệ thuận với hiệu quả kinh doanh (như giả thuyết) nhưng không có ý nghĩa thống kê. Giả thuyết H1 vì vậy không được ủng hộ. Kết quả này cũng tương tự như với một số nghiên cứu trước đây (ví dụ: Brickley & cộng sự, 1997). Kết quả này cho thấy việc hợp nhất về lợi ích giữa chủ tịch hội đồng quản trị và giám đốc điều hành có thể chưa đủ để đảm bảo tăng cường các hoạt động đảm bảo lợi ích cho tất cả các cổ đông. Suy cho cùng, chủ tịch hội đồng quản trị chỉ là một cổ đông, dù là cổ đông quan trọng và/hoặc sở hữu vốn lớn nhất trong tập đoàn.

Thứ hai, số thành viên độc lập của hội đồng quản trị có quan hệ tỷ lệ thuận với hiệu quả kinh doanh và có ý nghĩa thống kê ở mức 10%. Vì vậy, H2 có thể coi là được ủng hộ. Kết quả này cho thấy vai trò của các thành viên độc lập trong tập đoàn tư nhân. Các thành viên này có thể đã góp phần kiểm soát tốt hơn hoạt động của ban giám đốc, đảm bảo tốt quyền lợi cho các cổ đông.

Bảng 2: Kiểm định mô hình

Các biến ước lượng trong mô hình	Mô hình M1	Mô hình M2
Quy mô doanh nghiệp	-0,206 *	-0,175 *
Tuổi của doanh nghiệp	-0,023	-0,040
Đòn bẩy tài chính	-0,231 ***	-0,245 ***
Có xuất khẩu	-0,028	0,004
Nằm trong khu công nghiệp	-0,062	-0,062
Ngành Thương mại dịch vụ	0,015	-0,019
Giới tính giám đốc/tổng giám đốc điều hành	-0,026	-0,024
Quy mô ban giám đốc	0,103	0,111
<i>Tính nhị nguyên ... (NN)</i>		0,001
<i>Số thành viên độc lập HĐQT (STVDL)</i>		0,135 ^a
<i>Niêm yết trên thị trường (NY)</i>		-0,239 ***
<i>NN_cenxNY_cen</i>		0,105
<i>STVDL_cenxNY_cen</i>		-0,297 ***
R^2	9,2%	18,8%
R^2 thay đổi		9,6%

a có ý nghĩa thống kê ở mức 10%

** có ý nghĩa thống kê ở mức 5%*

*** có ý nghĩa thống kê ở mức 1%*

**** có ý nghĩa thống kê ở mức 0,1%*

Thứ ba, biến nhân giữa tính nhị nguyên và niềm yết có quan hệ tỷ lệ thuận với hiệu quả hoạt động kinh doanh (cùng chiều với mối quan hệ giữa tính nhị nguyên và hiệu quả hoạt động kinh doanh) nhưng không có ý nghĩa thống kê. H3 vì vậy không được ủng hộ. Lưu ý rằng, giá trị thống kê trong trường hợp này là 0.115, khá gần với mức ý nghĩa thống kê 10%. Kết quả này cho thấy dù có thể có vai trò nhất định, môi trường thể chế là thị trường chứng khoán có thể chưa đủ mạnh để đảm bảo giám đốc điều hành, đồng thời là chủ tịch hội đồng quản trị, hành động theo cách tốt nhất cho tất cả các cổ đông. Kết quả này cũng hoàn toàn phù hợp với tình hình các quy định hiện nay trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Các quy định này về cơ bản dường như vẫn đang tập trung chủ yếu vào các nội dung báo cáo thường xuyên của doanh nghiệp. Các nội dung thông tin về chiến lược và hoạt động cụ thể của doanh nghiệp chưa được chú trọng trong quy định về công bố thông tin.

Cuối cùng, biến nhân giữa số lượng thành viên độc lập và niềm yết có quan hệ tỷ lệ nghịch với hiệu quả hoạt động kinh doanh (ngược chiều với mối quan hệ giữa số lượng thành viên độc lập và hiệu quả hoạt động kinh doanh, đúng như giả thuyết) và có ý nghĩa thống kê ở mức 0,1%. Vì vậy, H4 được ủng hộ. Kết quả này cho thấy khả năng thay thế của các quy định trên thị trường chứng khoán với vai trò của các thành viên độc lập trong hội đồng quản trị. Nói một cách khác, khi thể chế quy định đã đầy đủ về yêu cầu thông tin, vai trò kiểm soát của các thành viên độc lập trở nên kém cần thiết. Trong khi đó, vai trò của các thành viên này về đóng góp ý tưởng tốt và mới hơn cho hoạt động của doanh nghiệp dường như chưa thực sự được thể hiện. Chính vì vậy các doanh nghiệp đã niêm yết trên thị trường chứng khoán thì ảnh hưởng của các thành viên độc lập trong hội đồng quản trị sẽ giảm đi.

5. Kết luận và gợi ý chính sách

Nghiên cứu này là nghiên cứu đầu tiên cho thấy vai trò quan trọng của thể chế quy định trên thị

trường chứng khoán đối với quản trị của tập đoàn kinh tế tư nhân ở Việt Nam. Tuy nhiên, vai trò của thể chế ở đây dường như cũng chỉ dừng lại ở các nội dung kiểm soát thông tin hoạt động và tài chính nói chung. Ngược lại, các quy định ở thị trường chứng khoán Việt Nam chưa thể hiện được vai trò kiểm soát các thông tin chiến lược của doanh nghiệp. Chính vì vậy, thể chế quy định trên thị trường chứng khoán Việt Nam có thể thay thế vai trò giám sát của các thành viên độc lập trong hội đồng quản trị tập đoàn. Tuy nhiên, các quy định này chưa đủ để đảm bảo người đại diện doanh nghiệp nếu cũng là chủ tịch hội đồng quản trị sẽ hành động vì lợi ích cao nhất của tất cả các cổ đông.

Dựa trên các kết quả phân tích nói trên, một số đề xuất của nghiên cứu này gồm:

- Các tập đoàn tư nhân ở Việt Nam không nhất thiết phải hợp nhất chủ tịch hội đồng quản trị và giám đốc điều hành để có kết quả hoạt động kinh doanh tốt. Vấn đề nằm ở khả năng kiểm soát của cổ đông đối với ban giám đốc điều hành.

- Các tập đoàn tư nhân ở Việt Nam nên có một số lượng nhất định các thành viên độc lập tham gia hội đồng quản trị. Tuy nhiên, để tăng cường vai trò của các thành viên độc lập này việc lựa chọn các thành viên là quan trọng. Các thành viên này cần giữ cả vai trò là người giám sát và người hỗ trợ, đem lại các ý tưởng chiến lược cho doanh nghiệp.

- Các quy định về cung cấp thông tin trên các thị trường chứng khoán Việt Nam cần tiếp tục được bổ sung chặt chẽ để đảm bảo khả năng kiểm soát các thông tin chiến lược của doanh nghiệp tham gia thị trường. Mặc dù đã có vai trò quan trọng nhất định với hoạt động quản trị của các tập đoàn tư nhân, thể chế quy định của các thị trường chứng khoán Việt Nam hiện nay là chưa đủ để đảm bảo điều này.

Nhóm tác giả hy vọng rằng nghiên cứu này cũng như các nghiên cứu tiếp theo về quản trị tập đoàn kinh tế tư nhân và thể chế sẽ là những đóng góp thiết thực, thúc đẩy sự phát triển của thành phần kinh tế tư nhân và nền kinh tế đất nước. □

Lời thừa nhận/cảm ơn: Bài viết này được hoàn thành với sự hỗ trợ 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. Các kết quả trong bài viết này không nhất thiết thể hiện quan điểm của Quỹ. Mọi thông tin chi tiết về bài viết có thể được giải đáp bởi Nguyễn Vũ Hùng theo địa chỉ email nguyenvuhung@neu.edu.vn.

Tài liệu tham khảo

- Berle Adolf & Gardiner Means (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan, New York.
- Bhagat S. & B. Black (2002), 'The non-correlation between board independence and long term firm performance', *Journal of Corporation Law*, 27, 231-274.
- Bolton Brian John (2006), 'Corporate governance and firm performance', Luận án Tiến sĩ 3207729, Đại học University of Colorado at Boulder.
- Brickley J.A., J.L. Coles & G. Jarrell (1997), 'Leadership structure: separating the CEO and chairman of the board', *Journal of Corporate Finance*, 3, 189-220.
- Chính phủ (2012), *Nghị định 58/2012/NĐ-CP Quy định chi tiết và hướng dẫn thi hành một số điều của Luật Chứng khoán và Luật Sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật Chứng khoán*.
- Coase Ronald H. (1960), 'The problem of social cost', *Journal of Law and Economics*, 3, 1-44.
- Cohen Jacob, Jacob Cohen, Patricia Cohen, Stephen G West & Leona S Aiken (2003), *Applied multiple regression/correlation analysis for the behavioral sciences*, Xuất bản lần thứ 3, Nhà xuất bản Mahwah, N.J. ; L. Erlbaum Associates.
- Committee Cadbury (1992), *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, Nhà xuất bản Gee, London.
- Fama Eugene F. (1980), 'Agency programs and the theory of the firm', *Journal of Political Economy*, 88(2), 288-307.
- Foss Nicolai J. & Peter G. Klein (2005), 'The Theory of the Firm and Its Critics: A Stocktaking and Assessment', Trong *New Institutional Economics: A Textbook*, Eric Brousseau và Jean-Michel Glachant (Biên soạn), Nhà xuất bản Cambridge University Press, Cambridge.
- Hermalin B. & M.Weisbach (2003), 'Boards of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic evidence', *Economic Policy Review*, 9, 7-26.
- Jensen Michael C. & Williams H. Meckling (1976), 'Theory of the firm: Managerial behavior, Agency costs and Ownership structure', *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jones Thomas M. (1995), 'Instrumental Stakeholder Theory: A Synthesis of Ethics and Economics', *The Academy of Management Review*, 20(2), 404-437.
- Lê Quang Cảnh, Thái Bảo Lương & Vũ Hùng Nguyễn (2015), 'Quản trị doanh nghiệp với kết quả hoạt động của các doanh nghiệp tư nhân lớn ở Việt Nam', *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, 215, 10-19.
- Lee Sanghoon (2009), 'Corporate governance and firm performance', Luận án Tiến sĩ 3364922, Đại học The University of Utah.
- Marx Karl (1959), *Capital*, Nhà xuất bản Lawrence and Wishart, London.
- Smith Adam (1776), *An Inquiry into the Nature And Causes of the Wealth of Nations*, Nhà xuất bản Encyclopldia Britannica, Chicago.
- Tổng Cục Thống Kê (2014), *Số liệu thống kê doanh nghiệp*, Truy cập từ liên kết: <http://gso.gov.vn/default.aspx?tabid=719>.
- Võ Đức & Thúy Phan (2013), 'Corporate governance and firm performance: Empirical evidence from Vietnam', Từ liên kết sau: http://www.murdoch.edu.au/School-of-Management-and-Governance/_document/Australian-Conference-of-Economists/Corporate-governance-and-firm-performance.pdf.

Thông tin tác giả:

***Nguyễn Vũ Hùng**, Phó giáo sư, tiến sĩ

- Tổ chức tác giả công tác: Viện Dân số và các vấn đề xã hội, Trường Đại học Kinh tế Quốc dân
- Lĩnh vực nghiên cứu chính: Các vấn đề liên quan đến thông tin trong mối quan hệ giữa các doanh nghiệp, hành vi người tiêu dùng, quản trị chuỗi cung ứng, quản trị doanh nghiệp, quản trị nhà nước.
- Địa chỉ Email: nguyen.vdh@gmail.com; nguyenvuhung@neu.edu.vn

****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.