

# TÁC ĐỘNG CỦA CHI PHÍ ĐẠI DIỆN ĐẾN HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT NGÀNH XÂY DỰNG TẠI VIỆT NAM

Hoàng Trung Lai\*

Ngày nhận: 11/8/2015  
Ngày nhận bản sửa: 20/8/2015  
Ngày duyệt đăng: 28/8/2015

## Tóm tắt:

*Vấn đề đại diện và chi phí đại diện trong doanh nghiệp phát sinh khi có sự tách biệt giữa vai trò sở hữu và vai trò quản lý. Bài viết này nghiên cứu vấn đề đại diện và tác động của nó đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp niêm yết ngành Xây dựng tại Việt Nam trong giai đoạn 2009 – 2013. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng chi phí đại diện tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu. Kết quả này phù hợp với lý thuyết về người sở hữu – người đại diện. Bên cạnh đó, chi phí quản lý doanh nghiệp, dòng tiền tự do và vòng quay tổng tài sản được chứng minh là các thước đo tốt để đo lường chi phí đại diện. Dựa vào kết quả nghiên cứu, các nhà quản lý doanh nghiệp có thể đề ra những chính sách nhằm hạn chế vấn đề đại diện, từ đó nâng cao hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.*

**Từ khóa:** chi phí đại diện, vấn đề đại diện, doanh nghiệp niêm yết ngành xây dựng, hiệu quả hoạt động.

## The effect of agency cost on the operational efficiency of listed construction companies in Vietnam Stock Exchange

### Abstract

*Agency problem and agency cost sprung when there is the separation between ownership and management function among the firms. The purpose of this study is to investigate the agency problem as well as its impacts on firm performance of construction companies listed in Vietnam Stock Exchange during 2009 – 2013. This paper confirms the hypothesis that agency cost has negative impact on the operational efficiency of the firms. This result is consistent with the principle-agent theory. Furthermore, this research provides proofs that operating expenditure, free cash flow to the firm and total asset turnover could be effective proxies for agency cost. Based on the results, firm managers would be able to come up with policies which limit the drawbacks of agency problem, hence improve firm performance.*

*Key word: agency cost, agency problem, listed construction companies, firm performance*

## 1. Đặt vấn đề

Một trong những đặc điểm của công ty cổ phần là sự tách biệt giữa chức năng sở hữu và chức năng quản lý doanh nghiệp: người sở hữu không nhất thiết là một thành phần trong ban lãnh đạo và ngược lại. Sự tách biệt này dẫn đến sự bất cân xứng về thông tin và những chi phí phát sinh (bao gồm cả chi phí thực và chi phí cơ hội), hay còn gọi là chi phí đại

diện. Chi phí đại diện làm giảm hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, vì khi đó nguồn lực của doanh nghiệp bị lãng phí và phân bổ không hiệu quả. Bởi vậy, hạn chế chi phí đại diện luôn là vấn đề được các nhà quản trị doanh nghiệp và các nhà nghiên cứu quan tâm.

Ở Việt Nam hiện nay, sự lớn mạnh không ngừng của các công ty kéo theo sự phân tán của nguồn vốn

chủ sở hữu – nguyên nhân chính làm gia tăng chi phí đại diện. Một điểm đáng chú ý là chi phí đại diện được biểu hiện trên nhiều khía cạnh, và không có một chỉ tiêu chính xác để đo lường nó. Trong bối cảnh đó, bài viết nhằm mục tiêu tìm hiểu tác động của chi phí đại diện đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, trên cơ sở đó tìm ra biến đo lường chi phí đại diện hiệu quả nhất. Nghiên cứu sử dụng phương pháp phân tích dữ liệu mảng (panel data analysis) dựa trên số liệu từ báo cáo tài chính của các doanh nghiệp niêm yết ngành Xây dựng tại Việt Nam (112 doanh nghiệp) trong giai đoạn 2009 – 2013.

Dựa trên kết quả nghiên cứu, bài viết đưa ra một số khuyến nghị nhằm giảm thiểu những ảnh hưởng tiêu cực của chi phí đại diện. Cấu trúc bài viết như sau: Một số nghiên cứu chính có liên quan được trình bày trong phần 2 – Tổng quan nghiên cứu, phương pháp nghiên cứu và kết quả được thảo luận trong phần 3 và 4, và cuối cùng một số kết luận và khuyến nghị được trình bày trong phần 5.

## **2. Tổng quan nghiên cứu**

### **2.1. Chi phí đại diện**

Vấn đề đại diện và chi phí đại diện được đề cập lần đầu tiên trong nghiên cứu khai phá của Berle & Means (1932), và được Jensen & Meckling (1976) phát triển. Các tác giả chỉ ra rằng khi có sự tách biệt giữa chức năng quản lý và quyền sở hữu, người quản lý (đại diện của doanh nghiệp) sẽ có động cơ và cơ hội để thực hiện các hành vi trục lợi cho bản thân, thay vì tối đa hóa giá trị tài sản cho các chủ sở hữu, do đó sẽ gây thiệt hại cho các cổ đông. Tồn thất do vấn đề đại diện gây ra cho chủ sở hữu được gọi là chi phí đại diện, bao gồm (i) chi phí giám sát người quản lý của các chủ sở hữu, (ii) các khoản chi tiêu phục vụ cho người quản lý (lợi ích bằng tiền và không bằng tiền, các khoản chi tiêu hợp lý và không hợp lý) và (iii) chi phí cơ hội của chủ sở hữu khi giá trị tài sản của họ không được tối đa hóa (Jensen & Meckling, 1976). Chi phí đại diện bằng 0 khi các chủ sở hữu đồng thời là người quản lý. Ngược lại, chi phí đại diện lớn nhất khi người quản lý không nắm giữ cổ phần trong doanh nghiệp. Jensen & Meckling (1976) cũng cho rằng chi phí đại diện gia tăng cùng với mức độ phân tán của cấu trúc sở hữu do vấn đề kẻ ăn theo (free rider problem). Các chủ sở hữu bỏ chi phí để kiểm soát người quản lý phải chịu 100% chi phí này, nhưng chỉ nhận được 1% lợi ích nhận được từ việc giảm thiểu chi phí đại diện (tương ứng với tỷ lệ 1% vốn chủ sở hữu mà họ nắm

giữ). Các chủ sở hữu còn lại, mặc dù không phải bỏ ra đồng chi phí nào để thực hiện kiểm soát nhưng cũng được hưởng lợi ích tương đương (Ang & cộng sự, 2000). Bởi vậy, khi số lượng chủ sở hữu tăng lên, thời gian và chi phí mà các chủ sở hữu dành cho việc kiểm soát công ty giảm xuống, tạo điều kiện cho chi phí đại diện gia tăng.

### **2.2. Mối quan hệ giữa chi phí đại diện và hiệu quả hoạt động**

Dưới góc độ doanh nghiệp, với mục tiêu là tối đa hóa giá trị tài sản của chủ sở hữu, hiệu quả hoạt động thường được đo bằng những chỉ tiêu liên quan đến lợi ích của chủ sở hữu... Trong mối quan hệ giữa hiệu quả hoạt động với cấu trúc sở hữu và chi phí đại diện, chỉ số được sử dụng để đo lường hiệu quả hoạt động nhiều nhất là tỷ suất lợi nhuận kế toán (bao gồm ROA - lợi nhuận trên tổng tài sản và ROE - lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu) và hệ số Tobin's Q (Demsetz & Villalonga, 2001).

Trong điều kiện các yếu tố khác không đổi, chi phí đại diện làm giảm hiệu quả hoạt động do sự phân bổ nguồn lực không hợp lý xuất phát từ mâu thuẫn lợi ích giữa người quản lý và chủ sở hữu (Ang & cộng sự, 2000). Tuy nhiên, mức độ ảnh hưởng của chi phí đại diện phụ thuộc vào rất nhiều yếu tố, trong đó chủ yếu là mức độ và hiệu quả kiểm soát đối với người quản lý nhằm làm giảm động cơ trục lợi cá nhân của họ. Mặt khác, trong thực tế, khi vấn đề đại diện nảy sinh, hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp có thực sự bị ảnh hưởng hay không cũng là một vấn đề chưa có lời giải đáp chính xác. Đến thời điểm hiện tại, có rất ít nghiên cứu đánh giá trực tiếp tác động của chi phí đại diện lên hiệu quả hoạt động, mà thay vào đó, chủ yếu dùng lý thuyết về vấn đề đại diện để giải thích cho sự tác động của các biến số khác vào hiệu quả hoạt động, điển hình là cấu trúc sở hữu. Cấu trúc sở hữu luôn gắn liền với chi phí đại diện, vấn đề đại diện hình thành từ cơ cấu vốn chủ sở hữu. Khi cấu trúc sở hữu trở nên phân tán, cùng với sự phát sinh của chi phí đại diện, một số hiệu ứng ngược lại cũng đồng thời xảy ra (lợi thế nhờ quy mô, sự quản lý chuyên nghiệp), và cùng tác động đến hiệu quả hoạt động, và kết quả cuối cùng phụ thuộc vào tác động nào mạnh hơn. Demsetz & Villalonga (2001) cho rằng với mỗi cấu trúc sở hữu cho trước, các tác động này triệt tiêu lẫn nhau, do đó mức độ tập trung của cấu trúc sở hữu không có ảnh hưởng tới hiệu quả hoạt động. Kết quả này tuy giống với Loderer & Martin (1997), song lại không đồng nhất với mối quan hệ hình chữ U ngược phát

hiện bởi McConnell & Servaes (1990), Himmelberg & cộng sự (1999), mối quan hệ hình zigzag trong nghiên cứu của Morek & cộng sự (1988).

Mặc dù có rất nhiều nghiên cứu về chi phí đại diện, song để đo lường một cách chính xác thì vẫn chưa có phương pháp thống nhất. Lý do là vì chi phí đại diện bao gồm nhiều khía cạnh (bao gồm cả chi phí thực và các tổn thất xảy ra từ việc lựa chọn quyết định không hợp lý – đại lượng rất khó để đo lường). Hầu hết các phương pháp chỉ có thể sử dụng một chỉ số đại diện cho một khía cạnh nào đó của chi phí đại diện. Dựa vào các nghiên cứu trước đây, có bảy chỉ tiêu phổ biến được sử dụng để đo lường chi phí này, bao gồm vòng quay tổng tài sản, tỷ lệ chi phí hoạt động trên doanh thu (Ang & cộng sự, 2000), tỷ lệ chi phí quản lý doanh nghiệp trên doanh thu (Singh & Davidson, 2003); mức biến động giá cổ phiếu, tỷ lệ chi phí quảng cáo, nghiên cứu và phát triển trên doanh thu, chi phí phát hành chứng khoán (Crutchley & Hansen, 1989), và dòng tiền tự do (Chung & cộng sự, 2005a & 2005b).

Ở Việt Nam hiện nay đã có một số nghiên cứu về vấn đề đại diện, chẳng hạn Nguyễn Ngọc Thanh (2009), Nhâm Phong Tuấn & Nguyễn Anh Tuấn (2013), nhưng những nghiên cứu này chủ yếu tiếp cận dưới góc độ chính sách và mô hình quản lý doanh nghiệp. Hiện tại, chưa có nghiên cứu định lượng nào lượng hóa mối quan hệ giữa chi phí đại diện và hiệu quả hoạt động cũng như một số yếu tố khác liên quan đến đặc điểm doanh nghiệp tại Việt

Nam. Bài viết này góp phần giải quyết khoảng trống đó.

### 3. Phương pháp nghiên cứu

Bài viết này tập trung nghiên cứu tác động của chi phí đại diện đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp trong một lĩnh vực cụ thể - lĩnh vực xây dựng. Do đó, mẫu được chọn bao gồm tất cả 112 doanh nghiệp niêm yết ngành Xây dựng trên hai Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) và Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) trong khoảng thời gian 5 năm từ 2009 đến 2013. Sau khi tiến hành thu thập và tổng hợp số liệu, tác giả nhận thấy trong 112 doanh nghiệp, có ba doanh nghiệp (bao gồm: Công ty Cổ phần Xây lắp Phát triển Nhà Đà Nẵng (NDX), Công ty Cổ phần Khoáng sản và Đầu tư VISACO (VMI) và Công ty Cổ phần Đầu tư và Phát triển Năng lượng Việt Nam (VPC) không có đầy đủ số liệu phục vụ cho nghiên cứu, nên bị loại bỏ ra khỏi mẫu.

Để xem xét tác động của chi phí đại diện tới hiệu quả hoạt động, tác giả sử dụng phương pháp phân tích hồi quy với dữ liệu mảng (panel data analysis), với biến phụ thuộc là hiệu quả hoạt động (ROA và ROE), các biến độc lập bao gồm (i) nhóm các biến đại diện cho chi phí đại diện trong doanh nghiệp: AssT, AdmR, FCF và (ii) nhóm biến liên quan đến quy mô và cơ cấu nguồn vốn: LnTA, DA. Diễn giải chi tiết và cách tính các biến được trình bày trong bảng 1.

Như vậy, mô hình nghiên cứu có dạng:

**Bảng 1: Các biến sử dụng trong mô hình**

<b>Biến phụ thuộc</b>	
ROA	Tỷ lệ lợi nhuận sau thuế trên tổng tài sản
ROE	Tỷ lệ lợi nhuận sau thuế trên vốn chủ sở hữu
<b>Biến độc lập</b>	
AssT	Doanh thu/Tổng tài sản (Vòng quay tổng tài sản)
AdmR	Chi phí quản lý doanh nghiệp/Doanh thu
FCF	Dòng tiền tự do của doanh nghiệp/Doanh thu = $\frac{\text{Dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh} - \text{Chi phí lãi vay} - \text{Chi phí thuế TNDN}}{\text{Doanh thu}}$
LnTA	Logarit tự nhiên của tổng tài sản
DA	Tỷ lệ nợ trên tổng tài sản

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

$$ROA_t = \beta_1 + \beta_2 AssT_t + \beta_3 AdmR_t + \beta_4 FCF_{t-1} + \beta_5 LnTA_t + \beta_6 DA_t + e_t \quad (1)$$

$$ROE_t = \beta_1 + \beta_2 AssT_t + \beta_3 AdmR_t + \beta_4 FCF_{t-1} + \beta_5 LnTA_t + \beta_6 DA_t + e_t \quad (2)$$

Dựa vào các nghiên cứu của Ang & cộng sự (2000), Singh & Davidson (2003) và Wang (2010), kết hợp xem xét mức độ sẵn có của dữ liệu nghiên cứu, tác giả chọn ra ba biến đại diện cho chi phí hoạt động của doanh nghiệp, bao gồm AssT, AdmR, FCF. Trong đó, AssT và hiệu quả hoạt động (ROA, ROE) được kỳ vọng có mối tương quan dương, vì khi doanh nghiệp càng sử dụng tốt tài sản của mình để tạo ra doanh thu thì hiệu quả hoạt động càng lớn. Ngược lại, AdmR và FCF lại được kỳ vọng tác động nghịch chiều tới hiệu quả hoạt động theo lý thuyết chi phí đại diện, vì khi những biến số này lớn, người quản lý (người đại diện) trong doanh nghiệp càng có cơ hội chi tiêu (hoặc đã chi tiêu) tài sản của công ty để phục vụ cho mục đích cá nhân (chi phí đại diện lớn), kết quả là làm cho hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp giảm xuống. Một điểm đáng lưu ý là chi tiêu chi phí hoạt động của doanh nghiệp, trong rất nhiều nghiên cứu được sử dụng như một trong các biến đại diện có ý nghĩa cho chi phí đại diện (chẳng hạn Ang & cộng sự, 2000; Wang, 2010), nhưng trong mẫu nghiên cứu có đến 52 doanh nghiệp không công bố số liệu về chi tiêu này (chiếm đến gần 50%). Do đó, tác giả không thể sử dụng biến này trong mô hình (1) và (2), vì nếu sử dụng thì mô hình sẽ không đủ khả năng khái quát cho toàn ngành.

Bên cạnh đó, tác động của quy mô doanh nghiệp (đại diện bằng tổng tài sản) và cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp đã được thừa nhận rộng rãi trong rất nhiều các nghiên cứu trước đây về cấu trúc vốn (Kraus & Litzenberger, 1973; Myers, 1984). Bởi vậy, để loại bỏ vấn đề bỏ sót biến, biến

tổng tài sản (LnTA) và tỷ lệ nợ (DA) được đưa vào mô hình. Quy mô có thể tác động tích cực lên hiệu quả hoạt động nhờ lợi thế kinh tế về quy mô, song mặt tiêu cực có thể đến từ khả năng quản lý yếu kém khi bộ máy hoạt động trở nên cồng kềnh. Tương tự, sử dụng nợ có thể đem lại hiệu quả từ tầm chắn thuế và hạn chế dòng tiền tự do trong tay nhà quản lý, song nguy cơ tiềm ẩn đến từ rủi ro thanh khoản và chi phí kiệt quệ tài chính.

#### 4. Kết quả và thảo luận

Tỷ lệ nợ của các công ty trong mẫu nghiên cứu ở mức rất cao (giá trị trung bình bằng 0,659), cho thấy sự ưa thích sử dụng đòn bẩy tài chính trong việc xây dựng cấu trúc vốn của các doanh nghiệp xây dựng niêm yết tại Việt Nam. Mặc dù đòn bẩy tài chính có thể mang lại lợi ích rất lớn cho các chủ sở hữu, song cũng tiềm ẩn nhiều rủi ro, đặc biệt là rủi ro thanh khoản. Trong điều kiện thị trường xây dựng và bất động sản đang “đóng băng” như hiện nay, mức độ rủi ro này càng lớn vì tính thanh khoản thấp của thị trường làm hạn chế dòng tiền trả lãi vay và trả gốc của các doanh nghiệp. Mặt khác, tỷ lệ ROA và ROE trung bình tương đối thấp (giá trị trung bình lần lượt là 3,4% và 10,9%) một mặt phản ánh thực trạng hoạt động tương đối kém hiệu quả của các doanh nghiệp ngành xây dựng, mặt khác thể hiện mức độ rủi ro cao khi sử dụng quá nhiều đòn bẩy tài chính. Một khía cạnh khác thể hiện sự kém hiệu quả của các doanh nghiệp ngành xây dựng, đó là vòng quay tổng tài sản tương đối thấp, trung bình chỉ ở mức 0,748.

Bên cạnh đó, chi phí quản lý doanh nghiệp trung bình ở mức khá cao (14% so với doanh thu thuần). Tuy nhiên, chưa thể đánh giá tác động của mức chi phí cao này đối với hiệu quả hoạt động vì có thể chi phí cao, một mặt làm gia tăng gánh nặng của doanh nghiệp, song mặt khác lại giúp doanh nghiệp nâng

**Bảng 2: Thống kê mô tả các biến**

	Trung bình	Giá trị lớn nhất	Giá trị nhỏ nhất	Độ lệch chuẩn	Skewness	Kurtosis	Jarque-Bera	Xác suất
ROA	0,034	0,298	-0,351	0,057	-1,086	13,861	2785,784	0,000
ROE	0,109	0,508	-0,934	0,158	-2,230	14,278	3339,755	0,000
AssT	0,748	3,760	0,003	0,456	1,691	9,705	1280,662	0,000
AdmR	0,140	23,137	0,000	1,077	19,226	394,348	3511430,000	0,000
FCF	-0,074	6,440	-7,476	0,581	-0,915	86,928	160031,100	0,000
LTA	26,752	31,087	21,370	1,324	-0,104	3,920	20,196	0,000
DA	0,659	0,938	0,056	0,174	-0,762	2,964	52,834	0,000

Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu trên phần mềm EViews

**Bảng 3: Ma trận hệ số tương quan giữa các biến**

	ROA	ROE	AssT	AdmR	FCF	LnTA	DA
ROA	1,000						
ROE	0,836	1,000					
AssT	0,317	0,364	1,000				
AdmR	-0,208	-0,253	-0,125	1,000			
FCF	-0,082	-0,030	0,060	-0,032	1,000		
LnTA	-0,081	-0,003	-0,095	-0,038	-0,036	1,000	
DA	-0,220	0,022	0,076	0,009	-0,047	0,449	1,000

*Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu trên phần mềm Eviews*

cao năng lực và trình độ quản lý, mang lại hiệu quả kinh doanh cao hơn.

Một điểm đáng chú ý là tỷ lệ dòng tiền tự do trên doanh thu trung bình ở mức âm (-0,074). Thực tế, trong số 545 quan sát, có đến hơn 369 quan sát có giá trị dòng tiền tự do nhỏ hơn 0. Điều này cho thấy các doanh nghiệp ngành xây dựng hiện nay đang gặp rất nhiều khó khăn về dòng tiền và tính thanh khoản, dẫn đến mức độ rủi ro cao trong hoạt động sản xuất kinh doanh, đồng thời hạn chế khả năng phát triển trong tương lai. Điều này cũng góp phần lý giải cho tỷ lệ nợ xấu tăng cao đối với các doanh nghiệp ngành xây dựng trong vài năm trở lại đây

Bảng 3 mô tả hệ số tương quan giữa các biến sử dụng trong hai mô hình. Hệ số tương quan giữa ROA và ROE rất cao (0,836) cho thấy sự thống nhất trong đo lường hiệu quả hoạt động của hai biến phụ thuộc được lựa chọn. Hệ số tương quan giữa các

biến độc lập đều ở mức thấp, chứng tỏ hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình là không đáng lo ngại.

Dựa vào bộ số liệu thu thập được, tác giả tiến hành hồi quy mô hình (1) và (2), sử dụng phần mềm thống kê EViews. Kết quả được trình bày trong bảng 4.

Xác suất của thống kê F trong cả hai mô hình đều ở mức rất nhỏ, cho thấy cả hai mô hình đều có ý nghĩa. Cả hai mô hình đều cho kết quả khá tương đồng trong việc xác định chiều hướng của các biến giải thích lên biến được giải thích, cũng như mức ý nghĩa của các hệ số hồi quy. Trước hết, liên quan đến tác động của cấu trúc vốn lên hiệu quả hoạt động, hệ số hồi quy của biến DA trong cả hai mô hình đều có giá trị âm, trong đó mặc dù trong mô hình (2), hệ số này không có ý nghĩa thống kê, song trong mô hình (1) lại có ý nghĩa thống kê ở mức 10%. Như vậy có thể kết luận, đối với các doanh nghiệp niêm yết

**Bảng 4: Kết quả hồi quy**

	Mô hình (1) Biến phụ thuộc ROA			Mô hình (2) Biến phụ thuộc ROE		
	Hệ số hồi quy	Sai số chuẩn	Xác suất	Hệ số hồi quy	Sai số chuẩn	Xác suất
C	0.472***	0.150	0.002	1.153***	0.428	0.007
AssT	0.055***	0.008	0.000	0.172***	0.024	0.000
AdmR	-0.007***	0.002	0.00	-0.025***	0.006	0.000
FCF	-0.015***	0.004	0.000	-0.021**	0.010	0.037
LnTA	-0.016***	0.006	0.003	-0.043***	0.016	0.007
DA	-0.059*	0.030	0.052	-0.038	0.086	0.659
Số quan sát	545			545		
R <sup>2</sup>	50,6%			47,6%		
Thống kê F	3,9162			3,4709		
Xác suất (thống kê F)	0,0000			0,0000		

*Các ký hiệu \*\*\*, \*\*, \* lần lượt chỉ các mức ý nghĩa 1%, 5%, 10%*

*Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu trên phần mềm Eviews*

ngành Xây dựng, mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính càng cao thì hiệu quả hoạt động càng thấp. Với tỷ lệ nợ trên tổng tài sản trung bình ở mức khá cao (0,659), có thể thấy rằng các doanh nghiệp này không những không sử dụng hiệu quả, mà trái lại còn chịu tác động tiêu cực từ đòn bẩy tài chính.

Hệ số hồi quy của biến LnTA cũng có giá trị âm trong cả hai mô hình (lần lượt là -0,016 và -0,043), với mức ý nghĩa đều là 1%, chứng tỏ quy mô tổng tài sản có tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Lợi thế kinh tế nhờ quy mô không được tận dụng, trái lại, bộ máy cồng kềnh, cơ chế quản lý yếu kém, thiếu sự phối hợp đồng bộ... - những hệ quả tiêu cực xuất hiện khi quy mô doanh nghiệp tăng lên lại thể hiện rõ nét, đã tác động xấu đến kết quả kinh doanh của các công ty niêm yết ngành Xây dựng tại Việt Nam. Tuy nhiên, độ lớn của các hệ số hồi quy không cao: tính trung bình khi tăng tổng tài sản lên 1%, ROA và ROE giảm lần lượt 0,00016% và 0,00043%. Bởi vậy, tuy có ý nghĩa thống kê cao, song mức độ tác động của tổng tài sản lên hiệu quả hoạt động tương đối nhỏ.

Trong cả hai mô hình (1) và (2), hệ số hồi quy của hai biến AdmR và FCF đều nhỏ hơn 0 và có mức ý nghĩa rất cao (1%), nghĩa là khi chi phí quản lý và dòng tiền tự do càng lớn, các doanh nghiệp càng có xu hướng hoạt động kém hiệu quả. Như đã phân tích ở trên, chi phí quản lý doanh nghiệp trung bình rất lớn (bằng 14% tổng doanh thu), và lại có tác động tiêu cực đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp. Bởi vậy, có thể dự đoán rằng, chi phí đại diện trong các công ty được nghiên cứu đang ở mức cao. Mặt khác, hạn chế dòng tiền tự do có tác dụng giảm thiểu chi phí đại diện, vì người đại diện (nhà quản lý doanh nghiệp) sẽ có ít cơ hội chi tiêu phục vụ cho lợi ích cá nhân của mình hơn. Từ kết quả phân tích cho thấy phần lớn các công ty xây dựng niêm yết ở Việt Nam có dòng tiền tự do rất thấp, thậm chí âm, do đó đã phần nào hạn chế được chi phí đại diện, qua đó làm tăng hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Trong doanh nghiệp, khi chi phí đại diện lớn, người đại diện (quản lý của công ty) có xu hướng chi tiêu các tài sản của công ty để tạo ra lợi ích cho bản thân hơn là tạo ra doanh thu và lợi nhuận cho doanh nghiệp, hệ quả là vòng quay tổng tài sản sẽ thấp và đồng thời hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp cũng thấp. Từ kết quả hồi quy, vòng quay tổng tài sản và hiệu quả hoạt động có quan hệ thuận chiều giống như kỳ vọng (hệ số hồi quy trong mô hình (1) và (2) lần lượt là 0,472 và 1,153 với mức ý

nghĩa đều là 1%). Kết quả này tương đồng với hầu hết các nghiên cứu thực nghiệm trên thế giới về tác động của chi phí (chẳng hạn Singh & Davidson; 2003; Wang, 2010).

Như vậy, trong cả hai mô hình, hệ số hồi quy của ba biến AdmR, FCF và AssT đều có dấu giống như kỳ vọng của lý thuyết về chi phí đại diện. Như vậy, có thể kết luận (i) vấn đề người sở hữu – người đại diện có tồn tại, và trên một khía cạnh nào đó, chẳng hạn như khi xem xét chi phí quản lý doanh nghiệp, là khá trầm trọng trong các công ty niêm yết ngành Xây dựng ở Việt Nam (ii) nghiên cứu đưa ra thêm những bằng chứng cho thấy chi phí quản lý doanh nghiệp, dòng tiền tự do và vòng quay tổng tài sản là những đại diện tốt và có thể sử dụng để đo lường chi phí đại diện trong doanh nghiệp.

## 5. Kết luận và khuyến nghị

Nghiên cứu chỉ ra rằng chi phí quản lý doanh nghiệp, dòng tiền tự do và vòng quay tổng tài sản là những thước đo tốt cho chi phí đại diện trong doanh nghiệp. Do đó, giảm thiểu chi phí quản lý doanh nghiệp, dòng tiền tự do và nâng cao vòng quay tổng tài sản của công ty sẽ giúp hạn chế chi phí đại diện, qua đó góp phần nâng cao hiệu quả hoạt động. Đối với các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu, có thể hạn chế chi phí đại diện bằng cách sử dụng dòng tiền tự do để trả bớt nợ nhằm làm giảm tỷ lệ nợ, đồng thời giảm quy mô tổng tài sản, qua đó góp phần làm tăng vòng quay tổng tài sản.

Mặt khác, từ kết quả nghiên cứu cho thấy, các doanh nghiệp niêm yết ngành Xây dựng tại Việt Nam hiện nay đang sử dụng đòn bẩy tài chính quá mức, trong đó dòng tiền lại hạn chế, gây ra rủi ro thanh khoản và tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động. Do đó, tác giả cho rằng trong thời gian tới, để nâng cao hiệu quả hoạt động, các doanh nghiệp niêm yết ngành xây dựng cần giảm mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính trong cơ cấu vốn, đồng thời tổ chức lại bộ máy quản lý và nâng cao hiệu quả sử dụng tài sản để có thể tận dụng được lợi thế nhờ quy mô khi doanh nghiệp ngày càng lớn mạnh. Thêm vào đó, cần tiếp tục có các biện pháp nhằm hạn chế dòng tiền, và đặc biệt là hạn chế chi phí và nâng cao hiệu quả quản lý doanh nghiệp.

Hạn chế của nghiên cứu là chỉ hướng đến các đối tượng trong một ngành cụ thể ở Việt Nam (ngành xây dựng) trong giai đoạn năm năm từ 2009 đến 2013. Các nghiên cứu tiếp theo có thể mở rộng đối tượng và phạm vi nghiên cứu (số lượng ngành và số năm)

để có sự so sánh giữa các ngành, đồng thời có cái nhìn tổng quan hơn về vấn đề chi phí đại diện trong các doanh nghiệp Việt Nam nói chung và các doanh nghiệp niêm yết nói riêng. Một hạn chế khác của nghiên cứu này là chưa tiếp cận được đầy đủ các số

liệu cần thiết, đặc biệt là số liệu về chi phí hoạt động, mức độ tập trung và tính chất của cơ cấu sở hữu – những biến số có thể tác động lên chi phí đại diện. Vấn đề này có thể được khắc phục trong các nghiên cứu tiếp theo, khi có nguồn số liệu đầy đủ hơn. □

### Tài liệu tham khảo

- Ang, James S., Cole, Rebel A. & Lin, James W. (2000), 'Agency Costs and Ownership Structure', *Journal of Finance*, 55(1), 81-106.
- Berle, A.A. Jr. & Means, G.C. (1932), *The modern corporation and private property*, Harcourt, Brace & World, New York.
- Chung, R., Firth, M., & Kim, J.B. (2005a), 'FCF Agency Costs, Earnings Management, and Investor Monitoring', *Corporate Ownership and Control*, 2(4), 51-61.
- Chung, R., Firth, M., & Kim, J.B. (2005b), 'Earnings management, surplus free cash flow, and external monitoring', *Journal of Business Research*, 58(6), 766-776.
- Crutchley, C.E. & Hansen, R.S. (1989), 'A test of the agency theory of managerial ownership, corporate leverage, and corporate dividends', *Financial Management*, 36-46.
- Demsetz, H. & Villalonga, B. (2001), 'Ownership structure and corporate performance', *Journal of Corporate Finance*, 7, 209-233.
- Himmelberg, C., Hubbard, R.G. & Palia, D. (1999), 'Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance', *Journal of Financial Economics*, 53, 353-384.
- Jensen, M. & Meckling, W. (1976), 'The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure', *Journal of Financial Economics*, 3(1), 305-360.
- Kraus, A. & Litzenger, R.H. (1973), 'A state-preference model of optimal financial leverage', *The Journal of Finance*, 28(4), 911-922.
- Loderer, C. & Martin, K. (1997), 'Executive Stock Ownership and Performance: Tracking Faint Traces', *Journal of Financial Economics*, 45, 223-255.
- McConnell, J.J. & Servaes, H. (1990), 'Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value', *Journal of Financial Economics*, 27, 595- 612.
- Morck, R., Scheifer, A. & Vishny, R.W. (1988), 'Management Ownership and Market Valuation', *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315.
- Myers, S.C. (1984), 'The capital structure puzzle', *The journal of finance*, 39(3), 574-592.
- Nhâm Phong Tuấn & Nguyễn Anh Tuấn (2013), 'Quản trị công ty: Vấn đề đại diện của các công ty đại chúng Việt Nam', *Tạp chí Khoa học ĐHQGHN, Kinh tế và Kinh doanh*, 29(1), 1-10.
- Nguyễn Ngọc Thanh (2009), 'Vấn đề chủ sở hữu và người đại diện - Một số gợi ý về chính sách cho Việt Nam', *Tạp chí Khoa học ĐHQGHN, Kinh tế và Kinh doanh*, 26(1), 30-36.
- Singh, M. & Davidson III, W.N. (2003), 'Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms', *Journal of Banking & Finance*, 27(5), 793-816.
- Wang, G.Y. (2010), 'The impacts of free cash flows and agency costs on firm performance', *Journal of Service Science and Management*, 3(4), 408-418.

---

### Thông tin tác giả:

#### \*Hoàng Trung Lai

- Tổ chức tác giả công tác: Viện Ngân hàng – Tài chính, Đại học Kinh tế quốc dân
- Lĩnh vực nghiên cứu: tiền tệ, ngân hàng, quản trị tài chính doanh nghiệp, đầu tư tài chính.
- Một số tạp chí tiêu biểu tác giả đã đăng tải công trình nghiên cứu: *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*
- Địa chỉ liên hệ: Địa chỉ Email: laiht@neu.edu.vn