

TRƯỜNG ĐẠI HỌC MỞ TP.HCM
KHOA SAU ĐẠI HỌC

----- & -----



Đề cương nghiên cứu:

ĐỀ TÀI:

MỐI QUAN HỆ GIỮA SỞ HỮU CỦA BAN GIÁM ĐỐC
VÀ HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CỦA CÔNG TY NIÊM YẾT
Ở VIỆT NAM

THÁNG 04 NĂM 2011

1. Đặt vấn đề và lý do nghiên cứu

1.1. Lý do chọn đề tài

Trong một nền kinh tế phát triển ở trình độ cao, việc điều hành những công ty có quy mô lớn đòi hỏi những kỹ năng và phẩm chất của những nhà quản lý chuyên nghiệp. Điều này dẫn đến mô hình chủ doanh nghiệp đồng thời là nhà quản lý không còn khả thi. Những người có vốn đầu tư vào các công ty để trở thành chủ sở hữu và thuê những chuyên gia có đủ năng lực điều hành công ty của mình, thường gọi là Ban Giám đốc. Thực tế đó dẫn tới có sự tách biệt giữa quyền sở hữu và quyền quản lý trong công ty. Sự tách biệt quyền sở hữu và quản lý giải quyết mâu thuẫn giữa vốn và năng lực điều hành như đã nói ở trên, nhưng nó cũng làm nảy sinh mâu thuẫn lợi ích giữa người điều hành và chủ sở hữu. Điều này khiến cho hiệu quả hoạt động của công ty không đạt mức tối ưu và có thể gây thiệt hại cho các nhà đầu tư.

Mâu thuẫn lợi ích giữa chủ sở hữu và nhà quản lý thể hiện ở sự khác nhau của mục đích tối đa hóa lợi ích của hai bên. Chủ sở hữu mong muốn tối đa hoá lợi ích của mình thông qua việc tăng giá trị của công ty, nhà quản lý mong muốn tăng cao thu nhập nhận được. Với lợi thế là người trực tiếp điều hành hoạt động của công ty, trong một số tình huống, nhà quản lý có thể hành xử với mục đích tối đa hoá lợi ích cho cá nhân mình nhưng lại làm tổn hại đến lợi ích của nhà đầu tư. Điển hình cho mâu thuẫn lợi ích này có thể nhắc đến cuộc khủng hoảng tài chính về cho vay thế chấp dưới chuẩn vừa xảy ra năm 2008. Khởi đầu từ phố Wall – NewYork, cuộc khủng hoảng sau đó đã lan rộng trên khắp các châu lục trên thế giới. Các tổ chức tài chính lớn của Mỹ như Fannie Mae, Freddy Mac, tập đoàn bảo hiểm AIG, ngân hàng Lehman Brothers, tập đoàn Merrill Lynch...lần lượt công bố các khoản lỗ khổng lồ và bị buộc phải lựa chọn một trong các giải pháp cuối cùng như quốc hữu hóa, tuyên bố phá sản, sáp nhập, hoặc yêu cầu sự trợ giúp của chính phủ. Chính phủ Mỹ đã công bố một gói trợ giúp các công ty tài chính lên tới bảy trăm tỷ dollas. Trong tình hình các công ty buộc phải thu hẹp qui mô, sa thải hàng

loạt nhân viên và cắt giảm lương, thì lương và thưởng của lãnh đạo các tập đoàn này vẫn lên tới hàng triệu dollars và gây nên làn sóng bất mãn trong dư luận xã hội. Tổng thống Obama phải lên tiếng yêu cầu giám sát các khoản lương và thưởng đối với lãnh đạo các tập đoàn kinh tế nhận sự trợ giúp của chính phủ, đặc biệt là lương và thưởng của các giám đốc điều hành (CEO).

Thông thường, mức lương trả cho các CEO bao gồm: lương cơ bản, thưởng hàng năm theo kết quả hoạt động kinh doanh của công ty, quyền mua cổ phiếu, lựa chọn cổ phiếu, quyền được đảm bảo chế độ hưu trí, và nhiều khoản khác bao gồm văn phòng làm việc, phương tiện cá nhân từ máy bay, xe hơi cho đến quyền là thành viên của các câu lạc bộ... Trong những năm 1990, quyền mua cổ phiếu chỉ chiếm khoảng 20% tổng thu nhập của CEO, nhưng đến những năm 2000 thì đã lên đến 50%.

Như vậy, để khắc phục những mâu thuẫn lợi ích giữa quyền sở hữu và quyền quản lý, bên cạnh cơ chế giám sát và kiểm soát, chủ sở hữu cần thiết phải có chính sách tiền lương và thưởng thỏa đáng cho nhà quản lý. Chế độ thưởng này bao gồm cả quyền mua cổ phiếu của công ty để nhà quản lý trở thành một trong những chủ sở hữu và có hướng điều hành công ty theo hướng có lợi nhất cho chủ sở hữu.

Câu hỏi được đặt ra là, với tỷ lệ nắm giữ bao nhiêu phần trăm cổ phiếu thì việc điều hành công ty của các nhà quản lý sẽ mang đến lợi ích tốt nhất cho chủ sở hữu là tăng cao giá trị của công ty? Căn cứ vào đâu để có thể xác định được mức thưởng bằng quyền mua cổ phiếu thích hợp cho các giám đốc điều hành để đảm bảo thu hút được nhân tài đồng thời tránh được sự chỉ trích của các cổ đông về tổng thu nhập của các CEO? Liệu có ảnh hưởng gì khi CEO cũng là thành viên của Hội đồng Quản trị? Tìm câu trả lời cho những câu hỏi trên đây trong kết quả hoạt động kinh doanh cụ thể của các công ty cổ phần của Việt nam chính là lý do nghiên cứu của đề tài “mối quan hệ giữa tỷ lệ sở hữu của Ban Giám đốc và hiệu quả hoạt động kinh doanh của công ty”.

1.2. Vấn đề nghiên cứu

Đề tài tập trung nghiên cứu mối quan hệ giữa tỷ lệ nắm giữ cổ phiếu công ty của Ban Giám đốc và một số các yếu tố khác với hiệu quả hoạt động tài chính của công ty thông qua một số chỉ số tài chính như lợi nhuận, ROE, ROA..

Để thực hiện nghiên cứu này đề tài chọn số liệu của các công ty niêm yết trên HOSE. Từ số liệu thu thập được đề tài sử dụng phần mềm Excel và Eview để tổng hợp và sử dụng các mô hình kinh tế lượng để tìm hiểu mối quan hệ giữa tỷ lệ sở hữu của Ban Giám đốc đến hiệu quả hoạt động của công ty.

2. Câu hỏi nghiên cứu:

Đề tài nghiên cứu các câu hỏi sau:

- Các yếu tố nào ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của công ty?
- Mức độ ảnh hưởng của tỷ lệ nắm giữ cổ phiếu của Ban Giám đốc đến hiệu quả hoạt động của công ty?

3. Mục tiêu nghiên cứu:

Đề tài nghiên cứu này nhằm vào các mục tiêu:

- Tìm hiểu các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của công ty thông qua việc phân tích các số liệu của các công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán.
- Tìm hiểu mức độ ảnh hưởng của tỷ lệ nắm giữ cổ phiếu công ty của Ban Giám đốc đến kết quả hoạt động tài chính của công ty.
- Đề xuất một số giải pháp cho quản trị công ty.

4. Một số khái niệm

4.1. Công ty cổ phần

Công ty cổ phần là một thể chế kinh doanh, một loại hình doanh nghiệp hình thành, tồn tại và phát triển bởi sự góp vốn của nhiều cổ đông. Trong công ty cổ phần, số vốn điều lệ của công ty được chia nhỏ thành các phần bằng nhau gọi là

cổ phần. Các cá nhân hay tổ chức sở hữu cổ phần được gọi là cổ đông. Cổ đông được cấp một giấy chứng nhận sở hữu cổ phần gọi là cổ phiếu. Chỉ có công ty cổ phần mới được phát hành cổ phiếu. Như vậy, cổ phiếu chính là một bằng chứng xác nhận quyền sở hữu của một cổ đông đối với một công ty cổ phần và cổ đông là người có cổ phần thể hiện bằng cổ phiếu. Công ty cổ phần là một loại hình công ty căn bản tồn tại trên thị trường và nhất là để niêm yết trên thị trường chứng khoán.

Bộ máy các công ty cổ phần được cơ cấu theo luật pháp và điều lệ công ty với nguyên tắc cơ cấu nhằm đảm bảo tính chuẩn mực, minh bạch và hoạt động có hiệu quả.

Công ty cổ phần phải có Đại hội đồng Cổ đông, Hội đồng Quản trị và Ban Điều hành. Đối với công ty cổ phần có trên mười một cổ đông phải có Ban Kiểm soát.

4.2. Ban Giám đốc công ty cổ phần

Ban Giám đốc công ty cổ phần bao gồm: Tổng Giám đốc (Giám đốc) và các phó Tổng Giám đốc (phó Giám đốc).

Ban Giám đốc công ty cổ phần do Hội đồng Quản trị công ty bổ nhiệm và miễn nhiệm. Ban Giám đốc chịu trách nhiệm trước Hội đồng Quản trị về việc thực hiện chức trách được phân công, đồng thời chịu trách nhiệm trước pháp luật nếu có các hành vi vi phạm luật lệ và các quy định của nhà nước.

Ban Giám đốc có trách nhiệm thực hiện đúng và đầy đủ các quyết nghị của Đại hội đồng Cổ đông và Hội đồng Quản trị đã được thông qua tại các cuộc họp của Đại hội đồng Cổ đông và Hội đồng Quản trị nếu các quyết nghị đó không vi phạm quy định của điều lệ công ty và trái pháp luật. Khi thấy quyết nghị của Đại Hội đồng Cổ đông hoặc Hội đồng Quản trị không hoặc chưa phù hợp với tình hình thực tế của công ty, Tổng Giám đốc (Giám đốc) công ty có quyền đề nghị Chủ tịch Hội đồng Quản trị để Chủ tịch Hội đồng Quản trị xem xét và triệu tập cuộc họp

bất thường của Đại hội đồng Cổ đông hoặc Hội đồng Quản trị để các cơ quan này xem xét, giải quyết các đề nghị của Tổng Giám đốc (Giám đốc) công ty. Trong khi chưa có các quyết nghị mới của Đại hội đồng Cổ đông hoặc Hội đồng Quản trị để thay thế các quyết nghị cũ, Ban Giám đốc công ty phải tuân thủ các quyết nghị vẫn còn hiệu lực của Đại hội đồng Cổ đông hoặc Hội đồng Quản trị.

4.3. Quản trị công ty

Quản trị công ty cổ phần, thường gọi tắt là quản trị công ty, là một hệ thống các thiết chế, chính sách, luật lệ nhằm định hướng, vận hành và kiểm soát công ty cổ phần. Quản trị công ty cũng bao hàm mối quan hệ giữa nhiều bên, không chỉ trong nội bộ công ty cổ phần như các cổ đông, Ban Giám đốc điều hành, Hội đồng Quản trị mà còn những bên có lợi ích liên quan bên ngoài công ty: cơ quan quản lý Nhà nước, các đối tác kinh doanh và cả môi trường, cộng đồng, xã hội.

Quản trị công ty cũng lập ra các nguyên tắc và quy trình, thủ tục ra quyết định trong công ty, qua đó ngăn chặn sự lạm dụng quyền lực và chức vụ, giảm thiểu những rủi ro không cần thiết cho công ty.

Quản trị công ty có nhiều định nghĩa do cách tiếp cận khác nhau và do nó bao hàm nhiều hoạt động trong lĩnh vực kinh doanh, cụ thể như:

- "Quản trị công ty là một lĩnh vực kinh doanh học, nghiên cứu cách thức khuyến khích quá trình quản trị kinh doanh hiệu quả trong các công ty cổ phần bằng việc sử dụng các cơ cấu động viên lợi ích, cấu trúc tổ chức và quy chế - quy tắc. Quản trị công ty thường giới hạn trong phạm vi câu hỏi về cải thiện hiệu suất tài chính, chẳng hạn: những cách thức nào mà người chủ sở hữu doanh nghiệp khuyến khích các giám đốc của họ sử dụng để đem lại hiệu suất đầu tư cao hơn".
- "Quản trị công ty là cách thức mà các nhà cung cấp nguồn vốn cho doanh nghiệp, nhà đầu tư đảm bảo thu được lợi tức từ các khoản đầu tư của họ."

- "Quản trị công ty là hệ thống các quy định được xây dựng để điều khiển và kiểm soát các doanh nghiệp. Cấu trúc quản trị công ty chỉ ra cách thức phân phối quyền và trách nhiệm trong số những thành phần khác nhau có liên quan tới công ty cổ phần như Hội đồng Quản trị, Giám đốc, cổ đông, và những chủ thể khác có liên quan. Quản trị công ty cũng giải thích rõ qui tắc và thủ tục để ra các quyết định liên quan tới vận hành công ty. Bằng cách này, Quản trị công ty cũng đưa ra cấu trúc thông qua đó người ta thiết lập các mục tiêu công ty, và cả phương tiện để đạt được mục tiêu hay giám sát hiệu quả công việc."

- "Quản trị công ty có thể được hiểu theo nghĩa hẹp là quan hệ của một doanh nghiệp với các cổ đông, hoặc theo nghĩa rộng là quan hệ của doanh nghiệp với xã hội..." (Financial Times, 1997).

- "Quản trị công ty nhằm tới mục tiêu thúc đẩy sự công bằng doanh nghiệp, tính minh bạch và năng lực chịu trách nhiệm".

- "Quản trị công ty là chủ đề mặc dù được định nghĩa không rõ ràng nhưng có thể coi như đó là tập hợp các đối tượng, mục tiêu và thể chế để đảm bảo điều tốt đẹp cho cổ đông, nhân viên, khách hàng, chủ nợ và thúc đẩy danh tiếng, vị thế của nền kinh tế."

4.4. Hiệu quả hoạt động kinh doanh

Hiệu quả hiểu theo nghĩa rộng là tỷ số giữa kết quả đầu ra so với chi phí nguồn lực đầu vào đã sử dụng. Hoạt động của một công ty cổ phần có thể có những đầu ra khác nhau như doanh thu, lợi nhuận, dòng tiền ròng (net cashflow)... và có những đầu vào cũng khác nhau như vốn, lao động, công nghệ... Tuy nhiên, cổ đông thường quan tâm đến việc tối đa hoá giá trị tài sản chủ sở hữu nên họ quan tâm nhất đến đầu vào là vốn chủ sở hữu và đầu ra tương ứng là lãi cơ bản trên cổ phiếu (EPS – earnings per share) hoặc lợi nhuận sau thuế dành cho cổ đông thường. Do đó, công thức tính hiệu quả phù hợp cho cổ đông thường là ROA (tỷ suất lợi nhuận trên Tài sản) = lợi nhuận sau thuế / Tổng tài sản

Công ty cổ phần có cấu trúc quản trị tương đối đặc thù: cơ quan quyền lực cao nhất trong công ty là Đại hội đồng cổ đông, Đại hội đồng cổ đông lại bầu ra cơ quan đại diện thường trực cho mình là Hội đồng Quản trị, và Hội đồng Quản trị với tư cách là đại diện chủ sở hữu sẽ chỉ định Ban Giám đốc (Ban Tổng Giám đốc) để điều hành hoạt động hàng ngày của công ty cổ phần. Để đảm bảo giám sát hoạt động của Ban Giám đốc và Hội đồng Quản trị, Đại hội đồng cổ đông lại bầu ra Ban Kiểm soát.

Ở Việt Nam hiện nay, cổ đông lớn là những cổ đông sở hữu trên 5% số cổ phần có quyền biểu quyết trong công ty cổ phần. Có thể chia các cổ đông lớn thành 3 nhóm chính: cổ đông nhà nước, cổ đông lớn tư nhân trong nước và cổ đông nước ngoài.

5. Cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu trước về đề tài

5.1. Cơ sở lý thuyết

Công ty cổ phần có đặc điểm quan trọng là sự tách rời giữa quyền sở hữu và quyền điều hành doanh nghiệp. Điều này tạo ra một số ưu thế cho công ty cổ phần đối với các loại doanh nghiệp khác như:

- Quyền sở hữu công ty (thể hiện ở việc nắm giữ cổ phần) có thể dễ dàng chuyển nhượng từ người này sang người khác
- Công ty có tuổi thọ không giới hạn, trừ khi bị phá sản.
- Mỗi cổ đông chịu trách nhiệm hữu hạn trên vốn đầu tư của mình.

Tuy nhiên, sự tách biệt giữa quyền sở hữu (cổ đông) và quyền quản lý (Ban Giám đốc) gây ra mâu thuẫn tiềm tàng giữa cổ đông và ban quản trị. Một phương pháp giảm mâu thuẫn là khuyến khích nhà quản trị sở hữu cổ phần. Jensen và Meckling (1976) cho rằng đề xuất tăng giá trị sở hữu của Ban Giám đốc là giải pháp cho công ty. Tuy nhiên, phương pháp này gây ra hai hiệu ứng trái ngược giữa cấu trúc sở hữu và hiệu quả hoạt động của công ty cổ phần: hiệu ứng hội tụ

(*convergence effect*) cho rằng có tương quan dương giữa vốn hoá công ty và tỷ trọng sở hữu của nhà quản trị, còn hiệu ứng ngăn chặn (*entrenchment effect*) cho rằng tương quan âm vì tỷ trọng sở hữu lớn của nhà quản trị ngăn chặn việc kiểm soát công ty từ thị trường (các bên có quan tâm).

Kim (2004) nhấn mạnh tầm quan trọng của sở hữu của Ban Giám đốc ở các nền kinh tế mới nổi trong thông tin bất cân xứng giữa người bên trong và bên ngoài công ty.

5.2. Các nghiên cứu trước về sở hữu của Ban Giám đốc và hiệu quả hoạt động tài chính của công ty

Ở Việt nam hiện chưa tìm thấy các nghiên cứu về mối quan hệ giữa sở hữu của Ban Giám đốc và hiệu quả hoạt động của công ty, tuy nhiên đã có một số kết quả nghiên cứu thực nghiệm về vấn đề này tại Hoa Kỳ, Vương quốc Anh, Đức và Trung Quốc, Thái Lan, Nhật Bản.

Các báo cáo tổng hợp cho thấy có bằng chứng đáng kể về mối liên hệ giữa quyền sở hữu cổ phiếu của Ban Giám đốc và năng lực hoạt động của công ty. Mức độ này thay đổi tùy theo tỷ lệ sở hữu của Ban Giám đốc.

Elisabeth Mueller và Alexandra Spitz (2002) sau khi nghiên cứu số liệu của các công ty dịch vụ vừa và nhỏ tại Đức đã kết luận rằng: quyền sở hữu của Ban Giám đốc có mối quan hệ tỷ lệ thuận với hiệu quả hoạt động của công ty khi tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của Ban Giám đốc chiếm dưới 50%. Với tỷ lệ sở hữu của Ban Giám đốc lớn hơn 50%, mối quan hệ này trở thành tỷ lệ nghịch.

Nghiên cứu này chia làm hai giai đoạn. Ở giai đoạn 1, nghiên cứu tìm ra mối quan hệ giữa các đặc tính quyền sở hữu với hiệu quả hoạt động các công ty.

Biến hiệu quả hoạt động được tính bằng sự khác biệt của số lần công ty có lợi nhuận tăng với số lần công ty có lợi nhuận giảm chia cho số lần trung bình của tăng và giảm trong ngành.

Các đặc tính bao gồm

- Share : Số lượng cổ phần nắm giữ bởi Ban Giám đốc
- D_sh100 : biến giả , lấy giá trị 1 nếu Ban Giám đốc nắm giữ 100% cổ phần.
- Owner_man : số lượng người quản lý nắm giữ cổ phiếu
- Extern : số lượng cổ đông bên ngoài công ty
- Bank : số lượng ngân hàng có mối liên hệ với công ty
- Size : quy mô công ty, tính bằng số lượng nhân viên của công ty

Ở giai đoạn 2 , nghiên cứu giải thích về sở hữu cổ phiếu của các quản lý. Phương trình hồi quy bao gồm các biến độc lập sau:

- Risk 1 : sai số chuẩn của đáp ứng câu hỏi về lợi nhuận của công ty
- Risk 2 : lỗi dự báo về lợi nhuận
- West : biến giả, lấy giá trị 1 nếu là các công ty thuộc Tây Đức
- Size : quy mô công ty, tính bằng logarit cơ số 10 của số nhân viên.

Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng ảnh hưởng của các đặc tính sở hữu lên hiệu quả hoạt động của công ty có dạng chữ U ngược. Trong đó quyền sở hữu của Ban Giám đốc có tác động cùng chiều với hiệu quả hoạt động khi sở hữu lân cận 50% và tác động âm cho phần còn lại, có thể là do hiệu ứng ngăn chặn (*entrenchment effect*).

Nghiên cứu của Donghui Li, Fariborz Moshirian, Pascal Nguyen và Li-Wen Tan về các doanh nghiệp nhà nước sau khi cổ phần hóa ở Trung Quốc đã kết luận: tỷ lệ sở hữu của giám đốc điều hành (CEO) có ảnh hưởng rõ rệt đến hiệu quả hoạt động của công ty. Do hiệu quả của hiệu ứng ngăn chặn, đã được Morck (1988), và Kim (2004) nói đến, với tỷ lệ sở hữu của giám đốc điều hành dưới 50%, mối quan hệ giữa sở hữu của CEO và hiệu quả hoạt động của công ty là mối quan

hệ cùng chiều, với tỷ lệ sở hữu của CEO trên 50%, mối quan hệ trên là mối quan hệ trái chiều.

Công trình này nghiên cứu về quyền sở hữu của Ban Giám đốc và hiệu quả hoạt động của các công ty tư nhân hóa ở Trung Quốc trong 3 năm trước và 3 năm sau tư nhân hóa. Số mẫu là 135 công ty, được tư nhân hóa từ năm 1992 đến 2000, có mô hình sau:

$$ROA = \alpha + \beta_1 CEO + \beta_2 ANPHA + \beta_3 FIRM_AGE + \beta_4 FIRM_SIZE + \beta_4 GROWTH + \beta_5 CAPEX + \beta_6 PCT_LOAN + \beta_7 EXCHANGE + \beta_8 LIST_DATE + \beta_9 DUALITY$$

Trong đó

- CEO : phần trăm sở hữu của CEO.
- ANPHA : phần trăm sở hữu của Ban Giám đốc
- FIRM_SIZE : quy mô công ty, tính bằng logarit cơ số 10 của tổng tài sản trong năm tư nhân hóa.
- GROWTH : phần trăm thay đổi của doanh thu.
- CAPEX : phần trăm thay đổi của tổng tài sản cố định trong vòng 7 năm, giai đoạn xung quanh tư nhân hóa.
- PCT_LOAN : hệ số nợ, tính bằng tổng nợ trên tổng tài sản.
- EXCHANGE : là biến giả, lấy giá trị 1 nếu công ty ở Shanghai, lấy giá trị 0 nếu công ty ở Shenzhen.
- LIST_DATE : là biến giả, lấy giá trị 1 nếu công ty tư nhân hóa sau năm 1997, lấy giá trị 0 nếu tư nhân hóa trước 1997.
- DUALITY : là biến giả, lấy giá trị 1 nếu CEO cũng là chủ tịch HĐQT, lấy giá trị 0 nếu ngược lại.

Kết quả của mô hình chỉ ra rằng hệ số ANPHA có quan hệ đồng biến với ROA; hệ số FIRM_AGE có mối tương quan dương và đáng kể, FIRM_SIZE cũng

tương quan dương nhưng không nhiều, PCT_LOAN cũng có mối tương quan dương.

Nghiên cứu của MacConnell và Servaes (1990) về các công ty được niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán New York (NYSE) và sàn giao dịch chứng khoán Mỹ (AMEX) trong các năm 1976 và 1986 cũng cho thấy, ở mức độ thấp, quyền sở hữu của Ban Giám đốc có quan hệ cùng chiều với năng lực hoạt động của công ty. Tuy nhiên, năng lực hoạt động có xu hướng giảm khi tăng tỷ lệ sở hữu. Theo nghiên cứu của Kim (2004) tại các công ty ở Thái Lan, mối quan hệ này sẽ cùng chiều nếu tỷ lệ sở hữu của Ban Giám đốc dưới 31% hay trên 71%. Và mối quan hệ cùng chiều nếu mức độ sở hữu trong khoảng 31% đến 71%.

Việc phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng (IPO) tạo ra tình huống lý tưởng cho việc thay đổi đáng kể mức sở hữu cổ phiếu của Ban Giám đốc. Khi mức độ sở hữu của Ban Giám đốc giảm, lợi nhuận mong đợi cũng giảm theo. Tuy nhiên hiệu quả công ty giảm ít nếu Ban Giám đốc vẫn duy trì mức sở hữu cao. Jain và Kini (1994) cung cấp chứng cứ cho mối quan hệ cùng chiều đối với các công ty IPO tại Mỹ.

Cai và Wei (1997) trong nghiên cứu về đầu tư và hiệu quả của các công ty Nhật Bản lần đầu niêm yết trên thị trường chứng khoán đã cho thấy sự suy giảm hiệu quả sản xuất sau khi niêm yết. Kim (2004) đã chứng minh được sự giảm hiệu quả hoạt động của các công ty Thái Lan lần đầu tiên được niêm yết trên sàn chứng khoán có liên quan đến sự suy giảm tỷ lệ sở hữu cổ phiếu công ty của Ban Giám đốc.

6. Mô hình nghiên cứu và giả thiết nghiên cứu

Sử dụng mô hình nghiên cứu của Donghui Li, Fariborz Moshirian, Pascal Nguyen và Li-Wen Tan làm nền tảng, có chỉnh sửa cho phù hợp với tình hình thực tế của Việt Nam, đề tài đưa ra mô hình dưới đây, dựa trên nghiên cứu dữ liệu của

các công ty niêm yết trên sàn chứng khoán HOSE. Mô hình dự kiến có một biến phụ thuộc và sáu biến độc lập, cụ thể là :

$$\text{Mô hình 1: } ROA = \alpha + \beta_1 CEO_1 + \beta_2 CEO_2 + \beta_3 CEO_3 + \beta_4 share + \beta_5 size + \beta_6 Age + \beta_7 Lev + \beta_8 Duality$$

$$\text{Mô hình 2: } ROE = \alpha + \beta_1 CEO_1 + \beta_2 CEO_2 + \beta_3 CEO_3 + \beta_4 share + \beta_5 size + \beta_6 Age + \beta_7 Lev + \beta_8 Duality$$

Trong đó:

- ROA : hiệu quả hoạt động của công ty, đo bằng ROA vào cuối năm, được tính bằng lợi nhuận hoạt động trên tổng tài sản vào cuối năm.
- ROE : hiệu quả hoạt động của công ty, đo bằng ROE vào cuối năm, được tính bằng lợi nhuận hoạt động trên tổng vốn chủ sở hữu vào cuối năm.
- CEO₁ là tỷ lệ nắm giữ cổ phiếu của Tổng giám đốc, là các biến giả, có giá trị là 1 nếu tỷ lệ nắm giữ cổ phiếu của Tổng giám đốc nằm trong khoảng (20%-30%) và 0 nếu nằm ngoài mức này.
- CEO₂ là tỷ lệ nắm giữ cổ phiếu của Tổng giám đốc, là các biến giả, có giá trị là 1 nếu tỷ lệ nắm giữ cổ phiếu của Tổng giám đốc nằm trong khoảng (30%-50%) và 0 nếu nằm ngoài mức này.
- CEO₃: tỷ lệ nắm giữ cổ phiếu của Tổng giám đốc, là các biến giả, có giá trị là 1 nếu tỷ lệ nắm giữ cổ phiếu của Tổng giám đốc nằm trong khoảng (>50%) và 0 nếu nằm ngoài mức này.
- Share : được đo bằng tỷ lệ cổ phiếu nắm giữ của Ban Giám đốc.

- Size : quy mô công ty, được đo bằng tài sản của công ty.
- Age : là số năm từ khi công ty thành lập.
- Lev : Đòn cân nợ, đo bằng tỷ lệ nợ/ tài sản.
- Duality: Biến giả, có giá trị là 1 nếu Tổng giám đốc là chủ tịch Hội đồng Quản trị, giá trị là 0 nếu ngược lại.

Với mô hình nghiên cứu và các biến vừa nêu trên, giả thuyết nghiên cứu được phát biểu như sau:

H_0 : Không có mối quan hệ giữa ROA và ROE và các biến độc lập được chọn.

H_a : Có mối quan hệ giữa ROA và ROE và các biến độc lập được chọn.

Sử dụng phương pháp phân tích hồi quy tuyến tính đa biến để xác định các yếu tố ảnh hưởng đến ROA và ROE. Do đó, kiểm tra giả thuyết H_0 rằng mô hình không có ý nghĩa trong dự đoán ROA và ROE được xác định qua việc các hệ số hồi quy (β) có giá trị bằng 0. Nếu hệ số β bằng 0, điều này có nghĩa là không có mối quan hệ giữa lợi nhuận và các biến xem xét. Nếu dữ liệu hỗ trợ cho việc chấp nhận giả thuyết H_a , có thể kết luận rằng β âm hay dương là có ý nghĩa và thực sự có mối quan hệ giữa lợi nhuận và các biến xem xét.

$$H_0 : \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \beta_4 = \beta_5 = \beta_6 = \beta_7 = \beta_8 = 0$$

$$H_a : \beta_1 \neq \beta_2 \neq \beta_3 \neq \beta_4 \neq \beta_5 \neq \beta_6 \neq \beta_7 \neq \beta_8 \neq 0$$

7. Phạm vi nghiên cứu và dữ liệu:

Chọn mẫu khoảng 100 công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán, không phải là công ty tài chính, với số liệu các báo cáo tài chính từ năm 2007-2010. Do hạn chế trong việc tìm kiếm thông tin nên phạm vi nghiên cứu này sẽ chỉ khảo sát các công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán TP. HCM.

8. Ý nghĩa và hạn chế:

Cùng với sự phát triển nhanh chóng của khối doanh nghiệp cả về số lượng và quy mô, đặc biệt là sự hình thành các công ty lớn, quản trị công ty, công cụ giúp tách biệt giữa sở hữu và quản lý, đang ngày càng thu hút sự quan tâm của cộng đồng doanh nghiệp và các nhà xây dựng pháp luật về doanh nghiệp. Việc nghiên cứu đề tài có ý nghĩa quan trọng về mặt thực tiễn. Đề tài hướng đến việc phân tích mối quan hệ giữa tỷ lệ sở hữu của Ban Giám đốc và hiệu quả hoạt động của công ty. Nghiên cứu này giúp tìm ra được các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của công ty từ đó giúp công ty lựa chọn một chính sách hợp lý và quản trị tốt tài chính công ty .

Do những hạn chế nhất định nên đề tài chỉ dừng lại ở việc phân tích một số công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán TP. HCM, nên chưa thể đánh giá tổng quát về các công ty trên địa bàn TP. HCM và ở những địa phương khác.

9. Kết cấu dự kiến của đề tài:

Đề tài nghiên cứu được trình bày thành 5 chương:

- Chương 1: Trình bày tổng quan về cơ sở hình thành đề tài, xác định vấn đề, câu hỏi, mục tiêu, phạm vi, đối tượng nghiên cứu, phương pháp và ý nghĩa của việc nghiên cứu.
- Chương 2: Cơ sở lý luận của đề tài.
- Chương 3: Trình bày phương pháp nghiên cứu để kiểm định mô hình lý thuyết cùng các giả thuyết đề ra.
- Chương 4: Kết quả kiểm định mô hình nghiên cứu.
- Chương 5: Tổng quát toàn bộ kết quả nghiên cứu, những vấn đề nảy sinh và những hạn chế nhất định mà đề tài không thể đạt được vì những lý do khách quan và chủ quan.

10. Tài liệu tham khảo:

1. Cai, J., and K. Wei, 1997, “The Investment and Operating Performance of Japanese Initial Public Offerings”, *Pacific-Basin Finance Journal* 5, 389-417.
2. Donghui LI, Fariborz Moshirian, Pascal Nguyen and Li-Wen Tan, “Managerial ownership and firm performance Evidence from China’s privatizations”, *School of Banking & Finance*.
3. Elisabeth Mueller and Alexandra, 2002, “Ownership and Firm Performance in German Small and Medium-Sized Enterprises”.
4. Jain, B., and O. Kini, 1994, “The Post-issue Operating Performance of IPO firms”, *Journal of Finance* 49, 1699-1726.
5. Jensen, M. and W.H. Meckling (1976), *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*, *Journal of Financial Economics* 3, 305–360.
6. Kim, K., Kitsabunnarat, P. and J. Nofsinger, 2004 , “Ownership and Operating Performance in an Emerging Market: Evidence from Thai IPO Firms”, *Journal of Corporate Finance*, forthcoming.
7. McConnell, J. and H. Servaes, 1990, “Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value”, *Journal of Financial Economics* 27, 595-612.
8. Nguyễn Minh Kiều, 2009, “Tài chính doanh nghiệp căn bản”, Nhà xuất bản thống kê, 20-29.
9. Một số trang web trong và ngoài nước :
Sở Giao dịch chứng khoán TP.HCM , <http://www.hsx.vn>.
<http://vi.wikipedia.org/wiki/>.

<http://www.tapchitaichinh.vn>.

www.saga.vn