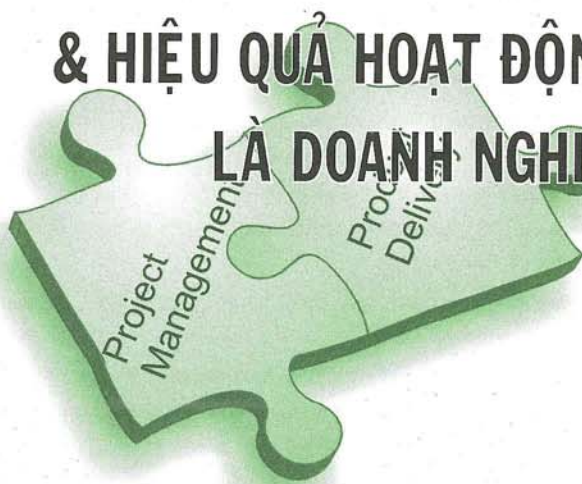


SỞ HỮU CỦA NHÀ QUẢN LÝ

& HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG TRONG CÔNG TY CỔ PHẦN LÀ DOANH NGHIỆP NHÀ NƯỚC CỔ PHẦN HÓA



TS. VÕ THỊ QUÝ & TS. PHAN THỊ MINH CHÂU

Tóm tắt

Nghiên cứu này tiến hành trên 74 doanh nghiệp nhà nước (DNNN) cổ phần hóa (CPH) niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán TP. HCM thời kỳ 2005-2007 nhằm chỉ ra mối quan hệ giữa tỷ lệ sở hữu của các nhà quản lý và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Hiệu quả hoạt động được đo bằng các tiêu chí như suất sinh lợi vốn chủ sở hữu (ROE – Return On Equity), suất sinh lợi tài sản (ROA – Return On Assets), và tỷ suất doanh lợi ròng (PM – Profit Margin). Tỷ lệ sở hữu của nhà quản lý được phân thành 4 khoảng: nhỏ hơn 10% (OWNM10), từ 10% đến dưới 30% (OWNM30), từ 30% đến dưới 50% (OWNM50), và trên 50% (OWNMM50). Kết quả nghiên cứu cho thấy các tỷ lệ sở hữu của nhà quản lý không tác động có ý nghĩa đến tất cả các chỉ tiêu hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Cụ thể, OWN50 ảnh hưởng đến PM với mức ý nghĩa 1%, OWNMM50 ảnh hưởng đến ROE với mức ý nghĩa 5%, và không có tỷ lệ sở hữu của nhà quản lý nào ảnh hưởng có ý nghĩa đến ROA. Kết quả phù hợp với mô hình nghiên cứu được đề xuất bởi Morck và cộng sự (1988). Nói cách khác, tỷ lệ sở hữu của nhà quản lý từ 50% trở lên có tác động dương có ý nghĩa lên hiệu quả hoạt động doanh nghiệp.

Mở đầu

Lý thuyết tài chính đã chỉ ra rằng trong công ty cổ phần (CTCP) sự tách rời giữa quyền sở hữu, quyền kiểm soát, và quản lý công ty đã làm phát sinh mối quan hệ đại diện (Agency Relationship) và cũng làm gia tăng mâu thuẫn về lợi ích giữa cổ đông và nhà quản lý (Agency Problem). Lợi ích của nhà quản lý và của cổ đông vốn dĩ là khác nhau. Đa số lợi ích phi tài chính của nhà quản lý là những khoản chi phí mà cổ đông phải gánh chịu. Sự tách rời quyền sở hữu và quyền quản lý công ty tạo điều kiện cho nhà quản lý tối đa hóa lợi ích phi tài chính của chính họ và do đó gia tăng mâu thuẫn lợi ích giữa họ và cổ đông.

Mối quan hệ đại diện được định nghĩa như một hợp đồng trong đó một bên là nhà quản lý cam kết với một bên khác là cổ đông. Trên danh nghĩa của cổ đông, nhà quản lý sẽ thực hiện các hoạt động nhằm tối đa hóa lợi ích của cổ đông, trong đó bao gồm cả việc họ được ủy quyền ra quyết định. Nếu cả nhà quản lý và cổ đông đều muốn tối đa hóa độ thỏa dụng của họ, có lý do hợp lý để tin rằng nhà quản lý sẽ có lúc hành động vì lợi ích cao nhất của chính họ chứ không phải của cổ đông. Trong trường hợp đó, cổ đông sẽ cố gắng hạn chế sự khác biệt về lợi ích giữa họ và nhà

quản lý bằng cách đưa ra các giải pháp kích thích phù hợp và gánh chịu chi phí kiểm soát để hạn chế các hành vi lệch lạc của nhà quản lý. Hơn nữa, trong một vài trường hợp cổ đông sẽ đồng ý cho nhà quản lý gia tăng việc sử dụng các nguồn lực để đảm bảo nhà quản lý sẽ không thực hiện những việc làm phương hại đến lợi ích cổ đông. Ngay cả trong trường hợp nhà quản lý có nắm giữ cổ phần của công ty thì chi phí đại diện cũng không thể bằng không. Hơn nữa, sự khác biệt giữa quyết định của nhà quản lý và những quyết định làm tối đa hóa lợi ích của cổ đông cũng tồn tại. Chi phí đại diện bao gồm chi tiêu cho hoạt động kiểm soát của cổ đông, chi phí phát sinh trong hợp đồng với nhà quản lý và những tổn thất khác. Khi chi phí này càng tăng thì hiệu quả hoạt động càng giảm. Sự tồn tại và qui mô của chi phí đại diện thường phụ thuộc vào tính chất của chi phí kiểm soát, sự ưu tiên của nhà quản lý đối với lợi ích tài chính hay phi tài chính, và sự tồn tại các nhà quản lý tiềm năng, những người có thể tài trợ vốn cho toàn doanh nghiệp bằng tài sản của cá nhân họ. Nói cách khác nếu áp lực cạnh tranh trong thị trường vốn và thị trường lao động quản lý cao sẽ làm giảm chi phí đại diện. Nếu các nhà quản lý có đủ 100% cổ phần của công ty và điều hành toàn bộ doanh nghiệp thì chi phí đại diện sẽ bằng không.

Trong các CTCP là DNNN được CPH, người quản lý công ty thường là người vừa đại diện vốn nhà nước vừa nắm giữ cổ phần của chính họ. Từ thực trạng trên, có cơ sở để tin rằng mối quan hệ đại diện và chi phí đại diện tồn tại trong các CTCP là DNNN CPH. Như vậy khi tỷ lệ sở hữu của nhà quản lý tăng lên có làm cho hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp tăng lên không? Nói cách khác, tỷ lệ nắm giữ cổ phần của nhà quản lý ảnh hưởng như thế nào đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Nghiên cứu này được tiến hành nhằm khám phá mối quan hệ giữa tỷ lệ cổ phần được nắm giữ bởi nhà quản lý trong CTCP là DNNN CPH và hiệu quả hoạt động của nhóm doanh nghiệp đó.

Cơ sở lý thuyết và các giả thuyết nghiên cứu

Nghiên cứu này dựa trên triết lý của thuyết cơ cấu sở hữu được Jensen và Meckling đề xuất năm 1976. Thuyết này cho rằng nếu người chủ quản lý doanh nghiệp của mình thì các quyết định quản lý hướng đến sự tối đa hóa độ thỏa dụng của chính họ. Các quyết định quản lý không chỉ mang lại lợi

ích về tài chính mà còn những lợi ích phi tài chính khác như nơi làm việc khang trang, máy tính tốt, tiền đóng góp vào các quỹ từ thiện hay mua giúp sản phẩm cho bạn bè. Sự kết hợp tối ưu giữa lợi ích tài chính và lợi ích phi tài chính của nhà quản lý đạt được khi lợi ích biên có được từ một đơn vị chi phí mà cổ đông phải trả thêm bằng với mỗi đơn vị lợi ích phi tài chính của nhà quản lý và bằng với mức thỏa dụng biên mà họ có được từ đơn vị chi phí đó.

Chi phí đại diện phát sinh từ sự phân chia giữa lợi ích của người quản lý có cổ phần và cổ đông bên ngoài, bởi vì nhà quản lý chỉ gánh chịu một phần chi phí đối với cái tạo ra lợi ích phi tài chính của họ. Khi cổ phần của nhà quản lý giảm xuống, lợi ích tài chính của họ sẽ giảm và điều này sẽ khuyến khích họ chiếm đoạt một lượng lớn hơn các nguồn tài nguyên của doanh nghiệp dưới hình thức đặc quyền, đặc lợi nhằm tối đa hóa lợi ích phi tài chính của họ. Điều này cũng làm cho nhóm cổ đông thiểu số gia tăng mong muốn tiêu dùng các nguồn lực nhiều hơn để kiểm soát hành vi của nhà quản lý.

Nghiên cứu cũng dựa trên nền tảng của thuyết Tín hiệu Spence (1973) cho rằng nếu sự bất cân xứng thông tin tồn tại giữa nhà quản lý và nhà đầu tư, công ty có thể cung cấp thông tin cho nhà đầu tư để loại bỏ sự bất cân xứng thông tin. Nói cách khác, nếu sự bất cân xứng thông tin tồn tại, không có cách nào để nhà đầu tư hiểu được tình hình hoạt động thật sự của công ty. Các nghiên cứu trước chỉ ra rằng nhà đầu tư dựa vào thông tin do công ty cung cấp để ra quyết định (Ross, 1977; John & Williams, 1987; Ravid & Saring, 1991). Thông tin về doanh nghiệp được phản ánh trong giá trị của cổ phiếu (giá trị doanh nghiệp) chủ yếu bao gồm các thông tin về hoạt động đầu tư và hiệu quả tài chính của doanh nghiệp, và kết quả đó liên quan đến các nỗ lực của những người đang điều hành doanh nghiệp. Hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp liên quan đến hành vi quản lý.

Theo Jensen và Melking (1976) mâu thuẫn giữa ban quản lý (BQL) và mục tiêu công ty giảm khi tỷ lệ sở hữu của BQL tăng lên. Tuy nhiên, Jensen và Ruback (1983) cho rằng BQL giữ càng nhiều cổ phiếu thì họ càng bảo thủ trong quá trình ra quyết định nhằm bảo vệ chức vụ của họ hơn là tối đa hóa lợi ích của cổ đông. McConnell & Servaes (1990) cũng tìm thấy mối quan hệ phi tuyến tính giữa Tobin's Q với tỷ lệ sở hữu cổ phần của nhà

quản lý. Morck & ctg (1988) chỉ ra rằng có ảnh hưởng tích cực từ sở hữu của nhà quản lý lên kết quả hoạt động của doanh nghiệp (được đo lường bằng Tobin's Q) trong khoảng từ 0 đến 5%, tiêu cực trong khoảng từ 5 đến 25%, và ảnh hưởng tích cực nếu tỷ lệ sở hữu ngoài 25%.

Giả thuyết trong nghiên cứu của Morck và cộng sự (1988) không dựa trên một mô hình chính thống duy nhất. Họ kết hợp thuyết kích thích động viên và những lập luận về sự cố thủ được minh họa như Hình 1 trên đây. Họ dự báo rằng kết quả hoạt động bắt đầu tăng lên khi mức độ tập trung sở hữu cao đáng kể. Morck và cộng sự (1988) giải thích rằng hiệu ứng cố thủ sẽ mạnh hơn hiệu ứng kích thích động viên khi mà mức độ tập trung sở hữu của nhà quản lý đến khoảng giữa. Với tỷ lệ sở hữu thấp các nhà quản lý có thể sẽ không cố thủ. Tỷ lệ sở hữu quá nhỏ khó có thể mang lại cho ai bất kỳ một sự kiểm soát nào. Hơn nữa, đối với sở hữu của nhà quản lý cao thì có vẻ như họ sẽ cố gắng để có được 100% quyền sở hữu và họ có thể kiểm soát mọi thứ. Kết quả là hiệu ứng cố thủ, bám trụ chỉ phát huy tác dụng khi tỷ lệ sở hữu của họ từ mức giữa trở lên. Từ cơ sở lý luận trên, các giả thuyết nghiên cứu được phát biểu như sau:

H_a: Sở hữu quản lý ảnh hưởng có ý nghĩa đến tỷ suất doanh lợi ròng (PM).

H_b: Sở hữu quản lý ảnh hưởng có ý nghĩa đến suất sinh lợi tài sản (ROA).

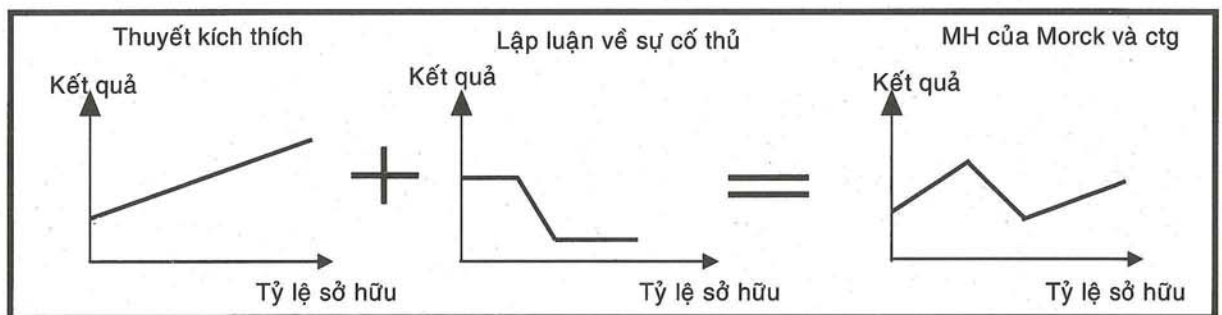
H_c: Sở hữu quản lý ảnh hưởng có ý nghĩa đến suất sinh lợi vốn chủ sở hữu (ROE).

nguồn lực của doanh nghiệp và qua đó cho thấy khả năng sinh lợi của doanh nghiệp. Hiệu quả hoạt động kinh doanh có thể được đánh giá thông qua một hệ thống các chỉ tiêu quan trọng. Trong nghiên cứu này kết quả hoạt động kinh doanh được đo lường qua 3 chỉ số: suất sinh lợi tài sản (ROA), suất sinh lợi vốn chủ sở hữu (ROE) và tỷ suất doanh lợi ròng (PM). Tỷ lệ sở hữu của nhà quản lý trong mô hình nghiên cứu đóng vai trò của biến độc lập. Các biến nghiên cứu được xác định trong Bảng 1 dưới đây:

Bảng 1: Đo lường các biến

Biến nghiên cứu	Ký hiệu	Được đo lường bởi:
Tỷ lệ sở hữu của Ban điều hành (Ownership fraction of Management)	OWNM10	= OWNM, nếu OWNM < 10%, ngược lại = 0
	OWNM30	= OWNM, nếu 10% ≤ OWNM < 30%, ngược lại = 0
	OWNM50	= OWNM, nếu 30% ≤ OWNM < 50%
	OWNMM50	= OWNM, nếu 50% ≤ OWNM, ngược lại = 0
Kết quả hoạt động	ROA	Thu nhập ròng trên tổng tài sản
	ROE	Thu nhập ròng trên vốn chủ sở hữu
	PM	Thu nhập ròng trên doanh thu ròng

Hình 1: Mô hình của Morck và ctg (1988)



Nguồn: OCED (1999)

Đo lường biến nghiên cứu

Hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp biểu thị trình độ doanh nghiệp quản lý và sử dụng các

Kết quả nghiên cứu và thảo luận

Nghiên cứu này quan sát 74 công ty cổ phần có tiền thân là doanh nghiệp nhà nước cổ phần hóa và niêm yết giao dịch chứng khoán trên

HOSE từ 2007 về trước. Các chỉ tiêu hiệu quả hoạt động được xem xét trong thời kỳ 3 năm (2005-2007). Bảng 2 dưới đây là các số liệu thống kê tính trên mẫu nghiên cứu.

Bảng 2: Mô tả giá trị thống kê của các biến nghiên cứu

	N	Giá trị tối thiểu	Giá trị tối đa	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn
OWNM	74	,000	,616	,0969	,1478
OWNM10	74	,000	,080	,0123	,0207
OWNM30	74	,000	,270	,0356	,0769
OWNM50	74	,000	,440	,0262	,0987
OWNMM50	74	,000	,620	,0229	,1124
ROA	74	,005	,261	,0984	,0554
ROE	74	,005	,447	,1871	,0832
PM	74	,003	,873	,1167	,1414
Valid N (list-wise)	74				

Bảng 2 cho thấy suất sinh lợi tài sản (ROA) của doanh nghiệp được quan sát nằm trong khoảng 0,5% đến 26,1% và ROA trung bình là 9,8%. Suất sinh lợi vốn chủ sở hữu (ROE) cao hơn, nằm trong khoảng từ 0,5% đến 44,7% và trung bình là 18,7%. Suất sinh lợi vốn đầu tư (ROI) xấp xỉ suất sinh lợi vốn chủ sở hữu từ 0,6% đến 40,1% và trung bình là 18,4%. Tỷ suất doanh lợi biến động khá lớn với mức thấp nhất là 0,3% và cao nhất là 87,3%, và trung bình là 11,7%. Suất sinh lợi tài sản tính theo giá trị danh nghĩa (ROA) là 9,8% là rất thấp so với lãi suất cho vay trung bình cùng kỳ của ngân hàng thương mại. Nếu phân tích suất sinh lợi vốn chủ sở hữu (ROE) trung bình là 18,7% thì sẽ thấy không chênh lệch lớn với lãi suất hiệu quả khi DN vay vốn ngân hàng. Trong kỳ nghiên cứu DN vay ngân hàng với lãi suất trung bình 1,2% tháng, trả lãi hàng tháng thì tương đương lãi suất hiệu quả là 15,39% năm. Vậy chênh lệch 3,3% năm không phản ánh đủ rủi ro đặc thù của vốn chủ sở hữu trong các doanh nghiệp phi tài chính. Nhìn chung hiệu quả hoạt động của các CTCP niêm yết là DNNN CPH thời kỳ 2005-2007 bình quân là chưa cao.

Bảng 3: Ảnh hưởng của sở hữu quản lý đến kết quả hoạt động của doanh nghiệp

Sai số chuẩn trong ngoặc đơn

	Biến phụ thuộc		
	ROA	ROE	PM
$\hat{A}_0$	0,103*** (0,009)	0,183*** (0,014)	0,114*** (0,023)
OWNM10	-0,146 (0,332)	0,012 (0,507)	-0,04 (0,801)
OWNM30	-0,137 (0,088)	-0,025 (0,135)	-0,142 (0,214)
OWNM50	0,187 (0,067)	0,027 (0,102)	0,386*** (0,161)
OWNMM50	0,092 (0,058)	0,239** (0,088)	0,029 (0,140)
Số quan sát	74	74	74
R^2	0,091	0,058	0,187
R^2 điều chỉnh	0,039	0,004	0,140
F	1,736	1,07	3,968

*Mức ý nghĩa 10%

**Mức ý nghĩa 5%

***Mức ý nghĩa 1%

Kết quả kiểm định cho thấy chỉ có sở hữu quản lý từ 30% đến 50%, và trên 50% mới có ảnh hưởng có ý nghĩa đến kết quả hoạt động của doanh nghiệp. Kết quả cũng cho thấy sở hữu của nhà quản lý không ảnh hưởng có ý nghĩa đến suất sinh lợi tài sản (ROA). Như vậy giả thuyết Hb không được chấp nhận, hai giả thuyết còn lại Ha và Hc được chấp nhận từng phần. Nghiên cứu này cung cấp thêm bằng chứng về tính đúng đắn của mô hình nghiên cứu của Morck và các cộng sự (1988), tỷ lệ sở hữu của nhà quản lý từ 30% trở lên có tác động dương có ý nghĩa đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu có thể được giải thích dựa trên sự tương quan giữa lợi ích tài chính của nhà quản lý và hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Khi nắm giữ tỷ lệ sở hữu cao, lợi ích tài chính chiếm ưu thế trong tổng lợi ích mà nhà quản lý muốn đạt được. Lợi ích tài chính của họ gắn liền với hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp cho nên họ đã nỗ lực làm tăng hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp nhằm tối đa hóa lợi ích tài chính của chính mình.

Tóm lại, nghiên cứu này được tiến hành nhằm

nghiên cứu mối quan hệ giữa tỷ lệ sở hữu nắm giữ bởi nhà quản lý và hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Nghiên cứu thực hiện trên 74 CTCP là những DNNN CPH niêm yết trên thị trường chứng khoán TP.HCM. Kết quả nghiên cứu cho thấy chỉ có tỷ lệ sở hữu từ 30% trở lên mới có ảnh hưởng có ý nghĩa đến ROE và PM của doanh nghiệp. Kết quả này cũng mang lại hàm ý cho các CTCP là DNNN CPH, đó là họ có thể cải thiện hiệu quả hoạt động thông qua chương trình sở hữu cổ phần cho nhà quản lý (ESOP – Executive Share Ownership Programme). Chương trình này được áp dụng khá phổ biến trong các CTCP ở các nước kinh tế phát triển. Vì nghiên cứu này chưa khảo sát các nhóm doanh nghiệp khác nên không thể khái quát kết quả nghiên cứu cho cộng đồng doanh nghiệp nói chung ở VN. Ngoài ra nghiên cứu chưa quan sát đầy đủ các chỉ tiêu hiệu quả kinh doanh, do đó phần nào hạn chế khả năng khái quát hóa kết quả nghiên cứu■

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Jensen, M. & Meckling (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Capital Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 3,305-360.
2. Jensen, M. C. & Ruback, R. S. (1983), "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence", *Journal*

of Financial Economics, Vol. 11, pp. 5-50.

3. Jensen, M.C. & Warner, J. B. (1988), "The Distribution of Power among Corporate Managers, Shareholders, and Directors", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 3-24.
4. Morck, Shleifer & Vishny (1988), "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, pp. 293-315
5. Spence, M. (1973), "Job Marketing Signaling", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 87, No. 3, pp. 355-74.
6. McConnell, J. & Servaes, H. (1990), "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value", *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, pp. 595-612
7. Mikkelsen, W. and Ruback, R.S. (1985), "An Empirical Analysis of The Interfirm Equity Investment Process", *Journal of Financial Economics*, Vol. 14, pp. 513-53.
8. Ross, S.A. (1997), "The Determination of Financial Structure: The Incentive Signaling Approach", *Bell Journal of Economics*, Vol.32, No. 1, pp. 23-40.

