

TÁC ĐỘNG CỦA QUẢN TRỊ DOANH NGHIỆP LÊN HIỆU SUẤT DOANH NGHIỆP VÀ TÍNH THANH KHOẢN CỦA CỔ PHIẾU

ĐÀO THANH BÌNH, LAI THỊ HIỀN - Đại học Hà Nội *

Bằng việc sử dụng mô hình bình phương tổng quát (GLS) trên 50 công ty đã được niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam từ năm 2012 - 2014, nghiên cứu chỉ ra rằng, thường xuyên tổ chức họp hội đồng quản trị và thực hiện kiểm toán nội bộ sẽ có ảnh hưởng tích cực đến hoạt động công ty và tính thanh khoản của cổ phiếu. Ngược lại, tính đối ngẫu của người đứng đầu, sự độc lập của các thành viên trong hội đồng quản trị, sự có mặt của giám đốc điều hành trong ban quản trị và vốn sở hữu của cổ đông chính có ảnh hưởng tiêu cực lên hoạt động công ty và tính thanh khoản của cổ phiếu.

Từ khóa: Thị trường chứng khoán, cổ phiếu, doanh nghiệp, quản trị doanh nghiệp

By using the Generalized Least Squares model (GLS) applied for 50 listed companies on the Vietnam's Stock Exchange for 2012-2014, the research discovers that frequent board of management meetings and internal controls have positive impacts on the company operation and stock liquidity. In contrast, the duality between leadership and the independence of the members of the management board, the presence of managing director in management board and the principal ownership of equity have negative effects to the company operation and stock liquidity.

Keywords: Stock market, stock, enterprise, enterprise management

Ngày nhận bài: 19/3/2018

Ngày hoàn thiện biên tập: 2/4/2018

Ngày duyệt đăng: 6/4/2018

Cơ sở lý thuyết và phương pháp nghiên cứu

Cơ sở lý thuyết

Các lý thuyết cơ bản của quản trị doanh nghiệp (DN) gồm:

- Thuyết đại diện liên quan đến giải quyết các vấn đề có thể tồn tại trong mối quan hệ giữa các bên, đó là, giữa chủ tịch (cổ đông) và các đại diện (giám đốc điều hành công ty). Hai vấn đề giải quyết bằng lý thuyết này bao gồm: Các vấn đề đầu tiên phát sinh khi có sự xung đột về các mục tiêu của các bên; Vấn đề phát sinh khi giữa các bên có sự khác biệt thái độ đối với rủi ro.

- Thuyết các bên liên quan cho rằng, có nhiều thành phần liên quan khác, bao gồm cả các cơ quan chính phủ, các nhóm chính trị, các hiệp hội thương mại, tổ chức công đoàn, các cộng đồng, tổ chức tài chính, các nhà cung cấp, nhân viên và khách hàng. Do đó, các nhà quản lý của các công ty nên cân bằng nhiều chuỗi mâu thuẫn các bên liên quan khác nhau (Friedman & Miles, 2006) trong khi vẫn tối đa hóa giá trị công ty. Một số gợi ý từ lý thuyết các bên liên quan là: Tăng quyền cho cổ đông trong việc tham gia vào quyết định quản trị quan trọng; Thay đổi các thành phần của ban quản trị bằng cách bao gồm nhiều giám đốc bên ngoài; Cho phép các đại diện người lao động ở một số cấp độ quản trị nào đó...

Tuy nhiên, giống như lý thuyết đại diện, lý thuyết các bên liên quan cũng có những thiếu sót do những khẳng định của nó rằng, lợi ích của nhiều bên liên quan có thể được thỏa hiệp hoặc cân bằng.

- Thuyết nhà quản lý (stewardship) phát triển bởi Davis & Donaldson (1997), phát sinh như một đối trọng với lý thuyết cơ quan, giải quyết một số hạn chế của nó. Lý thuyết này bác bỏ tư lợi cho cá nhân, các nhà quản lý có nhiều khả năng phục vụ tổ chức.

Có nhiều nghiên cứu về hiệu quả hoạt động của công ty trên thế giới và Việt Nam như: Lawrence D. Brown và Marcus L. Caylor (2004), Trần Giang (2006), Võ và Phan (2013), Đào và Hoàng (2014), Diamond (1985), Bacidore và Sofianos (2002), Bacidore và Sofianos (2002) và Chung, et al. (2009), Karmani và Ajina (2012), Prommin (2010). Tuy nhiên, Jensen & Chew (1995) và các nhà nghiên cứu sau này lại tìm thấy tác động ngược chiều giữa quy mô hội đồng quản trị và hiệu quả hoạt động, tức là thiên về xu thế khuyến nghị các công ty có quy mô



hội đồng quản trị nhỏ.

Trong bài nghiên cứu này, các biến số phụ thuộc gồm:

- Hiệu quả hoạt động công ty được đo lường dựa trên các chỉ số về lợi nhuận như ROA, và ROE.

- Tính thanh khoản của cổ phiếu: Dựa trên các nghiên cứu của Prommin (2013), hai biến bao gồm ước tính:

+ Phi thanh khoản (ILLIQ)

$$\text{Illiquidity ratio} = 1/D_j \sum |R_j| / ((Vol_j \times P_j))$$

Trong đó, D_j là số ngày một tài sản đã được chỉ rõ; $|R_j|$ là giá trị tuyệt đối của lợi nhuận hàng ngày; Vol_j là khối lượng giao dịch hàng ngày; và P_j là tài sản báo giá trên d ngày

+ Tỷ lệ thanh khoản (LIQRAT)

$$LR_i = \sum_t VOL_{i,t} / (\sum_t R_{i,t})$$

Trong đó, $VOL_{i,t}$ là khối lượng hàng ngày, $R_{i,t}$ là lãi cổ phiếu hàng ngày, t là số ngày giao dịch trong một tháng.

Các biến số độc lập gồm: Quy mô hội đồng quản trị (HĐQT); Sự hiện diện của giám đốc điều hành trong HĐQT; Sự hiện diện của các giám đốc độc lập trong HĐQT; Vai trò kép của Chủ tịch và Giám đốc điều hành; Tần số cuộc họp HĐQT; Kiểm toán kế toán; Sự sở hữu của cổ đông chính.

Mô hình nghiên cứu tổng quát:

$$ROA_{i,t} \text{ or } ROE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BSi_{i,t} + \beta_2 INDEPi_{i,t} + \beta_3 EXECi_{i,t} + \beta_4 DUALi_{i,t} + \beta_5 LOG(MEETi_{i,t}) + \beta_6 EXAUDi_{i,t} + \beta_7 INAUDi_{i,t} + \beta_8 MAJORi_{i,t} + \beta_9 STATEi_{i,t} + \beta_{10} LOG(FSIZEi_{i,t}) + \beta_{11} LEVi_{i,t} + \beta_{12} LOG(AGEi_{i,t}) + \epsilon_{i,t}$$

$$LIQRAT_{i,t} \text{ or } ILLIQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BSi_{i,t} + \beta_2 INDEPi_{i,t} + \beta_3 EXECi_{i,t} + \beta_4 DUALi_{i,t} + \beta_5 LOG(MEETi_{i,t}) + \beta_6 EXAUDi_{i,t} + \beta_7 INAUDi_{i,t} + \beta_8 MAJORi_{i,t} + \beta_9 STATEi_{i,t} + \beta_{10} LOG(FSIZEi_{i,t}) + \beta_{11} LEVi_{i,t} + \beta_{12} LOG(AGEi_{i,t}) + \beta_{13} TANGi_{i,t} + \beta_{14} VOLAi_{i,t} + \beta_{15} (1/PRICEi_{i,t}) + \epsilon_{i,t}$$

Phương pháp nghiên cứu

Mẫu nghiên cứu gồm 50 công ty đã được niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội và Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh từ năm 2012 đến năm 2014. 50 công ty với 12 ngành nghề khác nhau: Thực phẩm và đồ uống, xây dựng và xây dựng vật chất, tiện ích, kim loại và khai thác khoáng sản, cao su, bất động sản, năng lượng, hóa chất, hàng tiêu dùng, khám sức khỏe, giao thông, công nghệ. Dữ liệu cho hiệu suất cũng như tính thanh khoản được thu thập từ các nguồn dữ liệu đã được công bố và báo cáo tài chính đã được kiểm toán cung cấp trên trang web chính thức của Công ty Chứng khoán VNDirect. Các dữ liệu quản trị thu được từ các báo cáo hàng

năm và các báo cáo có liên quan được đăng trên trang web của công ty.

Sau khi thu thập và xử lý số liệu, nghiên cứu sử dụng mô hình bình phương tổng quát (GLS) để phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động cũng như tính thanh khoản của cổ phiếu.

Kết quả nghiên cứu

Mô hình Pooled OLS

Dạng tổng quát của mô hình:

$$Y_{it} = \alpha + \beta X_{it} + \epsilon_{it}; (u_{it} = 0)$$

Trong đó $Y_{i,t}$ là biến phụ thuộc của sự quan sát i trong khoảng thời gian t ; $X_{i,t}$ là biến độc lập quan sát i trong khoảng thời gian t , α là hệ số tự do, được cho là bất biến giữa các DN và khoảng thời gian, u_{it} là tác động riêng biệt (cắt ngang hoặc thời gian cụ thể).

Mô hình hiệu ứng cố định (FEM)

Công thức của mô hình được cụ thể như sau:

$$Y_{it} = (\alpha + u_i) + \beta X_{it} + v_{it}$$

Trong đó, Y_{it} là biến phụ thuộc của sự quan sát i trong khoảng thời gian t ; X_{it} là biến độc lập quan sát i trong khoảng thời gian t , v_{it} là sai số và u_i là hệ số tự do cho mỗi đơn vị nghiên cứu.

Mô hình hiệu ứng ngẫu nhiên (REM)

Công thức của mô hình được cụ thể như sau:

$$Y_{it} = \alpha + \beta X_{it} + (u_i + v_{it})$$

Trong đó, u_i là hiệu ứng ngẫu nhiên cụ thể cho cá nhân (nhóm) hoặc khoảng thời gian mà không được bao gồm trong phương trình hồi quy.

Kiểm tra thử nghiệm hiệu ứng cố định.

Phương trình kiểm định:

$$F = (((R_{FEM}^2 - R_{Pooled}^2) / ((n-1))) / (((1 - R_{FEM}^2) / ((n \times t - k))))$$

Trong đó, t là tổng số thời gian quan sát (tháng), n = số lượng các đơn vị nhóm (các DN), và k = số biến hồi quy không bao gồm hệ số tự do trong mô hình.

Nếu giả thuyết bị bác bỏ (ít nhất một nhóm/hệ số thời gian cụ thể không bằng 0). Có ảnh hưởng cố định đáng kể hoặc tăng đáng kể goodness-of-fit trong mô hình hiệu ứng cố định. Vì vậy, mô hình hiệu ứng cố định là tốt hơn so với các phương pháp pooled OLS.

Phương pháp Hausman (so sánh với phương pháp hiệu ứng cố định và hiệu ứng ngẫu nhiên)

Giả thuyết:

$H_0: \text{Cov}(u_i, X_{it}) = 0$ (Không có sự tương quan giữa biến giải thích và thành phần ngẫu nhiên)

$H_1: \text{Cov}(u_i, X_{it}) \neq 0$ (Có sự tương quan giữa biến

BẢNG 1: KẾT QUẢ HỒI QUY POOLED OLS POOLED OLS MODELS

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
	ROA	ROE	LIQRAT	ILLIQ
C	1,103***	0,458	2,781***	4,794***
BS	-0,019**	0,02	-0,003	0,043
INDEP	-0,405***	-0,685***	-0,056	0,41
EXEC	-0,025**	-0,083***	-0,038	-0,057
DUAL	0,234***	0,319***	-0,433***	0,466***
LOG(MEET)	-0,130***	-0,102***	0,167***	-0,116**
EXAUD	0,011	0,067	0,286***	-0,325***
INAUD	0,156***	0,157***	0,719***	-0,769***
MAJOR	-0,219***	-0,341***	-1,920***	2,553***
STATE	0,141***	0,256***	-0,356***	0,737***
LOG(FSIZE)	-0,003	0,027	0,472***	-0,763***
LEV	-1,241***	-1,201***	-1,089***	2,102***
LOG(AGE)	0,105***	0,186***	0,075	-0,165**
TANG			-1,609***	1,374***
VOLA			-2,214**	3,786***
1/PRICE			2,896***	6,457***
R2	52,65%	29,39%	36,98%	50,05%
Adjusted R2	52,33%	28,92%	36,45%	49,63%
F-Stat	165,56	61,99	69,8	119,17

**BẢNG 2: KẾT QUẢ HỒI QUY HIỆU ỨNG CỐ ĐỊNH - CẮT NGANG
FIXED EFFECT MODELS - CROSS SECTION**

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
	ROA	ROE	LIQRAT	ILLIQ
C	1,796***	1,397	-28,075***	40,927***
BS	-0,032***	-0,1196***	0,0055	0,0233
INDEP	-0,385***	-0,8736***	0,0866	0,2171
EXEC	-0,0026	-0,0211	-0,1639***	0,230***
DUAL	0,015	-0,0376	-0,199	0,2689*
LOG(MEET)	0,065***	0,160***	0,1794*	-0,1490**
EXAUD	0,0086	-0,2005**	0,3049	-0,293
INAUD	0,284***	0,6592***	0,3499	-0,263
MAJOR	-0,485***	-1,1642***	-0,5681*	1,1776***
STATE	-0,332***	-0,4073***	-0,0397	-0,090
LOG(FSIZE)	0,0038	0,0794	1,2143***	-1,3047***
LEV	-0,5756***	-0,8867***	-0,7154**	1,8472***
LOG(AGE)	-0,1465*	-0,0492	3,780***	-5,446***
TANG			-1,682***	1,697***
VOLA			-3,7978***	5,8918***
1/PRICE			-1,887**	8,909***
R2	85,94%	80,17%	71,99%	78,67%
Adjusted R2	85,45%	79,48%	70,96%	77,88%
F-Stat	174,1691	115,2051	69,67095	99,96379

giải thích và thành phần ngẫu nhiên)

Kiểm định thống kê: $W = (\beta_{FEM} - \beta_{REM})^2 / (\text{Var}(\beta_{FEM}) - \text{Var}(\beta_{REM})) \sim \chi^2_{(k)}$

Quyết định: if $W > \text{giá trị tham chiếu}$
 $\Rightarrow$ loại bỏ $H_0 \Rightarrow$ thành phần ngẫu nhiên là không có thống nhất. Vì vậy, hiệu ứng cố định nên được lựa chọn.

Dự phòng thử nghiệm hiệu ứng cố định (Pooled OLS hay FEM)

Để xác định tác động của quản trị DN vào hoạt động công ty và tính thanh khoản, đầu tiên nên gộp dữ liệu chuỗi thời gian cắt ngang được kiểm tra. Kết quả hồi quy được tóm tắt trong bảng 2 cho thấy, mặc dù các mô hình này có một số lượng lớn các biến đáng kể, các giá trị của R-squared là không thực sự cao, đặc biệt là các mô hình hồi quy cho ROE (chỉ có 29.39%). Hơn nữa, kể từ khi các biến hồi quy được gộp cả qua thời gian và giữa các DN, nó có thể bỏ qua một số ứng dụng quan trọng. Do đó, để đạt được sự hiểu biết sâu sắc hơn, các mô hình FEM cũng làm việc để điều tra các chuỗi thời gian và hiệu ứng cắt ngang một cách riêng biệt.

Kết quả hồi quy thu được từ chạy FEM sử dụng Eview7 được trình bày trong bảng.

Kiểm định Hausman (FEM or REM)

Kiểm tra lỗi

- Đa cộng tuyến (Multicollinearity).

Từ bảng ma trận tương quan và mô hình hồi quy, lỗi đa cộng có thể không xảy ra trong mô hình nghiên cứu khi hệ số tương quan giữa các biến đều dưới 0,6. Hai biến sở hữu của cổ đông chính và cổ đông nhà nước có mối tương quan cao nhất nhưng các hệ số cho những biến này dừng lại ở -0,584, có thể coi là không nghiêm trọng.

- Phương sai thay đổi (Heteroskedasticity).

Thực tế, các kiểm định để kiểm tra sự tồn tại của lỗi phương sai thay đổi và tự tương quan tự động không thể được tiến hành với mô hình tạo ra từ dữ liệu bảng. Tuy nhiên, có một cách để phát hiện ra lỗi này là vẽ biểu đồ chuẩn tắc để xem xét phân phối của chúng có chuẩn tắc



BẢNG 3: TÓM TẮT KẾT QUẢ THỬ NGHIỆM CHO KIỂM ĐỊNH HIỆU ỨNG NGẪU NHIÊN CHO ROA, LIQRAT & ILLIQ

Mô hình	Kiểm định thống kê (F)	F-giá trị tham chiếu	Quyết định	Chọn mô hình
ROA	165.563	$F_{((0.05,49,1738))} \approx 1.52$	Loại H $\rightarrow$ 0	FEM
ROE	90.841	$F_{((0.05,49,1738))} \approx 1.52$	Loại H $\rightarrow$ 0	FEM
LIQRAT	44.248	$F_{((0.05,49,1735))} \approx 1.52$	Loại H $\rightarrow$ 0	FEM
ILLIQ	47.496	$F_{((0.05,49,1735))} \approx 1.52$	Loại H $\rightarrow$ 0	FEM

BẢNG 4: KẾT QUẢ HỐI QUY HIỆU ỨNG NGẪU NHIÊN MÔ HÌNH HIỆU ỨNG NGẪU NHIÊN

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
	ROA	ROE	LIQRAT	ILLIQ
C	1,607***	1,1447	-12,8376***	24,156***
BS	-0,0343***	-0,11288***	0,0442	-0,04178
INDEP	-0,3995***	-0,8776***	0,2923	-0,00078
EXEC	0,0002	-0,0162	-0,1934***	0,2518***
DUAL	0,0308	-0,0151	-0,113	0,1109
LOG(MEET)	0,051***	0,1460***	0,2522***	-0,2324***
EXAUD	0,0105	-0,1675**	0,1724	-0,228
INAUD	0,2494***	0,5709***	0,2973	-0,278
MAJOR	-0,4987***	-1,137***	-0,937***	1,4298***
STATE	-0,2877***	-0,3615***	-0,0951	0,0275
LOG(FSIZE)	-0,0308	0,0555	1,064***	-1,4154***
LEV	-0,616***	-0,9097***	-1,1883***	2,5625***
LOG(AGE)	-0,0022	0,0615	1,3626***	-1,979***
TANG			-1,9287***	2,1443***
VOLA			-4,385***	6,6433***
1/PRICE			-1,765**	8,8227***
R2	18,06%	21,79%	23,86%	35,77%
Adjusted R2	17,51%	21,26%	23,22%	35,23%

BẢNG 5: TỔNG HỢP KẾT QUẢ CỦA KIỂM ĐỊNH HAUSMAN CHO ROE, LIQRAT & ILLIQ

Mô hình	Kiểm định thống kê (W)	Giá trị tham chiếu ($\chi^2_{(k)}$)	Quyết định	Mô hình được chọn
ROA	174.1691	21.0261	Loại H $\rightarrow$ 0	FEM
ROE	28.412	21.0261	Loại H $\rightarrow$ 0	FEM
LIQRAT	151.298	24.958	Loại H $\rightarrow$ 0	FEM
ILLIQ	159.190	24.958	Loại H $\rightarrow$ 0	FEM

hay không. Do đó, biểu đồ chuẩn tắc được dùng cho từng mô hình.

Kết luận và kiến nghị

Kết quả phân tích mối quan hệ giữa các đặc điểm quản trị và hiệu suất và thanh khoản của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán của Việt Nam cho thấy, tần số các cuộc họp HĐQT, sự

tồn tại của ủy ban kiểm toán nội bộ và công ty kiểm toán BIG4 sẽ tác động tích cực đến cả lợi nhuận công ty và thanh khoản. Ngược lại, sự hiện diện của các nhà quản lý điều hành trong HĐQT, vai trò của tính đối ngẫu của giám đốc điều hành và chủ tịch cũng như tỷ lệ

sở hữu của cổ đông lớn hiện ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu suất và thanh khoản. Liên quan đến quy mô HĐQT, việc gia tăng quy mô HĐQT sẽ làm giảm hiệu suất của công ty, đưa ra các tín hiệu về sự minh bạch và quản lý hiệu quả đến nhà đầu tư. Bên cạnh đó, trái với kỳ vọng nghiên cứu, sự tham gia của các giám đốc độc lập trong cơ cấu hội đồng quản trị gây ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu suất công ty và không gây bất kỳ sự cải thiện về thanh khoản cổ phiếu.

Từ các kết quả phân tích, nghiên cứu đưa ra một số kiến nghị sau:

Thứ nhất, công ty và nhà quản lý: Không nên có quá nhiều thành viên trên HĐQT. Chủ tịch HĐQT nên được tách ra từ các vị trí của giám đốc điều hành do các tác động bất lợi của nó đến cả hiệu suất công ty và thanh khoản, sự hiện diện của các giám đốc độc lập trong việc đóng góp cho hiệu suất công ty là không có tác dụng tại Việt Nam. Quyền sở hữu không nên tập trung vào chỉ một vài cổ đông lớn.

Thứ hai, các nhà đầu tư: Trước khi quyết định đầu tư vào bất kỳ cổ phiếu, các nhà đầu tư nên đặt tính thanh khoản lên đầu vì tính thanh khoản của cổ phiếu tác động trực tiếp đến lợi nhuận mà nhà đầu tư thu được.

Tài liệu tham khảo:

1. Dao Binh, Hoang Giang (2012). *Corporate Governance and Performance in Vietnamese Commercial Banks*, Journal of Economics and Development, Vol. 14, No.2, pp. 72–95;
2. Kitamura, Y. (2001). *Corporate Finance and Market Competition: Evidence from the Basic Survey of Japanese Business Structure and Activities in the late 1990s*, Mimeo;
3. Nickell, S., D. Nicolitsas, and N. Dryden (1997). *What Makes Firms Perform Well?*, European Economic Review, Vol. 41, pp. 783–796;
4. Pham Khanh, Tran Tu (2012). *Developing Corporate Governance Index for Vietnamese banks and Testing Its Impact on Bank Performance*, Working Paper.