

TÁC ĐỘNG CỦA CÁC YẾU TỐ QUẢN TRỊ CÔNG TY ĐẾN CHI PHÍ VỐN CỔ PHẦN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP PHI TÀI CHÍNH NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM: MÔ HÌNH VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

● NGUYỄN VĂN CƯỜNG

TÓM TẮT:

Quản trị công ty (QTCT) có ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp (DN) và một trong những nhân tố thể hiện giá trị DN là chi phí vốn cổ phần (CPVCP). Cho nên, mục đích của nghiên cứu đó là sẽ kiểm định tác động của các nhân tố liên quan đến quản trị DN và chi phí vốn cổ phần DN. Trong nghiên cứu này, tác giả đánh giá chất lượng quản trị công ty thông qua các yếu tố đặc trưng: quy mô của hội đồng quản trị (HĐQT), tần suất các cuộc họp HĐQT, tính độc lập trong HĐQT, kiêm nhiệm chức danh, công bố thông tin, sở hữu HĐQT, sở hữu của cổ đông lớn và ủy ban kiểm toán. Nghiên cứu lựa chọn phương pháp định giá tài sản vốn (CAPM) để ước lượng chi phí vốn cổ phần của DN. Trong nghiên cứu này, tác giả sử dụng phương pháp nghiên cứu định lượng và mô hình hồi quy dữ liệu bảng theo S-GMM để đánh giá mối quan hệ tác động đến chi phí vốn cổ phần trong các DN phi tài chính niêm yết tại thị trường chứng khoán Việt Nam.

Từ khóa: chi phí vốn doanh nghiệp, quản trị doanh nghiệp, hội đồng quản trị, ủy ban kiểm toán, doanh nghiệp phi tài chính, thị trường chứng khoán.

1. Đặt vấn đề

QTCT là khái niệm mà một hoặc hai thập kỷ trước không có ý nghĩa quá nhiều đối với tất cả các bên liên quan, trừ một số ít các học giả và các cổ đông. Tuy nhiên, khi một số sự kiện khủng hoảng tài chính xảy ra khiến cho QTCT dành được rất nhiều sự quan tâm và trở thành một chủ đề thảo luận chính trong phòng họp của các công ty, các cuộc họp học thuật và trở thành chủ đề thảo luận thường xuyên của các nhà tạo lập chính sách trên toàn cầu (Claessens & Yurtoglu, 2013), các quy tắc QTCT ngày càng được áp dụng rộng rãi trên thế

giới và có thêm nhiều công ty có động lực thực hiện theo các tiêu chuẩn QTCT (Khan, 2018).

QTCT ảnh hưởng đến giá trị DN, là nhân tố quan trọng đối với sự phát triển bền vững của từng DN. Kết quả nghiên cứu ở một số quốc gia cung cấp bằng chứng thực nghiệm đa dạng về tác động của QTCT đến chi phí vốn, đồng thời một số nghiên cứu đi sâu vào nghiên cứu về tác động của QTCT đến chi phí vốn cổ phần (CPVCP) của DN. Đối với Việt Nam, là quốc gia áp dụng bộ quy tắc QTCT dựa trên cơ sở bộ nguyên tắc của OECD, sẽ rất hữu ích nếu hiểu được cách thức QTCT đã ảnh hưởng

đến CPVCP. Theo đánh giá của WorldBank (2020), Việt Nam là một thị trường đang phát triển trong khu vực Đông Nam Á, tập trung nhiều DN trẻ, năng động và đa dạng, các DN trên TTCK Việt Nam đã có cải thiện QTCT trên một số mặt nhất định như cải thiện trong công bố thông tin, báo cáo vai trò đối với các bên liên quan, trong cách thực hành bảo vệ quyền cổ đông, trong các thay đổi về thành phần và cấu trúc HĐQT (Deloitte, 2020). Nhận thức được sự cần thiết phải cung cấp đánh giá những tác động của QTCT đến các DN, nghiên cứu này sẽ xem xét và phân tích toàn diện hơn tác động của QTCT tới CPVCP của các DN niêm yết (DNNY) trên TTCK Việt Nam.

2. Tổng quan về tình hình nghiên cứu

2.1. Tình hình nghiên cứu về CPVCP

Theo nghiên cứu của tác giả Moyo & Mache (2018), việc tính toán CPVCP hoặc suất sinh lời theo yêu cầu của các nhà đầu tư có thể được thực hiện theo nhiều cách nhưng có những phương pháp được chấp nhận nhiều nhất, đó là: (1) mô hình tăng trưởng Gordon (1956); (2) mô hình Gordon (1959); (3) mô hình Định giá tài sản Vốn (1964); (4) mô hình Linter (1965); (5) mô hình định giá ba yếu tố (1995).

Tác giả Easton (2004) có ý kiến cho rằng thông qua mô hình tăng trưởng thu nhập, phần lớn các thuộc tính QTCT về cơ bản tác động đến CPVCP. Ngoài ra, mô hình tỷ lệ tăng trưởng (PEG) để ước lượng mô hình chi phí vốn cổ phần được cho là phù hợp nhất cho các nước phát triển và hiện đang được triển khai trong nghiên cứu hiện tại (Zandi et. al., 2022). Hassan et. al. (2018) ước lượng chi phí vốn cổ phần được ước tính bằng sử dụng 2 cách là mô hình định giá tài sản vốn (CAPM) và mô hình downside CAPM (DCAPM).

Như vậy, chi phí vốn cổ phần đã được nghiên cứu cả về lý thuyết và thực nghiệm, mỗi phương pháp đo lường chi phí vốn cổ phần đều có những ưu điểm, hạn chế và tính phù hợp với từng thị trường nhất định (Moyo & Mache, 2018).

2.2. Nghiên cứu về quản trị công ty tại Việt Nam

Vấn đề lớn của hệ thống quản trị công ty ở Việt Nam không phải về khuôn khổ pháp lý hay việc thiếu các quy định pháp lý đầy đủ về quản trị công ty. Ngược lại, pháp luật Việt Nam dường như đã đưa ra một cơ cấu quản trị DN tương đối vững chắc. Thách thức lớn nhất là làm thế nào để thực thi luật

nhằm kiểm tra việc lạm dụng quyền lực của hội đồng quản trị và đảm bảo việc thực thi luật theo cách có thể cung cấp đầy đủ các cơ chế bảo vệ nhà đầu tư và các tiêu chuẩn quản trị DN tốt (Owoeye & Pijl, 2016). Tran Manh Dung (2023) cho rằng, các công ty niêm yết của Việt Nam có xu hướng tập trung vào chất lượng báo cáo thường niên dưới tác động của các bên liên quan như nhà đầu tư tiềm năng, chính phủ, chủ nợ, tổ chức tài chính. Với việc Luật DN (2014) và Luật DN (2020) được ban hành đã giải quyết và cơ cấu quản trị DN của Việt Nam ngày càng vững chắc hơn, quy định đầy đủ hơn về tổ chức, hoạt động của các DN niêm yết.

2.3. Tình hình nghiên cứu tác động của quản trị công ty đến CPVCP

Trong lý thuyết đại diện, cơ chế QTCT đóng một vai trò quan trọng khi đảm bảo sự phù hợp về lợi ích của bên ủy quyền và bên đại diện, nhằm thúc đẩy công ty có khả năng tối ưu hóa sự giàu có của các cổ đông, do đó cải thiện hiệu quả hoạt động của công ty (Jensen & Meckling, 1976). Tổ chức hợp tác và phát triển kinh tế (OECD) đã xây dựng bộ nguyên tắc QTCT, trong đó, HĐQT có vai trò nhiệm vụ chính là đề ra định hướng, chiến lược phát triển và kiểm soát bộ máy điều hành trong các hoạt động của công ty. Nếu hoạt động của HĐQT đạt hiệu quả cao gắn với trách nhiệm có thể làm cho giá trị DN tăng lên, dẫn đến gia tăng giá trị DNNY trên TTCK và tạo ra lợi ích cao nhất cho cổ đông (IFC, 2016).

Biến độc lập là chỉ số QTCT tổng thể và được ước lượng căn cứ vào các nghiên cứu trước đây như (Patel & Dallas, 2002; Brown & Caylor, 2006; Beiner et. al., 2006; Bernard et. al., 2006; Cheng et. al., 2006; Chen et. al., 2009a). Các đặc điểm của HĐQT và các công cụ QTCT, chẳng hạn như thành viên độc lập HĐQT, sự kiêm nhiệm và quy mô HĐQT, đều được lý thuyết đại diện coi là có tác động đến quy định của các nhà quản lý. Một nghiên cứu khác xem xét ảnh hưởng của sự khác biệt ở cấp độ công ty về quyền của cổ đông tác động đến chi phí vốn cổ phần trước đây bằng cách sử dụng mẫu gồm 8.836 công ty niêm yết trong khoảng thời gian 12 tháng.

Nghiên cứu của Chen et. al. (2003) đã xem xét 545 công ty ở 9 địa điểm châu Á từ năm 2001 đến năm 2002. Ước tính của CPVCP chủ yếu dựa trên

mô hình định giá thu nhập thẳng dư (RIV), trong khi các biến số QTCT được thông qua từ kết quả của 2 cuộc khảo sát từ Credit Lyonnais Securities Asia (CLSA). Kết quả thu được cho thấy cả 3 biến số QTCT đều có tác động tiêu cực với CPVCP, tương tự với nghiên cứu của Chen et. al. (2009b) khi kiểm tra mối liên hệ giữa QTCT và CPVCP bằng cách sử dụng dữ liệu từ 559 quan sát hàng năm của công ty trên 17 thị trường mới nổi được đề cập trong 2 cuộc khảo sát QTCT của Credit Lyonnais Securities Asia (CLSA).

Kết quả nghiên cứu (Hassan et. al., 2018) cho thấy tính độc lập của hội đồng quản trị, tính kiêm nhiệm của giám đốc điều hành, quyền sở hữu tổ chức và chất lượng kiểm toán có tác động đáng kể về mặt thống kê đến chi phí vốn cổ phần. Kết quả hầu hết các nghiên cứu đều ghi nhận mối quan hệ tiêu cực giữa quản trị công ty và chi phí vốn cổ phần, tiêu biểu như các nghiên cứu của các tác giả (Srivastava et. al., 2019; Salehi et. al., 2020; Zandi et. al., 2022; Wan, 2015; Teti et. al., 2016; Setiany et. al., 2017a).

3. Các giả thuyết nghiên cứu

Dựa trên kết quả từ các nghiên cứu trước đây và mục tiêu của bài nghiên cứu, tác giả xây dựng các giả thuyết nhằm xem xét sự tác động của các yếu tố QTCT đến chi phí vốn cổ phần, cụ thể:

Giả thuyết 1: Quy mô HĐQT tác động cùng chiều đến CPVCP.

Giả thuyết 2: Tính độc lập của HĐQT có tác động tiêu cực đến CPVCP.

Giả thuyết 3: Tần suất các cuộc họp HĐQT tác động tiêu cực đến CPVCP.

Giả thuyết 4: Kiêm nhiệm chức danh có tác động tiêu cực đến CPVCP.

Giả thuyết 5: Công bố thông tin có tác động tiêu cực đến chi phí vốn cổ phần.

Giả thuyết 6: Sở hữu HĐQT có tác động tiêu cực đến CPVCP.

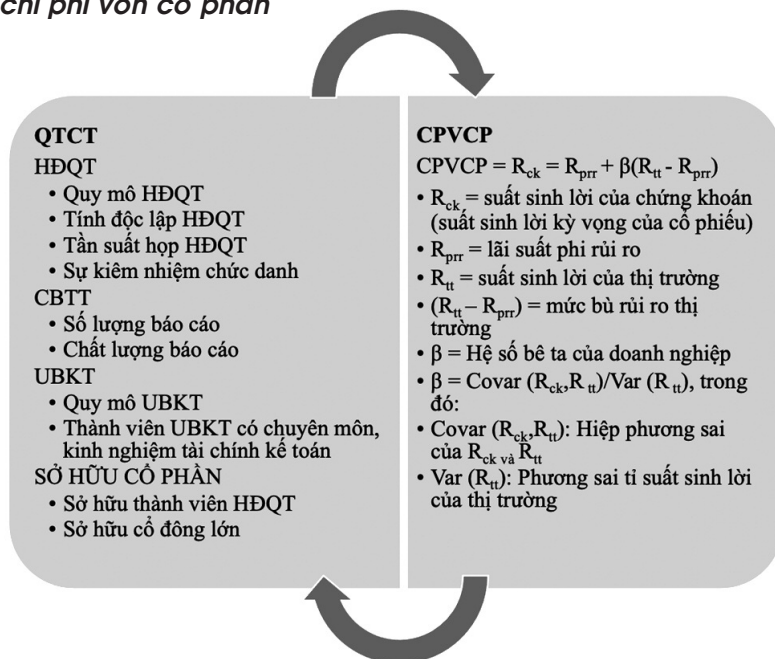
Giả thuyết 7: Quyền sở hữu của cổ đông lớn sẽ tác động tiêu cực đến CPVCP.

Giả thuyết 8: Ủy ban kiểm toán có tác động tiêu cực đến chi phí vốn cổ phần.

4. Mô hình nghiên cứu

Trong nghiên cứu này, tác giả sử dụng các lý thuyết nền tảng và kết hợp với kết quả các nghiên cứu tương tự trước đây để tìm hiểu tác động của QTCT đến CPVCP. Các lý thuyết nền tảng bao gồm lý thuyết đại diện, lý thuyết tín hiệu, lý thuyết hành vi quản lý, lý thuyết thông tin bất đối xứng và lý thuyết quản lý. Nghiên cứu này đồng thời kế thừa kết quả của các nghiên cứu trước đây, tiêu biểu như Pham et. al. (2012); Bozec & Bozec (2010); Bozec & Bozec (2011); Ashbaugh et. al. (2004); Sikazwe (2014) và AlHares (2020). Nghiên cứu sẽ sử dụng một số biến phổ biến đặc trưng của QTCT, bao gồm: HĐQT (quy mô của HĐQT, tính độc lập của HĐQT, tần suất họp của HĐQT, sự kiêm nhiệm); công bố thông tin (số lượng báo cáo, chất lượng báo cáo); cấu trúc sở hữu (sở hữu thành viên HĐQT, sở hữu của cổ đông lớn); ủy ban kiểm toán (quy mô UBKT, thành viên UBKT có chuyên môn, kinh nghiệm tài chính kế toán). Nghiên cứu sử dụng mô hình định giá tài sản vốn (CAPM) để ước lượng chi phí vốn cổ phần của các DNNY trên TTCK Việt Nam. (Hình 1)

Hình 1: Mô hình các biến độc lập tác động đến chi phí vốn cổ phần



Mô hình nghiên cứu đánh giá tác động của các yếu tố đến CPVCP của DN như sau:

$$\begin{aligned} QCPVCP_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 QCPVCP_{i,t-1} \\ & + \beta_2 HDQT_QM_{i,t} + \beta_3 HDQT_DL_{i,t} \\ & + \beta_4 HDQT_TSH_{i,t} + \beta_5 HDQT_KN_{i,t} \\ & + \beta_6 CBTT_{i,t} + \beta_7 SHHDQT_{i,t} \\ & + \beta_8 SHCDL_{i,t} + \beta_9 UBKT_{i,t} + \beta_{10} QMCT_{i,t} \\ & + \beta_{11} DB_{i,t} + \beta_{12} MB_{i,t} + \beta_{13} CSN_{i,t} + e_{it} \end{aligned}$$

Trong đó: HDQT_QM là quy mô hội đồng quản trị, HDQT_DL là tính độc lập của hội đồng quản trị, HDQT_TSH là tần suất họp của hội đồng quản trị, HDQT_KN là tính kiêm nhiệm của hội đồng quản trị, CBTT là yếu tố công bố thông tin, SHHDQT là tỷ lệ sở hữu của hội đồng quản trị, SHCDL là tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn, UBKT là ủy ban kiểm toán, QMCT là quy mô công ty, DB là đòn bẩy, MB tỉ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách và CSN chỉ số ngành, β_0 hiệu ứng cố định của từng DN, e_{it} là sai số ngẫu nhiên. Hai tham số i, t lần lượt là DN thứ i , năm t .

5. Phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu này sử dụng chủ yếu là phương pháp nghiên cứu định lượng, ngoài ra sử dụng kết

hợp phương pháp suy diễn, phương pháp phân tích, tổng hợp và so sánh để diễn giải các kết quả kiểm định các giả thuyết đã nêu ra.

Trước khi lựa chọn mô hình thích hợp, đầu tiên, lựa chọn mô hình giữa mô hình cố định (Fixed effect model), ngẫu nhiên (Random effect model) và dạng mô hình giản đơn (Pooled OLS) được xem xét thông qua 2 kiểm định, đó là kiểm định F-test cho mô hình FE và Hausman. Cụ thể, dạng kiểm định F-test cho mô hình cố định (FE) sẽ lựa chọn mô hình giữa mô hình cố định (Fixed effect model) và mô hình hồi quy bậc nhất đơn giản (Pooled OLS). Đối với kiểm định Hausman, kiểm định này sẽ lựa chọn giữa mô hình cố định (Fixed effect model) và mô hình ngẫu nhiên (Random effect model). Mô hình S-GMM được thiết lập để khắc phục lỗi liên quan đến phương sai thay đổi của mô hình cố định (FEM) và khắc phục lỗi nội sinh của mô hình. Sau khi có kết quả của mô hình S-GMM, kết quả một số kiểm định sau GMM được thiết lập để xem xét và công nhận mô hình làm kết quả cuối cùng của mô hình. Các bước nghiên cứu định lượng sử dụng phần mềm STATA ■

Tác giả sẽ trình bày kết quả nghiên cứu trong các ấn phẩm tiếp theo.

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

1. Deloitte (2020). Bản tin Quản trị Công ty thường niên 2020 - Thực thi vai trò giám sát của Hội đồng Quản trị. Sở giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh.
2. IFC (2016). Báo cáo thể điểm Quản trị Công ty Khu vực Asean - Nội dung đánh giá các doanh nghiệp niêm yết Việt Nam năm 2015-2016. Truy cập tại <https://www.slideshare.net/nataliej4/bo-co-th-im-qun-tr-cng-ty-khu-vc-asean-ni-dung-nh-gi-cc-doanh-nghip-nim-yt-vit-nam-nm-20152016>
3. Quốc hội (2014). Luật số 68/2014/QH13: Luật Doanh nghiệp, ban hành ngày 26 tháng 11 năm 2014.
4. Quốc hội (2020). Luật số 59/2020/QH14: Luật Doanh nghiệp, ban hành ngày 17 tháng 6 năm 2020.
5. Alhares, A. (2020). Corporate governance and cost of capital in OECD countries. *International Journal of Accounting & Information Management*, 28, 1-21.
6. Ashbaugh, H., Collins, D. W. & Lafond, R. (2004). Corporate governance and the cost of equity capital. Emory, University of Iowa. Retrieved on January, 26, 2006.
7. Beiner, S., et. al. (2006). An Integrated Framework of Corporate Governance and Firm Valuation. *European Financial Management*, 12, 249-283.
8. Bernard, S. B., Hasung, J. & Wooson, K. (2006). Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values? Evidence from Korea. *Journal of Law, Economics, & Organization*, 22, 366.
9. Bozec, R., Dia, M. & Bozec, Y. (2010). Governance-Performance Relationship: A Re-examination Using Technical Efficiency Measures. *British Journal of Management*, 21, 684-700.

10. Bozec, Y. & Bozec, R. (2011). Corporate governance quality and the cost of capital. *International Journal of Corporate Governance*, 2, 217-236.
11. Brown, L. D. & Caylor, M. L. (2006). Corporate governance and firm valuation. *Journal of accounting and public policy*, 25, 409-434.
12. Chen, K. C., Wei, K. & Chen, Z. (2003). Disclosure, corporate governance, and the cost of equity capital: evidence from Asia's emerging markets. *Corporate Governance, and the Cost of Equity Capital: Evidence from Asia's Emerging Markets* (June 2003). <http://ssrn.com/abstract=422000>
13. Chen, K. C., Chen, Z. & Wei, K. J. (2009a). Legal protection of investors, corporate governance, and the cost of equity capital. *Journal of Corporate Finance*, 15, 273-289.
14. Chen, K. C. W., Chen, Z. & Wei, K. C. J. (2009b). Legal protection of investors, corporate governance, and the cost of equity capital. *Journal of Corporate Finance*, 15, 273-289.
15. Cheng, C. S. A., Collins, D. & Huang, H. H. (2006). Shareholder rights, financial disclosure and the cost of equity capital. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 27, 175-204.
16. Claessens, S. & Yurtoglu, B. B. (2013). Corporate governance in emerging markets: A survey. *Emerging Markets Review*, 15, 1-33.
17. Easton, P. D. (2004). PE ratios, PEG ratios, and estimating the implied expected rate of return on equity capital. *The Accounting Review*, 79(1), 73-95.
18. Hassan, S., Kayani, G. M. & Ayub, U. (2018). Corporate Governance and Cost of Equity Capital using DCAPM. *Abasyn University Journal of Social Sciences*, 11, 1-49.
19. Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
20. Khan, D. M. Y. (2018). Corporate governance and cost of capital: evidence from Pakistani listed firms. PhD thesis, University of Glasgow, Scotland, UK.
21. Moyo, V. & Mache, F. (2018). Inferring the cost of equity: Does the CAPM consistently outperform the income and multiples valuation models? *Journal of Applied Business Research (JABR)*, 34, 519-532.
22. Owocye, O. & Pijl, M. V. D. (2016). Corporate governance in Vietnam-its significance and challenges. *International Journal of Corporate Governance*, 7, 60-77.
23. Patel, S. A. & Dallas, G. S. (2002). Transparency and disclosure: Overview of methodology and study results-United States. *SEIN Corporate Governance & Accountability eJournal*, 2022, 1-29.
24. Pham, P. K., Suchard, J. A. & Zein, J. (2012). Corporate governance and the cost of capital: Evidence from Australian companies. *Journal of Applied Corporate Finance*, 24, 84-93.
25. Salehi, M., Arianpoor, A. & Dalwai, T. (2020). Corporate Governance and Cost of Equity: Evidence from Tehran Stock Exchange. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7, 149-158.
26. Setiany, E., et. al. (2017a). Board independence, voluntary disclosure, and the cost of equity capital. *Review of Integrative Business and Economics Research*, 6, 389.
27. Sikazwe, C. K. (2014). Is the corporate governance law applicable to Zambian banks and financial institutions adequately promoting good corporate governance? Master thesis, University of Cape Town, South Africa.
28. Srivastava, V., Das, N. & Pattanayak, J. K. (2019). Impact of corporate governance attributes on cost of equity. *Managerial Auditing Journal*, 34, 142-161.
29. Teti, E., et. al. (2016). Corporate governance and cost of equity: Empirical evidence from Latin American companies. *Corporate Governance*, 16(5), 831-848.
30. Tran Manh Dung & Hong Hanh Ha (2023). Corporate governance disclosure and annual reports quality: An investigation in Vietnam context. *Cogent Economics & Finance*, 11, 2173125.
31. Wan, P. (2015). Corporate governance mechanisms and the cost of capital: evidence from Canadian firms. Master thesis, Concordia University, Canada.
32. Worldbank (2020). *Vibrant Vietnam: Forging the Foundation of a High-Income Economy*. World Bank.
33. Zandi, G., et. al. (2022). Relationship between corporate governance and cost of equity capital. *Polish Journal of Management Studies*, 26, 386-406.

Ngày nhận bài: 4/9/2023

Ngày phản biện đánh giá và sửa chữa: 16/9/2023

Ngày chấp nhận đăng bài: 5/10/2023

Thông tin tác giả:

NGUYỄN VĂN CƯỜNG

Tổng công ty Kinh tế Kỹ thuật Công nghiệp quốc phòng (GAET)

Tổng cục Công nghiệp Quốc phòng, Bộ Quốc phòng

Nghiên cứu sinh Khóa 22 - Quản trị kinh doanh, Trường Đại học Ngoại thương

**IMPACTS OF FACTORS RELATED
TO CORPORATE GOVERNANCE ON THE COST
OF EQUITY IN LISTED NON-FINANCIAL ENTERPRISES
IN VIETNAMESE STOCK MARKET:
RESEARCH MODEL AND APPROACH**

● NGUYEN VAN CUONG

Defence Economic Technical Industry Corporation,
General Department of Defense Industry,
Ministry of National Defense Graduate student,
Faculty of Business Administration, Foreign Trade University

ABSTRACT:

Corporate governance affects corporate value and one of the factors expressing corporate value is the cost of equity. This study tested the impact of factors related to corporate governance on the cost of equity. The quality of corporate governance was assessed in terms of the size of the Board of Directors (BOD), the frequency of the BoD's meetings, the independence in the BoD, the positions of the BoD's members, the information disclosure, the ownership of the BoD's members, the ownership of major shareholders, and the audit committee. In this study, the Capital Asset Pricing Method (CAPM) was used to estimate the cost of equity of a business. In this study, the quantitative research method and the panel data regression model based on S-GMM were used to explore the relationship between the corporate governance and the cost of equity in listed non-financial enterprises in Vietnamese stock market.

Keywords: corporate capital costs, corporate governance, board of directors, audit committee, non-financial enterprises, stock market.