

NGHIÊN CỨU MỐI QUAN HỆ GIỮA QUẢN TRỊ CÔNG TY VÀ HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TẠI VIỆT NAM

Phạm Quốc Việt

Trường Đại học Tài chính - Marketing

Email: vietpq@ufm.edu.vn

Lương Quốc Trọng Vinh

Trường Đại học Tài chính - Marketing

Email: vinhluong999@gmail.com

Hồ Thu Hoài

Trường Đại học Tài chính - Marketing

Email: hoaiho.ueh@gmail.com

Ngày nhận: 18/8/2017

Ngày nhận bản sửa: 15/9/2017

Ngày duyệt đăng: 25/01/2018

Tóm tắt:

Quản trị công ty tại công ty chứng khoán là chủ đề còn rất ít được nghiên cứu tại Việt Nam. Thông qua phân tích hồi quy giữa các biến đại diện cho quản trị công ty và hiệu quả hoạt động trên mẫu dữ liệu 48 công ty chứng khoán giai đoạn 2012-2016, các tác giả tìm thấy tương quan âm giữa sở hữu cổ đông lớn với hiệu quả hoạt động, tương quan phi tuyến dạng chữ U giữa sở hữu của ban giám đốc với hiệu quả hoạt động, tác động của các yếu tố thuộc đặc điểm của hội đồng quản trị đến hiệu quả hoạt động của các công ty chứng khoán tại Việt Nam. Các kết quả nghiên cứu này là cơ sở cho một số gợi ý chính sách cho Ủy ban chứng khoán Nhà nước trong việc hoàn thiện tuân thủ các nguyên tắc quản trị công ty của các công ty đại chúng hoạt động trong lĩnh vực kinh doanh chứng khoán và tăng cường bảo vệ quyền lợi cổ đông thiểu số tại các công ty chứng khoán niêm yết.

Từ khóa: Quản trị công ty; công ty chứng khoán; hiệu quả hoạt động.

Relationship Between Corporate Governance and Financial Performance of Securities Firms in Vietnam

Abstract:

There have been very few studies conducted on corporate governance in Vietnamese securities firms. Through the regression analysis using the sample of 48 securities firms for the period 2012-2016, the results show a negative correlation between majority shareholder ownership and firm performance, a U-shaped nonlinear correlation between executive ownership and firm performance, and the impact of the board of directors characteristics on the securities firms performance in Vietnam. The results are the basis for policy recommendations for the State Securities Commission to improve corporate governance compliance of public companies operating in the securities business and strengthen the protection of minority interests in listed securities firms.

Keywords: Corporate governance; securities firm; firm performance.

1. Giới thiệu

Thị trường chứng khoán Việt Nam đã trải qua hơn 20 năm hình thành và phát triển (từ 28/11/1996). Chủ thể trung gian không thể thiếu trên thị trường này là các công ty chứng khoán. Công ty chứng khoán ở Việt Nam được thực hiện tối đa 04 nghiệp vụ: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành và tư vấn; đóng vai trò là trung gian tài chính năng động trên thị trường vốn giữa các tổ chức phát hành và nhà đầu tư. Các nghiệp vụ nêu trên là nghiệp vụ phổ biến của các ngân hàng đầu tư trên thế giới. Ngay cả các nghiên cứu về hiệu quả hoạt động trong ngân hàng đầu tư trên thế giới qua các bằng chứng thực nghiệm cũng rất hiếm hoi (Mamatzakakis & Bermpei, 2014), chưa nói đến mối quan hệ giữa quản trị công ty và hiệu quả hoạt động trong các ngân hàng đầu tư. Vì vậy, kỳ vọng nghiên cứu của nhóm tác giả là tìm kiếm các bằng chứng thực nghiệm về mối quan hệ giữa quản trị công ty và hiệu quả hoạt động của công ty chứng khoán tại Việt Nam nhằm thu hẹp khe hở nghiên cứu về lĩnh vực này.

2. Tổng quan nghiên cứu

2.1. Cơ sở lý thuyết

Quản trị công ty

Có nhiều định nghĩa khác nhau về quản trị công ty. Theo Parkinson (1994), quản trị công ty là một quá trình giám sát và kiểm soát được thực hiện nhằm đảm bảo các hoạt động điều hành công ty (management) được thực hiện phù hợp với lợi ích của các cổ đông. Theo Shleifer & Vishny (1997), quản trị công ty có thể được định nghĩa hẹp hơn là các công cụ đảm bảo tỷ suất hoàn vốn đầu tư tối đa cho các cổ đông và chủ nợ của công ty.

Các quá trình tự do hóa và toàn cầu hóa dẫn đến sự phát triển nhanh của ngành công nghiệp ngân hàng đầu tư ở tất cả các nước công nghiệp. Ngân hàng đầu tư chủ yếu tham gia vào việc phát hành cổ phiếu hoặc nợ chứng khoán, các vụ sáp nhập và hợp nhất và các dịch vụ tư vấn. Sự đa dạng của các hoạt động của ngân hàng đầu tư nâng cao đáng kể tầm quan trọng của các tổ chức tài chính này trong hệ thống tài chính toàn cầu. Các hoạt động của ngân hàng đầu tư vượt xa các hoạt động cho vay của các ngân hàng truyền thống vì họ đóng vai trò trung gian trực tiếp giữa các nhà đầu tư và các khách hàng huy động vốn trên thị trường vốn (Mamatzakakis & Bermpei, 2014).

Tổ chức xếp hạng tín nhiệm Fitch đã xác định động lực phổ biến nhất về sức mạnh của quản trị công ty chính là sở hữu. Cấu trúc sở hữu không

minh bạch, mâu thuẫn nhau hoặc không ổn định có thể cản trở việc thiết lập hệ thống quản trị công ty hiệu quả, do chúng tạo ra những điểm yếu trong mối quan hệ giữa người đại diện (nhà quản lý) và người chủ (cổ đông).

Sự khó khăn trong việc tạo lập một hội đồng quản trị độc lập là thách thức của quản trị công ty trong các công ty tài chính (Fama & French, 1983). Tại một số quốc gia, hội đồng quản trị tồn tại bởi vì đó là yêu cầu pháp lý, nhưng trong thực tế có thể chỉ mang tính hình thức, trong đó các cổ đông không có được mối quan hệ với nhà quản lý. Quản trị công ty yếu kém có thể dẫn đến các giao dịch với các bên liên quan, thường tồn tại ở các công ty tài chính có sở hữu gia đình, khi cổ đông lớn chuyển dịch các nguồn lực và lợi nhuận của công ty cho các công ty “sân sau”, dẫn đến thiệt hại cho các cổ đông thiểu số.

Cơ chế thưởng cho nhà quản trị là một vấn đề quan trọng trong quản trị công ty tại công ty tài chính. Các nhà quản trị nhận được các khoản thưởng dựa trên các hiệu quả ngắn hạn thường có xu hướng theo đuổi các chiến lược đầu tư rủi ro hơn, gia tăng đòn bẩy tài chính, vì điều này sẽ làm tăng giá cổ phiếu. Vì vậy, cơ chế thưởng dựa trên tăng trưởng dài hạn của giá cổ phiếu có thể là một cơ chế khả thi trong việc giảm thiểu vấn đề đại diện giữa cổ đông và nhà quản trị. Tuy nhiên, việc sở hữu cổ phần của nhà quản trị có thể gây ra hai hiệu ứng trái ngược giữa tỷ lệ sở hữu quản trị với giá trị công ty. Hiệu ứng hội tụ lợi ích (convergence of interest effect) cho rằng khi nhà quản lý đồng thời là cổ đông thì lợi ích sẽ giao thoa mạnh với nhau, và dẫn đến tương quan dương giữa giá trị công ty và sở hữu quản trị (Jensen & Meckling, 1976), còn hiệu ứng “ngăn chặn” (“entrenchment” effect) cho rằng với một tỷ lệ sở hữu cao, nhà quản trị không mất đi vị trí của mình, do đó không sợ bị trừng phạt khi dịch chuyển lợi ích cổ đông về cho cá nhân, từ đó làm giảm giá trị công ty (Demsetz, 1983).

Ngoài hai đặc điểm nêu trên, một số đặc điểm khác cũng thường được thảo luận trong việc đề xuất các khuyến nghị nâng cao năng lực quản trị công ty trong công ty tài chính, như việc kiêm nhiệm tổng giám đốc của chủ tịch hội đồng quản trị (tăng độ hội tụ giữa các chiến lược dài hạn và các hoạt động điều hành hàng ngày, nhưng gây ra mặt trái là giảm hiệu lực và hiệu quả của kiểm soát); tính đa dạng về giới tính của hội đồng quản trị; trình độ và kinh nghiệm

Bảng 1: So sánh giữa Ngân hàng đầu tư và Công ty chứng khoán ở Việt Nam

	Ngân hàng đầu tư	Công ty chứng khoán ở Việt Nam
Khái niệm	Định chế đóng vai trò trung gian thực hiện hàng loạt các dịch vụ liên quan tới tài chính	Doanh nghiệp hoạt động kinh doanh chứng khoán
Nghệp vụ	Môi giới chứng khoán; Tự doanh chứng khoán; Bảo lãnh phát hành chứng khoán; Tư vấn đầu tư chứng khoán; Tư vấn, dàn xếp M&A cùng các hoạt động tái cơ cấu doanh nghiệp;	Môi giới chứng khoán; Tự doanh chứng khoán; Bảo lãnh phát hành chứng khoán; Tư vấn đầu tư chứng khoán;
Đối tượng khách hàng	Tổ chức, công ty và chính phủ	Tổ chức, doanh nghiệp

Nguồn: Mạc Quang Huy (2009)

của thành viên hội đồng quản trị...

Ngân hàng đầu tư và Công ty chứng khoán ở Việt Nam

Ngân hàng đầu tư (Investment Bank), được hiểu theo quan điểm truyền thống là một chủ thể trung gian thực hiện chức năng chính là tư vấn và huy động vốn trên thị trường vốn cho khách hàng, mà khách hàng ở đây là các doanh nghiệp và cả chính phủ các nước (Mạc Quang Huy, 2009). Ngày nay, ngoài việc duy trì và phát triển các nghiệp vụ truyền thống như dịch vụ tư vấn, bảo lãnh phát hành chứng khoán cho khách hàng (chứng khoán vốn và chứng khoán nợ), ngân hàng đầu tư còn mở rộng các nghiệp vụ của mình sang các lĩnh vực kinh doanh khác, lấy nghiệp vụ ngân hàng đầu tư làm cốt lõi, đa dạng hóa cách thức hoạt động nhằm đáp ứng được tối đa nhu cầu của khách hàng như hoạt động tư vấn mua bán, sáp nhập doanh nghiệp (M&A) và tư vấn tái cơ cấu doanh nghiệp, môi giới và tự doanh chứng khoán và các sản phẩm thay thế khác như bất động sản, vay sử dụng đòn bẩy tài chính, các thỏa thuận tín dụng lớn,...

Theo thông tư số 210/2012/TT-BTC, công ty chứng khoán là doanh nghiệp hoạt động kinh doanh chứng khoán, thực hiện một, một số hoặc toàn bộ các nghiệp vụ: môi giới chứng khoán, tự doanh chứng khoán, bảo lãnh phát hành chứng khoán, tư vấn đầu tư chứng khoán.

Qua phân tích trên, có thể thấy sự tương đồng về khái niệm, nghiệp vụ, đối tượng khách hàng giữa ngân hàng đầu tư và công ty chứng khoán ở Việt Nam. Vì vậy, nhóm tác giả sẽ dùng dữ liệu từ các công ty chứng khoán ở Việt Nam để đại diện cho khách thể nghiên cứu ngân hàng đầu tư.

2.2. Các nghiên cứu trước có liên quan

Nghiên cứu ngoài nước

Radić & cộng sự (2012) đã nghiên cứu hiệu quả chi phí và lợi nhuận trên mẫu các ngân hàng đầu tư các nước G7 và Thụy Sĩ thời kỳ trước khủng hoảng và tìm thấy bằng chứng về tác động mạnh mẽ của các yếu tố rủi ro ngân hàng, chứ không phải rủi ro ngành hay yếu tố vĩ mô, đến hiệu quả lợi nhuận; đó là quản trị thanh khoản và quản trị rủi ro vốn chủ sở hữu.

Gần đây, Mamatzakis & Bermpei (2014) đã nghiên cứu các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của các ngân hàng đầu tư các nước G7 và Thụy Sĩ. Các tác giả tập trung vào vai trò của rủi ro, thanh khoản và doanh thu từ phí. Kết quả cho thấy rủi ro có tác động cùng chiều đến hiệu quả hoạt động trong trường hợp rủi ro vỡ nợ thấp, và tỷ lệ phí làm cải thiện hiệu quả hoạt động; nhưng thanh khoản lại có tác động tiêu cực.

Một số khía cạnh khác của quản trị công ty trong các ngân hàng, chẳng hạn như đặc điểm hội đồng quản trị, lương của giám đốc điều hành và tỷ lệ vốn chủ sở hữu, đã được trình bày trong một vài nghiên cứu hàn lâm (Fahlenbrach & Stulz, 2011; Erkens & cộng sự, 2009). Tuy nhiên, các nghiên cứu về quản trị công ty và hiệu quả hoạt động trong các công ty tài chính vẫn còn rất hạn chế.

Minton & cộng sự (2011) điều tra mối quan hệ giữa chấp nhận rủi ro và hiệu quả hoạt động của các ngân hàng ở Hoa Kỳ với thành viên độc lập và chuyên môn về tài chính của hội đồng quản trị. Kết quả của nghiên cứu cho thấy chuyên môn về tài chính của hội đồng quản trị có mối quan hệ tích cực đến chấp nhận rủi ro và hiệu quả hoạt động ngân hàng trước khủng hoảng nhưng có mối quan hệ tiêu cực đến hiệu quả hoạt động ngân hàng trong cuộc khủng hoảng. Cornett & cộng sự (2010) nghiên cứu mối quan hệ giữa một số cơ chế quản trị công

ty và hiệu quả hoạt động ngân hàng trong khủng hoảng với mẫu khoảng 300 ngân hàng niêm yết giao dịch Mỹ. Trái ngược với Erkens & cộng sự (2009), Fahlenbrach & Stulz (2011), Cornett & cộng sự (2010) tìm thấy quản trị công ty tốt hơn, ví dụ như hội đồng quản trị độc lập hơn, trả lương theo hiệu quả hoạt động cao hơn, và sự gia tăng trong chủ sở hữu nội bộ, có mối quan hệ tích cực đến hiệu quả hoạt động của ngân hàng trong thời kỳ khủng hoảng.

Gropp & Köhler (2010) đã xem xét các ngân hàng trong giai đoạn khủng hoảng 2007/2008 và tìm thấy bằng chứng về sự khác biệt giữa ngân hàng do cổ đông kiểm soát và nhà quản trị kiểm soát, cụ thể là các ngân hàng do cổ đông kiểm soát có lợi nhuận cao hơn tại các năm trước khủng hoảng, nhưng lại thua lỗ nhiều hơn và đòi hỏi hỗ trợ từ phía chính phủ. Hau & Thum (2009) đã nghiên cứu về chất lượng quản trị công ty tại các ngân hàng sở hữu nhà nước ở Đức trong giai đoạn khủng hoảng tài chính. Các tác giả đã nghiên cứu lý lịch của 592 thành viên hội đồng quản trị tại 29 ngân hàng lớn nhất và tìm thấy sự khác biệt có ý nghĩa về kinh nghiệm quản trị và tài chính giữa các thành viên của ngân hàng tư nhân và ngân hàng do nhà nước kiểm soát. Kết quả nghiên cứu cho thấy việc thiếu năng lực tài chính của thành viên hội đồng quản trị có liên quan đến thua lỗ của ngân hàng. Liang & cộng sự (2016) đã nghiên cứu mối quan hệ giữa cấu trúc quản trị công ty với mức độ đa dạng hóa của các ngân hàng Mỹ trong giai đoạn 2003-2008. Họ tìm thấy sự khác biệt về cấu trúc quản trị công ty tại các ngân hàng đa dạng hóa, và khi đa dạng hóa tăng lên, tính độc lập của hội đồng quản trị, sở hữu tổ chức và hiệu ứng “ngăn chặn” giảm đi.

Các nghiên cứu trong nước

Cho đến nay, mặc dù đã có nhiều nghiên cứu về công ty chứng khoán (và quản trị công ty ở công ty chứng khoán), nhưng từ các dữ liệu khoa học mà các tác giả tiếp cận được, chưa có các nghiên cứu về chủ đề này được công bố. Một số bài báo đã đăng tải về các nội dung quản trị rủi ro hoặc quản trị tài chính tại các công ty chứng khoán, như Trần Thị Xuân Anh (2012) đã tiến hành nhận diện những rủi ro cơ bản cũng như thực trạng quản trị rủi ro tại các công ty chứng khoán, từ đó đề xuất các giải pháp hoàn thiện. Chúc Anh Tú & Nguyễn Thị Cẩm Thúy (2010) đã đề xuất một số chỉ tiêu đặc thù trong phân tích báo cáo tài chính các công ty chứng khoán, trong đó có chỉ tiêu tỷ trọng doanh thu môi giới trong tổng doanh

thu kinh doanh chứng khoán.

Qua lược khảo các bằng chứng nghiên cứu trước, các biến thuộc quản trị công ty được đề cập còn khá khiêm tốn (quy mô hội đồng quản trị, ủy ban giám sát rủi ro, giám đốc điều hành). Ngoài ra, với 20 năm phát triển thị trường chứng khoán ở Việt Nam, cần thiết có nghiên cứu về thực tiễn quản trị công ty tại các công ty chứng khoán. Vì vậy, các tác giả kỳ vọng tiến hành kiểm định chi tiết mối quan hệ giữa các biến đại diện cho quản trị công ty và hiệu quả hoạt động tại các công ty chứng khoán, nhằm bổ sung bằng chứng thực tiễn cho hướng nghiên cứu này.

2.3. Giả thuyết nghiên cứu

Từ lý thuyết và các bằng chứng thực nghiệm trước đó, các tác giả đề xuất ba giả thuyết nghiên cứu sau:

- Giả thuyết 1: Tồn tại mối quan hệ tiêu cực giữa sở hữu của cổ đông lớn và hiệu quả hoạt động của công ty chứng khoán (kế thừa Gropp & Köhler, 2010).

- Giả thuyết 2: Tồn tại mối quan hệ giữa các đặc điểm của hội đồng quản trị như quy mô, tính độc lập, kinh nghiệm, tỷ lệ quản trị và kiêm nhiệm với hiệu quả hoạt động của công ty chứng khoán (kế thừa Fahlenbrach & Stulz, 2011; Erkens & cộng sự, 2009).

- Giả thuyết 3: Tồn tại mối quan hệ phi tuyến bậc 2 dạng chữ U ngược giữa sở hữu cổ phần của ban giám đốc và hiệu quả hoạt động của công ty chứng khoán (kế thừa Liang & cộng sự, 2016)

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Mô hình và dữ liệu

Mô hình nghiên cứu kế thừa nghiên cứu của Aebi & cộng sự (2012), có điều chỉnh để phù hợp với đặc trưng của công ty chứng khoán tại Việt Nam (Bảng 2).

Mô hình nghiên cứu:

$$ROA_{it} (ROE_{it}, TOBINSQ_{it}) = a + b1.BLOCK_{it} + b2.CEO_{it} + b3.CEO2_{it} + b4.BSIZE_{it} + b5.INDEP_{it} + b6.EXPERT_{it} + b7.EXECUT_{it} + b8.DUAL_{it} + b9.FSIZE_{it} + b10.AGE_{it} + b11.LEVERAGE_{it} + b12.FEE_{it} + b13.RISK_{it} + e.$$

Mẫu dữ liệu thu thập từ các công ty chứng khoán đang hoạt động, vốn điều lệ đã góp tối thiểu là 100 tỷ đồng (nhằm đảm bảo tối thiểu thực hiện hai nghiệp vụ kinh doanh chứng khoán là môi giới và tự doanh chứng khoán), có đầy đủ dữ liệu công bố trong giai đoạn 2012-2016.

Bảng 2: Mô tả biến

Biến	Tên biến	Cách tính	Nguồn
BLOCK	Tỷ lệ sở hữu cổ phần của cổ đông lớn	$\frac{\text{Số cổ phần có quyền biểu quyết của cổ đông hoặc nhóm cổ đông từ 5% trở lên}}{\text{Số cổ phần đang lưu hành}}$	Báo cáo thường niên
CEO	Tỷ lệ sở hữu cổ phần của ban giám đốc	$\frac{\text{Số cổ phần có quyền biểu quyết của ban giám đốc}}{\text{Số cổ phần đang lưu hành}}$	Báo cáo thường niên
CEO2	Bình phương tỷ lệ sở hữu cổ phần của ban giám đốc	CEO ²	
BSIZE	Quy mô hội đồng quản trị	Ln(Số thành viên hội đồng quản trị)	Báo cáo thường niên
INDEP	Tính độc lập của hội đồng quản trị	Tỷ lệ thành viên độc lập trong hội đồng quản trị	Báo cáo thường niên
EXPERT	Kinh nghiệm của hội đồng quản trị	Tỷ lệ thành viên trong hội đồng quản trị có kinh nghiệm quản lý trước đó tại một định chế tài chính khác (tổ chức tín dụng, bảo hiểm, chứng khoán, quỹ đầu tư...)	Báo cáo thường niên
EXECUT	Tỷ lệ điều hành của hội đồng quản trị	Tỷ lệ thành viên hội đồng quản trị trong ban giám đốc	Báo cáo thường niên
DUAL	Tính kiêm nhiệm của chủ tịch hội đồng quản trị	Bằng 1 nếu chủ tịch đồng thời là Giám đốc (Tổng giám đốc), bằng 0 nếu ngược lại	Báo cáo thường niên
ROA	Thành quả hoạt động	$\frac{\text{Lợi nhuận sau thuế TNDN}}{\text{Tổng tài sản}}$	Báo cáo tài chính
ROE	Thành quả hoạt động	$\frac{\text{Lợi nhuận sau thuế TNDN}}{\text{Vốn chủ sở hữu}}$	Báo cáo tài chính
TOBINSQ	Thành quả hoạt động	$\frac{\text{Vốn hóa công ty} + \text{thư giá của nợ}}{\text{thư giá của tổng tài sản}}$	Báo cáo tài chính
FSIZE	Quy mô công ty	Ln(Tổng tài sản)	Báo cáo tài chính
AGE	Tuổi công ty	Ln(Năm thu thập dữ liệu – Năm thành lập)	Báo cáo thường niên
LEVERAGE	Đòn bẩy tài chính	$\frac{\text{Nợ phải trả}}{\text{Vốn chủ sở hữu}}$	Báo cáo tài chính
FEE	Tỷ trọng doanh thu từ phí dịch vụ	$\frac{\text{Doanh thu từ phí môi giới, tư vấn và lưu ký}}{\text{Doanh thu thuần}}$	Báo cáo tài chính
RISK	Rủi ro	$\frac{\text{Vốn khả dụng}}{\text{Tổng giá trị rủi ro}}$	Báo cáo tỷ lệ an toàn tài chính

Mẫu nghiên cứu bao gồm 48 công ty, trong đó có 19 công ty niêm yết.

Để kiểm định 3 giả thuyết được nêu, bài viết lần lượt sử dụng phương pháp ước lượng hồi quy gộp, mô hình hiệu ứng cố định và mô hình hiệu ứng ngẫu nhiên và phương pháp mô men tổng quát (GMM-System) để kiểm định.

4. Kết quả và thảo luận

Số công ty chứng khoán trong mẫu nghiên cứu có xu hướng giảm nhẹ trong năm 2015-2016, nhưng

nhìn chung ổn định. Số công ty niêm yết ổn định trong giai đoạn nghiên cứu.

Các hệ số tương quan giữa các biến hầu hết đều có giá trị tuyệt đối thấp hơn 0,8¹; ngoại trừ hệ số tương quan giữa ROA và ROE (0,9352), tuy nhiên hai biến này không đồng thời xuất hiện trong một phương trình hồi quy nên không gây ra quan ngại về hiện tượng đa cộng tuyến.

Sau khi lần lượt thực hiện hồi quy mô hình theo phương pháp Pooled-OLS, REM và FEM, nhóm tác

Bảng 3: Số quan sát theo năm trong giai đoạn nghiên cứu

	2012	2013	2014	2015	2016
Số công ty, trong đó	48	48	48	46	45
Số công ty niêm yết	18	19	19	19	19

Nguồn: tổng hợp từ dữ liệu thu thập

Bảng 4: Ma trận hệ số tương quan giữa các biến

	roa	roe	tobinq	block	ceo	ceo2	bsize
roa	1.0000						
roe	0.9352*	1.0000					
tobinq	0.2759*	0.3807*	1.0000				
block	-0.0583	-0.0527	0.2597	1.0000			
ceo	-0.0945	-0.1443	-0.1073	0.2769*	1.0000		
ceo2	-0.1259	-0.1434	-0.0269	0.3655*	0.9510*	1.0000	
bsize	0.1467*	0.1539*	0.2648*	-0.3541*	-0.2030*	-0.2148*	1.0000
indep	-0.0495	-0.0399	-0.2315*	0.2775*	-0.0039	-0.0077	-0.0223
expert	0.2170*	0.2795*	0.3957*	-0.0357	-0.2154*	-0.1067	0.1491*
execut	0.0840	0.0568	0.1252	-0.2593*	-0.1072	-0.0683	0.0193
dual	0.0713	0.0103	-0.0590	-0.1895*	-0.0715	-0.0372	0.0047
fsize	0.1021	0.1942*	0.4029*	-0.0003	-0.4802*	-0.3788*	0.1231
age	0.1350*	0.1416*	0.2122*	0.2690*	-0.1383	-0.1038	0.0890
leverage	0.0732	0.1937*	0.3088*	-0.0562	-0.1829*	-0.1273	-0.0094
fee	-0.0308	0.0260	0.2841*	-0.0310	0.1134	0.0702	-0.0990
risk	0.2809*	0.2326*	0.2369*	0.2025*	0.1647*	0.2313*	-0.0732
	indep	expert	execut	dual	fsize	age	leverage
indep	1.0000						
expert	-0.2091*	1.0000					
execut	-0.3547*	0.1291*	1.0000				
dual	-0.0421	0.0302	0.4662*	1.0000			
fsize	-0.3240*	0.3500*	0.2971*	0.1306*	1.0000		
age	-0.0673	0.0559	0.1106	0.1058	0.3058*	1.0000	
leverage	-0.3108*	0.2336*	-0.0144	-0.0648	0.3916*	0.0442	1.0000
fee	-0.1605*	0.0441	0.0142	0.0341	-0.1599*	0.1073	-0.0165
risk	-0.0442	0.1296*	0.1127	0.1408*	0.1517*	0.1898*	-0.1440*

Nguồn: tổng hợp từ dữ liệu thu thập

Bảng 5: Tổng hợp kết quả nghiên cứu từ mô hình GMM với các biến phụ thuộc

Biến giải thích	ROA	ROE	TOBINQ
BLOCK	-0.0567**	-0.161***	-1.593***
CEO	0.293*	0.436**	-4.608***
CEO2	-0.600**	-0.721***	7.245***
BSIZE	-0.0848*	-0.158***	1.144***
INDEP	-0.103	-0.191*	-0.751
EXPERT	0.0602**	0.0591	1.039
EXECUT	0.172***	0.237***	-0.548*
DUAL	-0.0338**	-0.0717***	-1.241***
FSIZE	-0.0239***	-0.0237**	-0.0557**
AGE	-0.000118	0.0357	0.803***
LEVERAGE	-0.00764	0.0121	-0.810
FEE	0.0139	0.0289	0.542
RISK	-0.00109	-0.00690*	-0.0312
Hệ số chặn	0.817***	0.939***	0
Số quan sát	107	108	52
AR(1)	0.432	0.596	0.568
AR(2)	0.850	0.293	0.984
Hansen-test	0.731	0.429	0.908

Ghi chú: các ký hiệu ***, **, * tương ứng với các mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%.

Nguồn: xử lý dữ liệu của nhóm tác giả

giả nhận thấy kết quả mô hình của FEM là phù hợp nhất², nhưng tồn tại đồng thời hiện tượng tự tương quan và phương sai thay đổi. Bên cạnh đó, hiện tượng tương tác đồng thời giữa các biến sở hữu và

biến đại diện cho thành quả hoạt động của công ty cùng với các sai số trong đo lường sẽ dẫn đến hiện tượng nội sinh (Bhagat & Bolton, 2008). Do đó, để khắc phục các hiện tượng này, nhóm tác giả đã xử

lý bằng phương pháp System-GMM. Kết quả kiểm định AR(2) và Hansen-test cho thấy các biến công cụ được lựa chọn là phù hợp.

Tác động của sở hữu cổ đông lớn đến hiệu quả hoạt động của công ty chứng khoán

Kết quả từ Bảng 5 cho thấy biến BLOCK có tương quan âm với tất cả các biến phụ thuộc. Các kết quả này khẳng định giả thuyết nghiên cứu 1: Tồn tại mối quan hệ tiêu cực giữa sở hữu của cổ đông lớn và hiệu quả hoạt động của công ty chứng khoán.

Kết quả này cũng phù hợp với lập luận của Laeven và Levine (2009) đối với các công ty hoạt động trong môi trường pháp lý chưa có cơ chế bảo vệ đầy đủ cho cổ đông; và phù hợp với các bằng chứng thực nghiệm trước đây của Gropp & Köhler (2010), Hau & Thum (2009).

Hầu hết công ty chứng khoán tại Việt Nam là công ty con, hoặc có cổ đông lớn là ngân hàng thương mại. Tuy đã tách biệt tiền gửi của dân cư khỏi hoạt động kinh doanh chứng khoán của các ngân hàng thương mại, tuy nhiên, với tư cách là cổ đông lớn, thậm chí là cổ đông chi phối, các ngân hàng thương mại có mức độ can thiệp rất sâu vào hoạt động quản trị, điều hành của công ty chứng khoán. Nếu cơ chế bảo vệ cổ đông thiểu số chưa tốt, không có gì đảm bảo rằng lợi ích của cổ đông sẽ chuyển dịch về phía cổ đông lớn.

Tác động của sở hữu của ban giám đốc đến hiệu quả hoạt động của công ty chứng khoán

Hệ số hồi quy giữa biến CEO với ROA và ROE đều dương; hệ số hồi quy giữa biến CEO2 với ROA và ROE đều âm. Kết quả nghiên cứu này khẳng định giả thuyết nghiên cứu 3 của các tác giả: Tồn tại mối quan hệ phi tuyến bậc 2 dạng chữ U ngược giữa sở hữu cổ phần của ban giám đốc và hiệu quả hoạt động của công ty chứng khoán. Mặc dù chưa phát hiện thấy các bằng chứng thực nghiệm trước liên quan đến mối quan hệ này tại các ngân hàng đầu tư ngoài nước, cũng như các công ty chứng khoán trong nước, kết quả này phù hợp với hai hiệu ứng “hội tụ lợi ích” và “ngăn chặn” giữa ban giám đốc với cổ đông.

Đối với mô hình với biến phụ thuộc ROA, giá trị cực đại của hiệu quả hoạt động đạt được khi biến CEO ở giá trị 32,36%³. Trong trường hợp ROE là biến phụ thuộc, biến này đạt giá trị cực đại khi CEO ở giá trị 25,56%. Từ kết quả này, có thể nhận định hiệu ứng “hội tụ lợi ích” xảy ra khi tỷ lệ sở hữu của ban giám đốc nhỏ hơn hay bằng 25,56% và hiệu ứng

“ngăn chặn” xảy ra khi tỷ lệ sở hữu của ban giám đốc lớn hơn hay bằng 32,36%.

Riêng trong trường hợp biến phụ thuộc là TOBINSQ, dấu hệ số tương quan của hai biến CEO và CEO2 với biến này trái với lý thuyết và kỳ vọng của các tác giả. Tuy rằng kết quả này rất đáng được bàn luận tiếp, nhưng do số mẫu nghiên cứu quá ít, nên có khả năng ảnh hưởng đến mức độ giải thích của các biến độc lập đối với biến phụ thuộc.

Tác động của các đặc điểm của hội đồng quản trị đến hiệu quả hoạt động của công ty chứng khoán

Đối với trường hợp kiểm nhiệm tổng giám đốc của chủ tịch hội đồng quản trị (biến DUAL), mặt tích cực là nâng cao hiệu quả của các quyết định quản trị từ hội đồng quản trị đến ban giám đốc, giảm thiểu các nhiễu phát sinh trong quá trình truyền thông; nhưng mặt tiêu cực là dễ chuyển tải những chèn lấn từ cổ đông lớn đến các cổ đông thiểu số thông qua vai trò điều hành của ban giám đốc. Trong trường hợp các công ty chứng khoán trong giai đoạn nghiên cứu, tác động tiêu cực của việc kiểm nhiệm lần đầu tác động tích cực.

Thành viên hội đồng quản trị tham gia ban giám đốc không mang lại tác động tích cực đối với hiệu quả hoạt động (mặc dù chỉ có ý nghĩa trong trường hợp biến phụ thuộc là ROE). Kết quả này nhất quán với trường hợp biến DUAL, khi sự hội tụ lớn giữa hội đồng quản trị và ban giám đốc có thể mang lại hiệu ứng tích cực lần đầu tiên, nhưng trong mẫu nghiên cứu, tác động tiêu cực lần đầu thể hiện rõ.

Đối với trường hợp biến EXPERT, tỷ trọng thành viên có kinh nghiệm quản trị càng cao, một mặt các quyết định của hội đồng quản trị sẽ mang tầm nhìn chiến lược, phù hợp với thực tế và khả thi hơn, mặt khác, thông qua mạng lưới quan hệ của các thành viên này, công ty sẽ khai thác nhiều cơ hội kinh doanh hơn.

Quy mô hội đồng quản trị càng lớn, khả năng xuất hiện các thành viên thụ động càng nhiều, hưởng thụ thù lao và lợi ích từ cổ đông, nhưng lại có rất ít/ không có đóng góp vào hoạt động quản lý và giám sát công ty, qua đó làm giảm hiệu quả hoạt động của công ty.

Đối với thành viên độc lập, có nhiều định nghĩa tùy theo quy định pháp luật của từng quốc gia, nhưng nhìn chung không là cổ đông lớn hoặc người có liên quan, không phải thành viên ban quản lý, điều hành hoặc người có liên quan. Trong trường hợp nghiên cứu, có thể suy đoán kết quả từ hai nguyên nhân:

(1) thành viên độc lập không có đủ trình độ, kinh nghiệm trong ngành tài chính, nên dễ trở thành thành viên thụ động, qua đó ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả hoạt động; (2) thành viên độc lập được cổ đông lớn bố trí nhằm đảm bảo tuân thủ quy định pháp luật về tỷ lệ tối thiểu, chứ không nghĩ đến hiệu quả mang lại từ vị thế độc lập của các thành viên này.

5. Kết luận và gợi ý chính sách

Trên mẫu dữ liệu thứ cấp thu thập từ báo cáo thường niên, báo cáo tài chính và báo cáo tỷ lệ an toàn tài chính và dữ liệu trị giá cổ phiếu của các công ty niêm yết từ 48 công ty chứng khoán trong giai đoạn 2012 – 2016, các tác giả đã thu được những kết quả nghiên cứu cơ bản sau:

- Tồn tại tương quan âm giữa sở hữu cổ đông lớn với hiệu quả hoạt động.
- Tồn tại tương quan phi tuyến bậc hai dạng chữ U ngược giữa sở hữu ban giám đốc và hiệu quả hoạt động, trong trường hợp hiệu quả hoạt động được đo lường từ số liệu kế toán.
- Tồn tại mối quan hệ giữa các đặc điểm của hội đồng quản trị với hiệu quả hoạt động.

Kết quả này xác nhận giả thuyết nghiên cứu của các tác giả, khi cho rằng cổ đông lớn, thông qua sự chi phối của mình đến hội đồng quản trị sẽ tác động đến các quyết định quản trị, và điều hành của ban giám đốc, qua đó ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của các công ty chứng khoán.

Các kết quả nghiên cứu trên đây, một mặt bổ sung vào các bằng chứng thực nghiệm có liên quan đến hoạt động quản trị công ty tại các ngân hàng đầu tư trong môi trường nền kinh tế chuyển đổi, mặt khác là cơ sở cho các hàm ý quản trị tại các công ty chứng khoán cũng như các chính sách điều tiết của cơ quan quản lý nhà nước (Ủy ban chứng khoán nhà nước) và cơ quan quản lý thị trường (các sở giao dịch chứng khoán).

Từ kết quả trên, các tác giả đề xuất một số hàm ý chính sách sau:

Đối với Ủy ban chứng khoán nhà nước, kết quả

nghiên cứu này có thể được sử dụng trong việc ban hành các văn bản pháp quy có liên quan đến việc tuân thủ các nguyên tắc quản trị công ty của các công ty đại chúng hoạt động trong lĩnh vực kinh doanh chứng khoán. Ủy ban có thể đưa ra các khuyến cáo về những đặc điểm của hội đồng quản trị như quy mô, tỷ lệ thành viên độc lập, tỷ lệ thành viên tham gia ban giám đốc, các yêu cầu về kinh nghiệm đối với thành viên, hạn chế kiêm nhiệm tổng giám đốc của chủ tịch.

Ngoài ra, Ủy ban cũng có thể đưa ra các khuyến cáo về tỷ lệ sở hữu của tổ chức trong công ty chứng khoán, tương tự như các giới hạn về tỷ lệ sở hữu của tổ chức và cá nhân tại các ngân hàng thương mại hiện hành; và các cơ chế bảo vệ quyền lợi của cổ đông thiểu số trong các công ty chứng khoán có cổ đông lớn chi phối.

Ủy ban không nhất thiết phải gây áp lực tăng vốn pháp định/vốn điều lệ đối với các ngành nghề kinh doanh của các công ty chứng khoán, thay vào đó cần xây dựng các quỹ hỗ trợ thanh khoản cho các công ty này.

Đối với các Sở giao dịch chứng khoán, cần có những quy định về gia tăng tỷ lệ cổ đông thiểu số trong điều kiện niêm yết, nhằm giảm dần sự chi phối của cổ đông lớn tại các công ty chứng khoán niêm yết. Ngoài ra, các Sở cũng cần tăng cường các nội dung công bố thông tin bất thường đối với những thay đổi trong các đặc điểm của hội đồng quản trị có liên quan đến các công ty chứng khoán niêm yết, vì những đặc điểm này đều có tác động đến hiệu quả hoạt động, qua đó ảnh hưởng đến thị giá cổ phiếu và ảnh hưởng đến giá trị dành cho cổ đông.

Đối với các công ty chứng khoán, có thể căn cứ vào các kết quả nghiên cứu này để tiến hành các hoạt động hoàn thiện quản trị công ty, nhằm củng cố và gia tăng lòng tin của cổ đông vào hội đồng quản trị và ban giám đốc, qua đó thu hút được các nguồn lực cần thiết từ thị trường tài chính và thu hút được thêm khách hàng tiềm năng.

Ghi chú:

1. Giá trị VIF của các biến dao động từ 1.23 đến 2.10
2. Hausman-test có p-value = 0.000 khi kiểm tra sự phù hợp giữa phương pháp REM và FEM.
3. Hàm $y = ax^2 + bx + c$ đạt cực trị khi $y' = 0$, tức $x = -b/2a$.

Tài liệu tham khảo

- Aebi, V., Sabato, G., & Schmid, M. (2012), 'Risk management, corporate governance, and bank performance in the financial crisis', *Journal of Banking & Finance*, 36(12), 3213-3226.
- Bhagat, S., & Bolton, B. (2008), 'Corporate governance and firm performance', *Journal of corporate finance*, 14(3), 257-273.
- Cornett, M. M., Guo, L., Khaksari, S., & Tehranian, H. (2010), 'The impact of state ownership on performance differences in privately-owned versus state-owned banks: An international comparison', *Journal of Financial Intermediation*, 19(1), 74-94.
- Chúc Anh Tú & Nguyễn Thị Cẩm Thúy (2010), 'Một số chỉ tiêu đặc trưng trong phân tích tài chính tại công ty chứng khoán', *Tạp chí Kế toán Xuân 2010*, 32-34.
- Demsetz, H. (1983), 'The structure of ownership and the theory of the firm', *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 375-390.
- Erkens, D., Hung, M., & Matos, P. (2009), 'Corporate governance in the recent financial crisis: Evidence from financial institutions worldwide', *SSRN Paper*, 1397685.
- Fahlenbrach, R., & Stulz, R. M. (2011), 'Bank CEO incentives and the credit crisis', *Journal of Financial Economics*, 99(1), 11-26.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983), 'Separation of ownership and control', *The journal of law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Gropp, R., & Köhler, M. (2010), 'Bank owners or bank managers: Who is keen on risk? Evidence from the financial crisis', *ZEW - Centre for European Economic Research Discussion Paper No. 10-013*, retrieved on August 12th 2017, from https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1589511.
- Hau, H., & Thum, M. (2009), 'Subprime crisis and board (in-) competence: private versus public banks in Germany', *Economic Policy*, 24(60), 701-752.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976), 'Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure', *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- Laeven, L., & Levine, R. (2009), 'Bank governance, regulation and risk taking', *Journal of financial economics*, 93(2), 259-275.
- Liang, H. Y., Chen, I. J., & Chen, S. S. (2016), 'Does corporate governance mitigate bank diversification discount?', *International Review of Economics & Finance*, 45, 129-143.
- Mạc Quang Huy (2009), *Cẩm nang ngân hàng đầu tư*, Hà Nội: Nhà xuất bản Thống kê.
- Mamatzakis, E., & Bermpei, T. (2014), 'What drives investment bank performance? The role of risk, liquidity and fees prior to and during the crisis', *International Review of Financial Analysis*, 35, 102-117.
- Minton, B. A., Taillard, J., & Williamson, R. (2011), 'Do independence and financial expertise of the board matter for risk taking and performance?', *Fisher College of Business working paper*, (2010-03), 014.
- Parkinson, J. (1994), 'The legal context of corporate social responsibility', *Business Ethics: A European Review*, 3(1), 16-22.
- Radić, N., Fiordelisi, F., & Girardone, C. (2012), 'Efficiency and risk-taking in pre-crisis investment banks', *Journal of Financial Services Research*, 41(1-2), 81-101.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997), 'A survey of corporate governance', *The journal of finance*, 52(2), 737-783.
- Trần Thị Xuân Anh (2012), 'Quản trị rủi ro: Lỗ hổng trong hoạt động kinh doanh của công ty chứng khoán Việt Nam', *Tạp chí Chứng khoán Việt Nam*, 161, 9-14.