

# Sở hữu nhà nước và chi phí đại diện trên sàn chứng khoán Việt Nam – Nghiên cứu tại sàn giao dịch Hồ Chí Minh

Nguyễn Thị Minh\*, Trịnh Trọng Anh\*\*, Lê Thị Anh\*\*\*, Vũ Thị Bích Ngọc\*\*\*\*

Ngày nhận: 25/10/2014

Ngày nhận bản sửa: 25/11/2014

Ngày duyệt đăng: 01/12/2014

## Tóm tắt:

*Bài viết tập trung tìm hiểu vấn đề chi phí đại diện tại các công ty có sở hữu nhà nước, xuất phát từ sự chênh lệch giữa quyền sở hữu và quyền dòng tiền khi người đại diện sở hữu nhà nước về thực chất không sở hữu phần vốn mà họ đại diện. Nghiên cứu sử dụng mô hình số liệu mảng nhằm tìm hiểu mức độ tác động của sở hữu nhà nước lên chi phí đại diện thông qua việc nghiên cứu các công ty niêm yết trên sàn chứng khoán Hồ Chí Minh trong giai đoạn 2012 – 2013. Kết quả ước lượng chỉ ra rằng các công ty có mức độ sở hữu nhà nước lớn sẽ làm tăng chi phí đại diện. Có thể nói, bài viết cung cấp bằng chứng thực nghiệm cho việc cần thiết phải có những cơ chế chính sách cụ thể nhằm giảm thiểu hóa các ảnh hưởng tiêu cực của sở hữu nhà nước, nhất là trong bối cảnh việc thực hiện cổ phần hóa còn gặp nhiều khó khăn.*

**Từ khóa:** Chi phí đại diện, phân tích số liệu mảng, sở hữu nhà nước

## State ownership and agency cost in Vietnam stock market: An empirical study on Ho Chi Minh Stock Exchange

### Abstract

*The paper focuses on the agency cost problem in state-owned companies, which is due to the discrepancy between control rights and cash flow rights in that the person who represents for state-owned shares in effect does not own the shares. Panel data analysis is used to examine the impact of state ownership on agency problem in Ho Chi Minh stock exchange from 2012 to 2013. The results show that companies with a high level of state ownership are associated with a high level of agency cost. This paper, therefore, provides empirical evidence regarding the need for specific policies in order to eliminate the negative impact of state ownership; this is of great importance in the context of the slow privatization process in Viet Nam.*

*Key words:* Agency cost, Panel data analysis, State Ownership

## 1. Giới thiệu

Trong những năm trở lại đây, Việt Nam là một trong số ít các nước chuyển đổi thành công trong việc duy trì tốc độ tăng trưởng kinh tế nhanh, liên tục và ổn định. Đi đôi với sự tăng trưởng cao của nền kinh tế là tiến trình cổ phần hóa các doanh nghiệp. Loại hình công ty cổ phần đem lại nhiều ưu điểm nổi trội hơn cả so với các loại hình doanh nghiệp khác, có thể dễ dàng huy động được một lực lượng vốn lớn

từ các nhà đầu tư khi cần mở rộng sản xuất, hiện đại hóa trang thiết bị, cải tiến công nghệ... Công ty cổ phần thường có rất nhiều cổ đông, vì thế các cổ đông có thể tự mình tham gia quản lý công ty hoặc cử người tham gia quản lý công ty. Tuy nhiên, có một vấn đề luôn tồn tại trong các công ty cổ phần đó là sự phân tách giữa quyền kiểm soát và quyền quản lý. Bởi hội đồng quản trị là người nắm quyền kiểm soát trong công ty nhưng không trực tiếp nắm quyền quản

lý mà chỉ định ban giám đốc điều hành để vận hành công ty nhằm mục tiêu tối đa hóa giá trị của chủ sở hữu. Mọi nhà sở hữu đều mong muốn hoạt động của nhà quản lý sẽ tối đa hóa giá trị công ty, nâng cao thị giá cổ phiếu, gia tăng cổ tức. Nhưng trên thực tế, có những trường hợp nhà quản lý lại đưa ra những quyết định và thực hiện các hoạt động đem lại lợi ích cho họ trong ngắn hạn mà không quan tâm đến tồn thất của công ty. Để kiểm soát các hoạt động của nhà quản lý, các chủ sở hữu phải bỏ ra một khoản chi phí gọi là chi phí đại diện.

Khái niệm chi phí đại diện được đề cập đến đầu tiên trong nghiên cứu của Jensen và Meckling (1976). Nghiên cứu cho rằng chi phí đại diện là chi phí phát sinh khi xảy ra sự thiếu đồng thuận giữa mục đích của người quản lý và người sở hữu trong công ty cổ phần. Các tác giả chỉ ra rằng trong công ty cổ phần luôn tồn tại mối quan hệ hợp đồng giữa các cổ đông và nhà điều hành. Mục tiêu của nhà sở hữu là nhằm tối đa hóa lợi ích của các cổ đông thông qua việc tăng giá trị doanh nghiệp trong khi đó lợi ích của nhà quản lý lại gắn liền với thu nhập mà họ nhận được. Lý thuyết đại diện đề cập đến cái gọi là mâu thuẫn đại diện, hay mâu thuẫn giữa lợi ích của người chủ và người đại diện. Vì vậy, chi phí đại diện chính là chi phí để duy trì hiệu quả mối quan hệ đại diện.

Kể từ nghiên cứu của Jensen và Meckling (1976), đã có nhiều nghiên cứu thực nghiệm trên thế giới đi sâu tìm hiểu về vấn đề chi phí đại diện và các yếu tố tác động (ví dụ như Ang và cộng sự, 2000; Singh và Davidson, 2003; Qian, 1996; Xu, Zhu và Lin, 2002). Trong những nghiên cứu này, các tác giả chỉ ra rằng một yếu tố quan trọng tác động đến vấn đề chi phí đại diện là sở hữu nhà nước trong công ty cổ phần. Ví dụ, nghiên cứu của Xu, Zhu và Lin (2002) lập luận rằng các công ty tồn tại sở hữu nhà nước thường có xu hướng kém chủ động trong việc kiểm soát khoản đầu tư của mình. Đồng thời, việc huy động vốn dễ dàng hơn dẫn đến hiện tượng các công ty có vốn đầu tư nhà nước có cơ chế kiểm soát công ty kém hơn, hay nói cách khác sẽ làm tăng chi phí đại diện. Tương tự, nghiên cứu của Qian (1996) cũng đưa ra kết quả chứng minh rằng sở hữu nhà nước sẽ làm vấn đề chi phí đại diện trở nên nghiêm trọng hơn, do người đại diện vốn nhà nước trong các công ty này thường theo đuổi mục tiêu chính trị hơn là mục tiêu tối đa hóa giá trị doanh nghiệp.

Tại Việt Nam, sở hữu nhà nước chiếm một tỷ lệ đáng kể trong các công ty cổ phần. Nhìn chung, việc nhà nước tham gia điều hành và quản lý vừa có tác động tích cực lẫn tiêu cực. Về mặt tích cực, mục tiêu

chính khi nhà nước can thiệp vào doanh nghiệp là nhằm nâng cao hiệu quả của kinh doanh của doanh nghiệp và tạo một môi trường thông tin minh bạch cho nhà đầu tư để họ có thể nắm bắt được tình hình hoạt động của công ty một cách rõ ràng. Về mặt tiêu cực, các chính sách do nhà nước ban hành như cổ phần hóa hay thay đổi sở hữu nhà nước trở nên không hiệu quả. Lý do bởi lẽ sự điều hành và quản lý của nhà nước đối với các công ty nắm cổ phần này thường mang tính chủ quan cùng với quan liêu cứng nhắc, thiên về mối quan hệ cá nhân và các mục tiêu chính trị. Từ đó cho thấy sở hữu nhà nước đối với các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán có thể dẫn đến vấn đề về chi phí đại diện.

Đã có nhiều nghiên cứu về vấn đề chi phí đại diện ở Việt Nam, ví dụ như nghiên cứu của Thân Thị Thu Thủy và cộng sự (2014) hay nghiên cứu của Nhâm Phong Tuấn và Nguyễn Anh Tuấn (2013). Mặc dù các nghiên cứu đều xác nhận sự tồn tại của vấn đề chi phí đại diện trong các công ty tại Việt Nam, tuy nhiên, chưa chỉ ra được mối liên quan giữa sở hữu nhà nước và chi phí đại diện. Một hạn chế nữa trong các nghiên cứu trên là phương pháp được sử dụng mới chỉ đơn thuần là hồi quy OLS, do đó chưa tính đến các yếu tố mang tính đặc trưng của doanh nghiệp. Để khắc phục những vấn đề đó, trong nghiên cứu này, chúng tôi sử dụng mô hình phân tích số liệu mảng áp dụng cho 46 mã cổ phiếu niêm yết trên sàn chứng khoán Hồ Chí Minh trong giai đoạn 2012 – 2013. Một trong những ưu việt của mô hình này so với các phương pháp truyền thống khác là nó giải quyết được vấn đề về thiếu biến không quan sát mang đặc trưng của doanh nghiệp, miễn là các đặc trưng này không thay đổi theo thời gian trong giai đoạn nghiên cứu, chẳng hạn chất lượng điều hành của doanh nghiệp hay phương pháp quản trị của doanh nghiệp.

Bài viết này gồm năm phần: phần thứ nhất nêu lên tính cấp thiết của vấn đề, phần thứ hai giới thiệu cơ sở lý thuyết về chi phí đại diện, phần thứ ba đi sâu vào môi trường pháp lý đối với doanh nghiệp nhà nước ở Việt Nam, phần thứ tư trình bày kết quả ước lượng mô hình và phần cuối cùng kết luận và đưa ra một số khuyến nghị.

## **2. Cơ sở lý thuyết và tổng quan nghiên cứu về chi phí đại diện**

Lý thuyết về chi phí đại diện được nhắc tới lần đầu trong nghiên cứu của Jensen và Meckling (1976). Trong nghiên cứu nền tảng này, tác giả chỉ ra rằng ở mỗi công ty cổ phần, bên cạnh các khoản chi phí phục vụ cho hoạt động kinh doanh thường nhật

còn có thể phát sinh một khoản chi phí đặc biệt khác, đó là chi phí đại diện. Chi phí này xuất phát từ mâu thuẫn trong cơ cấu tổ chức của công ty cổ phần do luôn tồn tại sự phân chia giữa quyền sở hữu và quyền quản lý. Người nắm quyền sở hữu là các cổ đông được đại diện bởi hội đồng quản trị, trong khi người nắm quyền quản lý lại là người do hội đồng quản trị chọn ra để đại diện cho họ thực hiện các quyết định của công ty. Các bên trong mối quan hệ này không thống nhất được về mục tiêu và lợi ích. Cụ thể là các nhà quản lý thường có xu hướng tìm cách tối đa hóa lợi ích của mình hơn là mục tiêu tối đa hóa lợi nhuận của doanh nghiệp. Từ đó, chi phí đại diện có thể coi là “chi phí giám sát” được trả cho các kiểm soát viên nhằm bảo động cho các cổ đông khi các nhà quản lý trục lợi cho bản thân họ. Kể cả khi không có sự xuất hiện của ban kiểm soát, chủ sở hữu có thể phải bỏ ra một khoản chi phí đại diện khác gọi là “chi phí ràng buộc” với nhà quản lý. Đây là chi phí nhằm ngăn ngừa hậu quả xấu có thể xảy ra từ những hành động thiếu trung thực của nhà quản lý, nhằm ràng buộc họ phải phục vụ cho lợi ích của công ty. Cuối cùng, trong trường hợp vấn đề xung đột về lợi ích vẫn diễn ra, chủ sở hữu sẽ giải quyết bằng cách thay nhà quản lý. Nhưng kể cả khi đó, họ vẫn sẽ mất một khoản chi phí tiềm tàng là “chi phí phụ trội”, ví dụ như chi phí sa thải hay bồi thường hợp đồng. Tất cả những chi phí trên đều có thể phát sinh trong quá trình hoạt động của công ty cổ phần, và Jensen và Meckling (1976) gọi đó là chi phí đại diện (Agency cost).

Kể từ nghiên cứu nền tảng của Jensen và Meckling (1976), đã có rất nhiều nghiên cứu thực nghiệm đi sâu vào việc kiểm chứng vấn đề chi phí đại diện trong công ty cổ phần ở các nước khác nhau trên thế giới. Kết quả chung cho thấy, vấn đề chi phí đại diện là có tồn tại, tuy nhiên mức độ khác nhau tùy theo từng quốc gia hay từng thị trường. Ví dụ, nghiên cứu của Ang và cộng sự (2000) tìm hiểu về mối quan hệ giữa chi phí đại diện và cấu trúc quyền sở hữu dựa trên mẫu 1.708 công ty có quy mô nhỏ tại Mỹ năm 1992. Dữ liệu trong mẫu nghiên cứu được tác giả chia thành hai nhóm: nhóm 1 bao gồm các công ty mà nhà quản lý nắm giữ 100% vốn sở hữu (tiêu biểu là các công ty gia đình) và nhóm 2 bao gồm các công ty mà chủ sở hữu thuê nhà quản lý từ bên ngoài để điều hành. Tác giả lập luận rằng khi các nhà quản lý công ty đồng thời nắm quyền sở hữu (nhóm 1), họ có động lực hơn trong việc điều hành hoạt động theo mục tiêu tối đa hóa giá trị của doanh nghiệp, và ngược lại, khi có sự mâu thuẫn về mục tiêu giữa người điều hành và người quản lý (nhóm 2), chi phí đại diện sẽ phát sinh. Cũng trong nghiên cứu này, chi

phí đại diện được tính theo hai cách: dựa vào hiệu suất sử dụng tổng tài sản và tỷ số giữa chi phí hoạt động trên doanh thu bán hàng. Lý do là bởi khi vấn đề chi phí đại diện thấp, tài sản trong doanh nghiệp có xu hướng hoạt động hiệu quả hơn, đem về nhiều đồng doanh thu hơn, và ngược lại, tỷ lệ chi phí hoạt động trên doanh thu thấp hơn. Bằng phương pháp hồi quy bình phương nhỏ nhất (OLS), kết quả ước lượng cho thấy hiệu suất sử dụng tài sản cao hơn và tỷ lệ chi phí thấp hơn ở các công ty thuộc nhóm 1 so với nhóm 2.

Ngoài ra khi nói về các nghiên cứu chi phí đại diện cũng không thể bỏ qua trường hợp của Trung Quốc bởi các đặc điểm mang tính riêng biệt trong cấu trúc sở hữu. Là một quốc gia theo đuổi chế độ xã hội chủ nghĩa, quản lý nhà nước đóng một vai trò quan trọng trong các công ty Trung Quốc. Sở hữu nhà nước trong các công ty niêm yết có thể dẫn tới vấn đề về chi phí đại diện, bởi lẽ người điều hành doanh nghiệp đại diện cho phần vốn của nhà nước thường có xung đột về lợi ích với các cổ đông bên ngoài, do họ định hướng sự phát triển của công ty theo các mục tiêu chính trị. Các nghiên cứu tiêu biểu có thể kể đến Xu, Zhu và Lin (2002). Trong đó, các tác giả thực hiện cuộc điều tra với 40.246 doanh nghiệp nhà nước trên phạm vi quốc gia trong năm 1997 và quý đầu tiên năm 1998. Sau khi chọn ra 884 doanh nghiệp phù hợp, tác giả áp dụng phương pháp hồi quy OLS thông thường để kiểm định vấn đề chi phí đại diện thông qua việc đo lường hiệu suất sử dụng tài sản. Kết quả ước lượng cho thấy sau khi tiến hành cải cách giảm cổ phần nhà nước, vấn đề chi phí đại diện đã giảm đi đáng kể. Ngoài ra, các nghiên cứu khác trên thị trường Trung Quốc cũng cho ra kết quả tương tự như nghiên cứu của Naughton (1998). Trong các nghiên cứu trên, phương pháp đo lường chi phí đại diện vẫn là hiệu suất sử dụng tài sản, tính dựa trên tỷ số giữa doanh thu và tổng tài sản. Các tác giả lập luận rằng tỷ số trên đánh giá được mức độ hiệu quả sử dụng tài sản so với doanh thu thu về và như vậy sẽ có mối quan hệ ngược chiều với chi phí đại diện. Một tỷ số cao sẽ đồng nghĩa với chi phí đại diện thấp. Ngược lại, một tỷ lệ thấp cho thấy nhà quản lý đang thực hiện các chính sách đầu tư kém hoặc hưởng quá nhiều bổng lộc, và cơ quan đó đang sử dụng tài sản không hiệu quả.

Ở Việt Nam, một số nghiên cứu đã dành thời gian đi sâu vào phân tích chi phí đại diện và các yếu tố tác động. Cơ sở cho các nghiên cứu này đều dựa vào lý thuyết nền tảng chi phí đại diện đề xuất bởi Jensen và Meckling (1976) và các nghiên cứu thực nghiệm khác trên thế giới. Trong nghiên cứu của Nhâm



Phong Tuấn và Nguyễn Anh Tuấn (2013), các tác giả lập luận rằng khi các công ty không tuân thủ theo các nguyên tắc quản trị tài chính và đảm bảo thông tin minh bạch, vấn đề chi phí đại diện có thể phát sinh. Thông qua bộ số liệu 100 công ty niêm yết trong giai đoạn 2009 – 2011 trên sàn Hồ Chí Minh, tác giả tìm thấy rằng hầu hết các công ty đều chưa thực hiện đầy đủ các nghĩa vụ về công bố thông tin. Khác với nghiên cứu này, Thân Thị Thu Thủy và cộng sự (2014) kiểm tra thực nghiệm vấn đề chi phí đại diện tại 92 công ty cổ phần trên sàn Thành phố Hồ Chí Minh năm 2012 bằng việc sử dụng mô hình hồi quy OLS. Giống như các nghiên cứu định lượng khác, tác giả sử dụng tỷ số doanh thu trên tài sản để đo lường chi phí đại diện. Tuy nhiên, trái với kỳ vọng, kết quả ước lượng cho thấy sở hữu nhà nước không có ý nghĩa thống kê trong việc giải thích chi phí đại diện.

Tựu trung lại, các nghiên cứu trên chưa chỉ ra bằng chứng rõ ràng về mối quan hệ giữa sở hữu nhà nước và chi phí đại diện. Trên thực tế, vốn nhà nước vẫn còn chiếm một phần khá lớn tại các công ty tại Việt Nam, vì vậy chúng tôi kỳ vọng rằng nghiên cứu này sẽ đưa ra những bằng chứng đáng tin cậy và hữu ích cho việc hướng tới một thị trường chứng khoán minh bạch hơn. Trong nghiên cứu này, chúng tôi tiếp tục sử dụng thước đo phổ biến chi phí đại diện là tỷ số doanh thu trên tổng tài sản. Tuy nhiên, phương pháp nghiên cứu được sử dụng là phân tích số liệu mảng, với tính ưu việt là xem xét tới những đặc điểm riêng biệt không đo lường được của doanh nghiệp như lĩnh vực kinh doanh, vị trí địa lý, trình độ của ban lãnh đạo, v.v. Kết quả ước lượng cụ thể được trình bày trong phần bốn.

### **3. Thực trạng môi trường pháp lý đối với doanh nghiệp nhà nước tại Việt Nam**

Sau hơn 10 năm thực hiện tiến trình cổ phần hóa, số lượng doanh nghiệp Nhà nước đã giảm từ trên 10.000 thời kỳ trước đổi mới, đến đầu năm 2012 chỉ còn 3.265 doanh nghiệp, trong đó, giảm nhanh nhất là các doanh nghiệp do địa phương quản lý.

Để đẩy nhanh quá trình cải cách kinh tế, năm 2005, Quốc hội đã thông qua Luật Doanh nghiệp quy định về việc thành lập và quản lý tất cả các thực thể trong nền kinh tế. Một điểm cụ thể trong quy định đối với các doanh nghiệp nhà nước là chính phủ bổ nhiệm người đại diện cho phần vốn nhà nước trong các công ty cổ phần làm nhà quản lý, ngay cả khi tỷ lệ sở hữu nhà nước trong các doanh nghiệp này là thấp. Lựa chọn này có thể gây nên hiện tượng quan liêu từ các nhà quản lý trước đây cố gắng giữ

vị trí của họ hoặc có hai vị trí trong công ty. Mặc dù họ có quyền kiểm soát hoạt động của các công ty nhưng họ không có lợi ích từ hoạt động của công ty. Do sự tách biệt giữa quyền kiểm soát và quyền quản lý nên các nhà quản lý có thể tìm kiếm lợi ích cá nhân bằng cách sử dụng thông tin của họ ảnh hưởng đến giá cổ phiếu.

Mặc dù Luật Doanh nghiệp 2005 đặt ra một khung pháp lý chung cho tất cả các công ty, bao gồm cả doanh nghiệp nhà nước và doanh nghiệp ngoài nhà nước, nhưng hiệu quả của quá trình này là không rõ ràng bởi doanh nghiệp nhà nước vẫn thường được độc quyền trong một số lĩnh vực then chốt của nền kinh tế như điện và xăng dầu. Các nhà quản lý, là người đại diện vốn nhà nước, không phải chịu trách nhiệm về hiệu quả của công ty. Họ cũng được trả lương cao, ngay cả khi công ty của họ có lợi nhuận âm. Sự khác biệt như vậy của các doanh nghiệp nhà nước có thể làm nghiêm trọng vấn đề chi phí đại diện trong các công ty có sở hữu nhà nước.

## **4. Mô hình và kết quả ước lượng**

### **4.1. Đo lường chi phí đại diện**

Các nghiên cứu thực nghiệm trên thế giới đã đưa ra nhiều phương pháp khác nhau để đo lường chi phí đại diện, nhưng tựu chung lại có thể tóm tắt thành ba phương pháp. Phương pháp đầu tiên, và cũng là phương pháp phổ biến nhất là sử dụng tỷ số hiệu suất sử dụng tài sản (doanh thu trên tổng tài sản), được sử dụng trong nghiên cứu của Ang và các cộng sự (2000) và Singh và Davidson (2003). Trong các nghiên cứu này, tác giả lập luận rằng tỷ số trên đánh giá được mức độ hiệu quả sử dụng tài sản so với doanh thu thu về và như vậy sẽ có mối quan hệ ngược chiều với chi phí đại diện. Một tỷ số cao sẽ đồng nghĩa với chi phí đại diện thấp. Ngược lại, một tỷ lệ thấp cho thấy nhà quản lý đang thực hiện các chính sách đầu tư kém hoặc hưởng quá nhiều bổng lộc, và cơ quan sử dụng tài sản không hiệu quả.

Phương pháp thứ hai đo lường chi phí đại diện là dựa vào sự tương tác giữa dòng tiền tự do và triển vọng tăng trưởng. Nghiên cứu của Jensen (1986) cho thấy chi phí đại diện sẽ cao khi công ty có một lượng tiền tự do lớn gắn liền với cơ hội tăng trưởng thấp, bởi nó đồng nghĩa với sự tùy tiện trong các quyết định điều hành.

Phương pháp thứ ba đo lường chi phí đại diện là dựa vào số lượng các vụ thầu tóm của công ty. Các nghiên cứu của Murphy (1985) hay Denis và McConnel (2003) lập luận rằng mục tiêu của các vụ thầu tóm thường gắn liền với các toan tính của ban điều hành hơn là mục tiêu tối đa hóa giá trị của chủ

sở hữu. Bởi thấu tóm là một con đường mà ban điều hành sử dụng nguồn tiền thay vì phân chia cho các cổ đông. Từ đó, tác giả kết luận việc thấu tóm có thể biểu trưng cho chi phí đại diện của ban giám đốc sử dụng tiền vào các dự án có giá trị rỗng âm.

Trong phạm vi nghiên cứu này, tác giả sử dụng phương pháp thứ nhất để đo lường chi phí đại diện, tức là chỉ số hiệu suất sử dụng tổng tài sản. Phương pháp này cũng được sử dụng rộng rãi trong các nghiên cứu về mối quan hệ giữa sở hữu nhà nước và chi phí đại diện ở các nước trên thế giới như Xu, Zhu và Lin (2002) hay Sing và Davidson (2003).

#### 4.2. Số liệu và mô hình

Để kiểm chứng mối quan hệ giữa sở hữu nhà nước và chi phí đại diện, nghiên cứu này sử dụng mô hình phân tích số liệu mảng (panel data analysis). Một ưu điểm đáng ghi nhận của phương pháp này là nó giải quyết được vấn đề thiếu biến không quan sát được mang đặc trưng riêng của công ty – một vấn đề thường gặp khi phân tích số liệu. Trong bài báo này tác giả ước lượng mô hình dưới đây:

$$Salestoassetsit = \alpha_0 + \alpha_1 Stateit + \alpha_2 Sizeit + \alpha_3 Leverageit + \alpha_4 Yearit + u_{it} \quad (1)$$

Trong đó biến phụ thuộc trong mô hình là tỷ số hiệu suất sử dụng tổng tài sản. Tỷ số này được tính bằng thương số giữa doanh thu và tổng tài sản hàng năm của các công ty niêm yết. Trong nghiên cứu, tỷ số được sử dụng để đo lường cho chi phí đại diện. Cụ thể, khi hiệu suất sử dụng tổng tài sản càng thấp chứng tỏ vấn đề chi phí đại diện trong doanh nghiệp càng cao, và ngược lại. Phương pháp này cũng được sử dụng rộng rãi trong các nghiên cứu về mối quan hệ giữa sở hữu nhà nước và chi phí đại diện ở các nước trên thế giới (Xu, Zhu và Lin, 2002 hay Sing và Davidson, 2003).

Về các biến độc lập trong mô hình, biến State là tỷ lệ sở hữu nhà nước trung bình hàng năm của một công ty niêm yết. Đây là biến giải thích chính trong mô hình. Mức độ sở hữu nhà nước trong các công ty niêm yết có thể thay đổi mỗi năm. Mục tiêu của

nghiên cứu này là để kiểm tra giả thuyết rằng sở hữu của nhà nước cao thì vấn đề chi phí đại diện càng lớn, hay nói cách khác là hiệu suất sử dụng tổng tài sản càng thấp. Ngoài ra, biến Size hay quy mô của doanh nghiệp là biến kiểm soát trong mô hình, được tính bằng cách lấy logarit của tổng tài sản. Theo nghiên cứu của Thân Thị Thu Thủy và cộng sự (2014), công ty có quy mô lớn sẽ kéo theo bộ máy quản lý công kênh, phức tạp hơn, từ đó nảy ra các vấn đề như sự chuộc lợi từ ban lãnh đạo công ty, hay nói cách khác là phát sinh chi phí đại diện. Vì vậy, biến Size được kỳ vọng rằng sẽ có mối quan hệ cùng chiều với chi phí đại diện, hay ngược chiều với biến phụ thuộc trong mô hình. Biến đòn bẩy tài chính (Leverage) cũng là một biến kiểm soát khác trong mô hình. Biến này được tính bằng thương số giữa nợ phải trả và tổng tài sản của công ty. Đòn bẩy tài chính cao đồng nghĩa với việc công ty chịu nhiều sự kiểm soát từ phía các chủ nợ, từ đó khiến các công ty giảm bớt chi phí đại diện để đáp ứng những đòi hỏi về tính minh bạch trong quản lý từ phía các chủ nợ khi tài trợ. Do vậy, biến này được kỳ vọng có mối quan hệ nghịch biến với chi phí đại diện và đồng biến với biến phụ thuộc. Biến  $c_1$  đại diện cho các đặc điểm không quan sát được của doanh nghiệp như trình độ ban giám đốc, ngành nghề kinh doanh...

Số liệu được sử dụng trong phân tích này bao gồm 92 quan sát từ 46 công ty niêm yết trên sàn chứng khoán Hồ Chí Minh trong giai đoạn 2012-2013. Các doanh nghiệp này phải tuân theo các tiêu chuẩn sau: thông tin rõ ràng về doanh thu tài sản trong các báo cáo tài chính được kiểm toán hàng năm, đặc biệt là các công ty có thể hiện rõ mức sở hữu nhà nước có trong cơ cấu cổ đông ở báo cáo thường niên.

Bảng 1 trình bày thống kê mô tả của các biến trong mô hình.

#### Kết quả ước lượng:

Kết quả kiểm định Hausman cho thấy giá trị Chi2 tính toán là 23,59 và giá trị xác suất ở mức 0,000, mô hình hiệu ứng cố định là phù hợp. Từ đó, kết quả ước lượng cuối cùng được thể hiện ở bảng 2.

**Bảng 1: Thống kê mô tả của các biến mô hình (1)**

Biến	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Min	Max
Salestoassets	92	1.323	1.173	0.103	6.383
State	92	29.733	20.057	0.000	66.720
Size	92	14.064	1.145	11.779	16.946
Leverage	92	0.481	0.222	0.032	0.901

*Nguồn: Tính toán của tác giả dựa vào phần mềm thống kê Stata*

**Bảng 2: Kết quả ước lượng mô hình (1)**

Salestoassets	Hệ số	Giá trị P
State	-0.049	0.025
Size	-0.459	0.264
Leverage	-2.448	0.039
Year 2013	-0.016	0.793
cons	10.412	0.071

*Nguồn: Tính toán của tác giả dựa vào phần mềm thống kê Stata*

Kết quả ước lượng biến sở hữu nhà nước cho thấy hệ số của biến này là âm và có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 5%. Điều đó có nghĩa là sở hữu nhà nước càng cao thì hiệu suất sử dụng tổng tài sản càng nhỏ, hay nói cách khác là tỷ lệ sở hữu vốn nhà nước càng lớn, chi phí đại diện càng tăng. Kết quả này phù hợp với kỳ vọng ở trên rằng việc nhà nước sở hữu trong các công ty niêm yết sẽ làm trầm trọng hơn mâu thuẫn về mặt lợi ích giữa các cổ đông và nhà quản lý, từ đó phát sinh vấn đề về chi phí đại diện.

Kết quả ước lượng cho thấy đòn bẩy tài chính mang dấu âm và có ý nghĩa thống kê. Kết quả này là trái với kỳ vọng ở trên rằng đòn bẩy tài chính càng cao sẽ giảm bớt vấn đề về chi phí đại diện. Như vậy, ở những công ty có vay nợ nhiều, chủ nợ không làm tăng thêm vai trò giám sát lên ban quản lý.

### 5. Kết luận và khuyến nghị

Nghiên cứu đã kiểm định sự tồn tại của chi phí đại diện trong các mối quan hệ của công ty cổ phần có sở hữu nhà nước tại Việt Nam trong giai đoạn 2012-2013. Kết quả cho thấy sở hữu nhà nước có mối quan hệ cùng chiều với chi phí đại diện. Điều này đúng với giả thuyết ban đầu tác giả đặt ra rằng sở hữu nhà nước càng cao thì xung đột lợi ích giữa các bên trong mối quan hệ của công ty cổ phần càng trở nên nghiêm trọng từ đó xuất hiện chi phí đại diện.

Vấn đề chi phí đại diện đang ngày càng trở thành đề tài nóng trong nội bộ các doanh nghiệp. Tuy nhiên, một số cổ đông trong hội đồng quản trị vẫn chưa nhận thức được sự tồn tại của chi phí đại diện trong công ty mình. Do đó, phần lớn các cổ đông đã giao quyền lực của mình cho các nhà quản lý công ty. Điều này dẫn đến tình trạng lạm dụng quyền lực tất yếu xảy ra. Nhiều doanh nghiệp đã tiến hành tái cơ cấu mạnh, cắt giảm nhân sự, điều chuyển, kết hợp các bộ phận, tái cấu trúc từng phần hoặc toàn bộ để thích ứng tình hình khó khăn. Từ kết quả nghiên cứu trên, nhóm tác giả đưa ra một số khuyến nghị như sau:

- Tại các doanh nghiệp có sở hữu nhà nước, do có mâu thuẫn giữa quyền dòng tiền và quyền đại diện lớn nên dẫn đến chi phí đại diện lớn. Do đó đối với các doanh nghiệp này cần có các cơ chế giám sát bổ sung để giảm thiểu sự mâu thuẫn này.

- Vấn đề chi phí đại diện có thể xuất phát từ việc chưa hoàn thiện cơ chế lương thưởng cho người đại diện. Mặc dù yêu cầu tiền lương thưởng phải gắn với hiệu quả sản xuất kinh doanh song chưa có một quy định cụ thể nào về các chỉ tiêu này nên dẫn đến tình trạng xác định tiền lương, thưởng rất khác nhau. Để không diễn ra tình trạng này không nên để doanh nghiệp tiếp tục trả lương thưởng cho người đại diện như hiện nay. Các khoản này nên được trích nộp lại cho chủ sở hữu để chủ sở hữu căn cứ vào kết quả hoạt động kinh doanh của công ty và hiệu quả, thời gian, quy mô đầu tư vốn xem xét chi trả lương thưởng cho người đại diện.

Cần xác định rõ phạm vi ủy quyền nhất định cho người đại diện để thực hiện được ý chí của chủ sở hữu. Bởi nếu phạm vi ủy quyền càng rộng thì người đại diện vốn cổ phần càng chủ động trong các quyết định hoạt động của doanh nghiệp. Tuy nhiên, khi có nhiều quyền lực trong tay mà không có sự giám sát, ràng buộc, con người có xu hướng tư lợi, tìm kiếm những cơ hội phục vụ cho lợi ích của mình, từ đó nảy sinh ra vấn đề chi phí đại diện. Vì vậy, để tránh sự lạm dụng khi trao quyền trong những hợp đồng giao dịch giữa người đại diện và doanh nghiệp cần có những điều kiện kiểm soát và phải được minh bạch, công bố cho toàn bộ cổ đông.

Minh bạch hóa tình hình kinh doanh của công ty bằng cách tiến hành kiểm toán tình hình doanh nghiệp hàng năm, niêm yết cổ phiếu trên thị trường chứng khoán để các cổ đông nắm rõ được tình hình công ty và cũng để thu hút được các nhà đầu tư chiến lược vào trong hội đồng quản trị. Những cổ đông này sẽ góp phần nâng cao vai trò giám sát của bộ máy quản lý, qua đó làm giảm vấn đề chi phí đại diện. □

## Tài liệu tham khảo

- Ang, J. S., Rebel, A. Cole và James, Wu Lin (2000), 'Agency costs and ownership structure', *Journal of Finance*, số 55, tập 1, trang 81–106.
- Denis, D.K. và McConnell, J. (2003), 'International Corporate Governance', *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, số 38, tập 1, trang 1-36.
- Jensen, M. và Meckling, W. (1976), 'Theory of Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure', *Journal of Financial Economics*, số 3, trang 305–360.
- Jensen, M. (1986), 'Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers', *American Economics Review*, số 76, trang 323–339.
- Murphy, Kevin J. (1985), 'Corporate Performance and Managerial Remuneration: An Empirical Analysis.' *Journal of Accounting and Economics*, số 7, trang 11–42.
- Naughton, Barry (1998), 'Growing Out of the Plan: Chinese Economic Reform 1978-1993', *The China Journal*, số 39, trang 124-126.
- Nhâm Phong Tuấn và Nguyễn Anh Tuấn (2013), 'Quản trị công ty Vấn đề đại diện của các công ty công chúng tại Việt Nam', *Tạp chí Khoa học ĐHQGHN, Kinh tế và Kinh doanh*, số 1, trang 8-9.
- Qian, Yingyi (1996), 'Enterprise Reform in China: Agency Problems and Political Control', *Economics of Transition*, số 4, tập 2, trang 422-447.
- Singh, M. và Davidson, W.N. III (2003), 'Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms', *Journal of Banking and Finance*, số 27, trang 793–816.
- Thân Thị Thu Thủy, Lê Văn Lâm và Nguyễn Trung Thông (2014), 'Nghiên cứu mối tương quan giữa chi phí đại diện và cấu trúc tỷ lệ sở hữu của các công ty cổ phần tại Việt Nam', *Tạp chí phát triển và hội nhập*, số 14, tập 24, trang 71-75.
- Xu, L. C., Zhu, T. và Lin, Y. (2002), 'Politician Control, Agency Problems, and Ownership Reform: Evidence from China', *Economics of Transition*, số 13, tập 1, trang 1-24.

---

## Thông tin các tác giả:

\* **Nguyễn Thị Minh**, Phó giáo sư, tiến sĩ

- Tổ chức tác giả công tác: Khoa Toán kinh tế, trường Đại học Kinh tế quốc dân

- Lĩnh vực nghiên cứu chính: Các phương pháp định lượng trong kinh tế xã hội, tăng trưởng kinh tế, chuyển đổi cơ cấu kinh tế

- Một số tạp chí đã đăng tải công trình nghiên cứu: *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, *Singapore Economics Reviews*, *Journal of the Asia Pacific Economy*.

- Địa chỉ liên hệ: Địa chỉ Email: minhkthn@gmail.com

\*\* **Trịnh Trọng Anh**, Thạc sĩ

- Tổ chức tác giả công tác: Đại học Thăng Long

\*\*\***Lê Thị Anh**, Thạc sĩ

- Tổ chức tác giả công tác: Khoa Toán kinh tế, trường Đại học Kinh tế quốc dân

\*\*\*\***Vũ Thị Bích Ngọc**, Thạc sĩ

- Tổ chức tác giả công tác: Khoa Toán kinh tế, trường Đại học Kinh tế quốc dân