

TÁC ĐỘNG CỦA TỔNG THỂ 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

● NGUYỄN VĂN CƯỜNG

TÓM TẮT:

Nghiên cứu đánh giá tác động của tổng thể quản trị công ty (QTCT) đến chi phí vốn cổ phần (CPVCP) của 335 doanh nghiệp niêm yết (DNNY) trên thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam. Tác giả đánh giá tổng thể quản trị công ty thông qua chỉ số được xây dựng từ các nhân tố đặc trưng của QTCT bao gồm: Hội đồng quản trị (HĐQT), Công bố thông tin (CBTT), Cấu trúc sở hữu và Ủy ban kiểm toán (UBKT), được điều tiết bởi 4 biến kiểm soát gồm: Quy mô công ty (QMCT), Đòn bẩy (ĐB), Tỷ số giá trị thị trường trên sổ sách (MTB) và Chỉ số ngành (CSN). Kết quả nghiên cứu thể hiện tổng thể QTCT có tác động tiêu cực đến chi phí vốn cổ phần trước khi nêu ra một số hàm ý chính sách.

Từ khóa: chi phí vốn doanh nghiệp, chỉ số quản trị công ty, doanh nghiệp phi tài chính, thị trường chứng khoán, ủy ban kiểm toán.

1. Đặt vấn đề

Nhiều nghiên cứu thực nghiệm đã được tiến hành trên thế giới để điều tra mối quan hệ giữa QTCT, chi phí vốn nói chung và chi phí vốn cổ phần của doanh nghiệp. Tại Việt Nam, các nghiên cứu về chủ đề tác động của QTCT chủ yếu liên quan đến đánh giá tác động của QTCT đến những yếu tố như: hiệu quả hoạt động, giá trị doanh nghiệp, thận trọng kế toán hoặc tác động của bất cân xứng thông tin đến chi phí vốn cổ phần. Do đó, qua đánh giá tổng quan về tình hình nghiên cứu và trong khả năng hiểu biết của tác giả chưa

có nghiên cứu nào tiến hành đánh giá tác động của QTCT đến chi phí vốn cổ phần của doanh nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam trong 20 năm qua.

Bài nghiên cứu này dựa trên căn cứ tổng quan các nghiên cứu trên thế giới và những đặc điểm các doanh nghiệp trong nước, chưa có nhiều công ty, tập đoàn vươn ra phạm vi toàn cầu, không chịu nhiều những ảnh hưởng từ thế giới kinh doanh bên ngoài thị trường Việt Nam. Tác giả muốn khai thác xem xét những đặc điểm đặc trưng cho QTCT tại doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên TTCK

Việt Nam sẽ có tác động như thế nào đến chi phí vốn cổ phần của các doanh nghiệp này. Để góp phần lấp đầy khoảng trống này, nghiên cứu sẽ được phân tích sâu hơn về cơ chế QTCT và tác động của QTCT đến chi phí vốn cổ phần, đồng thời giải quyết những hạn chế của các nghiên cứu trước thông qua việc kiểm tra thực chứng tác động của tổng thể QTCT đến chi phí vốn cổ phần của DNNTY trên TTCK Việt Nam.

2. Tình hình nghiên cứu tác động của tổng thể quản trị công ty đến chi phí vốn cổ phần

Các tác giả Easton (2004), Derwall & Verwijmeren (2007) sử dụng chỉ số tổng hợp về QTCT để đánh giá những nguy cơ chung về quản trị của các doanh nghiệp Hoa Kỳ và kết luận chỉ số quản trị ảnh hưởng trực tiếp và đáng kể đến chi phí vốn cổ phần, ảnh hưởng gián tiếp đến chi phí vốn cổ phần thông qua rủi ro hệ thống.

Tương tự như các nghiên cứu trước đó, Aggarwal et. al. (2009), Ali Shah & Butt (2009) đo lường QTCT thông qua bộ chỉ số gồm các yếu tố đặc trưng cho công tác quản trị. Chất lượng QTCT được đo lường bằng cách gán trọng số cho một tập hợp các biến số liên quan, mặc dù các biến số này cũng được xem xét riêng lẻ.

Mazzotta & Veltri (2014) quan tâm đến việc xây dựng được bộ chỉ số đánh giá toàn diện về chất lượng QTCT và nghiên cứu tác động của QTCT đến chi phí vốn cổ phần dựa trên mẫu các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán Ý vào ngày 31/12/2009. Các thuộc tính của QTCT bao gồm: tính độc lập của hội đồng quản trị, quy mô hội đồng quản trị, sự tồn tại của cuộc kiểm toán và ủy ban đề cử/thù lao; tính độc lập của UBKT hội đồng quản trị đã được sử dụng để xây dựng chỉ số chất lượng QTCT toàn diện cho mỗi công ty. Việc sử dụng chỉ số QTCT tổng thể có ý nghĩa quan trọng và tạo ra những lợi thế so với việc sử dụng các thuộc tính QTCT đơn lẻ, vì chỉ số QTCT tổng thể giải quyết được các vấn đề về biến số tương quan bị bỏ qua. Bên cạnh đó, phương pháp này vừa cho phép đánh giá tác động riêng biệt của từng yếu tố QTCT và kiểm tra tác động tổng thể của chất lượng QTCT đối với chi phí vốn cổ phần (Byun et. al., 2008).

Srivastava et. al. (2019) đã xây dựng chỉ số QTCT toàn diện của Ấn Độ theo Đạo luật công ty được ban hành năm 2013 trên cơ sở thu thập dữ liệu được thu thập thủ công từ các công ty niêm yết trên S&P BSE 500 từ năm 2001 đến năm 2016. Bộ chỉ số này bao gồm 7 chỉ số phụ có trọng số bằng nhau, bao gồm 43 thuộc tính của QTCT. Salehi et. al. (2020) điều tra tác động của chỉ số QTCT đến chi phí vốn cổ phần của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán Tehran. Zandi et. al. (2022) sử dụng sử dụng 5 biến giả đặc trưng cho 5 khía cạnh của QTCT gồm kiêm nhiệm chức danh (kiêm nhiệm nhận giá trị 0 và ngược lại); vai trò của ủy ban kiểm toán và ủy ban đề cử (nhận giá trị 1 nếu cả ủy ban đề cử và ủy ban kiểm toán cùng tồn tại ở công ty i hoặc ngược lại); sự độc lập của hội đồng quản trị (có thành viên HĐQT độc lập nhận giá trị 1 và ngược lại); quy mô HĐQT (quy mô HĐQT lớn hơn trung bình mẫu nhận giá trị 1 và ngược lại); và khả năng quản trị mạnh yếu (khả năng quản trị mạnh nhận giá trị 1 và ngược lại) tương tự với nghiên cứu của (Mazzotta & Veltri, 2012). Điểm QTCT tối đa tính theo phương pháp này là 5 và điểm tối thiểu là 0, kết quả thực tế ghi nhận điểm cao nhất đối với mẫu nghiên cứu của (Mazzotta & Veltri, 2012) là 4. Kết quả của các nghiên cứu này kết luận, chi phí vốn cổ phần của các công ty có QTCT yếu kém cao hơn so với các công ty khác.

3. Mô hình và giả thuyết nghiên cứu

Kế thừa các nghiên cứu trước đây của các tác giả Klapper & Love (2004); Ali Shah & Butt (2009); Mazzotta & Veltri (2014) và Zandi et. al. (2022), tác giả đề xuất thang đo chỉ số QTCT theo phương pháp tính tổng các yếu tố đặc trưng của QTCT như sau:

- Quy mô HĐQT, biến giả nhận giá trị 1 nếu quy mô hội đồng quản trị của công ty nhỏ hơn trung bình mẫu và 0 nếu ngược lại.
- Tính kiêm nhiệm là biến nhị thức nhận giá trị 1 nếu chủ tịch và giám đốc điều hành cùng là một người; nhận giá trị 0 nếu ngược lại.
- Mức độ độc lập của HĐQT bằng cách sử dụng biến đại diện là tỷ lệ số thành viên hội đồng quản trị bên ngoài trên tổng số thành viên hội đồng quản

trị của doanh nghiệp, biến giả nhận giá trị từ 1 đến 5, tỷ lệ này sẽ tương ứng 1 (0÷19%), 2(20÷39%), 3(40÷59%), 4(60÷79%), 5 (80÷100%).

- Tần suất họp HĐQT sử dụng biến giả nhận giá trị 1 nếu số lần hội đồng quản trị tổ chức họp hội đồng quản trị trong năm lớn hơn hoặc bằng 4, nhận giá trị 0 nếu ngược lại.

- Công bố thông tin được đo theo thang điểm từ 0 - 3: Doanh nghiệp đủ 2 bản báo cáo quản trị, 1 báo cáo thường niên, 1 cuộc họp đại hội đồng cổ đông và 4 kỳ báo cáo tài chính nhận 1 điểm. Doanh nghiệp có sử dụng công ty kiểm toán quốc tế Big Four nhận 1 điểm. Doanh nghiệp có nhận được ý kiến kiểm toán có đủ kiện về báo cáo tài chính nhận 1 điểm.

- Ủy ban kiểm toán sử dụng thang điểm từ 0 - 2: Doanh nghiệp có số lượng thành viên UBKT lớn hơn hoặc bằng 3 nhận 1 điểm; UBKT có ít nhất 1 thành viên có chuyên môn về tài chính kế toán nhận 1 điểm.

- Tỷ lệ sở hữu của thành viên hội đồng quản trị, sở hữu cổ đông lớn là các biến giả nhận giá trị từ 1 đến 5, tỷ lệ này tương ứng 1(0÷19%), 2(20÷39%), 3(40÷59%), 4(60÷79%), 5 (80÷100%).

Mô hình nghiên cứu đánh giá tác động của chỉ số QTCT đến chi phí vốn cổ phần của doanh nghiệp như sau:

$$\begin{aligned} CPVCP_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 CPVCP_{i,t-1} + \beta_2 QTCT_{i,t-1} \\ & + \beta_3 QTCT_{i,t} + \beta_4 QMCT_{i,t} + \beta_5 DB_{i,t} \\ & + \beta_6 MB_{i,t} + \beta_7 CSN_{i,t} + e_{i,t} \\ QTCT_{i,t} = & f(HDQT_{QM_{i,t}}, HDQT_{DL_{i,t}}, \\ & HDQT_{TSH_{i,t}}, HDQT_{KN_{i,t}}, CBTT_{i,t}, \\ & SHHDQT_{i,t}, SHCDL_{i,t}, UBKT_{i,t}) \end{aligned}$$

Trong đó: CPVCP là Chi phí vốn cổ phần; CPVCP_{i,t-1}: Biến trễ của chi phí vốn cổ phần; QTCT_{i,t-1}: Biến trễ của chỉ số quản trị công ty; QTCT_{i,t}: Chỉ số quản trị công ty; QMCT là quy mô công ty, DB: là đòn bẩy, MTB: tỉ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách và CSN: chỉ số ngành, β_0 là hiệu ứng cố định của từng doanh nghiệp; $e_{i,t}$ là sai số ngẫu nhiên. Hai tham số i, t lần lượt là doanh nghiệp thứ i, năm t.

Từ mô hình, tác giả xây dựng giả thuyết nhằm xem xét sự tác động của tổng thể QTCT đến chi phí vốn cổ phần, cụ thể:

Giả thuyết: Tổng thể QTCT tác động tiêu cực đến chi phí vốn cổ phần.

4. Phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng 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. 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.

5. Kết quả nghiên cứu

5.1. Kiểm định mô hình S-GMM

Mô hình S-GMM được thiết lập để khắc phục lỗi liên quan đến phương sai thay đổi của mô hình FEM và khắc phục lỗi nội sinh của mô hình. (Bảng 1)

Kết quả tại Bảng 1 cho thấy với chỉ số p-value ở mức nhỏ hơn 0,01, có ít nhất một biến độc lập hoặc kiểm soát trong mô hình chắc chắn sẽ có mối tương quan với chi phí vốn cổ phần. Đối với biến QTCT, biến này có sẽ có mối tương quan nghịch với chi phí vốn cổ phần. Giải thích cho hàm ý trên, chỉ số beta ở mức -0,068, tức là khi có 100 phần tử của biến QTCT được thiết lập, sẽ có 6,8 phần tử chứng minh rằng QTCT có mối tương quan nghịch với chi phí vốn cổ phần. Bên cạnh đó, với p-value nhỏ hơn 0,1, nhân tố đại diện QTCT có mối tương quan nghịch với chi phí vốn cổ phần tại p-value = 0,1. Kết quả này giải thích rằng khi doanh nghiệp càng đạt nhiều tiêu chí trong QTCT, chi phí vốn cổ phần sẽ giảm dần, điều này chứng tỏ việc đạt nhiều tiêu chí trong QTCT sẽ giúp doanh nghiệp quản lý vốn hiệu quả hơn.

Tuy nhiên, đối với biến kiểm soát, tất cả 4 biến đó là quy mô công ty, đòn bẩy doanh nghiệp, chỉ số ngành và giá trị thị trường doanh nghiệp không có tương quan với chi phí vốn cổ phần với p-value cao hơn 0,1 cho mỗi nhân tố. Kết quả này chứng tỏ, khi quy mô công ty, đòn bẩy doanh nghiệp, chỉ số ngành và giá trị thị trường doanh nghiệp có biến

Bảng 1. Kết quả kiểm định mô hình S-GMM

CPVCP	Beta	Mức độ sai số	t-value	p-value	[95% Conf]	Interval]	Sig
CPVCP _{t-1}	-0,004	0,076	-0,05	0,959	-0,153	0,145	
QTCT _{t-1}	0,034	0,017	2,03	0,042	0,001	0,068	**
QTCT	-0,068	0,035	-1,94	0,053	-0,138	0,001	*
QMCT	-0,009	0,012	-0,79	0,429	-0,033	0,014	
DB	0,002	0,005	0,38	0,701	-0,008	0,012	
MTB	0,003	0,003	0,98	0,328	-0,003	0,01	
CSN	-0,014	0,026	-0,53	0,597	-0,064	0,037	
y2016	-0,021	0,012	-1,79	0,073	-0,045	0,002	*
y2017	0,077	0,021	3,71	0	0,036	0,118	***
y2018	-0,033	0,019	-1,78	0,076	-0,07	0,003	*
y2019	-0,055	0,013	-4,21	0	-0,081	-0,029	***
y2021	0,077	0,023	3,40	0,001	0,033	0,122	***
Constant	0,797	0,572	1,39	0,163	-0,323	1,917	
Giá trị trung bình biến phụ thuộc			0,107	p-value		0	
Số lượng công ty			335	Chi-square		1541,210	
*** $p<0,01$, ** $p<0,05$, * $p<0,1$							

Nguồn: Tính toán của tác giả

động, các nhân tố này đều không có ảnh hưởng đến chi phí vốn cổ phần.

5.2. Kiểm định sau mô hình GMM

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. (Bảng 2)

Bảng 2. Kiểm định sau mô hình GMM

Loại kiểm định	z-test/ chi-square	p-value
Kiểm định Arellano-Bond cho AR(1)	-3,08	0,002
Kiểm định Arellano-Bond cho AR(2)	-0,09	0,927
Kiểm định Sargan	6,27	0,099
Kiểm định Hansen	5,05	0,168
Kiểm định Hansen cho mô hình GMM	0	1
Mức độ chênh lệch mô hình GMM	5,05	0,168
Kiểm định Hansen cho biến công cụ	0	1
Mức độ chênh lệch cho biến công cụ	5,05	0,168

Nguồn: Tính toán của tác giả

Sau khi có kết quả của kiểm định GMM, các kiểm định liên quan đến sau mô hình được thiết lập như Kiểm định Arellano-Bond (AR1), Kiểm định Arellano-Bond (AR2), Kiểm định Sargan, và Kiểm định Hansen đối với các biến liên quan đến mô hình GMM, và các biến IV. Điều kiện để mô hình S-GMM đạt yêu cầu của mô hình chuẩn đó là p-value của kiểm định Arellano-Bond (AR1) để chứng tỏ mô hình có nhiều biến được công nhận trong kiểm duyệt nhiều nhất có thể, chỉ số p-value của các kiểm định như Arellano-Bond (AR2), Sargan, và Hansen cao hơn 0,05 để chứng tỏ các lỗi sai liên quan đến biến nội sinh và tự tương quan được cải thiện và đảm bảo trong mô hình. Dựa theo kết quả của kiểm định Arellano-Bond (AR1), với chỉ số p-value thấp hơn 0,05, mô hình GMM sẽ có ít nhất một biến được công nhận có mối

tương quan với biến phụ thuộc đó là chi phí vốn cổ phần. Với chỉ số p-value cao hơn 0,05 đối với các kiểm định Arellano-Bond (AR2), Sargan, và Hansen cho các biến trong mô hình và biến nội sinh. Mô hình này đã cải thiện được lỗi liên quan đến biến nội sinh và các lỗi liên quan đến phương sai thay đổi trong mô hình cố định (Fixed effect model). Do đó, kết quả liên quan đến mô hình S-GMM được công nhận làm kết quả kết luận cuối cùng của mô hình.

Vì vậy, kết quả của mô hình được thiết lập lại thông qua phương trình sau:

$$\begin{aligned} CPVCP = & 0,797 - 0,004*CPVCP_{t-1} \\ & + 0,034*QTCT_{t-1} - 0,068*QTCT \\ & - 0,009*QMCT + 0,002*DB \\ & + 0,003*MTB - 0,014*CSN \end{aligned}$$

6. Kết luận

Căn cứ kết quả nghiên cứu, xem xét mối quan hệ tác động của tổng thể QTCT đến chi phí vốn cổ phần, nghiên cứu đã xây dựng chỉ số QTCT dựa trên các chuẩn mực được đưa ra gần đây của Luật Doanh nghiệp 2020, 2014, các nguyên tắc của

OECD và kế thừa các nghiên cứu trước đây của các tác giả. Trước nghiên cứu này, gần như chưa có cơ chế nào đo lường chất lượng thực hành của QTCT một cách toàn diện đối với các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam. Chỉ số QTCT mới được phát triển bao gồm hầu hết các đặc điểm đại diện cho các thuộc tính chính của QTCT với 8 yếu tố đặc trưng, đó là: quy mô HĐQT, tính độc lập của HĐQT, tần suất họp của HĐQT, tính kiêm nhiệm của hội đồng quản trị, công bố thông tin, tỷ lệ sở hữu của HĐQT, tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn, và đặc điểm của UBKT.

Kết quả nghiên cứu cho thấy doanh nghiệp nào có chất lượng QTCT tổng thể càng tốt càng giảm chi phí vốn cổ phần. Chỉ số QTCT tổng hợp này là một công cụ định lượng các biện pháp QTCT để góp phần làm cơ sở kiểm tra đánh giá chất lượng thực hành QTCT ở các doanh nghiệp niêm yết và có ý nghĩa vận dụng thực tế cho nhiều bên liên quan khác nhau, như: các cơ quan quản lý, các nhà hoạch định chính sách, cơ quan giám sát và chính các HĐQT, hay Ban Điều hành của doanh nghiệp ■

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

1. Aggarwal, R., Erel, I., Stulz, R. & Williamson, R. (2009). Differences in Governance Practices between U.S. and Foreign Firms: Measurement, Causes, and Consequences. *The Review of Financial Studies*, 22, 3131-3169.
2. Ali Shah, S. Z. & Butt, S. A. (2009). The impact of corporate governance on the cost of equity: empirical evidence from Pakistani listed companies. *The Lahore Journal of Economics*, 14, 139-171.
3. Byun, H. Y., Kwak, S. K. & Hwang, L. S. (2008). The implied cost of equity capital and corporate governance practices. *Korean Journal of Financial Studies (KJFS)*, 37, 139-184.
4. Derwall, J. & Verwijmeren, P. (2007). Corporate governance and the cost of equity capital: Evidence from gmi's governance rating. *European Centre for Corporate Engagement Research Note*, 6, 1-11.
5. 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.
6. Klapper, L. F. & Love, I. (2004). Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets. *Journal of Corporate Finance*, 10, 703-728.
7. Mazzotta, R. & Veltri, S. (2012). The Relationship between Corporate Governance and the Cost of Equity Capital: Evidence from Italian Stock Exchange. *Journal of Management & Governance*, 2012, 1-27.
8. Mazzotta, R. & Veltri, S. (2014). The relationship between corporate governance and the cost of equity capital. Evidence from the Italian stock exchange. *Journal of Management & Governance*, 18, 419-448.
9. 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.

10. Srivastava, V., Das, N. & Pattanayak, J. K. (2019). Impact of corporate governance attributes on cost of equity. Managerial Auditing Journal, 34, 142-161.

11. Zandi, G., Shahzad, I. A., Bajaber, N., Nowodziński, P. & Shahid, M. S. (2022). Relationship between corporate governance and cost of equity capital. Polish Journal of Management Studies, 26, 386-406.

Ngày nhận bài: 2/11/2023

Ngày phản biện đánh giá và sửa chữa: 20/11/2023

Ngày chấp nhận đăng bài: 4/12/2023

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 THE OVERALL CORPORATE GOVERNANCE ON THE COST OF EQUITY OF NON-FINANCIAL COMPANIES LISTED ON THE VIETNAM STOCK MARKET

● NGUYEN VAN CUONG

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

ABSTRACT:

This study evaluated the impact of overall corporate governance on the cost of equity of 335 listed companies on the Vietnam stock market. The overall corporate governance was evaluated through an index consisting of typical corporate governance factors, including the Board of Directors (BOD), information disclosure, ownership structure, and audit committee. These factors are regulated by four variables, including company size, leverage, market-to-book value ratio, and industry index. The study's results showed that overall corporate governance has a negative impact on the cost of equity, and the study had some policy implications.

Keywords: cost of capital, corporate governance index, non-financial companies, stock market, audit committee.