

# CHI PHÍ ĐẠI DIỆN VÀ QUYẾT ĐỊNH TÀI CHÍNH: NGHIÊN CỨU THỰC NGHIỆM ĐỐI VỚI CÁC DOANH NGHIỆP XÂY DỰNG NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

**Nguyễn Văn Nam**

*Viện Ngân hàng- Tài chính, Đại học Kinh tế Quốc dân*

**Nguyễn Thị Vũ Khuyên**

*Viện Kinh tế và quản lý, Đại học Bách Khoa Hà Nội*

*Email: vukhuyen.ktqd@gmail.com*

Ngày nhận: 12/7/2017

Ngày nhận bản sửa: 21/8/2017

Ngày duyệt đăng: 25/9/2017

## **Tóm tắt:**

*Chi phí đại diện phát sinh khi doanh nghiệp gặp phải sự thiếu đồng thuận giữa mục đích của chủ sở hữu, chủ nợ và nhà quản lý. Bài báo kiểm định sự tác động của các quyết định quản trị tài chính tới chi phí đại diện đối với doanh nghiệp xây dựng Việt Nam. Kết quả cho thấy có nhiều điểm trái ngược với các kết luận ở các thị trường Mỹ, Anh, Nga, Ấn Độ và Đông Âu... Thứ nhất, các doanh nghiệp có xu hướng sử dụng càng nhiều nợ thì chi phí đại diện của nợ càng cao. Thứ hai, doanh nghiệp càng tăng hiệu quả sử dụng vốn chủ sở hữu thì chi phí đại diện cổ phần càng giảm. Thứ ba, doanh nghiệp càng tiết kiệm được chi phí sản xuất thì chi phí đại diện càng giảm; tuy nhiên nếu cắt giảm phần thu nhập của doanh nghiệp cho các đối tượng khác trong khu vực sản xuất kinh doanh thì chi phí đại diện tăng lên. Cuối cùng, doanh nghiệp trả cổ tức nhiều hơn sẽ làm tăng chi phí đại diện của cả cổ phần và nợ.*

**Từ khóa:** Chi phí đại diện của nợ, chi phí đại diện cổ phần, quyết định tài chính.

## **Agency Costs and Financial Decisions: Empirical Study of Listed Construction Firms on Vietnam Stock Exchange**

### *Abstract*

*Agency costs incurred when there are conflicts of purposes among shareholders, creditors and executives. The study is to test the impacts of financial decisions on agency costs of Vietnamese construction firms. Some findings in this research are contrary to that in the studies conducted in the contexts of US, UK, Russia, India, and Western Europe. First, more debts are used by Vietnam construction firms, the higher agency cost of debt is. Second, the greater the efficiency of using equity is, the lower the agency cost of equity is. Third, the lower production costs are, the lower agency cost is. However, if the construction firms reduce income distributed to other stakeholders in a business sector, agency cost increases. Finally, businesses paying more dividends will increase the agency cost of both equity and debt.*

*Keywords: Agency cost of debt, agency cost of equity, financial decisions.*

## 1. Giới thiệu

Vấn đề người đại diện đã và vẫn đang thu hút sự quan tâm lớn của giới nghiên cứu và các doanh nghiệp trên thế giới, đặc biệt là sau sự kiện sụp đổ của các tập đoàn hàng đầu thế giới như Enron, Worldcom,... Trong trường hợp của Enron, tổng cộng 63 tỷ đô la Mỹ (USD) giá trị cổ phiếu bị bốc hơi trong vòng 12 tháng. Tính đến thời điểm đó, đây được xem là sự mất mát lớn nhất (Keown & cộng sự, 2005). Một trong những bài học từ sự thất bại của Enron liên quan đến việc cổ tình vi phạm pháp luật và lừa dối cổ đông của những nhà điều hành. Mặc dù mục tiêu của doanh nghiệp là tối đa hóa giá trị sở hữu của cổ động, nhưng trong thực tế vấn đề người đại diện gây trở ngại cho việc đạt được mục tiêu đó khi doanh nghiệp có sự tách biệt giữa người quản lý và người chủ sở hữu, và nhiều khả năng quyết định quản lý được đưa ra chưa chắc đã mang đến lợi ích cao nhất cho chủ sở hữu. Jensen & Meckling (1976), Crutchley (1987), Kokoreva & Ulugova (2013), Zakaria & cộng sự (2016) đã chứng minh rằng những nhà quản lý lựa chọn quyền sở hữu cổ phần của họ tại doanh nghiệp, lựa chọn cấu trúc vốn và chính sách phân chia cổ tức tối thiểu hóa chi phí mà doanh nghiệp phải gánh chịu khi nảy sinh vấn đề người đại diện.

Đối với những thị trường mới nổi như Việt Nam, nơi mà vấn đề thông tin bất cân xứng diễn ra ở mức độ cao, hệ thống pháp luật chưa chặt chẽ và đầy đủ cũng như còn non yếu về cơ chế quản trị công ty, thì vấn đề người đại diện có thể còn rõ nét và vẫn còn cần được nghiên cứu sâu, rộng hơn nữa. Bằng việc nghiên cứu thực nghiệm trên 66 doanh nghiệp xây dựng niềm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2010 đến 2016, bài báo kiểm tra những giả thuyết về mối tương quan giữa 3 quyết định chính trong quản trị tài chính doanh nghiệp với việc tối thiểu hóa chi phí đại diện.

## 2. Tổng quan tình hình nghiên cứu

### 2.1. Lý thuyết người đại diện và chi phí đại diện

Lý thuyết người đại diện hiện đại được đưa ra bởi Jensen & Meckling (1976), chỉ ra rằng khi cổ phần nắm giữ bởi nhà quản lý giảm đi thì khả năng xuất hiện những quyết định không tối ưu cho những cổ đông khác sẽ tăng lên. Tình huống này dẫn đến sự gia tăng của chi phí đại diện nhằm giám sát những nhà quản lý doanh nghiệp hoặc cho phép họ ra những quyết định mà cổ đông không thể tự quyết định. Sự xuất hiện của những mối quan hệ đại diện

trong doanh nghiệp ảnh hưởng đến các chính sách về cơ cấu vốn, đầu tư, cấu trúc sở hữu, phân chia thu nhập... nhằm giảm thiểu chi phí đại diện.

Vấn đề người đại diện gây ra chi phí đại diện và chi phí này có thể được chia thành 2 loại xuất phát từ 2 loại mâu thuẫn đại diện chính trong doanh nghiệp: mâu thuẫn giữa cổ đông và nhà quản lý, và mâu thuẫn giữa cổ đông và chủ nợ.

#### *Mâu thuẫn giữa cổ đông và nhà quản lý*

Người quản lý được trao quyền bởi các cổ đông để thực hiện việc ra quyết định kinh doanh trong đó có các quyết định tài chính. Tuy nhiên, ban giám đốc và những người điều hành khác của doanh nghiệp không phải lúc nào cũng làm những việc mang lại lợi ích lớn nhất cho cổ đông, mà thay vào đó, lại đa phần làm vì lợi ích của mình. Tương tự như vậy, người quản lý doanh nghiệp có thể có những hành vi làm tổn hại lợi ích của các chủ nợ để đảm bảo lợi ích cho mình.

Chi phí liên quan tới vấn đề người đại diện được gọi là chi phí đại diện. Jensen & Meckling (1976) định nghĩa chi phí đại diện bằng tổng các chi phí của việc sắp xếp, quản trị và thực thi các hợp đồng cả chính thức và phi chính thức cộng với những chi phí cơ hội phát sinh khi các hợp đồng khả thi nhưng lại được thi hành không hoàn hảo. Như vậy, chi phí đại diện bao gồm chi phí hợp đồng, chi phí giao dịch, chi phí rủi ro đạo đức và chi phí thông tin.

Việc đo lường chi phí này không phải là điều dễ dàng, tuy nhiên các nhà nghiên cứu vẫn cố gắng lượng hóa trong tùy điều kiện nền kinh tế. Ang & cộng sự (2000), Florackis & Ozkan (2009), Zakaria & cộng sự (2016) dùng chỉ tiêu sức sản xuất tổng tài sản (tỷ lệ doanh thu thuần trên tổng tài sản bình quân) như là 1 tiêu chí để đo lường chi phí đại diện. Sức sản xuất tổng tài sản thấp thể hiện quyết định đầu tư yếu kém, nỗ lực không đủ và lãng phí nguồn lực, vì thế có thể hiểu rằng chi phí đại diện đang gia tăng do mâu thuẫn giữa nhà quản lý và cổ đông. Singh & Davidson (2004), Florackis & Ozkan (2009) phát triển thêm 1 tiêu chí nữa là tỷ lệ giữa tổng chi phí quản lý doanh nghiệp và chi phí bán hàng trên tổng doanh thu. Chi phí quản lý doanh nghiệp và chi phí bán hàng giúp hoạt động bán hàng, tổ chức và quản lý hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp, được thực thi bởi ban giám đốc hay những nhà quản lý. Những chi phí này tăng là do sự tùy tiện trong quản lý và nó liên quan thuận chiều với chi phí đại diện (Firth & cộng sự, 2008).

### *Mâu thuẫn giữa cổ đông và chủ nợ*

Một vài quyết định quản trị làm gia tăng lợi ích của cổ đông trong khi làm giảm lợi ích của chủ nợ. Khi thị trường không hoàn hảo, cổ đông ưa thích những dự án mạo hiểm còn chủ nợ thì ngược lại. Với các điều kiện khác không đổi, giá trị sở hữu của cổ đông sẽ tăng lên cùng chiều với rủi ro còn lợi ích của chủ nợ sẽ giảm đi ngược chiều với rủi ro. Khi rủi ro tăng lên chủ nợ có thể phải đối mặt với việc lợi nhuận kỳ vọng giảm đi vì các khoản trả lãi và gốc có thể không nhận được như mong đợi. Mâu thuẫn này càng lớn hơn khi nhà quản lý tái phân phối lợi ích từ chủ nợ sang cổ đông bằng cách tăng rủi ro của doanh nghiệp bằng cách tăng rủi ro sau khi vay nợ. Như vậy, để tự bảo vệ khỏi vấn đề người đại diện, các chủ nợ yêu cầu lợi tức cao hơn và kỳ hạn ngắn hơn, dẫn đến chi phí đại diện áp lên doanh nghiệp tăng lên (Reed & cộng sự, 1999). Các điều khoản vay nợ có thể được sử dụng để hạn chế hành vi chuyển rủi ro của nhà quản lý (Crutchley, 1987).

Sự tăng lên của chi phí đại diện sẽ liên quan tới sự tăng lên của nhu cầu vay nợ, được phản ánh bởi tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp (Reed & cộng sự, 1999; Kokoreva & Ulugova, 2013). Ngoài ra, Lee (2010) đã dùng dấu hiệu “sử dụng nhiều nợ ngắn hạn” để chỉ ra sự gia tăng của chi phí đại diện của nợ nói chung.

### **2.2. Quản trị tài chính doanh nghiệp**

Nội dung của quản trị tài chính doanh nghiệp xoay quanh 3 quyết định chính: quyết định đầu tư, quyết định huy động vốn và quyết định phân chia thu nhập.

#### *Quyết định đầu tư tài sản*

Quyết định này liên quan tới việc doanh nghiệp sẽ đầu tư nguồn lực hữu hạn của mình vào đâu? Và những yếu tố nào tạo nên một khoản đầu tư hiệu quả? Kết quả của hoạt động đầu tư và sử dụng tài sản đầu tư được thể hiện qua hệ thống các chỉ tiêu kết cấu và hiệu quả sử dụng tài sản ngắn hạn, tài sản dài hạn và tổng tài sản.

#### *Quyết định huy động vốn*

Khi ra quyết định về huy động vốn, các nhà quản lý tài chính phải quyết định việc doanh nghiệp có thể huy động quỹ cho hoạt động đầu tư từ nguồn nào? Có thể kết hợp các nguồn như thế nào?

Kết quả của hoạt động huy động vốn được đo lường bằng chỉ tiêu cơ cấu nguồn vốn huy động như tỷ lệ nợ phải trả trên tổng nguồn vốn, tỷ lệ nợ phải

trả trên vốn chủ sở hữu,... và chỉ tiêu đánh giá hiệu quả của việc sử dụng vốn phổ biến nhất là tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu.

#### *Quyết định phân chia thu nhập*

Với quyết định về phân chia thu nhập, nhà quản lý tài chính phải quyết định tỷ trọng và giá trị phân bổ tổng thu nhập của công ty tới các đối tác tham gia trong quá trình sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp như: các nhà cung cấp của doanh nghiệp, nhà cung ứng tín dụng, nhà nước... và chủ sở hữu doanh nghiệp. Việc phân chia này được thực hiện dựa trên việc chi trả các chi phí phát sinh trong quan hệ kinh doanh với các đối tác tham gia quá trình sản xuất kinh doanh và phân chia cổ tức đối với chủ sở hữu doanh nghiệp (Ngô Thu Giang, 2015).

Quyết định phân chia thu nhập trong khu vực sản xuất kinh doanh được đánh giá qua các chỉ tiêu lợi nhuận gộp/doanh thu thuần, lợi nhuận trước thuế và lãi vay/ doanh thu thuần, và lợi nhuận sau thuế/doanh thu thuần...

Các chỉ tiêu được sử dụng trong đánh giá chính sách cổ tức là giá trị cổ tức bằng tiền, suất sinh lời của doanh nghiệp trên một cổ phiếu (EPS), tỷ lệ cổ tức trên mệnh giá và tỷ lệ cổ tức trên thị giá cổ phiếu...

### **2.3. Quản trị tài chính và chi phí đại diện**

#### *Quyết định tư đầu và chi phí đại diện*

Trong nghiên cứu lý thuyết và cả thực nghiệm, một số tiêu chí liên quan đến quyết định đầu tư đã được sử dụng để làm thước đo đo lường chi phí đại diện. Như ở phần trên, ta cũng đề cập đến chỉ tiêu sức sản xuất tổng tài sản đã được Ang & cộng sự (2000), Florackis & Ozkan (2009), Zakaria & cộng sự (2016) dùng làm chỉ tiêu đo lường chi phí đại diện của chủ sở hữu, do sức sản xuất tổng tài sản thấp thể hiện quyết định đầu tư yếu kém, nỗ lực không đủ và lãng phí nguồn lực của nhà quản lý.

Việc đầu tư vào tài sản cố định hữu hình cũng là tiêu chí đo lường chi phí đại diện được Low (1996), Kayakachoian (2000) sử dụng. Theo Low (1996), khi định giá doanh nghiệp, có 2 thành phần tạo nên giá trị của doanh nghiệp, đó là giá trị của tài sản hữu hình và giá trị của cơ hội tăng trưởng trong tương lai, hay nói cách khác là tài sản vô hình. Giá trị của cơ hội phát triển tương lai là kết quả của những quyết định đầu tư của doanh nghiệp sẽ tạo ra trong tương lai. Trong thực tế đã được chứng minh, các doanh nghiệp có tỷ lệ cơ hội tăng trưởng cao thường

có mức độ thông tin bất cân xứng cao hơn các doanh nghiệp còn lại. Nhà quản lý có thông tin nội bộ về lợi ích kỳ vọng thu được từ các dự án đầu tư, trong khi thông tin này lại không thực sự rõ ràng đối với các cổ đông và chủ nợ. Vì vậy, doanh nghiệp có tỷ lệ tài sản cố định hữu hình cao thông thường sẽ có chi phí đại diện thấp hơn bởi vì việc chuyển giao lợi ích của tài sản đã có sẵn sẽ khó hơn đối với tài sản chưa được hình thành. Cũng trên cơ sở đó, Kayakachoian (2000) dùng tỷ lệ tài sản không đầu tư vào thiết bị và nhà xưởng để đo lường chi phí đại diện của nợ. Tỷ lệ này được xác định với công thức:

Tỷ lệ tài sản không đầu tư vào thiết bị và nhà xưởng = 1 – Tài sản cố định hữu hình/Tổng tài sản

Kayakachoian (2000) cũng dùng tỷ lệ tiền mặt và các khoản tương đương tiền trên tổng tài sản, đại diện cho khả năng thanh khoản của tài sản doanh nghiệp để đo lường chi phí đại diện của nợ vì chỉ tiêu này ám chỉ khả năng thanh toán nghĩa vụ nợ tức thời của doanh nghiệp. Nhà quản lý chấp nhận tỷ lệ này cao để tăng khả năng vay nợ cho doanh nghiệp, đó chính là chi phí đại diện của nợ.

#### *Quyết định huy động vốn và chi phí đại diện*

Theo lý thuyết người đại diện, tỷ lệ nợ cao sẽ làm giảm chi phí đại diện vì lợi ích của cổ đông và nhà quản lý sẽ được cân bằng. Đồng thời, việc sử dụng nợ sẽ làm giảm dòng tiền có sẵn để sử dụng khi cần bởi nhà quản lý (Jensen, 1986).

Crutchley (1987) tìm ra mối tương quan nghịch và có ý nghĩa giữa cơ cấu nợ và chi phí đại diện của các doanh nghiệp Mỹ. Nghiên cứu ở các nước phát triển khác của Grossman & Hart (1982), Ang & cộng sự (2000), Florackis (2008) cho rằng việc sử dụng nợ sẽ buộc nhà quản lý có ít đặc quyền và ít bổng lộc hơn, đồng thời làm giảm khả năng bị phá sản cũng như mất kiểm soát vì chủ nợ sẽ có động lực để giám sát hoạt động của doanh nghiệp. Ngoài ra, doanh nghiệp với nghĩa vụ nợ, đặc biệt là nợ ngân hàng có thể truyền tin tức tốt tới thị trường chứng khoán về sự đáng tin cậy của người vay nợ; từ đó làm giảm thông tin bất cân xứng giữa người vay nợ và nhà đầu tư, hay nói cách khác là giảm chi phí đại diện của nợ (Florackis, 2008).

Ở một số nước đang phát triển như Nga, Ấn Độ và Đông Âu, có sự tương quan ngược chiều giữa chi phí đại diện và lựa chọn cơ cấu nợ trên vốn chủ sở hữu Kokoreva & Ulugova (2013). Zakaria & cộng sự (2016) cũng chứng minh rằng khi các doanh nghiệp ở Malaysia tăng tỷ số nợ trên tổng nguồn vốn, chi

phí đại diện có xu hướng giảm xuống. Trong khi đó, tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu và tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu lại có mối quan hệ thuận chiều với chi phí đại diện của vốn cổ phần. Điều này giải thích việc chủ nợ của những công ty có đòn bẩy tài chính cao quan tâm nhiều hơn tới việc giám sát nhà quản lý để đảm bảo vốn của họ không bị đầu tư lãng phí vào những dự án không có khả năng sinh lời. Dù vậy, nghiên cứu tương tự trên các doanh nghiệp Trung Quốc và Brazil lại không chứng minh được mối quan hệ có nghĩa giữa cơ cấu nợ và chi phí đại diện (Kokoreva & Ulugova, 2013).

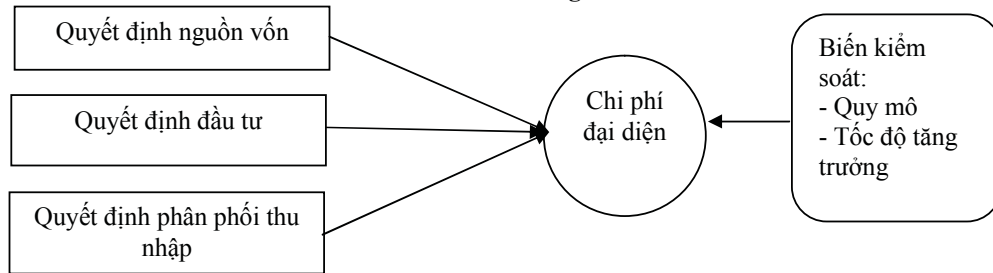
#### *Quyết định phân phối thu nhập và chi phí đại diện*

Quyết định phân phối thu nhập của doanh nghiệp tới các bên liên quan này có thể sẽ ảnh hưởng tới các mối quan hệ đại diện. Việc nghiên cứu từ lý thuyết tới thực nghiệm đến nay hướng tới vấn đề chi trả cổ tức với chi phí đại diện đã được thực hiện tương đối nhiều, tuy nhiên kết quả không đồng nhất ở mọi nền kinh tế và mọi thời điểm. Ngoài ra, mối liên hệ giữa quyết định phân phối phát sinh trong quá trình sản xuất kinh doanh và chi phí đại diện hầu như chưa được xem xét.

Khi trả cổ tức lớn dần lên, dường như doanh nghiệp đang có dự định huy động vốn trên thị trường từ các nhà đầu tư. Tuy nhiên, khi vốn được tài trợ để trả cho cổ tức tăng lên, doanh nghiệp sẽ phải trả chi phí phát hành cao hơn cho các ngân hàng bảo hiểm, hay chi phí đại diện sẽ tăng lên. Một biện luận trái ngược lại cho rằng khi nhà quản lý doanh nghiệp thực hiện chi trả cổ tức sẽ làm doanh nghiệp dễ dàng huy động được thêm vốn trên thị trường, nhưng đồng thời, cũng dẫn đến việc tăng cường giám sát và những quy định mà doanh nghiệp phải tuân thủ. Vì thế, chi phí đại diện bị giảm. Từ đó, doanh nghiệp có thể dùng chính sách cổ tức như là một công cụ giúp giải quyết vấn đề đại diện.

Moh'd (1991), D'souza & Saxena (1999) qua nghiên cứu thực nghiệm đã chứng minh được quan điểm cho rằng có tác động ngược chiều giữa chi phí đại diện và tỷ lệ trả cổ tức. Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu của Kayakachoian (2000) lại cho thấy có rất ít mối tương quan giữa tỷ lệ trả cổ tức với bộ chỉ tiêu đo lường chi phí đại diện khá đa dạng. Tương tự, Michael (2013) cũng kết luận rằng vấn đề người đại diện không phải là nhân tố của quyết định phân chia cổ tức hiện tại và tương lai của các doanh nghiệp niêm yết ở Nigeria, vì thế chính sách cổ tức không nhằm mục đích giải quyết vấn đề người đại diện.

**Hình 1: Sơ đồ mô hình nghiên cứu**



**Bảng 1: Mô tả các biến trong mô hình**

I. Biến phụ thuộc	Khái niệm	Cách đo lường
1. AGCE1	Chi phí đại diện cổ phần 1	Tỷ lệ giữa tổng chi phí quản lý doanh nghiệp và chi phí bán hàng trên tổng doanh thu (Singh & Davidson, 2004; Florackis & Ozkan, 2009).
2. AGCE2	Chi phí đại diện cổ phần 2	Sức sản xuất tổng tài sản = Doanh thu thuần/tổng tài sản bình quân (Ang & cộng sự, 2000; Florackis & Ozkan, 2009; Zakaria & cộng sự, 2016).
3. AGCD1	Chi phí đại diện nợ 1	Tỷ lệ nợ ngắn hạn trong tổng nguồn vốn (Lee, 2010).
4. AGCD2	Chi phí đại diện nợ 2	Tỷ lệ tài sản không đầu tư vào tài sản cố định = 1 – tỷ lệ tài sản cố định hữu hình (Kayakachoian, 2000).
II. Biến độc lập	Khái niệm	Cách đo lường
1. FD1	Quyết định huy động vốn 1	Tỷ lệ nợ phải trả trên tổng nguồn vốn.
2. FD2	Quyết định huy động vốn 2	Tỷ lệ nợ phải trả trên vốn chủ sở hữu.
3. FD3	Quyết định huy động vốn 3	Tỷ lệ giữa lợi nhuận sau thuế với vốn chủ sở hữu bình quân (ROE).
4. ID1	Quyết định đầu tư 1	Sức sản xuất tổng tài sản = Doanh thu thuần/tổng tài sản bình quân.
5. ID2	Quyết định đầu tư 2	Tỷ trọng tài sản ngắn hạn trong tổng tài sản.
6. ID3	Quyết định đầu tư 3	Tỷ suất sinh lời tổng tài sản (ROA).
7. PD1	Quyết định phân phối thu nhập 1	Lợi nhuận gộp biên = Lợi nhuận gộp * 100%/doanh thu.
8. PD2	Quyết định phân phối thu nhập 2	Tỷ suất sinh lời trên doanh thu = Lợi nhuận sau thuế * 100%/doanh thu.
9. PD3	Quyết định phân phối thu nhập 3	Tỷ lệ giữa giá trị cổ tức trả bằng tiền trên mệnh giá của cổ phiếu.
10. PD4	Quyết định phân phối thu nhập 4	Tỷ lệ trả cổ tức = Tỷ lệ giữa giá trị cổ tức trả bằng tiền trên một cổ phiếu với sức sinh lời của một cổ phiếu (EPS).
III. Biến kiểm soát	Khái niệm	Cách đo lường
C1	Quy mô công ty	Logarit tự nhiên của giá trị sổ sách tổng tài sản.
C2	Tốc độ tăng trưởng	Tỷ lệ phần trăm tăng giảm của Lợi nhuận trước thuế và lãi vay (EBIT) hàng năm (Iqbal & Shah, 2012).

Như vậy, tại các nền kinh tế khác nhau và các thời điểm nghiên cứu khác nhau, sự tác động của quản trị tài chính doanh nghiệp tới chi phí đại diện là không giống nhau. Đồng thời, theo hiểu biết của tác giả, việc nghiên cứu một cách đầy đủ cả 3 quyết định tài chính tới chi phí đại diện ở Việt Nam nói chung hay ngành xây dựng nói riêng là chưa có.

### 3. Phương pháp nghiên cứu

#### 3.1. Mô hình nghiên cứu

Hình 1: Sơ đồ mô hình nghiên cứu

Các biến trong mô hình được thể hiện ở Bảng 1.

Như vậy, sẽ có 4 mô hình hồi quy tương ứng với 4 biến phụ thuộc khác nhau để thấy được sự tác động của các quyết định trong quản trị tài chính tới chi phí đại diện dưới các cách đo lường khác nhau. Cụ thể:

Mô hình 1:

$$AGCE1 = \beta_0 + \beta_1 FD_i + \beta_j ID_j + \beta_k PD_k + \beta_n C_n$$

Mô hình 2:

$$AGCE2 = \alpha_0 + \alpha_i FD_i + \alpha_k PD_k + \alpha_n C_n$$

Mô hình 3:

$$AGCD1 = \gamma_0 + \gamma_i FD_i + \gamma_j ID_j + \gamma_k PD_k + \gamma_n C_n$$

Mô hình 4:

$$AGCD2 = \eta_0 + \eta_i FD_i + \eta_k PD_k + \eta_n C_n$$

Trong mô hình 2 và 3 không đánh giá tác động của quyết định đầu tư vì biến phụ thuộc AGCE2 và AGCD2 chính là chỉ tiêu đánh giá hiệu quả (sức sản xuất tổng tài sản) và cấu trúc đầu tư tài sản (tỷ lệ tài sản không đầu tư vào tài sản cố định) của doanh nghiệp.

#### 3.2. Dữ liệu, mẫu nghiên cứu và phương pháp phân tích

Mẫu nghiên cứu gồm 66 doanh nghiệp thuộc ngành xây dựng công nghiệp nặng và dân dụng, và xây dựng nhà cửa, cao ốc niêm yết trên 2 sàn chứng khoán chính chức HOSE và HNX có giao dịch liên tục từ 2010 cho đến 2016, và có đầy đủ số liệu cần thiết cho nghiên cứu. Dữ liệu được dùng để đo lường các biến được thu thập từ báo cáo tài chính, báo cáo thường niên của các doanh nghiệp đăng tải chính thức trên website của doanh nghiệp, hoặc các trang thông tin chính thức của thị trường chứng khoán Việt Nam.

Phương pháp phân tích được sử dụng là phương pháp hồi quy dữ liệu mảng với mô hình những ảnh hưởng cố định (FEM) hoặc mô hình những ảnh hưởng ngẫu nhiên (REM) tùy vào mức độ phù hợp của các mô hình với phần mềm Stata.

### 4. Kết quả phân tích

Bảng 2 trình bày thống kê mô tả và sự tương quan giữa các tiêu chí thể hiện chi phí đại diện và các quyết định tài chính của các công ty xây dựng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Bảng 3 tổng hợp kết quả phân tích hồi quy với dữ liệu mảng ứng với 4 mô hình nghiên cứu.

Ta thấy chỉ có mô hình 1 lựa chọn mô hình REM, trong khi 3 mô hình còn lại đều phù hợp với mô hình FEM. Ưu điểm của mô hình REM và FEM là giúp kiểm soát được các hiệu ứng cố định ở cấp độ doanh nghiệp không quan sát được, chẳng hạn trình độ của chủ doanh nghiệp, công nghệ,... Tuy nhiên, mô hình FEM có sự tương quan giữa phần dư của mô hình và các biến độc lập, còn mô hình REM thì không. Đối với mô hình REM, cần có thêm bước kiểm định tự tương quan và nếu có hiện tượng tự tương quan thì có thể sửa chữa lại bằng cách chạy robust. Còn với mô hình FEM, ngoài việc kiểm định tự tương quan, cần kiểm tra thêm phương sai sai số thay đổi. Nếu mô hình có khuyết tật, chạy robust và xtglm là sẽ loại bỏ được các khuyết tật nói trên.

*Tác động của các biến thuộc quyết định tài chính tới AGCE1*

Mô hình 1:

$$AGCE1 = \beta_0 + \beta_1 FD_i + \beta_j ID_j + \beta_k PD_k + \beta_n C_n$$

Kết quả sau khi đã kiểm tra tự tương quan và chạy robust cho thấy tỷ lệ nợ phải trả trên tổng nguồn vốn có tương quan ngược chiều có ý nghĩa thống kê ( $p < 0,01$ ) với tỷ lệ tổng chi phí quản lý doanh nghiệp và chi phí bán hàng trên doanh thu thuần.

PD3 có tương quan thuận chiều có ý nghĩa thống kê ( $p < 0,001$ ) với AGCE1, nghĩa là tỷ lệ trả cổ tức bằng tiền càng lớn thì tỷ lệ chi phí dành cho việc quản lý kinh doanh càng lớn. Tuy nhiên, tỷ lệ trả cổ tức trên EPS lại tỷ lệ nghịch với AGCE1 ( $P < 0,01$ ). Điều này có chút khác biệt với quan điểm cho rằng công ty trả cổ tức cao sẽ giúp làm giảm chi phí đại diện (Moh'd, 1991; D'souza & Saxena, 1999). Đồng thời, qua mô hình cũng thể hiện quy mô công ty càng lớn và tốc độ tăng trưởng của công ty càng nhỏ thì tỷ lệ chi phí dành cho quản lý kinh doanh càng nhỏ ( $p < 0,001$ ).

*Tác động của các biến thuộc quyết định nguồn vốn và phân phối thu nhập tới AGCE2*

Mô hình 2:

$$AGCE2 = \alpha_0 + \alpha_i FD_i + \alpha_k PD_k + \alpha_n C_n$$

Sau khi kiểm định các giả thuyết về tự tương

**Bảng 2: Thống kê mô tả và tương quan**

Biến	Trung bình	Độ lệch chuẩn	AGCE1	AGCE2	AGD1	AGCD2
AGCE1	0,0328	0,0969	1			
AGCE2	0,7678	0,4530	-0,0063	1		
AGD1	0,5419	0,1944	-0,0629	0,363	1	
AGCD2	0,8173	0,1762	0,0032	0,2291	0,5615	1
ID3	70,4429	20,8768	-0,0442	0,4101	0,693	0,7838
ID1	0,7678	0,4530	-0,0063	1	0,363	0,2291
ID2	2,9701	4,7275	0,036	0,3713	-0,2638	-0,0599
FD1	0,6621	0,1626	-0,0333	0,02	0,6384	0,1477
FD2	2,9162	2,1851	0,0035	0,0029	0,5545	0,0816
FD3	0,0917	0,1540	0,0471	0,3736	-0,0954	-0,0328
PD1	5,3238	111,3005	-0,0078	-0,0794	-0,0657	-0,1216
PD2	0,0549	0,3362	-0,007	-0,0754	-0,2575	-0,1828
PD3	0,0841	0,1015	0,1716	0,0848	0,0791	0,1369
PD4	1,0179	2,2225	-0,0235	-0,0449	-0,0664	-0,0589
C1	13,3424	1,3871	-0,1735	0,0829	0,192	0,1745
C2	0,6355	10,1106	0,0965	0,036	-0,0132	-0,0203

*Nguồn: tác giả tính toán và tổng hợp.*

**Bảng 3: Kết quả hồi quy với dữ liệu mảng**

	Mô hình 1	Mô hình 2	Mô hình 3	Mô hình 4
Hausman P-value	0.3552	0,0017	0,0000	0,0285
Mô hình phù hợp	REM	FEM	FEM	FEM
Coef.	AGCE1	AGCE2	AGCD1	AGCD2
FD1	-0,0865662*	-0,2626954	0,5524018***	0,2108101**
FD2	0,0050438	0,0270983*	0,0070195	-0,0076335
FD3	0,0466938	1,456861***	-0,0527923	0,0057417
ID1	-0,0011003		0,0740926***	
ID2	0,0000402		0,0045004***	
ID3	0,0001653		-0,0011317	
PD1	0,0000155	0,000711**	0,0001508**	0,0000191
PD2	-0,0071911	-0,456778***	-0,0636164**	-0,0939476**
PD3	0,1443877***	0,3442797*	0,0842323*	0,2688547***
PD4	-0,0019815**	-0,0102058	0,001681	-0,007146
C1	-0,0129323**	0,0214178	0,009153**	0,0183553***
C2	0,0007518**	0,0001811	-0,000643	-0,0005516
_cons	0,2309499**	0,44608**	-0,3378769***	0,4446702***
Rsquare	0,0792	0,208	0,4867	0,0907

\*: p<0,1, \*\*: p<0,05, \*\*\*: p <0,001

*Nguồn: tác giả tính toán và tổng hợp.*

quan và phương sai sai số thay đổi và hiệu chỉnh các khuyết tật của mô hình thông qua robust và chạy xtglS thì kết quả của mô hình như sau:

FD2 (Tỷ số nợ trên vốn chủ sở hữu) tương quan thuận chiều với mức ý nghĩa 10% với AGCE2. Các doanh nghiệp xây dựng Việt Nam càng sử dụng nợ thì sức sản xuất của tổng tài sản càng lớn hay nói cách khác chi phí đại diện cổ phần lại có xu hướng giảm.

FD3 (ROE) tương quan thuận chiều có nghĩa với AGCE2 ( $p < 0,001$ ), nghĩa là ROE càng lớn thì sức sản xuất tổng tài sản càng lớn. Khi doanh nghiệp cố gắng tăng suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu sẽ làm cho tổng tài sản được sử dụng hiệu quả hơn, chi phí đại diện giảm đi.

PD1 và PD2 đại diện cho quyết định phân phối thu nhập trong khu vực sản xuất kinh doanh. Và cả 2 biến này đều có mối tương quan có nghĩa với AGCE2. PD1 (Lợi nhuận gộp biên) càng lớn thì sức sản xuất tổng tài sản càng lớn ( $p < 0,05$ ); thể hiện doanh nghiệp càng tiết kiệm được chi phí sản xuất, thu nhập phải phân phối cho các chủ thể liên quan trong khu vực sản xuất càng lớn thì chi phí đại diện càng giảm. Tuy nhiên PD2 (Tỷ suất lợi nhuận sau thuế trên doanh thu) càng tăng thì sức sản xuất tổng tài sản càng giảm ( $p < 0,001$ ). Điều này có thể được giải thích rằng nếu cắt giảm các phần thu nhập của doanh nghiệp cho các đối tượng khác trong khu vực sản xuất kinh doanh (nhà quản lý, chủ nợ, Nhà nước...) thì tài sản của doanh nghiệp lại có xu hướng được sử dụng kém hiệu quả hơn, tức là chi phí đại diện tăng lên.

Tỷ lệ trả cổ tức bằng tiền cũng tương quan thuận chiều có nghĩa với AGCE2 với mức ý nghĩa 10%.

*Tác động của các biến thuộc quyết định tài chính tới AGCD1*

Mô hình 3:

$$AGCD1 = \gamma_0 + \gamma_1 FD_i + \gamma_2 ID_j + \gamma_3 PD_k + \gamma_4 C_n$$

Kết quả hồi quy sau khi đã hiệu chỉnh các khuyết tật của mô hình như sau:

FD1 (Tỷ lệ nợ phải trả trên tổng nguồn vốn) có tương quan thuận chiều với AGCD1 (tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng nguồn vốn) với mức ý nghĩa lần lượt là  $p < 0,001$ . Điều này chứng tỏ các doanh nghiệp xây dựng Việt Nam càng sử dụng nhiều nợ thì khả năng phải vay nợ ngắn hạn càng lớn, nghĩa là chi phí đại diện của nợ càng cao.

Tương tự như với AGCE2, lợi nhuận gộp biên

tương quan thuận trong khi tỷ suất lợi nhuận sau thuế trên doanh thu tương quan ngược với AGCD1 ( $p < 0,05$ ).

PD3 (Tỷ lệ trả cổ tức bằng tiền trên mệnh giá) có quan hệ thuận chiều với AGCD1 với mức ý nghĩa  $p < 0,01$ . Tức là doanh nghiệp trả cổ tức nhiều hơn sẽ giúp làm tăng chi phí đại diện của nợ được đo lường bởi tỷ lệ nợ ngắn hạn.

Quy mô doanh nghiệp càng lớn thì doanh nghiệp càng phải chịu chi phí đại diện của nợ càng cao.

*Tác động của các biến thuộc quyết định nguồn vốn và phân phối thu nhập tới AGCD2*

Mô hình 4:

$$AGCD2 = \eta_0 + \eta_1 FD_i + \eta_2 PD_k + \eta_3 C_k$$

Kết quả hồi quy sau khi đã kiểm định và hiệu chỉnh khuyết tật như sau:

FD1 (Tỷ lệ nợ phải trả trên tổng nguồn vốn) tương quan thuận chiều với AGCD2 (Tỷ lệ tài sản không đầu tư vào tài sản cố định) với mức ý nghĩa thống kê 5%, như vậy tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu càng cao thì chi phí đại diện của nợ càng lớn. PD2 (Tỷ suất sinh lời trên doanh thu) có tác động ngược chiều với AGCD2 với mức ý nghĩa 5%. PD3 (Tỷ lệ trả cổ tức bằng tiền) có tác động thuận chiều với AGCD2 với mức ý nghĩa 1%.

Quy mô doanh nghiệp càng lớn thì doanh nghiệp càng phải chịu chi phí đại diện của nợ càng cao.

Mô hình (2) và (3) kiểm định sự tương quan giữa 2 chỉ tiêu đại diện cho chi phí đại diện của nợ với quyết định huy động và phân phối thu nhập. Đặc biệt, kết quả trên cả 2 mô hình khá tương đồng, khi FD1 và PD3 tác động thuận chiều có ý nghĩa thống kê, PD2 tác động ngược chiều có ý nghĩa thống kê với cả 2 chỉ tiêu AGCD1 và AGCD2.

## 5. Kết luận và kiến nghị

Kết quả phân tích hồi quy 4 mô hình cho thấy không phải đối với biến chi phí đại diện nào cũng chịu tác động của các quyết định tài chính như nhau. Với quyết định về nguồn vốn, các doanh nghiệp xây dựng Việt Nam có xu hướng sử dụng càng nhiều nợ thì chi phí đại diện của nợ càng cao, trái ngược với nhiều kết luận ở các thị trường Mỹ, Anh, Nga, Ấn Độ và Đông Âu. Ngoài ra, doanh nghiệp càng tăng hiệu quả sử dụng vốn chủ sở hữu thì chi phí đại diện cổ phần càng giảm.

Bài nghiên cứu còn có phát hiện mới và khá quan trọng về quyết định phân phối thu nhập trong khu vực sản xuất kinh doanh. Đối với doanh nghiệp xây



dựng Việt Nam, càng tiết kiệm được chi phí sản xuất thì chi phí đại diện càng giảm. Tuy nhiên, nếu cắt giảm phần thu nhập của doanh nghiệp cho các đối tượng khác trong khu vực sản xuất kinh doanh (nhà quản lý, chủ nợ, Nhà nước...) thì tài sản của doanh nghiệp lại có xu hướng được sử dụng kém hiệu quả hơn, tức là chi phí đại diện tăng lên.

Liên quan đến quyết định phân phối cho cổ đông, doanh nghiệp trả cổ tức bằng tiền nhiều hơn sẽ làm tăng chi phí đại diện của cả cổ phần và nợ.

Như vậy, doanh nghiệp xây dựng Việt Nam có thể sử dụng các quyết định tài chính để kiểm soát chi phí đại diện. Ví dụ, doanh nghiệp cần cân đối việc sử dụng nhiều nợ để tài trợ cho hoạt động của mình vì xu hướng phải vay nợ ngắn hạn đang khá cao.

Việc vay nợ ngắn hạn nhiều sẽ gây khó khăn trong thanh toán cho doanh nghiệp xây dựng vốn có đặc thù thu hồi vốn chậm do tỷ lệ hàng tồn kho cũng như khoản phải thu khách hàng trong tài sản là tương đối cao. Việc chi trả cổ tức tăng lên cũng khiến doanh nghiệp có thể lâm vào tình trạng thiếu hụt tiền, dẫn đến phải vay nợ ngắn hạn để bù đắp. Vì vậy cần có chính sách cổ tức phù hợp. Thêm vào đó, các doanh nghiệp xây dựng cần tiết kiệm chi phí sản xuất càng nhiều càng tốt. Tuy nhiên, doanh nghiệp cần sử dụng các phần phân chia thu nhập cho các bên liên quan khác, chẳng hạn như thù lao của nhà quản lý, chi phí quan hệ với đối tác... để dung hòa các mối quan hệ đại lý.

### Tài liệu tham khảo

- Ang, J.S., Cole, R.A. & Lin, J.W. (2000), 'Agency costs and ownership structure', *The Journal of Finance*, 55(1), 81-106.
- Crutchley, C.E. (1987), 'The agency cost of financial decision-making: An empirical analysis', doctoral dissertation, Virginia Polytechnic Institute and State University.
- D'Souza, J. & Saxena, A.K. (1999), 'Agency cost, market risk, investment opportunities and dividend policy - an international perspective', *Managerial Finance*, 25(6), 35-43.
- Firth, M., Fung, P.M.Y. & Rui, O.M. (2008), 'Ownership, governance mechanisms, and agency costs in China's listed firms', *Journal of Asset Management*, 9(2), 90-101.
- Florackis, C. (2008), 'Agency costs and corporate governance mechanisms: evidence for UK firms', *International Journal of Managerial Finance*, 4(1), 37-59.
- Florackis, C. & Ozkan, A. (2009), 'The impact of managerial entrenchment on agency costs: An empirical investigation using UK panel data', *European Financial Management*, 15(3), 497-528.
- Grossman, S.J. & Hart, O.D. (1982), 'Corporate financial structure and managerial incentives', in *The economics of information and uncertainty*, McCall, John J. (ed.), University of Chicago Press, 107-140.
- Iqbal, M.J. & Shah, S.Z.A. (2012), 'Determinants of systematic risk', *The Journal of Commerce*, 4(1), 47-56.
- Jensen, M.C. (1986), 'Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers', *The American economic review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M.C & Meckling, H.W. (1976), 'Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure', *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Kayakachoian, G. (2000), 'On agency costs and firms' decisions', doctoral dissertation, University of Rhode Island.
- Keown, J.A., Martin, D.J., Petty, W.J. & Scott, F.D. (2005), *Financial management: Principles and applications*, 10<sup>th</sup> edition, Pearson Education International, USA.
- Kokoreva, M. & Ulugova, A. (2013), 'Agency costs and capital structure choice in emerging markets', in *Economic and Social Development: Book of Proceedings of the 2nd International Scientific Conference*, Filipovic, D. & Urnaut, A.G. (eds.), Varazdin development and Entrepreneurship Agency, 384-396.
- Lee, H.S. (2010), 'Conditional conservatism, agency costs, and the contractual features of debt', doctoral dissertation, The University of Arizona.
- Low, P.L. (1996), 'The effects of agency and proprietary costs on corporate financial disclosures', doctoral dissertation,

The University of Nebraska - Lincoln.

- Michael, N.B. (2013), 'Agency conflict and corporate dividend policy decisions in Nigeria', *Asian Economic and Financial Review*, 3(8), 1110-1121.
- Moh'd, Mahmoud Ahmad Issa (1991), 'An examination of dividend policy with in the agency theory framework: Empirical evidence', doctoral dissertation, University of Arkansas.
- Ngô Thu Giang (2015), 'Mô hình đánh giá tác động của tài chính doanh nghiệp tới giá trị thị trường của công ty niêm yết trong ngành thực phẩm và đồ uống', Đề tài nghiên cứu cấp cơ sở, Đại học Bách Khoa Hà Nội.
- Reed, B.J., Costigan, M.L. & Lovata, L.M. (1999), 'The market's valuation of an auditor's ability to reduce agency cost', *Allied Academies National Conference Myrtle Beach*, 4(1), 42-46.
- Singh, M., Davison, W.N. (2004), 'Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms', *Journal of banking and finance*, 27, 793-816.
- Zakaria, Z., Purhanudin, N., Pin, T.C. & Soon, C.K.W. (2016), 'Leverage and agency cost: Malaysian construction listed companies', *International Journal of management research and review*, 6(12), 1654-1660.