

**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ TP.HCM**



NGUYỄN ĐÌNH KHÔI

**QUẢN TRỊ CÔNG TY VÀ HIỆU QUẢ TÀI CHÍNH CÔNG TY
TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

LUẬN ÁN TIẾN SĨ

TPHCM, 2018

**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ TP HCM**

NGUYỄN ĐÌNH KHÔI

**QUẢN TRỊ CÔNG TY VÀ HIỆU QUẢ TÀI CHÍNH CÔNG TY
TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

Chuyên ngành: Tài chính và ngân hàng

Mã ngành: 9340201

LUẬN ÁN TIẾN SĨ

Người hướng dẫn khoa học:

1. PGS.TS. Hồ Viết Tiến
2. TS. Nguyễn Thanh Phong

TPHCM, 2018

LỜI CẢM ƠN

Trong quá trình thực hiện và hoàn thành luận án này, tôi đã nhận được sự giúp đỡ, hỗ trợ và động viên chân thành và quý báu của rất nhiều người. Tôi xin chân thành cảm ơn tất cả.

Đặc biệt, xin chân thành cảm ơn PGS.TS. Hồ Viết Tiến, một người thầy đã tận tâm và nhiệt tình hướng dẫn và dìu dắt tôi trên con đường nghiên cứu học thuật. Tôi cũng chân thành cảm ơn TS. Nguyễn Thanh Phong đã có những ý kiến góp ý quý báu giúp luận án hoàn thiện hơn. Xin cảm ơn quý Thầy, Cô Khoa Ngân hàng, các Viện và các Phòng, Khoa liên quan đã giảng dạy, truyền đạt kiến thức và tổ chức các buổi hội thảo khoa học, cũng như hội thảo quốc tế nhằm tạo điều kiện cho bản thân tôi và các NCS tham gia học hỏi, giao lưu và nâng cao kiến thức trong thời gian học tập tại trường.

Cảm ơn các bạn NCS cùng khóa và các khóa trước đã ủng hộ và giao lưu để trao đổi kinh nghiệm học tập và thực hiện luận án.

Cuối cùng, tôi xin cảm ơn gia đình đã tạo mọi điều kiện thuận lợi giúp tôi hoàn thành luận án. Tôi biết nếu không có tất cả những giúp đỡ trên, luận án sẽ không thể hoàn thành.

Một lần nữa kính chúc tất cả thật nhiều sức khỏe và thành công!

TPHCM, ngày tháng năm 20...

Người cảm ơn

Nguyễn Đình Khôi

LỜI CAM ĐOAN

Tôi xin cam đoan Luận án là công trình nghiên cứu của riêng tôi. Các kết quả được trình bày trong Luận án chưa được công bố trong bất kỳ công trình nào khác. Các số liệu và trích dẫn trong luận án được đảm bảo tính chính xác, tin cậy và trung thực.

Vậy tôi viết lời cam đoan này kính đề nghị Viện đào tạo SDH xem xét để tôi có thể bảo vệ đề tài.

Chân thành cảm ơn!

Người cam đoan

Nguyễn Đình Khôi

TÓM TẮT

Luận án sử dụng dữ liệu của 263 công ty niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán TP HCM (HOSE) trong giai đoạn 2013-2015 (789 quan sát/năm) để xác định ảnh hưởng của thực hành quản trị công ty đến hiệu quả tài chính của các công ty trên. Bên cạnh đó, luận án đồng thời sử dụng 3 mô hình hồi quy gồm phương pháp ước lượng bình phương bé nhất (OLS), phương pháp ước lượng các ảnh hưởng cố định (FEM) và phương pháp ước lượng các ảnh hưởng ngẫu nhiên (REM) để đánh giá mức độ ảnh hưởng của thực hành quản trị công ty được đo lường thông qua chấm điểm theo tiêu chuẩn của OECD (2004) đến hiệu quả tài chính công ty được đo lường dựa trên kế toán (ROA và ROE) và dựa trên thị trường (Tobin's Q và SRD – biến động giá cổ phiếu) trong cùng năm, lệch 1 năm và 2 năm của các công ty niêm yết trên HOSE trong giai đoạn 2013-2015. Bên cạnh đó, đề tài cũng xem xét mối quan hệ giữa sự thay đổi về điểm thực hành quản trị công ty và sự thay đổi của hiệu quả tài chính. Tuy nhiên, các phương pháp hồi quy trên không khắc phục được hiện tượng nội sinh có thể xảy ra trong mô hình nghiên cứu, do đó luận án sử dụng phương pháp hồi quy hai bước (2SLS) được sử dụng nhiều trong các nghiên cứu thực nghiệm để khắc phục hiện tượng trên.

Kết quả của nghiên cứu đã trả lời cho 4 giả thuyết nghiên cứu là (1) chỉ số thực hành QTCT tổng có ảnh hưởng tích cực đến HQTC không chỉ trong hiện tại mà còn đến HQTC ở 1 và 2 năm trong tương lai; (2) Chỉ số Đối xử bình đẳng cổ đông có tác động ngược chiều với Tobin's Q, trong khi chỉ số này lại có tác động dương đến SRD trong cùng năm, đồng thời chỉ số công khai minh bạch có tác động dương đến Tobin's Q trong cùng năm; (3) tìm thấy bằng chứng cho thấy quan tâm hơn đến các bên liên quan và công khai minh bạch tốt hôm nay không chỉ làm tăng giá trị công ty (Tobin's Q), mà còn làm giảm biến động giá cổ phiếu (SRD), hay giảm rủi ro trong tương lai; và (4) không tìm thấy bằng chứng vững chắc về mối quan hệ giữa sự thay đổi của chỉ số thực hành QTCT và sự thay đổi về HQTC qua các năm.

Với các kết quả nghiên cứu thực nghiệm này, luận án cung cấp bằng chứng cho thấy các công ty niêm yết Việt Nam đã tạo ra một bước tiến bộ về thực hành QTCT theo thông lệ quốc tế so với giai đoạn trước đây (2010-2012) để hội nhập nhiều hơn nữa với kinh tế toàn cầu. Tuy nhiên, sự tiến bộ này vẫn chưa đạt theo yêu cầu tối thiểu của một thông lệ quốc tế đối với các nguyên tắc quản trị.

Từ khóa: Quản trị công ty, hiệu quả tài chính, OECD, Việt Nam.

MỤC LỤC

Chương 1: Mở đầu

1.1 Lý do chọn đề tài	1
1.2 Động cơ nghiên cứu.....	4
1.3 Mục tiêu nghiên cứu	6
1.4 Câu hỏi nghiên cứu	7
1.5 Đối tượng và phạm vi nghiên cứu	8
1.6 Phương pháp nghiên cứu	8
1.7 Các đóng góp của nghiên cứu.....	9
1.8 Cấu trúc luận án.....	9

Chương 2: Tổng quan các nghiên cứu và phát triển giả thuyết

2.1 Giới thiệu	12
2.2 Các lý thuyết nền về quản trị công ty (QTCT).....	12
2.2.1 Lý thuyết đại diện	12
2.2.2 Lý thuyết các bên liên quan	16
2.2.3 Lý thuyết thông tin bất đối xứng	20
2.3 Định nghĩa quản trị công ty (QTCT).....	24
2.4 Các hệ thống QTCT (Corporate Governance Systems)	29
2.5 Các nguyên tắc QTCT theo OECD (OECD principles of CG).....	33
2.6 Các cơ chế quản trị công ty	36
2.7 Khung lý thuyết nghiên cứu	42
2.8 Các nghiên cứu thực nghiệm về QTCT và hiệu quả công ty	42
2.8.1 QTCT và hiệu quả công ty ở các nước phát triển	42
2.8.1.1 Bối cảnh của QTCT ở các nước phát triển	42
2.8.1.2 Các nghiên cứu thực nghiệm về QTCT và hiệu quả công ty	43
2.8.2 QTCT và hiệu quả công ty ở thị trường mới nổi.....	48
2.8.2.1 Bối cảnh của QTCT ở thị trường mới nổi	48
2.8.2.2 Các nghiên cứu thực nghiệm về QTCT và hiệu quả công ty	48
2.8.3 QTCT và hiệu quả công ty ở Châu Á và Việt Nam	49
2.8.3.1 Bối cảnh và nghiên cứu thực nghiệm về QTCT ở các nước Châu Á.....	49
2.8.3.2 QTCT ở Việt Nam	51
2.9 Các nghiên cứu về Chỉ số QTCT (CGI) và hiệu quả công ty	53
2.9.1 Giới thiệu	53
2.9.2 CGI và hiệu quả công ty ở các nước phát triển	55

2.9.3 CGI và hiệu quả công ty ở các thị trường mới nổi, đang phát triển	59
2.10 Khoảng trống và giả thuyết nghiên cứu	70

Chương 3: Phương pháp và mô hình nghiên cứu

3.1 Giới thiệu	85
3.2 Xây dựng các biến trong mô hình	85
3.2.1 Phương pháp chấm điểm QTCT.....	85
3.2.2 Các biến trong mô hình	94
3.3 Mô hình hồi quy	102
3.4 Phương pháp nghiên cứu.....	104

Chương 4: Chỉ số QTCT và hiệu quả tài chính: Bằng chứng từ Việt Nam

4.1 Giới thiệu	108
4.2 Mô tả dữ liệu	108
4.3 Kết quả và thảo luận	109
4.3.1 Thống kê mô tả.....	109
4.3.2 Các kết quả phân tích hồi quy	119
4.3.2.1 Quan hệ giữa chỉ số QTCT tổng và HQTC.....	119
4.3.2.2 Quan hệ giữa các chỉ số QTCT thành phần và HQTC	130
4.3.2.3 Quan hệ giữa chỉ số công khai minh bạch và HQTC	139
4.3.2.4 Quan hệ giữa sự thay đổi của chỉ số QTCT và HQTC	148
4.4 Kết luận	152

Chương 5: Kết luận và hàm ý chính sách

5.1 Giới thiệu	154
5.2 Kết luận	154
5.3 Các đóng góp học thuật	156
5.4 Hàm ý chính sách và quản trị	156
5.5 Hạn chế và đề xuất hướng nghiên cứu tiếp	158

Tài liệu tham khảo	159
--------------------------	-----

Phụ lục

DANH MỤC SƠ ĐỒ, HÌNH

Sơ đồ 1.1 Khung nghiên cứu của đề tài	10
Hình 2.1 Sự khác nhau giữa lựa chọn ngược và rủi ro đạo đức	23
Hình 2.3: QTCT và mô hình bảng cân đối tài sản của công ty theo Ross et al. (2005)	29
Hình 2.4: Mô hình bảng cân đối mở rộng về Quản trị công ty của Gillan (2006)	29
Hình 2.5: Các nguyên tắc OECD về QTCT	40
Hình 2.6 Quản trị công ty: bức tranh tổng quát.....	42
Hình 3.1 Mô hình nghiên cứu của đề tài (tác giả)	103
Hình 4.1. Điểm CGI trung bình giai đoạn 2013–2015	108

DANH MỤC BẢNG

Bảng 2.1 Các loại đại diện và rủi ro thường gặp trong công ty	14
Bảng 2.2 So sánh hệ thống quản trị của Mỹ và Đức	36
Bảng 2.3: Các chỉ số quản trị công ty ở các nước trên thế giới.....	65
Bảng 2.4: Tổng hợp các nghiên cứu liên quan đến mối quan hệ giữa QTCT và hiệu quả tài chính	72
Bảng 3.1: Thống kê số lượng tiêu chí đánh giá và câu hỏi theo 5 chỉ số QTCT thành phần theo OECD (2004)	91
Bảng 4.1 Chỉ số quản trị công ty trung bình ở các nước Asean giai đoạn 2012–2013	102
Bảng 4.2 Chỉ số quản trị công ty trung bình ở các nước Asean giai đoạn 2012–2013	102
Bảng 4.3a Thống kê mô tả các biến với chỉ số QTCT tổng được tính theo không trọng số	106
Bảng 4.3b Thống kê mô tả các biến với chỉ số QTCT tổng được tính theo có trọng số như khảo sát của ADB (2013) ¹ , gồm 15% cg_rosh + 5% cg_etsh + 20% cg_rost + 30% cg_dat + 30% cg_roeb	107
Bảng 4.3c Thống kê tóm tắt của chỉ số QTCT tổng và các chỉ số thành phần qua các năm	108
Bảng 4.3d: So sánh sự khác nhau về các quy định thực hành QTCT giữa Thông tư 121 và OECD (2004)	109
Bảng 4.4a: Hệ số tương quan giữa biến quản trị công ty tổng ($total_cg$) và hiệu quả tài chính công ty cùng năm	111
Bảng 4.4b: Hệ số tương quan giữa biến quản trị công ty tổng ($total_cg$) được tính trên tổng trọng số của các chỉ số QTCT thành phần theo ADB (2013) ($15\%cg_rosh + 20\%cg_etsh + 5\%cg_rost$ $+ 30\%cg_dat + 30\%cg_reob$) và hiệu quả tài chính công ty cùng năm	112
Bảng 4.4c: Hệ số tương quan giữa biến quản trị công ty tổng ($total_cg$) (năm t) và hiệu quả tài chính công ty (năm t+1)	112

¹ Khảo sát của ADB (2013) tại VN vào 2012-2013 được dựa trên các Nguyên tắc QTCT của OECD (2004) và cách tính chỉ số tổng QTCT có trọng số.

Bảng 4.4d: Hệ số tương quan giữa biến quản trị công ty tổng (<i>total_cg</i>) (năm t) và hiệu quả tài chính công ty (năm t+2)	113
Bảng 4.4e: Hệ số tương quan giữa sự thay đổi của biến QTCT tổng ($\Delta total_cg$) và sự thay đổi của hiệu quả tài chính công ty trong giai đoạn 2013-2015	113
Bảng 4.5a: Hệ số tương quan giữa các biến quản trị công ty thành phần (sub-indices) và hiệu quả tài chính công ty cùng năm	114
Bảng 4.5b: Hệ số tương quan giữa các biến quản trị công ty thành phần (năm t) và hiệu quả tài chính công ty (năm t+1)	114
Bảng 4.5c: Hệ số tương quan giữa biến quản trị công ty và hiệu quả tài chính công ty lệch 2 năm (t+2)	115
Bảng 4.5d: Hệ số tương quan giữa sự thay đổi của các biến chỉ số QTCT thành phần (Δcg) và sự thay đổi của hiệu quả tài chính công ty trong giai đoạn 2013-2015	115
Bảng 4.6a Kết quả hồi quy giữa quản trị công ty tổng (<i>totalcg</i>) và hiệu quả tài chính công ty cùng năm	121
Bảng 4.6b: Các kết quả hồi quy với 2SLS đối với ảnh hưởng của chỉ số QTCT tổng (<i>total_cg</i>) đến HQTC cùng năm.....	122
Bảng 4.7a Kết quả hồi quy giữa các chỉ số QTCT thành phần (sup-indices) và hiệu quả tài chính công ty cùng năm	123
Bảng 4.7b: Các kết quả hồi quy 2SLS đối với ảnh hưởng của các chỉ số QTCT thành phần đến HQTC cùng năm	124
Bảng 4.8a Kết quả hồi quy giữa quản trị công ty tổng (<i>total_cg</i>) năm (t) và hiệu quả tài chính công ty năm (t+1)	125
Bảng 4.8b: Các kết quả hồi quy với 2SLS đối với ảnh hưởng của chỉ số QTCT tổng (<i>total_cg</i>) năm (t) đến HQTC năm (t+1)	126
Bảng 4.9a Kết quả hồi quy giữa chỉ số quản trị công ty tổng (<i>totalcg</i>) năm (t) và hiệu quả tài chính công ty năm (t+2)	127
Bảng 4.9b: Các kết quả hồi quy với 2SLS đối với ảnh hưởng của chỉ số QTCT tổng (<i>totalcgi</i>) năm (t) đến HQTC năm (t+2)	128