

TÁC ĐỘNG CỦA CHI PHÍ ĐẠI DIỆN TỚI HIỆU QUẢ KINH DOANH CỦA DOANH NGHIỆP NGÀNH SẢN XUẤT THỰC PHẨM VÀ ĐỒ UỐNG NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

● NGUYỄN THỊ VŨ KHUYÊN

TÓM TẮT:

Bài báo tập trung nghiên cứu tác động của chi phí đại diện tới kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp ngành Sản xuất thực phẩm và Đồ uống niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Số liệu của 34 doanh nghiệp (DN) niêm yết liên tục trong 11 năm từ 2010 đến năm 2020 được thu thập và đưa vào mô hình hồi quy dữ liệu mảng. Kết quả chứng minh các chỉ báo đo lường chi phí đại diện là đáng tin cậy và thực sự tác động có ý nghĩa thống kê tới hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp ngành Sản xuất Thực phẩm và Đồ uống.

Từ khóa: chi phí đại diện, hiệu quả kinh doanh, thực phẩm và đồ uống.

1. Đặt vấn đề

Vấn đề người đại diện đã và vẫn đang thu hút sự quan tâm lớn của giới nghiên cứu và các DN trên thế giới, đặc biệt là sau sự kiện sụp đổ của các tập đoàn hàng đầu thế giới như Enron, Worldcom,... Chi phí đại diện nảy sinh khi xuất hiện mâu thuẫn giữa cổ đông, chủ nợ, nhà quản lý và là phần chính trong tổng chi phí của một công ty nhằm đảm bảo tính liên chính trong hoạt động quản lý DN. Việc nghiên cứu tác động của chi phí đại diện tới hiệu quả kinh doanh của DN ngành này là cần thiết để nhận diện được vai trò của

người đại diện, từ đó đưa ra một số khuyến nghị nhằm kiểm soát vấn đề người đại diện và nâng cao hiệu quả kinh doanh của DN.

2. Tổng quan nghiên cứu

2.1. Chi phí đại diện

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.

Việc đo lường chi phí này không phải là điều dễ dàng, tuy nhiên các nhà nghiên cứu vẫn cố gắng lượng hóa tùy điều kiện nền kinh tế. Florackis & Ozkan (2009), Zakaria & cộng sự (2016) dùng chỉ tiêu sức sản xuất tổng tài sản (TTS) (tỷ lệ doanh thu thuần trên TTS bình quân) như là 1 tiêu chí để đo lường chi phí đại diện. Sức sản xuất TTS 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 DN và chi phí bán hàng trên tổng doanh thu. Chi phí quản lý DN và chi phí bán hàng giúp hoạt động bán hàng, tổ chức và quản lý hoạt động sản xuất - kinh doanh của DN, được thực thi bởi ban giám đốc hay những nhà quản lý.

Ngoài mâu thuẫn với cổ đông, nhà quản lý cũng có thể nảy sinh mâu thuẫn với chủ nợ. 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 DN tăng lên. 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. Hiệu quả kinh doanh

Các nghiên cứu thực nghiệm về quản trị công ty sử dụng ROE và ROA làm 2 thước đo hiệu quả kinh doanh của DN.

Hiệu quả hoạt động của một công ty có thể đo lường thông qua tỷ lệ ROA cho biết số thu nhập đã tạo ra từ tài sản vốn đầu tư. Các nhà quản lý chịu trách nhiệm trực tiếp về hoạt động của DN và việc sử dụng tài sản của DN. Do đó, ROA cho phép người dùng đánh giá mức độ hiệu quả của cơ chế quản trị công ty trong việc đảm bảo và thúc đẩy hoạt động quản lý hiệu quả của công ty.

Một trong những lý do chính để điều hành một công ty là tạo ra thu nhập vì lợi ích của các cổ đông thường. ROE là thước đo cho nhà đầu tư biết một công ty tạo ra bao nhiêu lợi nhuận từ số tiền đầu tư từ các cổ đông của mình.

2.3. Tác động của chi phí đại diện tới hiệu quả kinh doanh

Jabbary. H và cộng sự (2013) nghiên cứu trên 73 DN niêm yết trên Sàn giao dịch Tehran trong 5 năm (2006 - 2010) đã chỉ ra được sự tồn tại của mối quan hệ có ý nghĩa thống kê giữa chi phí đại diện và hiệu quả kinh doanh của DN.

Trần Minh Tuấn (2020) sử dụng bộ số liệu trong 6 năm (2010 - 2016) của các DN niêm yết Việt Nam để chứng minh chi phí đại diện có tác động tiêu cực tới hiệu quả hoạt động của DN với mức ý nghĩa thống kê 1%. Kết luận này phù hợp với những nghiên cứu trước đây ở các nước phát triển. Tác giả cũng phân ngành nghiên cứu nhưng bỏ qua ngành Sản xuất thực phẩm và Đồ uống. Ngoài ra, bộ số liệu chưa được cập nhật mới dẫn đến giảm độ tin cậy của nghiên cứu.

Cho đến nay, các nghiên cứu tương tự ở Việt Nam cũng còn tương đối hạn chế, đặc biệt trong ngành Thực phẩm và Đồ uống. Việc nghiên cứu sâu theo ngành là cần thiết, vì mỗi ngành có những đặc điểm rất khác nhau về tài chính và quản lý chung, từ đó có thể luận giải một cách chi tiết về chiều hướng tác động, nguyên nhân và đưa ra khuyến nghị chi tiết.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Mô hình nghiên cứu

Mô hình nghiên cứu được thể hiện ở Hình 1.

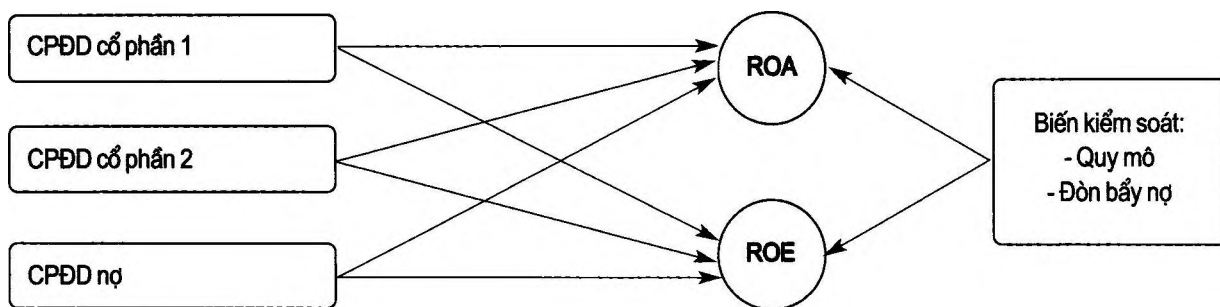
Biến phụ thuộc của mô hình là 2 chỉ báo về hiệu quả kinh doanh, là tỷ suất sinh lời của tổng tài sản (ROA) và tỷ suất sinh lời của vốn chủ sở hữu (ROE) (Jabbary. H và cộng sự (2013); Trần Minh Tuấn (2020).

Biến độc lập là các chỉ báo về chi phí đại diện. Cụ thể:

Chi phí đại diện cổ phần 1 (AC1): Tỷ lệ giữa tổng chi phí quản lý DN và chi phí bán hàng trên tổng doanh thu (Singh & Davidson, 2004; Florackis & Ozkan, 2009; Jabbary. H và cộng sự, 2013; Trần Minh Tuấn, 2020).

Chi phí đại diện cổ phần 2 (AC2): Hiệu suất sử dụng sản TTS = Doanh thu thuần/TTS bình quân

Hình 1: Mô hình nghiên cứu



(Florackis & Ozkan, 2009; Zakaria & cộng sự, 2016; Jabbarly. H và cộng sự, 2013); Trần Minh Tuấn, 2020).

Chi phí đại diện nợ (AC3): Tỷ lệ nợ ngắn hạn trong tổng nguồn vốn (Lee, 2010).

3.2. Dữ liệu và phương pháp phân tích

Dữ liệu được sử dụng phân tích là bộ số liệu tài chính của 34 DN ngành sản xuất thực phẩm và đồ uống niêm yết liên tục trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong 10 năm (2010 - 2020). Nguồn số liệu từ những trang web cung cấp dữ liệu tài chính chuyên nghiệp như vietstock.vn và của các DN niêm yết.

Bài báo sử dụng 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 nghiên cứu

4.1. Tác động của chi phí đại diện tới ROA

Kiểm định hausman cho kết quả p-value = 0.7427, từ đó khẳng định mô hình phù hợp là mô hình hồi quy ảnh hưởng ngẫu nhiên (REM). Kết quả mô hình hồi quy ảnh hưởng ngẫu nhiên như sau: (Bảng 1)

Có thể thấy, chi phí đại diện chủ sở hữu 1 - Tỷ lệ chi phí bán hàng và chi phí quản lý DN trên doanh thu càng tăng thì ROA càng giảm nhưng tác động này không có ý nghĩa thống kê. Các nhà quản lý có thể hưởng lợi từ việc đẩy các chi phí này lên, khiến hiệu quả kinh doanh giảm đi, gây bất lợi cho DN nhưng đối với ngành Sản xuất Thực phẩm và Đồ uống, điều này không rõ rệt.

Trong khi đó chi phí đại diện chủ sở hữu 2 và chi phí đại diện nợ lại thể hiện tác động có ý nghĩa thống kê rất cao, ở mức 1% tới ROA. Hiệu suất sử

Bảng 1. Kết quả mô hình REM tác động của chi phí đại diện tới ROA

ROA	Hệ số góc	P value
Chi phí quản lý và bán hàng trên doanh thu	-4.138247	0.553
Hiệu suất sử dụng tổng tài sản	3.994045	0.000
Tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng nguồn vốn	-19.90799	0.000
Quy mô	0.9428102	0.041
Đòn bẩy nợ	0.0084439	0.034
R-square: 18%		

Nguồn: Tác giả tự tính toán

dụng tổng tài sản tăng thì ROA tăng. Điều này đúng với các lý thuyết kinh điển. Khi mâu thuẫn giữa cổ đông và nhà quản lý càng thấp thì nhà quản lý sẽ cố gắng tận dụng tối đa nguồn lực của DN để đẩy mạnh suất sinh lời. Và ngược lại. Hiệu suất sử dụng tổng tài sản của DN ngành Thủy sản rất thấp, trung bình chỉ đạt 1.4 cho thấy, vấn đề người đại diện đang tồn tại khá rõ rệt, dẫn đến hiệu quả kinh doanh của DN ngành này cũng kém, với ROA trung bình chỉ trên 6%.

Thêm vào đó, tỷ lệ nợ ngắn hạn trong tổng nguồn vốn tăng thì ROA giảm với mức độ rất mạnh. Việc duy trì tỷ lệ nợ ngắn hạn cao có thể biểu hiện niềm tin của chủ nợ đối với DN bị giảm sút. Tuy nhiên, do đặc thù ngành Sản xuất Thực phẩm và Đồ uống có chu kỳ ngắn, các DN chủ yếu vay ngắn hạn để nhập nguyên liệu, nông sản thì mâu thuẫn giữa chủ nợ và nhà quản lý không được thấy rõ hoàn toàn.

Về các biến kiểm soát, quy mô DN ngành này không có ảnh hưởng có nghĩa tới ROA, đòn bẩy nợ không tác động mạnh nhưng có ý nghĩa thống kê.

4.2. Tác động của chi phí đại diện tới ROE

Kiểm định hausman cho kết quả p-value = 0.0004, từ đó khẳng định mô hình phù hợp là mô hình hồi quy ảnh hưởng cố định (FEM). Kết quả mô hình hồi quy ảnh hưởng ngẫu nhiên như sau (Bảng 2).

Trái ngược với mô hình ROA, tỷ lệ chi phí quản lý DN và bán hàng trên doanh thu tác động rất mạnh tới ROE (hệ số góc = 604.2) và có ý nghĩa thống kê p-value < 0.01. ROE ngành quan sát rất thấp, thậm chí mang giá trị trung bình âm trong 10 năm. Như vậy mâu thuẫn giữa nhà quản lý và cổ đông thể hiện rất rõ và là một nhân tố mạnh khiến cho hiệu quả kinh doanh của các DN ngành Sản xuất Thực phẩm và Đồ uống thấp như vậy.

Hiệu suất sử dụng tổng tài sản cũng tác động thuận chiều có ý nghĩa thống kê với ROE. Hệ số góc cũng rất đáng kể. Mâu thuẫn giữa cổ đông và nhà quản lý lớn, thể hiện bằng hiệu suất sử dụng tổng tài sản thấp trong nhiều năm, dẫn đến lợi nhuận cho cổ đông giảm sút.

Tỷ lệ nợ phải trả trên vốn chủ sở hữu tăng thì làm tăng ROE, tuy nhiên nếu thành phần nợ ngắn hạn tăng lên lại làm giảm ROE. Như vậy, việc sử dụng đòn bẩy nợ có tác động tích cực tới ROE nhưng vì bản chất các món nợ của DN ngành này đa số là ngắn hạn, dẫn đến ROE cũng giảm với mức độ rất mạnh (hệ số góc là -338.7).

Quy mô DN cũng không có ảnh hưởng có ý nghĩa thống kê tới ROE.

5. Kết luận và khuyến nghị

DN ngành Sản xuất Thực phẩm và Đồ uống trong 10 năm trở lại đây có hiệu quả kinh doanh thấp. ROA trung bình chỉ trên 6,6%. ROE trung

Bảng 2. Kết quả mô hình FEM tác động của chi phí đại diện tới ROA

ROA	Hệ số góc	P value
Chi phí quản lý và bán hàng trên doanh thu	604.2354	0.006
Hiệu suất sử dụng tổng tài sản	116.8931	0
Tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng nguồn vốn	-338.715	0
Quy mô	26.8257	0.179
Đòn bẩy nợ	1.164353	0
R-square: 36%		

Nguồn: Tác giả tự tính toán

bình là -0,46%. Do ảnh hưởng của chiến tranh thương mại, dịch Covid-19 mà 3 năm trở lại đây, lợi nhuận của các DN bị giảm sút mạnh, chỉ trừ một vài DN sản xuất thực phẩm thiết yếu như sữa, các sản phẩm từ thịt, đồ ăn liền,... Các DN chế biến thủy hải sản, bia rượu ghi nhận mức lợi nhuận giảm mạnh, thậm chí lỗ lớn. Sản phẩm thủy hải sản chế biến ngày càng bị kiểm định gắt gao hơn khi xuất sang các thị trường lớn. Qua kiểm định cho thấy, các chi phí đại diện đều tác động có ý nghĩa tới hiệu quả kinh doanh của DN ngành Sản xuất Thực phẩm và Đồ uống. Các chiều hướng tác động đều phù hợp với các nghiên cứu lý thuyết và thực tiễn. Chỉ duy nhất chỉ tiêu về tỷ lệ nợ ngắn hạn không thể hiện rõ mâu thuẫn của chủ nợ và nhà quản lý, do đặc điểm kinh doanh của ngành có chu kỳ ngắn, việc vay ngắn hạn là phổ biến và phù hợp với chu kỳ kinh doanh.

Nhằm nâng cao hiệu quả kinh doanh của DN

Chế biến thực phẩm và Đồ uống thông qua việc quản lý tốt vấn đề người đại diện, tác giả đề xuất một số khuyến nghị sau:

- Tăng cường công tác kiểm tra, giám sát hoạt động của các nhà quản lý được thuê ngoài, đặc biệt việc sử dụng chi phí quản lý DN và chi phí bán hàng.

- Xây dựng các mức thù lao hợp lý, gắn liền lợi ích của nhà quản lý với lợi ích của cổ đông nhưng vẫn giảm thiểu gánh nặng lên chi phí quản lý DN.

- Quản lý và cơ cấu nợ phải trả hợp lý theo hướng giảm các khoản nợ ngắn hạn ở mức tối ưu sao cho vẫn phù hợp với chu kỳ kinh doanh.

- rà soát lại các nguồn lực của DN, nâng cao chất lượng và năng suất của các tài sản cố định, hàng tồn kho. DN cũng cần có chính sách bán chịu hợp lý để thu hồi nhanh các khoản phải thu cũng như duy trì số dư tiền mặt ở mức tối ưu, tránh lãng phí ■

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

1. Florackis, C. and 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.
2. Jensen, M.C, Meckling, H.W, (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 305-360
3. Jabbari, H., Hajiha, Z. and Labeshka, R.H., (2013). Investigation of the effect of agency costs on firm performance of listed firms in Tehran stock Exchange. *European Online Journal of Natural and Social Sciences*. 2(3), 771-776.
4. Lee, H.S. (2010). *Conditional conservatism, agency costs, and the contractual features of debt*, Doctoral dissertation, The University of Arizona.
5. Singh, M. and Davison, W.N. (2004). Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms. *Journal of banking and finance*, 27, 793-816
6. Trần Minh Tuấn (2020). *Tác động của chi phí đại diện tới hiệu quả kinh doanh của các DN niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam*, Luận án tiến sĩ, Trường Đại học Kinh tế Quốc dân.
7. Zakaria, Z., Purhanudin, N, Pin, T.C. and Soon, C.K.W. (2016). Leverage and agency cost: Malaysian construction listed companies. *International Journal of management research and review*, 6(12), 1654-1660.

Ngày nhận bài: 20/6/2021

Ngày phản biện đánh giá và sửa chữa: 2/7/2021

Ngày chấp nhận đăng bài: 18/7/2021

Thông tin tác giả:

TS. NGUYỄN THỊ VŨ KHUYÊN

Giảng viên chính, Viện Kinh tế và Quản lý

Trường Đại học Bách khoa Hà Nội

**IMPACT OF AGENCY COSTS ON BUSINESS PERFORMANCE
OF LISTED FOOD AND BEVERAGE COMPANIES
IN VIETNAM'S STOCK MARKET**

● Ph.D **NGUYEN THI VU KHUYEN**

Lecturer, School of Economics and Management,
Hanoi University of Science and Technology

ABSTRACT:

This study examined the impact of agency costs on business performance of listed food and beverage companies in Vietnam's stock market. Data sets of 34 listed food and beverage companies over the period from 2010 to 2020 were collected and put into the array data regression model. The study's results show that the indicators of array data regression model are reliable and they have statistically significant impacts on the business performance of listed food and beverage companies in Vietnam.

Keyword: agency cost, business performance, food and beverage.