

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

TS. THÂN THỊ THU THỦY & THS. LÊ VĂN LÂM & THS. NGUYỄN TRUNG THÔNG

Nghiên cứu đã sử dụng dữ liệu từ báo cáo thường niên của các công ty cổ phần có vốn chủ sở hữu trên 1.000 tỷ đồng tại VN trong năm 2012 nhằm kiểm định mối tương quan giữa chi phí đại diện và cấu trúc tỷ lệ sở hữu tại các công ty cổ phần. Kết quả cho thấy chi phí đại diện có xu hướng giảm khi tỷ lệ sở hữu cổ phần của ban quản lý, tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài và tỷ lệ đòn bẩy tài chính của công ty tăng lên. Ngoài ra, chi phí đại diện có xu hướng tăng cùng với quy mô công ty.

Từ khóa: Chi phí đại diện, tỷ lệ sở hữu, công ty cổ phần, đòn bẩy tài chính, quy mô công ty

1. Giới thiệu

Chi phí đại diện là chi phí phát sinh khi xảy ra sự thiếu đồng thuận giữa mục đích của người quản trị và người sở hữu trong một công ty. Người đại diện là người làm việc thay mặt cho người sở hữu công ty. Do cổ đông của công ty không hoặc rất ít có điều kiện giám sát thường xuyên từng hành động của người quản trị, dẫn đến việc phát sinh tình trạng thông tin bất cân xứng, từ đó gây ra các vấn đề rủi ro đạo đức và lựa chọn đối nghịch. Chi phí đại diện là một trong các chủ đề thuộc lĩnh vực kiểm soát công ty. Nếu nắm rõ mối tương quan này sẽ giúp cho công ty điều chỉnh cơ cấu sở hữu hợp lý hơn, giúp các cổ đông tối ưu lợi ích của mình.

Phát sinh từ động cơ trên,

nghiên cứu đưa ra cách nhìn cụ thể và bằng chứng thực nghiệm về mối tương quan giữa chi phí đại diện và vấn đề kiểm soát công ty và cơ cấu sở hữu của các công ty tại VN. Có nhiều đề tài nghiên cứu về chi phí đại diện, nhưng nghiên cứu này cung cấp những phân tích sâu hơn về các yếu tố ảnh hưởng đến chi phí đại diện của các công ty tại VN.

Bài nghiên cứu bao gồm những phần sau đây: (1) Giới thiệu; (2) Cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu thực nghiệm về chi phí đại diện; (3) Phương pháp nghiên cứu; (4) Kết quả nghiên cứu; (5) Kết luận và khuyến nghị trong quản lý công ty; và (6) Một số hạn chế của nghiên cứu và hướng nghiên cứu trong tương lai.

2. Cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu thực nghiệm về chi phí đại diện

Một trong những lý thuyết ra đời sớm nhất về chi phí đại diện là nghiên cứu của Jensen & Meckling (1976). Trong nghiên cứu này, chi phí đại diện được định nghĩa là tổng các chi phí:

(1) Chi phí kiểm soát (Monitoring Expenditure): Là chi phí 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 quá nhiều.

(2) Chi phí giao kèo (Bonding Expenditure): Là chi phí nhằm ngăn ngừa những hậu quả xấu có thể xảy ra từ những hành động thiếu trung thực của các nhà quản lý.

(3) Tổn thất lợi ích (Residual



Loss hay Welfare Loss): Là những tổn thất xảy ra do sự khác biệt giữa những quyết định trên thực tế của các nhà quản lý và những quyết định nhằm tối đa hóa lợi ích cho các cổ đông.

Một nghiên cứu lý thuyết khác về chi phí đại diện và cấu trúc quyền sở hữu được thực hiện bởi Fama & Jensen (1983). Nghiên cứu này kết luận rằng trong một công ty có sự tách biệt giữa quyền sở hữu và kiểm soát, nói cách khác là người sở hữu thực sự của công ty không tham gia vào việc quản lý công ty, chi phí đại diện sẽ xuất hiện vì tình trạng bất cân xứng thông tin giữa nhà quản lý và các cổ đông. Nhà quản lý có nhiều thông tin hơn về tình hình công ty và họ sẽ dùng quyền quản lý để trục lợi cho bản thân họ.

Ngoài ra, có nhiều nghiên cứu thực nghiệm tìm hiểu về ảnh hưởng của mức độ sở hữu của các nhà đầu tư tổ chức đến chi phí đại diện. Brickley, Lease & Smith (1998); Agrawal & Mandelker (1990) cho rằng do đặc tính riêng có so với các cổ đông là cá nhân, các nhà đầu tư tổ chức hoàn toàn có đủ khả năng

và động lực để đóng vai trò như những kiểm soát viên trong công ty, do đó có thể làm giảm chi phí đại diện.

Liên quan đến mối quan hệ giữa sở hữu nhà nước và chi phí đại diện, Mak & Li (2001) cho rằng chính phủ thường có xu hướng kém chủ động trong việc kiểm soát khoản đầu tư của mình, đồng thời do việc huy động vốn dễ dàng hơn, dẫn đến hiện tượng các công ty có vốn đầu tư của nhà nước có cơ chế kiểm soát công ty kém hơn, hay nói cách khác sẽ làm tăng chi phí đại diện. Tuy nhiên, Bos (1991) lại cho rằng ở những công ty mà chính phủ sở hữu phần lớn vốn cổ phần, chính phủ lại có động cơ để kiểm soát công ty một cách chặt chẽ và hiệu quả, do đó có thể làm giảm chi phí đại diện và nâng cao khả năng sinh lời cho công ty.

Tỷ lệ sở hữu của các nhà đầu tư nước ngoài cũng có những ảnh hưởng nhất định đến chi phí đại diện của công ty. Xu, Zhu và Lin (2005) chỉ ra rằng đối với những công ty ở Trung Quốc, tỷ lệ nhà đầu tư nước ngoài càng cao thì công ty được kiểm soát tốt hơn, dẫn đến

hiệu năng công ty cao hơn và giảm bớt chi phí đại diện.

Những nghiên cứu khác cũng đã chỉ ra sự tồn tại của mối quan hệ giữa chi phí đại diện với cấu trúc quyền sở hữu trong công ty. Ang, Cole & Lin (2000) đã thực hiện nghiên cứu trên những công ty chưa niêm yết tại Mỹ và kết luận rằng chi phí đại diện tăng lên đáng kể ở những công ty được quản lý bởi một giám đốc không phải là cổ đông của công ty. Ngoài ra, chi phí đại diện và số lượng cổ phần của nhà quản lý công ty có mối quan hệ nghịch biến với nhau. Chi phí đại diện tăng lên cùng với số lượng những cổ đông không nằm trong bộ phận quản lý công ty.

Bên cạnh mối quan hệ với cấu trúc quyền sở hữu, chi phí đại diện còn có sự tương quan với các yếu tố khác của công ty. Trong nghiên cứu của Ang, Cole & Lin (2000), chi phí đại diện có xu hướng giảm đi cùng với sự tăng lên về mặt kiểm soát từ phía các chủ nợ. Tương tự, Zhang & Li (2008) đã chỉ ra rằng tỷ lệ nợ trên tài sản của công ty có mối quan hệ nghịch biến với chi phí đại diện trên mẫu nghiên cứu các công ty ở Anh. Moh'd, Perry và Rimbey (1995) đã nghiên cứu trên 341 công ty tại Mỹ trong 18 năm và cho rằng có mối quan hệ tồn tại giữa chi phí đại diện và chính sách chia cổ tức của công ty. Sử dụng tiền mặt để chia cổ tức buộc các nhà quản lý công ty phải tìm kiếm nguồn tài trợ từ bên ngoài, dẫn đến việc họ cắt giảm bớt chi phí đại diện để đáp ứng những yêu cầu của các nhà tài trợ trên thị trường vốn.

Như vậy, thông qua việc tìm hiểu các nghiên cứu về lý thuyết cũng như thực nghiệm trước đây, có thể thấy sự tồn tại mối tương quan giữa chi phí đại diện với cấu

trúc quyền sở hữu trong công ty ở nhiều quốc gia khác nhau. Trong đó, nổi bật lên vai trò giải thích của tỷ lệ sở hữu cổ phần của các nhà quản lý công ty, cũng như vai trò của các nhà đầu tư tổ chức, các nhà đầu tư nước ngoài và chính phủ trong việc kiểm soát hoạt động của công ty. Ngoài ra, còn có một số yếu tố khác có thể tác động đến chi phí đại diện của công ty như cấu trúc tài chính hay chính sách chia cổ tức,...

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Mô tả dữ liệu

Dữ liệu nghiên cứu được lấy từ báo cáo tài chính, bản cáo bạch, thông tin nội bộ của các công ty cổ phần tại VN trong năm 2012. Nhóm nghiên cứu đã chọn các công ty có vốn chủ sở hữu trên 1.000 tỷ đồng, tại thời điểm thực hiện nghiên cứu có 92 công ty cổ phần đạt tiêu chí này. Các công ty này hoạt động trong các lĩnh vực tài chính, ngân hàng, chứng khoán, bảo hiểm, dược, bất động sản, xây dựng, thương mại, công nghiệp và tiêu dùng.

3.2. Phương pháp đo lường chi phí đại diện

Bài báo sử dụng cách đo lường chi phí đại diện đã được sử dụng trong nghiên cứu của Ang, Cole và Lin về chi phí đại diện tại Mỹ. Các tác giả đã sử dụng chỉ số hiệu quả khai thác tài sản, được tính bằng cách lấy tổng doanh thu chia cho tổng tài sản của công ty. Tỷ lệ này cho thấy hiệu quả của ban quản lý (gồm ban giám đốc và kế toán trưởng) của công ty trong việc khai thác và sử dụng tài sản. Một công ty kiểm soát tốt chi phí đại diện thì hiệu quả sử dụng tài sản sẽ cao. Do đó tỷ lệ này tỷ lệ nghịch với chi phí đại diện.

Theo cách đo lường này, chỉ số

Bảng 1. Mô tả thống kê chỉ số hiệu quả khai thác tài sản của các công ty

Chỉ tiêu thống kê	Giá trị
Giá trị trung bình (Mean)	0.5652
Độ lệch tiêu chuẩn (Standard deviation)	0.59528
Phương sai (Variance)	0.35436
Hệ số lệch (Skewness)	1.35668
Độ nhọn (Kurtosis)	4.43018

Nguồn: Báo cáo tài chính của các công ty

hiệu quả khai thác tài sản có giá trị trung bình khoảng trên 0,56 và độ lệch tiêu chuẩn của chỉ số này khoảng trên 0,59. Điều này cho thấy mức độ phân tán cao của chi phí đại diện giữa các công ty.

3.3. Mô tả mô hình và biến sử dụng

Nghiên cứu xây dựng mô hình hồi quy tuyến tính đa biến với phương pháp ước lượng bình phương nhỏ nhất (OLS), trong đó biến phụ thuộc và các biến độc lập được mô tả dưới đây:

$$\text{Saletoasset}_i = \beta_0 + \beta_1 * \text{mng_ownership}_i + \beta_2 * \text{fr_ownership}_i + \beta_3 * \text{gov_ownership}_i + \beta_4 * \text{leverage}_i + \beta_5 * \text{firm_size}_i + e_i$$

Biến phụ thuộc (saletoasset): được đo lường bằng tỷ lệ tổng doanh thu trên tổng tài sản của công ty, biến này sẽ có mối quan hệ nghịch biến với chi phí đại diện của công ty.

Nhóm biến độc lập về cấu trúc quyền sở hữu trong công ty bao gồm:

- Tỷ lệ sở hữu của ban quản lý (mng_ownership): Theo cơ sở lý thuyết đã trình bày, khi ban quản lý công ty sở hữu càng nhiều cổ phần, họ càng có động lực để giảm bớt chi phí đại diện. Do đó, chúng tôi mong đợi rằng tỷ lệ này có mối quan hệ nghịch biến với chi phí đại diện và đồng biến

với biến phụ thuộc.

- Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (fr_ownership): Trong nhiều nghiên cứu, các nhà đầu tư nước ngoài được đánh giá là đóng vai trò quan trọng trong việc kiểm soát công ty. Do đó, chúng tôi mong đợi tỷ lệ này có mối quan hệ nghịch biến với chi phí đại diện và đồng biến với biến phụ thuộc.

- Tỷ lệ sở hữu nhà nước (gov_ownership): Chiều tương quan giữa chi phí đại diện và tỷ lệ sở hữu của chính phủ là không nhất quán trong các nghiên cứu trước đây. Tùy vào mẫu nghiên cứu khác nhau ở các quốc gia khác nhau, tỷ lệ sở hữu nhà nước có thể đồng biến hay nghịch biến với chi phí đại diện.

Nhóm biến độc lập được bổ sung vào mô hình như những biến kiểm soát bao gồm:

- Đòn bẩy tài chính (leverage): 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 chúng tôi mong đợi tỷ lệ nợ trên tổng tài sản có mối quan hệ nghịch biến với chi phí đại diện và đồng biến với biến phụ thuộc.

- Quy mô công ty (firm_size): Chúng tôi bổ sung quy mô công ty là một biến kiểm soát trong mô hình. Những công ty có quy mô lớn có thể sẽ có chi phí đại diện cao vì có nhiều cấp bậc quản lý khác nhau, dẫn đến việc tạo cơ hội cho các ban quản lý trục lợi tài sản của công ty, hoặc lơ là trong công tác quản lý. Để đo lường quy mô công ty, sử dụng hàm lôgarit tự nhiên (ln) của tổng tài sản.

Giả thiết về sự tương quan giữa các biến độc lập với biến phụ thuộc được tóm tắt trong Bảng 2.

4. Kết quả nghiên cứu

Với mức ý nghĩa 5%, mối tương quan giữa tỷ lệ sở hữu của ban quản lý và chỉ số hiệu quả khai thác tài sản có ý nghĩa về mặt thống kê khi hệ số p-value là 0,018. Đồng thời, tỷ lệ này có mối quan hệ đồng biến với biến phụ thuộc. Điều này phù hợp như giả thiết đã đặt ra là khi ban quản lý sở hữu càng nhiều cổ phần của công ty thì càng có thêm động lực để quản lý tốt hơn công ty, từ đó tránh được tình trạng sử dụng tài sản công ty để trục lợi cho bản thân.

Tỷ lệ sở hữu của cổ đông nước ngoài có ý nghĩa giải thích về mặt thống kê với hệ số p-value 0,021. Chiều tương quan của biến này với chỉ số hiệu quả khai thác tài sản là dương, đúng với giả thiết mà chúng tôi đặt ra trong mô hình. Điều này có nghĩa cổ đông nước ngoài có thể đóng vai trò như một kiểm soát viên có hiệu quả trong các công ty cổ phần tại VN, góp phần làm giảm chi phí đại diện.

Tỷ lệ sở hữu của chính phủ dù không có ý nghĩa giải thích

Bảng 2. Giả thiết về sự tương quan giữa các biến độc lập với biến phụ thuộc

Biến độc lập	Ý nghĩa	Giả thiết về chiều tương quan với biến phụ thuộc	Giả thiết về chiều tương quan với chi phí đại diện
mng_ownership	Tỷ lệ sở hữu của ban quản lý	+	-
fr_ownership	Tỷ lệ sở hữu của cổ đông nước ngoài	+	-
gov_ownership	Tỷ lệ sở hữu của chính phủ	+/-	+/-
leverage	Đòn bẩy tài chính = Tổng nợ / Tổng tài sản	+	-
firm_size	Quy mô công ty = ln (tổng tài sản)	-	+

Bảng 3. Kết quả hồi quy

Biến độc lập	Ước lượng tham số
mng_ownership	0.015** [0.018]
fr_ownership	0.012** [0.021]
gov_ownership	0.002 [0.300]
leverage	0.871* [0.080]
firm_size	-0.201** [0.010]
Constant	2.935*** [0.005]
R-squared	0.243
F stat	8.1247

*P-value là kết quả nằm trong ngoặc vuông. Các dấu ***, **, * lần lượt cho thấy ý nghĩa thống kê ở các mức 1%, 5% và 10%.*

về mặt thống kê ở mức 5% khi p-value là 0,3. Xét về ý nghĩa kinh tế, tỷ lệ sở hữu này có quan hệ đồng biến với chỉ số hiệu quả khai thác tài sản.

Quy mô công ty cho thấy là một yếu tố có thể giải thích cho biến phụ thuộc. Xét về ý nghĩa thống kê, biến này có ý nghĩa ở mức 5% với p-value là 0.01. Đồng thời, quy mô công ty cho thấy sự tương quan âm với hiệu quả khai thác tài sản, hay chính là

tương quan dương với chi phí đại diện. Kết quả này thống nhất với giả thiết rằng công ty có quy mô càng lớn sẽ dẫn đến tình trạng có nhiều ban quản lý ở các cấp khác nhau, dẫn đến sự khó khăn trong việc kiểm soát chi phí đại diện.

Đòn bẩy tài chính của công ty mặc dù không có ý nghĩa thống kê ở mức 5% nhưng ở mức ý nghĩa 10%, biến này có thể giải thích được cho chi phí đại diện với p-value là 0,08. Kết quả cho

thấy đòn bẩy tài chính tương quan dương với chỉ số hiệu quả khai thác tài sản, nói cách khác là tương quan âm với chi phí đại diện. Điều này tương ứng với giả thiết mà chúng tôi đặt ra. Một công ty vay nợ nhiều, bên cạnh việc chịu sự kiểm soát của các cổ đông, còn chịu sự kiểm soát từ phía các chủ nợ. Điều này tạo động lực cho một sự quản lý chặt chẽ và hiệu quả hơn. Từ đó, giảm thiểu bớt chi phí đại diện của công ty.

5. Kết luận và khuyến nghị trong quản lý công ty

Nghiên cứu đã kiểm định sự tồn tại mối tương quan giữa cấu trúc quyền sở hữu với chi phí đại diện tại các công ty cổ phần có quy mô vốn chủ sở hữu từ 1.000 tỷ đồng trở lên tại VN trong năm 2012. Kết quả cho thấy tỷ lệ sở hữu của ban quản lý càng cao, chi phí đại diện càng giảm. Ngoài ra, chi phí đại diện có dấu hiệu tăng lên cùng với quy mô công ty, và giảm đi khi công ty có nhiều sự kiểm soát từ các chủ nợ. Từ kết quả này, nghiên cứu đưa ra một số khuyến nghị như sau:

- Có thể thúc đẩy động lực quản lý tốt hơn của ban giám đốc và kế toán trưởng bằng cách nâng cao tỷ lệ sở hữu của họ trong công ty như tăng cường thực hiện chế độ thưởng bằng cổ phiếu bên cạnh tiền mặt, khuyến khích họ mua cổ phiếu trong các đợt phát hành thêm.

- Ở các công ty có quy mô lớn, nên thiết lập một hệ thống kiểm soát hoạt động của công ty tốt hơn nhằm kiểm tra, giám sát chặt chẽ hoạt động của các ban quản lý ở nhiều cấp bậc, cũng như giảm bớt tình trạng bộ máy quản lý quá cồng kềnh để giảm

bớt chi phí đại diện.

- Các nhà đầu tư nước ngoài có thể đóng vai trò của một kiểm soát viên trong công ty và làm giảm bớt chi phí đại diện. Do đó, cần có thêm những giải pháp thu hút nguồn vốn đầu tư từ các cá nhân và tổ chức nước ngoài để nâng cao hiệu quả quản lý và hoạt động tại các công ty.

- Các chủ nợ cũng đóng một vai trò quan trọng trong vấn đề kiểm soát công ty. Do đó, các ngân hàng cũng nên chủ động kiểm tra giám sát thường xuyên tình hình sử dụng vốn vay nhằm thúc đẩy hiệu quả quản lý của các công ty.

6. Một số hạn chế của nghiên cứu và hướng nghiên cứu trong tương lai

Khó khăn lớn nhất của nghiên cứu là việc tập hợp các dữ liệu về cơ cấu sở hữu tại các công ty cổ phần tại VN, do các dữ liệu này liên tục thay đổi. Điều này dẫn đến hạn chế trong việc khai thác dữ liệu theo chiều thời gian. Hiện tại, chúng tôi chỉ sử dụng dữ liệu của năm 2012 mà chưa mở rộng sang các năm trước đó.

Ngoài ra, một số biến khác có thể giải thích cho chi phí đại diện chưa được sử dụng trong mô hình như mức lương của ban quản lý, tỷ lệ sở hữu của các nhà đầu tư tổ chức, đặc trưng về ngành nghề của công ty,...

Những hạn chế trên là gợi mở cho những nghiên cứu tiếp theo về chi phí đại diện và cấu trúc tỷ lệ sở hữu trong công ty cổ phần tại VN, từ đó có thể cung cấp một số khuyến nghị có giá trị trong lĩnh vực quản trị và kiểm soát công ty ●

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Agrawal, A. & C.R. Knoeber (1996), "Firm Performance And Mechanisms To Control Agency Problems Between Managers And Shareholders", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31, 377-397.
- Ang, J.S., R.A. Cole & J. Wuh Lin (2000), "Agency Costs And Ownership Structure", *Journal of Finance* 55, 81-106.
- Brickley, J.A., J.L. Coles & G. Jarrell (1997), "Leadership Structure: Separating The Ceo And Chairman Of The Board", *Journal of Corporate Finance* 3, 189-220.
- Bos, D. (1991), *Privatization: A Theoretical Treatment*, Oxford: Clarendon Press.
- Fama, E.F & M.C. Jensen (1983), "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economics* 26, 301-325.
- Jensen, M.C. & W.H. Meckling (1976), "Theory Of Firm: Managerial Behavior, Agency Costs And Ownership Structure", *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
- Mak, Y.T. & Y. Li (2001), "Determinants Of Corporate Ownership And Board Structure: Evidence From Singapore", *Journal of Corporate Finance* 7, 235-256.
- Moh'd, M.A., L.G. Perry & J.N. Rimbey (1995), "An Investigation Of The Dynamic Relationship Between Agency Theory And Dividend Policy", *Financial Review* 30, 367-385.
- Xu, L.C., T. Zhu & Y. Lin (2005), "Politician Control, Agency Problems, And Ownership Reform: Evidence From China", *Economics of Transition* 13, 1-24.
- Zhang, H. & S. Li, 2008, "The impact of capital on agency cost: Evidence from UK public companies, Proceedings of the 16th Annual Conference on Pacific Basin Finance", *Economics, Accounting and Management*, Australia, 2-4 July, 1-18.