

# CHƯƠNG VI

## CỔ PHẦN HÓA Ở VIỆT NAM: QUẢN TRỊ DOANH NGHIỆP

*Quách Mạnh Hòa*

### **Tóm tắt**

*Bài viết này tổng kết các tài liệu nghiên cứu về doanh nghiệp và quản trị doanh nghiệp để đưa ra những khuyến nghị cho quá trình hậu cổ phần hoá ở Việt Nam. Bài viết cho rằng việc tạo ra thông lệ tốt trong quản trị doanh nghiệp đang ngày càng trở nên quan trọng đối với quá trình cổ phần hoá. Nhà nước (thông qua SCIC) cần đặt mình với tư cách là một nhà đầu tư lớn đang thực hiện cổ phần hóa nhằm đạt được mục tiêu tổng thể là tăng cường hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.*

### **1. Giới thiệu**

Việt Nam đặt mục tiêu đến năm 2010 sẽ cổ phần hoá hầu hết doanh nghiệp nhà nước (SOEs). Chương trình thử nghiệm được triển khai từ năm 1992 căn cứ theo Nghị quyết kỳ họp 10 Quốc hội khoá 8 và Chỉ thị 202-CT của Thủ tướng Chính phủ ngày 8 tháng 6 năm 1992 về chương trình cổ phần hoá. Chỉ thị cho phép các SOE có quy mô vừa và nhỏ, và các SOE không mang tính chiến lược và có khả năng sinh lời được cổ phần hoá. Chỉ thị cũng quy định người lao động làm việc tại các doanh nghiệp được cổ phần hoá là những người đầu tiên có quyền mua cổ phiếu của doanh nghiệp. Chương trình thử nghiệm được thực thi một cách thận trọng, chỉ có 5 SOE được cổ phần hoá trong suốt giai đoạn 1992-1996 (xem thêm Trương và cộng sự, 2006).

Một bước tiến đáng kể là vào năm 1994, chính phủ đã thành lập 18 tổng công ty 91 và 64 tổng công ty 90, tập hợp rất nhiều các SOE hoạt động trong các ngành công nghiệp và lĩnh vực quan trọng. Các tổng công ty 90 và 91 này có khoảng 2.000 trong tổng số 6.300 SOEs tính tại thời điểm cuối năm 1994 và chiếm hơn nửa số lao động làm việc trong khu vực nhà nước (xem Sjöholm, 2006).

Chương trình thử nghiệm được gia hạn vào năm 1996 bằng việc ban hành Nghị định 28-CP tháng 5 năm 1996, kết thúc giai đoạn thử nghiệm và mở ra giai đoạn mới cho cổ phần hoá. Nghị định vẫn giữ những nguyên tắc chung của chương trình thử nghiệm và cho phép chuyển đổi các SOE quy mô vừa và nhỏ và không mang tính chiến lược thành công ty cổ phần. Nghị định yêu cầu các cơ quan quản lý SOEs (các bộ, uỷ ban nhân dân và các tổng công ty nhà nước) lựa chọn các doanh nghiệp để cổ phần hoá. Tuy nhiên, quá trình này đã diễn ra chậm chạp, chỉ có 25 doanh nghiệp được cổ phần hoá từ năm 1996 đến 1998 (Trương và đồng sự, 2006), trong đó có 18 SOEs được cổ phần hoá vào đầu năm 1998 (MPDF, 1998).

Tốc độ cổ phần hoá được đẩy nhanh kể từ khi khai trương Trung tâm Giao dịch chứng khoán tại thành phố Hồ Chí Minh vào năm 2000. Tính đến tháng 2 năm 2008, đã có khoảng 4.000 doanh nghiệp được cổ phần hoá, trong đó 3.400 doanh nghiệp được cổ phần hoá từ năm 2000. Hầu hết các doanh nghiệp này đều có quy mô vừa và nhỏ. Quá trình cổ phần hoá tiến triển chậm hơn trong năm 2007 do một số nguyên nhân, trong đó có chủ trương của chính phủ vì lo ngại dư cung trên thị trường chứng khoán.

Theo kế hoạch trước đây, sẽ có khoảng 1.500 SOEs được cổ phần hoá từ 2007 đến 2010, trong đó hầu hết các công ty con thuộc các tổng công ty sẽ được cổ phần hoá trong năm 2008. Đến năm 2010, sẽ chỉ còn 554 SOEs, gồm 26 tổng công ty 90 và 91; 178 doanh nghiệp thuộc lĩnh vực an ninh, quốc phòng; và một số SOEs thiết yếu khác. Tuy nhiên, năm 2007 chỉ chứng kiến 2-3 tên tuổi lớn (Bảo hiểm Bảo Việt, Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam) trong số 20 doanh nghiệp đáng lẽ phải được cổ phần hoá theo kế hoạch ban đầu, như vậy hiện nay các doanh nghiệp này đang có kế hoạch cổ phần hoá trong vòng hai năm tới.

Trên sàn giao dịch, số lượng các công ty niêm yết hiện nay là khoảng 250 công ty, với tổng giá trị vốn hoá thị trường vào khoảng 30-40% GDP. Đây là mức tăng đáng kể nếu chúng ta biết rằng cuối năm 2006 giá trị vốn hoá mới chiếm 20% GDP. Số lượng công ty niêm yết và lượng vốn hoá tăng một mặt cho thấy công chúng ngày càng quan tâm đến quá trình cổ phần hoá và thị trường cổ phiếu, mặt khác chỉ ra rằng Việt Nam đang trải qua thời kỳ bong bóng đòi hỏi những chính sách can thiệp trung hoà thích hợp và cải thiện cơ sở pháp lý.

Cho đến nay, những tranh luận về cổ phần hoá ở Việt Nam tập trung chủ yếu vào việc phân tích liệu có nên thực hiện cổ phần hoá theo kế hoạch đã định hay không. Đặc biệt, sau những điều chỉnh liên tục trong năm 2007 và đầu năm 2008, chính phủ bị đặt vào tình thế khó khăn, phải lựa chọn hoặc đảm bảo thực hiện những cam kết đã nêu trong kế hoạch cổ phần hoá, hoặc chấp nhận bán tài sản nhà nước với giá có thể gọi là “rẻ”. Ở đây, chúng tôi không muốn tranh luận xem

cái gì “rẻ”, nhưng trường hợp chào giá của VCB vẫn còn là bằng chứng sinh động cho thấy không dễ dàng điều khiển được các tác nhân thị trường.

Quá trình cổ phần hoá ở Việt Nam hiện đang ở giai đoạn bắt đầu nhưng con đường phía trước lại không dễ dàng. Các điều kiện kinh tế nói chung không thuận lợi, nếu không muốn nói là đang xấu đi cho việc phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng của các tên tuổi lớn. Chính phủ đang phải đối mặt với lạm phát tăng cao, trong khi toàn bộ nền kinh tế đang rơi vào cuộc khủng hoảng thanh khoản. Trong khi đó, các chính sách tài chính và chính sách tiền tệ lại không thực sự gắn kết với nhau. Chính sách thắt chặt tiền tệ dường như không phải là công cụ hữu hiệu bởi chúng không giải quyết được nguyên nhân cốt lõi của lạm phát, đó là do đầu tư công cộng kém hiệu quả và đặc biệt là đầu tư quá mức và tràn lan của các SOEs lớn. Và hậu quả là “chúng ta đang thấy áp lực đối với các ngân hàng về khả năng thanh toán, áp lực đối với các hộ gia đình do lạm phát cao, và áp lực đối với doanh nghiệp về vốn hoạt động, nhưng có lẽ chúng ta không thoát khỏi bong bóng tài sản”<sup>1</sup>. Tất cả những vấn đề này đang là khó khăn thách thức cam kết của chính phủ.

Bài viết này không nhằm mục đích trình bày quan điểm về quá trình cổ phần hoá, cụ thể là về những cam kết nêu trong kế hoạch như rất nhiều tài liệu khác đã làm, cũng không giải thích “tại sao và như thế nào” của quá trình cổ phần hoá. Thay vào đó, bài viết này xem xét các vấn đề hậu cổ phần hoá nhằm đảm bảo cho sự thành công của quá trình này. Hậu cổ phần hoá ở đây chủ yếu xem xét ở cấp doanh nghiệp, tuy có đưa ra một vài gợi ý cho các nhà hoạch định chính sách. Quan điểm của chúng tôi đơn giản là khi một doanh nghiệp được cổ phần hoá, nó sẽ bước vào một thời kỳ mới, do đó, tìm ra cơ chế hoạt động đúng đắn cho doanh nghiệp trong thời kỳ này quan trọng hơn là đưa nó vào. Bài viết này kiến nghị rằng cổ phần hoá chưa phải là điều kiện đủ để mang lại hiệu quả mà đi cùng với nó phải là quản trị doanh nghiệp tốt.

Bố cục bài viết được sắp xếp như sau. Phần kế tiếp trình bày về doanh nghiệp và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, cho rằng doanh nghiệp có thể hoạt động hiệu quả thông qua cơ chế thị trường. Tiếp theo, bài viết bàn luận về vai trò của thị trường cổ phiếu như là một nguồn lực tạo ra thành công cho quá trình cổ phần hoá. Đặc biệt, bài viết cho rằng vấn đề cốt lõi đối với doanh nghiệp đó là quản trị doanh nghiệp, và thị trường cổ phiếu sẽ giúp doanh nghiệp tăng cường năng lực quản trị của mình. Phần trao đổi về quản trị doanh nghiệp sẽ phân tích các nguyên nhân gây ra những xung đột về lợi ích trong phạm vi doanh nghiệp và đề xuất giải pháp xử lý xung đột. Phần kết luận sẽ tóm tắt những nội dung chính được trình bày trong bài viết này.

---

<sup>1</sup> Jonathan Pincus, kinh tế trưởng UNDP Việt Nam, Thời báo Tài chính ngày 3 tháng 3 năm 2008.

**Doanh nghiệp và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp**

Mọi người thường cho rằng mục tiêu tổng thể của cổ phần hoá là tạo ra hiệu quả ở cấp doanh nghiệp. Mặc dù thuật ngữ hiệu quả được sử dụng rộng rãi, nhưng mang hàm ý là doanh nghiệp đạt thành tích tốt nhất về kinh tế. Ở Việt Nam, các SOEs không phải chịu tác động của nguyên tắc thị trường và không có nguy cơ bị mua lại. Ngoài ra, chủ doanh nghiệp thường không đặt ra được nguyên tắc cho doanh nghiệp, một phần vì hầu hết các quyết định đều dựa trên các cuộc thương lượng, và các mục tiêu được xác định cụ thể. Do đó, SOEs thường được đánh giá là kém hiệu quả hơn so với các loại hình doanh nghiệp khác. Các nghiên cứu gần đây cho thấy khu vực tư nhân và FDI ngày càng đóng góp vào GDP của Việt Nam nhiều hơn, trong khi khu vực SOEs vẫn chi phối nền kinh tế<sup>2</sup>.

Thiếu động lực quản lý và không có biện pháp kiểm soát hiệu quả là những nguyên nhân tạo ra SOEs lạc hậu. Theo quan điểm của chúng tôi, động lực quản lý kém khi các nhà quản lý được chỉ định dựa trên các quyết định mang tính chính trị thay vì năng lực chuyên môn, và khi lương cũng như sự ổn định trong công việc không gắn liền với thành quả kinh tế. Thật không may, những vấn đề này lại là thực trạng chung ở hầu hết SOEs. Ngoài ra, các mục tiêu của SOEs thường do các chính trị gia đặt ra, và trong nhiều trường hợp, ngay cả khi có hoạt động giám sát cũng khó có thể theo dõi, đánh giá được kết quả thực hiện do có nhiều mục tiêu cùng tồn tại. Hơn nữa, đối với các SOEs lớn như các tổng công ty 90 và 91, do hầu như không phải chịu sức ép cạnh tranh và có đủ sức mạnh thị trường để đặt ra giá cả của riêng mình nên hoạt động của họ không phản ánh đúng hiệu quả của doanh nghiệp.

Cổ phần hoá nói chung và của SOEs nói riêng chính vì thế được kỳ vọng sẽ giúp tăng hiệu quả của doanh nghiệp, tạo ra bộ mặt mới cho nền kinh tế. Trên thực tế, một số báo cáo cho thấy các doanh nghiệp được cổ phần hoá đã nâng cao được hiệu quả. Báo cáo của Ban Đổi mới doanh nghiệp xác nhận rằng quá trình cổ phần hoá có tác động tích cực đến hoạt động của các doanh nghiệp được cổ phần hoá xét về hiệu quả và năng lực quản lý. Theo báo cáo này, 96% doanh nghiệp có kết quả quản lý tốt hơn, 88% tăng năng suất làm việc khi áp dụng chế độ thưởng dựa trên thành quả lao động. Tuy nhiên, các kết quả này thu được dựa trên báo cáo từ phía doanh nghiệp, cần phải được kiểm chứng lại.

Một nghiên cứu gần đây của Trương và cộng sự (2006) có thể là nguồn tham khảo tốt về hiệu quả của quá trình cổ phần hoá ở Việt Nam. Nghiên cứu này ước lượng tác động của cổ phần hoá lên hoạt động của doanh nghiệp ở Việt Nam bằng cách so sánh hoạt động tài chính và sản xuất trước và sau khi cổ phần hoá

---

<sup>2</sup> Báo cáo của Chương trình Việt Nam, Trường Kennedy, Đại học Harvard, 2008.

của 121 doanh nghiệp SOE trước đây. Các tác giả đã thấy đi liền với việc cổ phần hoá là mức tăng đáng kể cả về lợi nhuận, doanh thu bán hàng, hiệu quả và thu nhập của người lao động. Nghiên cứu này cũng nhấn mạnh rằng quy mô doanh nghiệp, phần sở hữu của nhà nước, quản trị doanh nghiệp, và việc niêm yết trên thị trường chứng khoán là những nhân tố quyết định cho việc cải thiện kết quả hoạt động của doanh nghiệp.

Với các kết quả khả quan này, cần lưu ý rằng hiệu quả không tự nhiên được nâng cao qua quá trình cổ phần hoá, mà là thông qua cơ chế thị trường. Quan điểm chung cho rằng, cổ phần hoá đưa doanh nghiệp đến với công chúng, cho phép tăng hiệu quả nhờ tăng hoạt động giám sát. Không hiểu đúng vấn đề này sẽ dẫn tới thất bại nghiêm trọng trong việc đạt mục đích tổng thể. Trực giác của chúng tôi cho rằng, cải cách sở hữu doanh nghiệp là điều kiện cần, nhưng điều kiện đủ phải là thi hành quản lý. Hai điều kiện này có vai trò quan trọng mang tính quyết định đối với hiệu quả của doanh nghiệp.

### **Thị trường cổ phiếu**

Về cơ bản, thị trường cổ phiếu có ít nhất ba chức năng chính: (i) cấp vốn cho các hoạt động đầu tư của doanh nghiệp, (ii) nâng cao năng lực hoạt động và quản trị của doanh nghiệp, và (iii) ra tín hiệu thông tin liên quan đến các công ty phát hành cho các nhà đầu tư thông qua giá chứng khoán. Greenwald và Stiglitz (1998) đã chứng minh rằng bằng việc phát hành cổ phiếu, doanh nghiệp không phải đối mặt với gánh nặng của nghĩa vụ tài chính (như với các khoản nợ) trong tình trạng suy thoái, và điều này cho phép doanh nghiệp có thể tính đến việc đầu tư và tăng trưởng trong dài hạn. Có thể xem đây là một cơ chế chia sẻ rủi ro giữa doanh nghiệp và các nhà đầu tư. Levine (2000) bổ sung thêm rằng thị trường có tính thanh khoản cao sẽ khuyến khích các nhà đầu tư mua cổ phiếu hơn là cho vay.

Vai trò của thị trường cổ phiếu ở các nước đang phát triển cũng được nhìn nhận từ sự thiếu hụt các khả năng lựa chọn nguồn tài chính thay thế. Do vấn đề thông tin không đối xứng, và tài sản thế chấp có hạn, doanh nghiệp thường gặp khó khăn trong việc tăng vốn thông qua các thị trường cho vay, như vốn vay và trái phiếu ngân hàng, do đó họ dựa vào cổ phiếu như là nguồn tài chính duy nhất. Vì thế, từ quan điểm của nhà đầu tư, đầu tư vào cổ phiếu cho phép họ thu lợi vô thời hạn trong khi rủi ro chỉ nằm ở khoản đầu tư ban đầu. Thị trường cổ phiếu cũng mang lại lợi ích cho các nhà đầu tư mạo hiểm thông qua quá trình IPO.

Levine (2000) cũng lập luận rằng thị trường cổ phiếu hoạt động tốt sẽ giúp tăng cường hệ thống kế toán, kiểm toán, và công bố thông tin mà các công ty phát hành sử dụng, và do đó khuyến khích việc chuẩn hóa thông tin. Stiglitz

(1985) bổ sung một quan điểm khác, cho rằng khi thông tin có thể bán được cho các nhà đầu tư, sẽ có nhiều doanh nghiệp cung cấp thông tin ra đời, bán thông tin ở mức chấp nhận được và nhờ đó góp phần làm giảm chi phí thông tin nói chung.

Hơn nữa, thị trường cổ phiếu còn tạo ra một công cụ thay thế cho quản trị doanh nghiệp thông qua việc sử dụng các công cụ điều chỉnh của cổ đông cũng như thông qua thị trường kiểm soát doanh nghiệp mà ở đó doanh nghiệp quản lý kém sẽ bị mua lại, bị thay thế ban quản lý để có thể tạo ra lợi nhuận (Allen and Gale, 2000). Hệ thống kiểm soát thông qua thị trường càng trở nên cấp thiết hơn khi chúng ta chứng kiến sự sụp đổ của thị trường tài chính Châu Á năm 1997 do hệ thống kiểm soát chủ yếu dựa trên các mối quan hệ (Shirai, 2004).

Những kết quả nêu trên cho thấy phát triển một thị trường cổ phiếu lành mạnh là điều kiện đảm bảo cho sự thành công của cổ phần hóa. Vai trò cấp vốn cho đầu tư của doanh nghiệp chỉ có thể được thực hiện nếu thị trường cổ phiếu tạo ra đủ tính thanh khoản và giảm rủi ro chính sách. Trong trường hợp của Việt Nam, các điều kiện như là độ trễ T+3 được xem là nguyên nhân hạn chế tính thanh khoản, làm tăng rủi ro cho các nhà đầu tư, đặc biệt trong tình hình còn đang bất ổn như hiện nay. Bên cạnh đó, do không có khuôn khổ nào dành cho các doanh nghiệp chưa được niêm yết nên càng làm tăng mối quan ngại về tính thanh khoản. Thị trường cổ phiếu cũng có thể cải thiện hoạt động quản trị doanh nghiệp nếu có một khuôn khổ giám sát và công bố thông tin. Có lẽ các nhà đầu tư cá thể không có động cơ, nhưng các doanh nghiệp đã niêm yết cần phải cung cấp kịp thời thông tin về hoạt động của mình cho các cổ đông. Những thông tin như tình hình tài chính, tiểu sử công ty ít nhất cần được thông báo và cập nhật trên mạng điện tử của các trung tâm giao dịch chứng khoán. Vai trò ra tín hiệu có thể được thực hiện nếu hai vai trò trên được tăng cường. Thông tin được công bố rộng rãi hơn cho phép các nhà đầu tư có thể ra các quyết định hợp lý. Nếu các lệnh của họ được thực hiện nhanh chóng, đúng như mong đợi, thông tin thậm chí còn có thể giúp điều chỉnh giá cả. Và như vậy, những biến động về giá có thể cho biết tình hình hoạt động hay hiệu quả của các doanh nghiệp đã niêm yết. Nếu không thực hiện được các vai trò này, chúng ta sẽ thấy một thị trường chứng khoán không hiệu quả, giao dịch ngầm sẽ khiến người ta lo ngại về độ tin cậy của nhà đầu tư và là nguyên nhân khiến thị trường chứng khoán bị suy thoái. Có lẽ, trong trường hợp này cần học hỏi kinh nghiệm từ Trung Quốc.

### **Bài học từ Trung Quốc**

Bài học rút ra từ quá trình cổ phần hóa ở Trung Quốc được nêu trong một nghiên cứu thực chứng của Shirai (2004). Quá trình cổ phần hóa các SOEs ở

Trung Quốc bắt đầu từ đầu những năm 1990 với trọng tâm ban đầu là các SOEs quy mô nhỏ. Từ năm 1998, quá trình này tiếp tục được triển khai đối với các doanh nghiệp có quy mô lớn hơn và với tốc độ nhanh hơn. Năm 1996 đã có 114.000 SOEs và năm 2003 đã có 34.000 doanh nghiệp được cổ phần hóa (Garnaut và cộng sự, 2005). Sở hữu của nhà nước trong toàn bộ nền kinh tế đã giảm từ khoảng 41% trong năm 1998 xuống còn 34% vào năm 2003 (Garnaut và cộng sự, 2005). Đến năm 2005, đã có khoảng 1.400 SOEs quy mô lớn được niêm yết và mức vốn hóa thị trường của các doanh nghiệp này chiếm khoảng 40% GDP (Garnaut và cộng sự, 2005).

Một điểm đáng lưu ý về cơ cấu sở hữu ở Trung Quốc là các cá thể chỉ có thể được sở hữu một phần ba cổ phần của các SOE được niêm yết trên sàn giao dịch. Hai phần ba còn lại là do nhà nước hoặc các tổ chức của nhà nước sở hữu. Cổ phần của SOEs cũng được chia thành các nhóm khác nhau, trong đó nhóm A chỉ dành cho người Trung Quốc sở hữu và giao dịch, trong khi nhóm B niêm yết ở Thượng Hải và Thẩm Quyến lại chỉ dành cho người nước ngoài sở hữu và giao dịch. Cổ phiếu niêm yết ở nước ngoài, bao gồm nhóm H ở Hồng Kông và nhóm N ở New York cũng chỉ giới hạn cho các nhà đầu tư nước ngoài. Với cách phân chia như vậy, khó có thể đo lường được kết quả hoạt động của các doanh nghiệp cổ phần hóa. (Megginson và Netter 2001).

Những kết quả thực tế cho thấy quá trình cổ phần hóa ở Trung Quốc đã không thực sự thành công. Shirai (2004) thấy rằng thị trường cổ phiếu ở Trung Quốc đóng góp rất ít vào việc cấp vốn cho hoạt động đầu tư của doanh nghiệp, nhưng lại có tác động rất tích cực đến việc cấp vốn vay. Kết quả này ngụ ý rằng các công ty phát hành đã sử dụng quỹ hình thành nhờ thị trường chứng khoán vào các hoạt động phi sản xuất, như trả nợ, mua lại doanh nghiệp khác, bổ sung vốn hoạt động, v.v... Ngoài ra, công chúng giữ cổ phần chỉ nhằm thu lợi ngắn hạn, khiến cho giá chứng khoán luôn dao động, và cổ phiếu trở thành nguồn tài chính bất ổn định cho đầu tư.

Shirai (2004) cũng thấy rằng doanh nghiệp có vốn sở hữu nhà nước ở mức 41-60% có xu hướng thu lợi nhuận thấp hơn, có lẽ do tài sản bị các nhà quản lý hoặc quan chức có liên quan chiếm dụng. Do vậy, chính phủ cần cấp bách đưa ra các biện pháp ngăn chặn thực trạng này trước khi tiếp tục triển khai tư nhân hóa. Phát hiện này có ý nghĩa quan trọng bởi nó cho thấy hiệu ứng của vốn sở hữu nhà nước trong doanh nghiệp. Ngoài ra, Shirai còn cho biết hoạt động của doanh nghiệp nhóm B và H kém hơn của doanh nghiệp nhóm A. Nguyên nhân có thể là do hệ thống kế toán ở thị trường cổ phiếu nhóm A bị thao túng, và do các nhà đầu tư nước ngoài không kiểm soát được doanh nghiệp vì quyền của các cổ đông thiểu số không được quy định rõ ràng.

Một phát hiện thú vị hơn trong nghiên cứu của Shirai đó là việc niêm yết trên sàn giao dịch cũng không giúp doanh nghiệp nâng cao hiệu quả hoạt động của mình, chứng tỏ là vai trò của quản trị doanh nghiệp cần được tăng cường hơn nữa. Giải pháp cho vấn đề này có thể là chính phủ nên cho phép thêm nhiều doanh nghiệp được niêm yết trên các sàn giao dịch nội địa nhằm tăng số doanh nghiệp có khả năng cạnh tranh và quản lý minh bạch, đồng thời khuyến khích các doanh nghiệp đã niêm yết nâng cao năng lực quản trị doanh nghiệp của mình, qua đó khuyến khích các nhà đầu tư giữ cổ phần lâu hơn. Với những phát hiện nêu trên, chúng tôi cho rằng để đảm bảo thành công của quá trình cổ phần hóa, chúng ta cần nâng cao năng lực quản trị doanh nghiệp.

### **Quản trị doanh nghiệp**

Một vấn đề đang được bàn luận nhiều hiện nay là liệu quá trình cổ phần hóa có làm thay đổi quản trị doanh nghiệp hay không. Tuy nhiên, vai trò của quản trị doanh nghiệp không chỉ thể hiện ở tại thời điểm thay đổi mà cả sau khi thay đổi. Nói cách khác, cổ phần hóa sẽ cơ cấu lại sở hữu doanh nghiệp, nhưng quản trị doanh nghiệp sẽ kiểm soát một cơ cấu mới theo cách làm gia tăng hiệu quả của doanh nghiệp. Song, quản trị doanh nghiệp không đơn giản như là một điều lệ hay qui định của doanh nghiệp – nó bao gồm tất cả những cách thức kiểm soát các mâu thuẫn giữa các bên tham gia doanh nghiệp. Do đó, chủ sở hữu doanh nghiệp, trong giai đoạn đầu, nên xác định các mâu thuẫn lợi ích tiềm năng trong nội bộ doanh nghiệp. Phần dưới đây sẽ phân tích nền tảng về mâu thuẫn lợi ích do McColgan (2001) đưa ra.

### **Các mâu thuẫn trong doanh nghiệp**

Các mâu thuẫn trong doanh nghiệp là nội dung cơ bản trong quản trị doanh nghiệp. Các mâu thuẫn được hiểu là các vấn đề phát sinh từ hiện tượng thông tin không cân xứng giữa các đối tác trong doanh nghiệp, như các cổ đông, các chủ nợ và giám đốc. Trong một nghiên cứu của mình, Jensen và Meckling (1976), đã chỉ ra các mâu thuẫn về lợi ích như là lý thuyết về vấn đề quản trị công ty, và đưa ra các cách công ty nên làm gì để phát triển. Các mâu thuẫn về lợi ích này sẽ làm gia tăng chi phí, và hệ quả là sẽ làm giảm hiệu quả của doanh nghiệp. Các chi phí này được đề cập đến như là chi phí quản trị hay các vấn đề về quản trị doanh nghiệp.

Jensen và Meckling (1976) định nghĩa mối quan hệ quản trị được hiểu như là mối quan hệ giữa một bên là (chủ doanh nghiệp) thuê một bên (người quản trị doanh nghiệp) cung cấp các dịch vụ nào đó thay mặt cho họ. Bằng các hợp đồng này, chủ doanh nghiệp sẽ đề nghị một số đại diện để làm người quản trị doanh nghiệp. Tuy nhiên, vì không thể có một hợp đồng nào hoàn hảo đến mức

có thể đề cập đến hết mọi hoạt động hay công việc đối với người quản trị doanh nghiệp và chủ doanh nghiệp. Vấn đề về quản trị doanh nghiệp cũng được Jensen và Meckling (1976) ủng hộ khi mà họ quan sát thấy các giám đốc phải gánh chịu mọi chi phí nếu thua lỗ nhưng lại chỉ được chia sẻ một phần lợi nhuận nếu kinh doanh có lãi. Họ cho rằng chi phí quản trị doanh nghiệp có thể giảm nếu các lợi ích hay động lực cho các giám đốc doanh nghiệp được cải thiện.

Jensen và Meckling (1976) đã giả định chi phí quản trị doanh nghiệp bao gồm chi phí điều hành, chi phí ràng buộc và chi phí phụ trội. Chi phí điều hành là chi phí do chủ doanh nghiệp trả, là thước đo kết quả hoạt động của người quản lý doanh nghiệp. Chi phí này có thể được kiểm toán, là chi phí bồi thường hay chi phí thuê giám đốc. Chi phí này cũng có thể do giám đốc chịu vì trong thu nhập của họ đã bao gồm cả các chi phí này (Fama và Jensen, 1983). Chi phí ràng buộc là các chi phí mà giám đốc phải trang trải do việc xây dựng một hệ thống để đảm bảo rằng họ đại diện cho quyền lợi của cổ đông. Đây có thể là các thông tin cho rằng, các chi phí này được coi là có lợi cho cả hai phía: các cổ đông và giám đốc, và vì đó là chi phí tăng thêm đối với các cổ đông. Chi phí phụ trội là phần chênh lệch giữa giá trị kỳ vọng và giá trị thực tế. Thông thường, đây là chi phí được ghi nhận bởi vì các chi phí này khiến cho các hợp đồng giữa chủ doanh nghiệp và giám đốc phải dựa trên cơ sở lợi ích của cả hai.

Mặc dù các nghiên cứu của Jensen và Meckling mang tính lý thuyết, nhưng nó gợi ra những vấn đề liên quan đến quá trình cổ phần hóa. Thứ nhất, nó chỉ ra rằng tại sao các SOEs lại thường hoạt động kém hiệu quả hơn các khu vực kinh tế khác. Điều này là do khi các giám đốc làm việc không phải cho chính họ. Bên cạnh đó, trong các SOEs, giám đốc doanh nghiệp được bổ nhiệm và họ không có đủ động cơ. Thứ hai, với các doanh nghiệp đã cổ phần hóa, và với sự tồn tại của thị trường cổ phiếu, chi phí quản trị doanh nghiệp sẽ giảm vì nó có thể được điều tiết bởi thị trường. Nói cách khác, cổ phần hóa các doanh nghiệp nhà nước tạo ra cơ hội để có thể cải thiện hiệu quả hoạt động thông qua giảm chi phí quản trị doanh nghiệp. Tuy nhiên, chúng ta cần lưu ý rằng, mức độ sở hữu của nhà nước sẽ quyết định đến mức độ hiệu quả do thị trường điều tiết, đặc biệt, khi SCIC, đại diện của nhà nước ở hầu hết các doanh nghiệp nhà nước cổ phần hóa - lại không được xem là một cổ đông lớn năng động.

### **Tính tất yếu của các mâu thuẫn trong doanh nghiệp**

Sự tất yếu của mâu thuẫn về quyền lợi trong cùng một doanh nghiệp được lý giải là do những cách tiếp cận khác nhau về lý thuyết. Jensen and Meckling (1976) đã thấy rõ xung đột rủi ro về đạo đức trong mô hình của họ, trong đó giả định rằng các nhà quản lý bắt đầu được sở hữu doanh nghiệp nhưng cũng vì thế

mà khi cổ phần sở hữu của họ trong công ty bắt đầu giảm họ sẽ sử dụng lợi nhuận riêng của mình để tiêu dùng hơn là đầu tư vào các dự án nâng cao giá trị hiện tại ròng của công ty. Shleifer and Vishny (1989) còn bổ sung thêm là, thay vì không đầu tư, các nhà quản lý có thể theo đuổi các dự án phù hợp nhất với chuyên môn của mình, tối đa hoá lợi nhuận (ví dụ như tiền thưởng cao và chi phí đền bù sa thải cũng cao) hơn là của các cổ đông. Lý thuyết về rủi ro đạo đức còn cho rằng hiệu quả quản lý sẽ giảm khi các nhà quản lý sở hữu ít cổ phần của công ty hơn và do đó có ít động lực hơn để làm việc với hiệu suất cao nhất. Rosenstein và Wyatt (1994) xác nhận hiện tượng này bằng việc đưa ra các phản ứng tiêu cực của thị trường trước những tuyên bố như những kẻ ngoài cuộc của các giám đốc doanh nghiệp. Rủi ro đạo đức càng được thấy rõ ở các doanh nghiệp lớn do sự phức tạp và khó khăn trong việc ký kết hợp đồng với nhà quản lý (Jensen 1993).

Lý thuyết về rủi ro đạo đức nhấn mạnh đến hiệu quả điều hành và việc đưa ra các khoản đầu tư “lãng phí” là nguyên nhân của mâu thuẫn, thì việc nghiên cứu các khoản lợi nhuận giữ lại lại cho thấy các vấn đề của việc đầu tư quá mức. Brennan (1995) chứng minh rằng khả năng dự báo và việc phân phối thu nhập còn đáng lo hơn. Kinh nghiệm cho thấy rằng, thù lao của các giám đốc tăng theo qui mô doanh nghiệp, đó mới là động lực trực tiếp khiến họ phát triển qui mô doanh nghiệp, hơn là vì lợi nhuận của các cổ đông (Jensen and Murphy, 1990; Conyon and Murphy, 2000). Đặc biệt, các nhà quản lý thích lợi nhuận giữ lại vì nó giúp tăng qui mô của doanh nghiệp, trong khi các cổ đông thích phân chia lợi nhuận dưới dạng tiền ở mức độ cao, ví dụ như cổ tức (Jensen, 1986).

Hơn nữa, sự mở rộng về qui mô doanh nghiệp đang là xu hướng các ngành nghề kinh doanh chứng khoán ngày càng đa dạng (Jensen, 1986). Điều này rõ ràng không nằm trong quyền lợi của các nhà đầu tư vì họ đang nắm giữ các danh mục vốn đầu tư đã được đa dạng hoá. Lang và Stulz (1994) xác nhận điều này bằng việc chỉ ra rằng lợi nhuận của các cổ đông trong các doanh nghiệp đa dạng hoá mạnh hơn thì lại thấp hơn hẳn so với các doanh nghiệp đa dạng hoá ít hơn. Thêm nữa, giá trị của doanh nghiệp cũng giảm khi doanh nghiệp đẩy mạnh đa dạng hoá. Bên cạnh đó, quan trọng là lợi nhuận giữ lại sẽ làm giảm nguồn vốn từ bên ngoài và đương nhiên là cả quyền quản lý điều hành bên ngoài, vốn là lợi thế của người quản lý (Easterbrook, 1984).

Xung đột giữa các cổ đông và ban quản lý có thể càng lên cao do việc điều chỉnh thời điểm của các luồng tiền, vấn đề thường được đem ra bàn luận trong các cuộc họp như một vấn đề cấp thiết. Các nhà quản lý vốn được coi là có quan tâm nhiều tới các dòng tiền ra vào trong thời gian họ làm việc cho công ty, trong khi các cổ đông thì liên quan tới tất các các luồng tiền trong tương lai. Vấn đề này đặc biệt rõ ràng khi những người đứng đầu doanh nghiệp sắp về hưu hoặc lên kế

hoạch rời khỏi doanh nghiệp. Chẳng hạn, Dechow and Sloan (1996) chỉ ra rằng ngân sách của bộ phận R&D có xu hướng giảm khi ban giám đốc chuẩn bị về hưu, đơn giản chỉ vì ngân quỹ của R&D giảm trợ cấp hưu trí trong gần hạn.

Sự đánh đổi rủi ro cũng được chứng minh là một nguyên nhân của mâu thuẫn giữa các cổ đông và người quản lý. Bởi các nhà quản lý đã dành hết vốn con người cho doanh nghiệp, và thu nhập của họ phụ thuộc vào kết quả kinh doanh của doanh nghiệp nên họ né tránh rủi ro và có xu hướng đa dạng hoá đầu tư nhằm giảm thiểu rủi ro có thể xảy đến với doanh nghiệp (Jensen, 1986). Sự đánh đổi rủi ro cũng được thấy rõ trong chính sách về cơ cấu vốn của doanh nghiệp, các nhà quản lý thích tài trợ bằng vốn chủ sở hữu hơn là tài trợ bằng nợ vì nợ sẽ làm tăng khả năng vỡ nợ và phá sản (Brennan, 1995b). Bên cạnh đó, kết quả kiểm nghiệm của Demsetz và Lehn (1985) cũng cho thấy các doanh nghiệp có mức độ rủi ro cao liên quan đến các doanh nghiệp mà quyền sở hữu của người quản lý là không nhiều. Điều này cho thấy mức độ chấp nhận rủi ro phụ thuộc vào mức độ sở hữu doanh nghiệp của nhà quản lý.

Từ những nghiên cứu về lý thuyết ở trên, chúng ta đã thấy hầu hết tất cả những khả năng liên quan đến vấn đề quản trị cho các doanh nghiệp tại Việt Nam. Như đã đề cập, trong nhiều trường hợp, các giám đốc được chỉ định trên cơ sở các quyết định mang tính chính trị. Bên cạnh đó, cấu trúc quyền sở hữu thông thường của các công ty chỉ ra rằng cổ phần của nhà nước càng lớn, thì phần của những người hoạt động hiệu quả bao gồm các nhóm, các nhân viên, các nhà quản lý và các nhà đầu tư chiến lược càng ít. Do đó, có rất nhiều lý do để tin rằng các nhà quản lý có thể thiếu hiệu quả trong quản lý, điều này dẫn tới những sự đầu tư không tương xứng. Nghiêm trọng hơn, ngày càng có nhiều nỗ lực chuyển đổi từ khu vực Nhà nước sang khu vực tư nhân trong quá trình cổ phần hóa chỉ mang tính quản lý và thao túng. Cũng cần lưu ý rằng nhiều công ty được niêm yết trong năm 2007 đã thông báo về việc phát hành thêm cổ phiếu tăng vốn và trả cổ tức cho các cổ đông. Đây dĩ nhiên là một dấu hiệu của việc đầu tư quá mức đối với một tầm nhìn phát triển qui mô doanh nghiệp, một điều sẽ làm tăng lợi nhuận cho các nhà quản lý nhưng làm lợi nhuận của các cổ đông lại bị giảm.

Bên cạnh đó, nhiều công ty niêm yết không chú trọng đến các hoạt động kinh doanh chủ lực, thay vào đó lại mở rộng sang các lĩnh vực khác, khiến các công ty càng bị lai tạp và đa dạng hoá nhiều hơn. Phát triển qui mô doanh nghiệp và tăng cường đa dạng hoá hiển nhiên không phải là điều mà các nhà đầu tư mong muốn. Một mặt, họ nắm giữ chỗ cổ phần đã được đa dạng hóa (điều này đặc biệt đúng với doanh nghiệp nhà nước – SCIC) và do đó việc đa dạng hóa mạnh hơn có thể khiến cho doanh thu bị giảm. Mặt khác, việc phát triển qui mô doanh nghiệp và tăng cường đa dạng hóa đồng nghĩa với việc các nhà đầu tư sẽ nhận ra

những khó khăn trong việc quản lý các hoạt động của doanh nghiệp, và càng thêm khuyến khích các nhà quản lý làm việc vì lợi ích của chính họ. Tất cả những điều này đòi hỏi phải có hành động hợp lý để kiểm soát chi phí doanh nghiệp, song song với quá trình cổ phần hoá. Đặc biệt, SCIC, cổ đông lớn nhất trong hầu hết các doanh nghiệp nhà nước được cổ phần hoá, nên năng động hơn trong việc kiểm soát doanh nghiệp. Nếu không, thật khó để tin rằng các cổ đông nhỏ hơn sẽ tìm ra đủ động lực để tiếp tục điều hành doanh nghiệp. Phần tiếp theo sẽ thảo luận về tác dụng của việc kiểm soát chi phí doanh nghiệp, điều đã được nói tới rất nhiều trong lý thuyết.

### **Vấn đề chi phí quản trị doanh nghiệp**

#### ***Thị trường nhân lực quản lý***

Fama (1980) cho rằng một thị trường nhân lực quản lý sẽ giúp kiểm soát các vấn đề của chi phí quản trị doanh nghiệp. Ông chứng minh rằng các nhà quản lý doanh nghiệp sẽ được hưởng lợi theo phản ứng của thị trường về việc làm sao để dung hoà cho hợp lí giữa quyền lợi của các cổ đông dựa trên các kết quả họ đã có được với các doanh nghiệp khác. Giả thiết của Fama có thể được hiểu là thị trường thường quan sát các lợi ích của nhà quản lý trên giác độ làm tăng qui mô doanh nghiệp (lợi nhuận giữ lại), tuổi nghề của họ và thời gian họ dành cho công ty, và lợi ích của họ đối với việc đa dạng hoá, sau đó điều chỉnh lại mức lương để có thể dung hoà với những ưu đãi này. Tuy nhiên, Fama đồng ý rằng do sự không hoàn hảo của thị trường, không phải lúc nào các nhà quản lý cũng được khen thưởng xứng đáng cho những gì mà họ đạt được vì quyền lợi của các cổ đông. Jensen and Murphy (1990) cũng cho rằng sự cân bằng trong thị trường nhân lực quản lý dường như là để chống lại những khoản tiền phạt lớn cho những kết quả kinh doanh yếu kém sau này.

Vai trò của thị trường nhân lực quản lý được đề cao bằng rất nhiều dẫn chứng dựa trên kết quả kiểm định thực tế. Hầu hết các nghiên cứu đều chỉ ra rằng các giám đốc kém năng lực sẽ bị đuổi việc. Gilson (1989) phát hiện ra rằng thị trường lao động nước ngoài sử dụng những dẫn chứng về các thành tích trong quá khứ để xác định cơ hội nghề nghiệp và mức lương của các giám đốc doanh nghiệp. Kaplan and Reishus (1990) cũng thấy rằng các giám đốc trong những doanh nghiệp mà cổ tức bị cắt giảm thì dường như được đánh giá không bằng giám đốc của các doanh nghiệp khác vì họ bị coi là những nhà quản lý kém năng lực. Tuy nhiên, một số ví dụ cũng chứng minh rằng thị trường chỉ đạt được hiệu quả khi có sự trừng phạt đối với những giám đốc công ty hoạt động kém hiệu quả nhất (Jensen and Murphy, 1990; Kaplan và Reishus, 1990).

Ở Việt Nam, thị trường dành cho lao động làm công tác quản lý cho dù có

tồn tại thì cũng chỉ mới đang trong giai đoạn sơ khai. Một số doanh nghiệp nhà nước lớn đã thông báo về kế hoạch tuyển dụng giám đốc điều hành trên cơ sở thị trường, tuy nhiên kết quả còn chưa được biết. Có lẽ, gói lương kèm thưởng hiện nay là điều kiện bắt buộc đầu tiên cho sự phát triển của thị trường nhân lực quản lý. Điều chúng ta nghĩ là chúng ta có thể sẽ làm thay đổi triết lý của người làm công việc quản lý: đó là hàng hoá lao động hơn là những con người. Nếu chúng ta không phát triển thị trường này, chúng ta sẽ đánh mất một trong những công cụ hiệu quả để nâng cao hiệu quả kinh doanh.

### ***Hội đồng quản trị công ty***

Vai trò của hội đồng quản trị trong việc kiểm soát chi phí của doanh nghiệp đã được biết tới trên lý thuyết. Fama và Jensen (1983) cho rằng một hội đồng quản trị hiệu quả phải tách biệt giữa việc quản lý và kiểm soát các quyết định. Để đạt được điều này, hội đồng quản trị công ty phải cực kỳ tinh táo và độc lập với các giám đốc nắm giữ các vị trí điều hành ở các doanh nghiệp khác. Các giám đốc ở bên ngoài có thể tách biệt giữa các chức năng ở trên và thực hành kiểm soát các quyết định vì họ quan tâm đến danh tiếng và phần vốn đóng góp tạo cho họ những động lực hiệu quả để làm việc như vậy.

Hiện tượng này được chứng minh dựa trên một số kết quả kiểm nghiệm về số liệu. Chẳng hạn, Rosenstein và Wyatt (1990) phát hiện ra rằng giá cổ phiếu của một doanh nghiệp tăng rõ rệt theo báo cáo của một giám đốc bên ngoài tới hội đồng quản trị doanh nghiệp. Họ cũng nhận thấy rằng, mức tăng trưởng mạnh nhất diễn ra tại các doanh nghiệp nhỏ trong các ví dụ dưới đây, trong khi sự tăng trưởng là dương nhiên ở các ví dụ là các doanh nghiệp lớn hơn. Điều này có thể là do vấn đề thông tin không đối xứng và số lượng các thành viên hội đồng quản trị từ bên ngoài trong các doanh nghiệp nhỏ hơn thì ít hơn. Tuy nhiên nhận định này bị phản bác bởi những bình luận thận trọng rằng phát hiện này đơn thuần chỉ phản ánh việc sửa chữa cho sự mất cân bằng trong phạm vi một doanh nghiệp (Hermalin và Weisbach, 1991), và do đó chỉ nên được hiểu rằng việc tiếp tục bổ nhiệm các giám đốc bên ngoài sẽ làm tăng giá cổ phiếu.

Có thể thấy rằng giám đốc điều hành (CEO) có xu hướng áp đặt trong quá trình chỉ định hội đồng quản trị và ưu tiên chọn những giám đốc có cùng quan điểm với họ. Core, Holthausen và Larcker (1999) nhận thấy rằng việc bồi thường cho CEO cũng là một cách tăng cường chức năng của hội đồng quản trị doanh nghiệp, phần trăm các giám đốc bên ngoài được CEO mời vào công ty và phần trăm các giám đốc phục vụ cho 3 hội đồng quản trị hoặc hơn. Jensen (1993) đã chứng minh rằng hội đồng quản trị của doanh nghiệp trở nên kém hiệu quả hơn khi qui mô doanh nghiệp phát triển. Yermack (1996) và Eisenberg, Sundgren và Wells (1998) đã xác nhận điều này dựa trên kinh nghiệm, họ dẫn chứng mối quan

hệ trái ngược giữa qui mô doanh nghiệp và giá trị doanh nghiệp tương ứng với các doanh nghiệp.

Mặc dù công cụ này đối với việc giải quyết các vấn đề về quản trị doanh nghiệp chỉ mới bắt đầu, tuy nhiên tại Việt Nam, việc bổ nhiệm các giám đốc bên ngoài vào hội đồng quản trị của một doanh nghiệp đang có vấn đề hiện vẫn chỉ là một quá trình trên danh nghĩa. Trong nhiều trường hợp, các giám đốc bên ngoài được CEO của doanh nghiệp đó lựa chọn, do đó quyền kiểm soát các quyết định của họ là rất hạn chế. Nói cách khác, các giám đốc bên ngoài thường đến từ các doanh nghiệp nắm giữ chéo nhau, do đó họ không có động lực để kiểm soát. Thêm nữa, hầu hết các giám đốc bên ngoài không thực sự hiểu công việc kinh doanh của doanh nghiệp và do đó họ không thể thực hiện quyền kiểm soát các quyết định một cách có hiệu quả. Tất cả những điều đó khiến cho các “giám đốc bên ngoài trong hội đồng quản trị” trở thành một công cụ thiếu hiệu quả, mặc dù mục đích ban đầu là đúng đắn.

### ***Các vấn đề về chính sách tài chính***

Các chính sách tài chính liên quan tới cơ cấu vốn cũng có thể có hiệu quả đối với việc quản lý doanh nghiệp. Tuy nhiên, ở Việt Nam, việc phát hành trái phiếu chưa thực sự phổ biến. Đặc biệt, phát hành trái phiếu bị ràng buộc bởi cả các yếu tố bên trong và bên ngoài. Thị trường trái phiếu chưa thực sự xuất hiện trong khi việc vay ngân hàng không hề dễ dàng. Trong khi đó, các nhà quản lý nhận thấy việc phát hành cổ phiếu dễ dàng và được khuyến khích hơn rất nhiều. Điều đáng lo ngại là, quá nhiều cổ phiếu sẽ dẫn tới rủi ro thiếu sự điều hành từ bên ngoài và do đó làm tăng rủi ro cho các cổ đông

Jensen and Meckling (1976) xác nhận rằng sự tồn tại của các trái phiếu sẽ làm giảm tỷ lệ vốn chủ sở hữu và do đó, tạo điều kiện tăng quyền sở hữu nội bộ. Jensen (1986) cũng chứng minh rằng sự tồn tại của các khoản nợ trong cơ cấu vốn của doanh nghiệp đóng vai trò như một công cụ cam kết của các nhà quản lý. Bằng việc phát hành trái phiếu, chứ không phải là trả cổ tức, các nhà quản lý đã đưa ra cam kết phải trả các dòng tiền mặt trong tương lai bằng một cách khó có thể đạt được là thông qua cổ tức. Easterbrook (1984) cho rằng việc quản lý vốn từ bên ngoài thông qua phát hành trái phiếu gây ra sức ép cho các nhà quản lý trong chiến lược tối đa hóa giá trị, hơn là tối đa hóa lợi ích cá nhân. Từ những quan điểm xã hội, Brennan (1995b) nghĩ rằng vai trò của cơ cấu vốn của một doanh nghiệp sẽ đảm bảo khả năng thanh toán tốt nhất cho xã hội.

Mặt khác, vay nợ bao nhiêu cho phù hợp cũng là một vấn đề cần bàn tới. Cơ cấu vốn tối ưu là cơ cấu vốn mà tại đó chi phí nợ cận biên bằng lợi nhuận cận biên. Đó là điểm mà tại đó giá trị của doanh nghiệp được tối đa hoá. Tuy nhiên, việc huy động nợ quá mức này sẽ làm tăng rủi ro và giảm giá trị công ty. Stulz

(1990) chứng minh rằng, dù nợ có thể làm giảm rủi ro đầu tư quá mức, nhưng sẽ luôn có một nguy cơ rằng nợ có thể dẫn tới sự đầu tư không xứng đáng do mất chi phí cho việc huy động thêm nguồn vốn mới. Một cách khác giúp giảm chi phí phát hành là trả cổ tức. Tuy nhiên, do việc trả cổ tức không phải là một cam kết bị ràng buộc bởi luật pháp như các khoản nợ, nên tác dụng của việc này trở nên kém hiệu quả hơn (Jensen, 1986).

Rõ ràng việc sử dụng nợ được coi là tối ưu nhất khi nó là công cụ nâng cao hiệu quả của doanh nghiệp. Tuy nhiên, trong năm 2007, nhiều doanh nghiệp được niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam đã phát hành vốn cổ phần mới ra thị trường, thay vì tài trợ bằng nợ. Điều này một mặt là dấu hiệu của việc định giá quá cao giá trị công ty, mặt khác cũng cho thấy dấu hiệu của việc đầu tư quá mức. Việc điều chỉnh của thị trường theo xu hướng phát hành cổ phần mới là phản ứng xấu nhất của thị trường mà chúng ta có thể nhìn thấy trong lịch sử phát triển của thị trường vốn. Chúng ta hiểu việc lựa chọn nợ hay vốn hoàn toàn phụ thuộc vào doanh nghiệp, nhưng nếu các thiết bị kiểm soát được tăng cường, chẳng hạn như công khai thông tin, thì các nhà đầu tư sẽ có một bức tranh rõ ràng về công ty, tránh được sự sụt giá đột ngột.

### ***Vấn đề các cổ đông lớn***

Một cách giải quyết khác đối với vấn đề quản trị doanh nghiệp là có thể sử dụng một tổ hợp các cổ đông lớn và các nhà đầu tư tổ chức. Đó là do mỗi cá nhân thường không có kĩ năng, thời gian và niềm yêu thích dành cho các động lực quản lý, hay nói cách khác, họ không có đủ động lực để kiểm soát hoạt động điều hành doanh nghiệp do quyền sở hữu của họ là không đáng kể và vấn đề người hưởng khống, do đó họ không đủ sức gây áp lực lên hội đồng quản trị. Các giám đốc điều hành doanh nghiệp (CEO) có thể có xu hướng sẵn sàng chấp nhận chi phí phát hành trái phiếu để kiểm chế sự tham gia của các cổ đông lớn và các nhà đầu tư tổ chức. Quyền sở hữu chủ yếu nằm trong tay các nhà đầu tư bên ngoài là mối đe dọa lớn đối với việc kiểm soát hoạt động của doanh nghiệp và tạo áp lực buộc hệ thống điều hành nội bộ doanh nghiệp phải hoạt động có hiệu quả hơn. Mikkelson and Ruback (1985) đã nghiên cứu về những phản ứng tiêu cực rất rõ ràng của thị trường đối với việc mua với khối lượng lớn, nhưng những điều này sẽ biến mất nhanh ngay khi người chủ mới bắt đầu thay đổi một cơ cấu của doanh nghiệp. McConnell and Servaes (1990) đã tìm ra mối quan hệ tích cực giữa việc sở hữu theo nguyên tắc và giá trị doanh nghiệp.

Tuy nhiên, việc sử dụng các cổ đông lớn có thể dẫn đến các ảnh hưởng tiêu cực tới giá trị doanh nghiệp. Shleifer and Vishny (1997) chứng minh rằng các doanh nghiệp nắm giữ một phần lớn cổ phần của các doanh nghiệp khác có thể theo đuổi quyền lợi của cá nhân họ và trả giá bằng lợi ích của các cổ đông. Điều

này có thể bao gồm cả việc cố gắng thu được doanh nghiệp vì tài sản của cá nhân họ - từ bỏ mục tiêu đa dạng hoá. Tương tự, Denis (2001) cho rằng trong khi các cổ đông lớn đang tìm cách gia tăng giá trị doanh nghiệp, thì họ cũng cố gắng tận dụng phần lợi nhuận không dành cho các cổ đông khác. Thêm vào đó, Holmstrom and Tirole (1993) phát hiện ra rằng khối lượng cổ phần lớn như vậy có thể làm giảm khả năng thanh khoản của cổ phiếu và việc cung cấp thông tin ra thị trường.

Mặc dù thấy rõ những ưu và nhược điểm của việc cổ đông nắm giữ nhiều cổ phần và các nhà đầu tư thông thường, chúng ta vẫn tin rằng vai trò của họ là cần thiết. Tuy nhiên, việc nắm giữ phần lớn cổ phần vẫn chưa được áp dụng tại Việt Nam, trong khi vai trò của các nhà đầu tư thông thường vẫn còn hạn chế. Đó là do các cổ phần được công chúng nắm giữ thường quá nhỏ để cho họ có đủ động lực quản lý các hoạt động của ban giám đốc. Trong khi đó, các nhà đầu tư thông thường trong hầu hết trường hợp, đều là các doanh nghiệp tài chính, nắm giữ số cổ phần đã được đa dạng hoá, do đó không kiểm soát các doanh nghiệp đơn lẻ. Một lý do khác đó là hầu hết các doanh nghiệp đều là nắm giữ chéo nhau, rất khó để quản lý nhau.

### ***Vấn đề thôn tính***

Kết quả kinh doanh kém có thể gây áp lực buộc phải thôn tính. Tuy nhiên, thực trạng các doanh nghiệp Việt nam hiện nay không hoàn toàn áp dụng được công cụ này. Bởi vì các doanh nghiệp được nhà nước quản lý, do đó các giám đốc được chỉ định vì mục đích chính trị. Việc thôn tính có thể xảy ra khi có mâu thuẫn về lợi nhuận giữ lại giữa các cổ đông và ban giám đốc. Jensen (1986) đã chứng minh rằng việc thôn tính xảy ra là hệ quả của sự đổ vỡ hệ thống quản lý trong nội bộ doanh nghiệp với những luồng tiền tệ tự do cực kỳ dồi dào và các chính sách phân phối gây lãng phí nguồn lực. Hành động thôn tính đe dọa công việc kinh doanh theo 2 cách: thứ nhất, các nhà quản lý sợ mất việc có thể phản ứng lại bằng cách đầu tư vào các dự án hiệu quả hơn; thứ hai, nếu mục tiêu thôn tính thành công thì tài sản thực sẽ tăng, thể hiện khả năng nâng cao kết quả kinh doanh, điều mà ban giám đốc cũ đã không làm được (Jensen và Ruback, 1983).

Martin và McConnell (1991) xác định 2 động lực của việc thôn tính: nâng cao hiệu quả và các biện pháp kỷ luật nếu kết quả kinh doanh yếu kém. Họ nghiên cứu kết quả của việc áp dụng các biện pháp kỷ luật, khi ban lãnh đạo phải ra đi sau khi doanh nghiệp bị thôn tính, thì kết quả kinh doanh của công ty không tệ hơn mức trung bình của thị trường, nhưng tệ hơn mức trung bình của toàn ngành. Khi không áp dụng kỷ luật thì kết quả tốt bằng mức trung bình của ngành. Họ phát hiện ra rằng doanh thu của CEO trong các công ty tăng lên sau khi thôn tính. Điều này cũng đi đôi với việc thị trường thôn tính tỏ ra nghiêm khắc đối

với các nhà quản lý đã thất bại trong việc tối đa hoá tài sản của các cổ đông.

### ***Sự khen thưởng cho công tác quản lý***

Sự khen thưởng là một yếu tố quan trọng tác động đến xung đột giữa các cổ đông và nhà quản lý. Về cơ bản, các mức khen thưởng cao sẽ cho kết quả kinh doanh tốt (Jensen and Meckling, 1976). Mức khen thưởng có thể có 3 dạng tiêu chuẩn: lương cứng, thưởng dựa trên kết quả kinh doanh và quyền mua cổ phiếu. Nếu lương là công cụ cơ bản và được xác định thông qua các công cụ quản lý của thị trường lao động, thì có thể chứng minh rằng nó chỉ dành cho các giám đốc có kết quả kinh doanh kém nhất (Jensen and Murphy 1990). Điều này ám chỉ rằng lương cứng chưa thể đủ cho việc kiểm soát chi phí quản trị của doanh nghiệp.

Một công cụ khác cũng hay được sử dụng là hệ thống tiền thưởng, được tính dựa trên các phương pháp kế toán kết quả kinh doanh. Banker, Lee and Potter (1996) ủng hộ việc sử dụng công cụ này bằng việc nghiên cứu và chỉ ra rằng, doanh số bán hàng của doanh nghiệp quả thực tăng lên sau khi nghiên cứu kết quả của việc sử dụng hệ thống tiền thưởng. Tuy nhiên, có một số vấn đề cần quan tâm đối với việc điều tiết và các động lực ngắn hạn liên quan tới tiền thưởng dựa trên kết quả kinh doanh (Healy, 1985; Jensen and Murphy, 1990). Hơn nữa, tiền thưởng liên quan tới lợi nhuận có thể dẫn tới việc ưu đãi qui mô doanh nghiệp, điều này thậm chí sẽ làm giảm lợi nhuận của các cổ đông. Do đó, việc thiết kế một hệ thống tiền thưởng thực sự không phải là một công việc dễ dàng như đã nói.

Tác dụng của quyền mua cổ phiếu là một trong những công cụ hiệu quả nhất trong việc giảm chi phí quản trị doanh nghiệp vì nó được xem như là sự thay thế cho quyền sở hữu của ban giám đốc. Quyền này cho phép nhà quản lý được mua cổ phiếu ở một mức giá cố định tại một thời điểm được ấn định trong tương lai. Giá trị doanh nghiệp càng cao, giá trị của quyền này càng lớn và lợi nhuận các nhà quản lý phụ thuộc vào việc khi nào họ thực hiện quyền mua đó.

Trong những năm gần đây, tại các công ty nhà nước đã được cổ phần hoá, mức lương mặc dù đã tăng nhưng cơ chế tiền thưởng và đặc biệt là quyền mua cổ phiếu vẫn chưa được áp dụng. Có lẽ, chúng ta cần thay đổi cách tiếp cận, điều này không chỉ phụ thuộc vào mức tiền trả, mà còn phụ thuộc vào cấu trúc của nó. Baker, Jensen and Murphy (1988) chứng minh rằng số tiền trả xác định khối lượng công việc mà nhà quản lý làm được, nhưng cấu trúc hợp đồng bồi thường mới xác định họ đã làm việc chăm chỉ đến mức nào. Một cam kết bồi thường hiệu quả phải tạo cho ban giám đốc đủ động lực để đưa ra các quyết định nhằm tối đa hoá giá trị với chi phí thấp nhất có thể dành cho các cổ đông.

### ***Chia sẻ quyền sở hữu với người quản lý***

Trao cho nhà quản lý quyền sở hữu doanh nghiệp là một phương pháp trực tiếp nhằm quản lý chi phí quản trị doanh nghiệp (Jensen and Meckling, 1976).

Benston (1985) xác nhận đã xác nhận điều này, tìm ra mối quan hệ cực kì mật thiết giữa sự giàu có của các cổ đông và những thay đổi về giá trị trong quyền sở hữu của người quản lý. Đó là bởi các nhà quản lý bị ràng buộc chặt chẽ với việc các cổ đông lãi hay lỗ. Chẳng hạn, Hull and Mazachek (2001) phát hiện thấy phản ứng tích cực của thị trường khi phát hành cổ phiếu mới, trong đó quyền sở hữu của người quản lý chiếm tỉ lệ cao. Đó là do thị trường nhận thấy, khi các nhà quản lý nắm phần lớn quyền sở hữu thì doanh nghiệp sẽ có ít động lực hơn trong việc phát hành cổ phiếu thêm được định giá cao vì gần như chính họ sẽ phải gánh chịu sự giảm giá.

Tuy nhiên, quyền sở hữu nội bộ có thể dẫn tới vấn đề áp đặt về mặt quản lý, khi mà quyền biểu quyết của người quản lý trong công ty ngày càng được tăng cường và họ có thể củng cố quyền lực của riêng mình dù việc đó phải trả giá bằng lợi ích của các cổ đông bên ngoài (Fama và Jensen, 1983). Khi ấy, thật khó để buộc nhà quản lý rời khỏi công ty, nơi mà họ chiếm một lượng cổ phần lớn. Bethel et al. (1998) and Weisbach (1988) phát hiện ra mối quan hệ trái ngược giữa các hành động trừng phạt và việc nắm giữ cổ phần của người quản lý. Mối quan hệ này cho thấy các nhà quản lý có trong tay nhiều quyền lực thường khó bị trừng phạt ngay cả khi kết quả kinh doanh của họ yếu kém. Ví dụ của FPT với chiến lược đa dạng hoá có thể được coi là một điển hình của việc áp đặt trong quản lý.

## **Kết luận**

Mặc dù còn quá nhiều điều chưa đạt được liên quan đến quá trình cổ phần hoá, chúng tôi cũng đã phân tích được một phần trong số đó, theo quan điểm của chúng tôi là có vai trò quan trọng trong thành công của quá trình cổ phần hoá. Có thể nói rằng, quá trình cổ phần hoá bản thân nó không tạo ra giá trị hay hiệu quả cao hơn cho doanh nghiệp, nhưng đó là việc điều hành doanh nghiệp thông qua các công cụ của thị trường. Do đó, chúng tôi đưa ra một số kiến nghị liên quan đến vấn đề quản trị doanh nghiệp nên được đề cao, cùng với quá trình cổ phần hoá, và các công việc quản trị doanh nghiệp này thực sự là những điều đáng quan tâm sau khi cổ phần hoá.

Trong một số nghiên cứu, chúng tôi đã nói rằng thị trường vốn đóng vai trò quan trọng trong nền kinh tế, đặc biệt là ở những nền kinh tế đang phát triển. Vai trò của nó bao gồm cả việc tài trợ cho đầu tư của doanh nghiệp, tăng cường việc điều hành doanh nghiệp và cung cấp các thông tin đầy đủ hơn, rõ ràng hơn ra công chúng. Tuy nhiên, mức độ quan trọng của thị trường này đến đâu phụ thuộc rất nhiều vào việc hoạt động quản trị của doanh nghiệp được tăng cường đến đâu, hay nói cách khác, thị trường vốn có tác động qua lại thế nào đối với các hoạt động quản trị doanh nghiệp. Bài học của Trung Quốc phần nào có ý nghĩa

đối với Việt Nam vì nó chỉ ra rằng thị trường vốn không giúp ích gì cho việc tài trợ cho hoạt động đầu tư của doanh nghiệp, ám chỉ sự không hiệu quả của việc phát hành vốn và việc được niêm yết trên thị trường chứng khoán không giúp nâng cao hiệu quả của doanh nghiệp. Tất cả những điều này đều là do thiếu các hoạt động quản trị doanh nghiệp, khiến cho thị trường vốn không thể hoạt động với hiệu quả tối đa.

Bài viết này cho rằng Việt Nam đang phải đối mặt với hầu hết các khía cạnh trong các vấn đề của doanh nghiệp, đối tượng của công tác quản lý doanh nghiệp. Đó là những mâu thuẫn liên quan đến rủi ro đạo đức khi mà các nhà quản lý đánh mất hiệu quả của việc điều hành. Hay những vấn đề về đầu tư quá mức khi những nhà quản lý này hành động vì lợi ích của bản thân họ. Phát triển qui mô doanh nghiệp và tăng cường đa dạng hoá cũng là một thực tế đang diễn ra tại Việt Nam, nơi mà các nhà quản lý củng cố địa vị các nhân của mình nhờ vào tiền của các cổ đông. Một số biện pháp kiểm soát doanh nghiệp đã được đưa ra dựa trên các nghiên cứu về mặt lý thuyết. Mặc dù các công cụ trên mới chỉ được đưa ra trên lý thuyết, như tăng cường từ những thị trường phát triển, nhưng chúng ta thực sự đã có những hiểu biết cơ bản về các vấn đề sau cổ phần hoá tại Việt Nam. Trong những nghiên cứu khác, chúng ta thấy được sự cấp thiết của thị trường nhân lực quản lý, tác dụng của cơ cấu bồi thường, của các cổ đông nắm giữ phần lớn và các nhà đầu tư tổ chức, và quyền sở hữu của người quản lý như là một công cụ thích hợp có thể áp dụng cho Việt Nam trong thời điểm này. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng cho rằng SCIC nên đóng vai trò tích cực hơn trong vấn đề kiểm soát doanh nghiệp.

Nói tóm lại, bài viết này muốn đưa ra một tiếp cận mới mặc dù chỉ là trên lý thuyết, đối với quá trình cổ phần hoá tại Việt Nam, trong đó tập trung vào các vấn đề của doanh nghiệp và vai trò của quản lý doanh nghiệp. Các nghiên cứu sâu hơn có thể khám phá ra vai trò của thị trường vốn và kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp đã được cổ phần hoá, là cơ sở để giới thiệu cụ thể hơn về quá trình cổ phần hoá. Nói cách khác, nghiên cứu cũng có thể tập trung trực tiếp vào việc so sánh kết quả kinh doanh giữa các doanh nghiệp, có tính hoặc không tính đến các hoạt động quản lý doanh nghiệp. Chỉ khi đó, chúng ta mới có thể có được một bức tranh tổng thể về vai trò và tầm quan trọng của thị trường vốn, cũng như của việc điều hành doanh nghiệp trong việc hướng tới mục tiêu cuối cùng là hiệu quả, vốn được coi là mục tiêu cao nhất của quá trình cổ phần hoá.

## **TÀI LIỆU THAM KHẢO**

- Allen, F., and D. Gale (2000), *Comparing financial systems*, Cambridge, MA: MIT Press.
- Baker, G.P., M.C. Jensen and K.J. Murphy (1988), “Compensation and Incentives: Practice vs. Theory”, *Journal of Finance* 43 (3), 593-616.
- Banker, R.D., S.Y. Lee and G. Potter (1996), “A Field Study of the Impact of a Performance-Based Incentive Plan”, *Journal of Accounting and Economics* 21 (2), 195-226.
- Benston, G.J. (1985), “The Self-serving Management Hypothesis: Some Evidence”, *Journal of Accounting and Economics* 7, 67-84.
- Bethel, J., J. Liebeskind and T. Opler (1998), “Block Share Purchases and Corporate Performance”, *Journal of Finance* 53 (2), 605-634.
- Brennan, M.J. (1995), “Corporate Finance Over the Past 25 Years”, *Financial Management* 24, 9-22.
- Canyon, M.J. and K.J. Murphy (2000), “The Prince and the Pauper? CEO Pay in the US and UK”, *Economic Journal*, Vol. 110, pp. 640-671.
- Core, J.E., R.W. Holthausen and D.F. Larcker (1999), “Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance”, *Journal of Financial Economics* 51, 371-406.
- Dechow, P.M. and R.G. Sloan (1991), “Executive Incentives and the Horizon Problem: An Empirical Investigation”, *Journal of Accounting and Economics* 14 (1), 51-89.
- Demsetz, H. and K. Lehn (1985), “The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences”, *Journal of Political Economy* 93, 1155-1177.
- Denis, D.K. (2001), “Twenty-five Years of Corporate Governance Research ... and Counting”. *Review Of Financial Economics* 10, 191-212.
- Easterbrook, F.H. (1984), “Two Agency Cost Explanations of Dividends”, *American Economic Review* 74 (4), 650-659.
- Eisenberg, T., S. Sundgren and M.T. Wells (1998), “Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 48, pp. 35-54
- Fama, E.F. (1980), “Agency Problems and the Theory of the Firm”, *Journal of Political Economy* 88 (2), 288-307.
- Fama, E.F. and M.C. Jensen (1983), “Separation of Ownership and Control”, *Journal of Law and Economics* 88 (2), 301-325.

- Garnaut, Ross, Ligang Song, Stoyan Tenev, and Yang Yao (2005), *China's Ownership Transformation: Process, Outcomes, Prospects*, Washington DC: The World Bank.
- Gilson, S.L. (1989), "Management Turnover and Financial Distress", *Journal of Financial Economics* 25 (2), 241-262.
- Greenwald, B., and J. Stiglitz (1988), "Examining alternative macroeconomic theories", *Brookings Papers on Economic Activity* 1, 207-270.
- Healy, P. (1985), "The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions", *Journal of Accounting and Economics* 7, 85-108.
- Hermalin, B. and M. Weisbach (1991), "The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance", *Financial Management*, Vol. 20, pp. 101-112.
- Holmstrom, B. and J. Tirole (1993), "Market Liquidity and Performance Monitoring", *Journal of Political Economy* 101 (4), 678-709.
- Hull, R.A. and J. Mazacheck (2001), "Junior-for-Senior Announcements: A Study of the Role of Inside Ownership", *Review of Financial Economics* 10, 213 - 25.
- Jensen, M.C. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", *American Economic Review* 76 (2), 323-329.
- Jensen, M.C. (1993), "The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems", *Journal of Finance* 48, 831-880.
- Jensen, M.C. and K.J. Murphy (1990), "Performance Pay and Top-Management Incentives", *Journal of Political Economy* 98 (2), 225-264.
- Jensen, M.C. and W.H. Meckling (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics* 3 (4), 305-360.
- Kaplan, S.N. and D. Reishus (1990), "Outside Directors and Corporate Performance", *Journal of Financial Economics* 27 (2), 389-410.
- Lang, L.H.P. and R.M. Stulz (1994), "Tobin's q, Corporate Diversification and Firm Performance", *Journal of Political Economy* 102 (6), 1248-1280.
- Levine, R. (2000), "Bank-based or market-based financial systems: which is better?", Unpublished.
- Martin, K.J. and J.J. McConnell (1991), "Corporate Performance, Corporate Takeovers, and Management Turnover", *Journal of Finance* 46 (2), 671-687.
- McColgan, P (2001), "Agency Theory and Corporate Governance: a Review of Literature from UK Perspective", *Working Paper Series*, University of Strathclyde.

- McConnell, J.J. and H. Servaes (1990), “Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value”, *Journal of Financial Economics* 27, 595-612.
- Meggison, W.L. and J.M. Netter (2001), “From State to Market: A Survey of Empirical Studies on Privatization”, *Journal of Economic Literature*, 39, 321- 389.
- Mikkelson, W.H. and R.S. Ruback (1985), “An Empirical Analysis of the Interfirm Equity Investment Process”, *Journal of Financial Economics* 14 (4), 523-53.
- MPDF (Mekong Project Development Facility) (1998), “Equitization of State Enterprises in Vietnam: Experience to Date”, *Private Sector Discussions* No. 3, Hanoi.
- Rosenstein, S. and J.G. Wyatt (1990), “Outside Directors, Board Independence, and Shareholder Wealth”, *Journal of Financial Economics* 26 (2), 175-191.
- Rosenstein, S. and J.G. Wyatt (1994), “Shareholder Wealth Effects when an Officer of One Corporation Joins the Board of Directors of Another Corporation”, *Managerial Decision Economics* 15 (4), 317-327.
- Shirai, S. (2004), “Testing the Three Roles of Equity Markets in Developing Countries: The Case of China”, *World Development* 32 (9), 1467-1486.
- Shleifer, A. and R. Vishny (1989), “Management Entrenchment: The Case of Manager Specific Investments”, *Journal of Financial Economics* 25 (1), 123-139.
- Shleifer, A. and R. Vishny (1997), “A Survey of Corporate Governance”, *Journal of Finance* 52 (2), 737-783.
- Sjoholm, F. (2006), “State Owned Enterprises and Equitization in Vietnam”, *Working paper* 228, Stockholm School of Economics.
- Stiglitz, J. (1985), “Credit market and the control of capital”, *Journal of Money, Credit and Banking* 17, 133–152.
- Stulz, R.M. (1990), “Managerial Discretion and Optimal Financing Policies”, *Journal of Financial Economics* 26, 3-27.
- Truong, Dong Loc, Lanjouw, G. and Lensink, R. (2006), “The Impact of Privatization on Firm Performance in a Transition Economy: the Case of Vietnam”, *Economics of Transitions* 14(2), 349-389.
- Weisbach, M.S. (1988), “Outside Directors and CEO Turnover”, *Journal of Financial Economics* 20 (1-2), 431-460.
- Yermack, D. (1996), “Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors”, *Journal of Financial Economics* 40, 185-211.