
ĐẦU TƯ VÀ CHI PHÍ ĐẠI DIỆN: TRƯỜNG HỢP CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT VIỆT NAM

Phạm Xuân Quỳnh

Trường Đại học An Giang, Đại học Quốc gia TP. Hồ Chí Minh

Email: pxquynh@agu.edu.vn

Trương Đông Lộc

Trường Kinh tế, Đại học Cần Thơ

Email: tdloc@ctu.edu.vn

Lê Long Hậu

Trường Kinh tế, Đại học Cần Thơ

Email: llhau@ctu.edu.vn

Mã bài báo: JED-1734

Ngày nhận: 16/04/2024

Ngày nhận bản sửa: 04/05/2024

Ngày duyệt đăng: 12/06/2024

Mã DOI: 10.33301/JED.VI.1734

Tóm tắt:

Nghiên cứu được thực hiện nhằm đánh giá đầu tư của doanh nghiệp và phân tích ảnh hưởng của chi phí đại diện đến đầu tư. Dữ liệu nghiên cứu được thu thập từ các doanh nghiệp niêm yết trong giai đoạn từ 2013-2022. Với phương pháp ước lượng bình phương tối thiểu tổng quát (GLS), trước tiên, kết quả cho thấy đầu tư phụ thuộc vào nguồn tài chính nội bộ, do đó thị trường tài chính Việt Nam là không hoàn hảo, dẫn đến các doanh nghiệp có thể phải đối mặt với vấn đề chi phí đại diện. Tiếp theo, kết quả chỉ ra rằng so với các doanh nghiệp có chi phí đại diện thấp, các doanh nghiệp có chi phí đại diện cao hơn thì độ nhạy cảm của đầu tư đối với nguồn tài chính nội bộ là lớn hơn. Hàm ý, việc thắt dư nguồn tài chính nội bộ sẽ ảnh hưởng đến mức độ đầu tư, các doanh nghiệp có chi phí đại diện lớn và thắt dư vốn nội bộ có nhiều khả năng sẽ đầu tư quá mức.

Từ khóa: Chi phí đại diện, tài chính nội bộ, đầu tư, đầu tư quá mức.

Mã JEL: G31, G32, G35.

Investment and agency costs: Evidence from Vietnamese listed firms

Abstract:

The purpose of this study was to assess corporate investment and examine the influence of agency costs on investment. The data is gathered from financial reports and market information of firms spanning the period from 2013 to 2022. Firstly, the findings indicate a significant relationship between investment and internal funds, suggesting the presence of imperfections in Vietnam's financial market. Consequently, firms may encounter agency costs problems. Moreover, the research reveals that firms facing greater agency costs exhibit a heightened sensitivity of investment to internal funds. As a result, it can be inferred that an abundance of internal funds has implications for the level of investment. Specifically, firms burdened with high agency costs and possessing a surplus of internal funds are more prone to engage in overinvestment.

Keywords: Agency costs, internal funds, investment, overinvestment.

JEL codes: G31, G32, G35.

1. Giới thiệu

Trong thị trường vốn không hoàn hảo, thông tin bất đối xứng được xem là nguyên nhân chính gây ra mâu thuẫn lợi ích giữa nhà quản lý và cổ đông làm phát sinh chi phí đại diện (Jensen & Meckling, 1976). Khi nhà quản lý không chỉ có mục tiêu duy nhất là tối đa hóa giá trị doanh nghiệp thì các quyết định đầu tư có thể không hiệu quả hoàn toàn. Lập luận theo lý thuyết dòng tiền tự do của Jensen (1986) đã cho thấy nhà quản lý doanh nghiệp có khuynh hướng lạm dụng dòng tiền có sẵn để đầu tư vào các dự án có khả năng sinh lời thấp, thậm chí không hiệu quả hơn là chi trả lại cho các cổ đông. Do đó, quyết định đầu tư cấp doanh nghiệp bị ảnh hưởng bởi sự phát sinh của chi phí đại diện.

Về mặt thực nghiệm, ảnh hưởng của chi phí đại diện đến quyết định đầu tư cấp doanh nghiệp thường được xác minh qua mối quan hệ giữa đầu tư và nguồn tài chính nội bộ. Các nghiên cứu của Vogt (1994), Pawlina & Renneboog (2005) và Guariglia & Yang (2016) xác nhận quyết định đầu tư phụ thuộc vào nguồn tài chính nội bộ, vấn đề chi phí đại diện nghiêm trọng khi các doanh nghiệp có dòng tiền cao lại trả cổ tức thấp và cơ hội tăng trưởng thấp. Khi các doanh nghiệp không có cơ hội đầu tư hay cơ hội đầu tư thấp, sự sẵn có của nguồn tài chính nội bộ có thể liên quan đến việc chi tiêu đầu tư quá mức. Do đó, với các doanh nghiệp phát sinh chi phí đại diện cao hơn thì quyết định đầu tư sẽ nhạy cảm với nguồn tài chính nội bộ nhiều hơn.

Có thể thấy, thị trường tài chính Việt Nam cũng luôn tồn tại tình trạng bất đối xứng thông tin và chi phí đại diện càng nghiêm trọng khi doanh nghiệp có dòng tiền cao nhưng cơ hội đầu tư thấp. Bàn về các nghiên cứu thực nghiệm ở Việt Nam, thực sự chưa có nhiều nghiên cứu quan tâm đến ảnh hưởng của chi phí đại diện đến đầu tư cấp doanh nghiệp, các tác giả trước đây chủ yếu bàn về các yếu tố ảnh hưởng chi phí đại diện, ảnh hưởng của chi phí đại diện đến hiệu quả kinh doanh. Bất đối xứng thông tin trong thị trường vốn khiến hầu hết các doanh nghiệp phải đối mặt với chi phí đại diện và có thể làm cho quyết định đầu tư của doanh nghiệp trở nên không hiệu quả. Doanh nghiệp có thể đang đầu tư vào những dự án không hiệu quả khi doanh nghiệp phát sinh vấn đề đại diện nghiêm trọng. Nếu so với thị trường chứng khoán ở các nước phát triển, thì mức độ bất đối xứng thông tin mà các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam phải đối mặt thường cao hơn. Vì vậy, để bổ sung khoảng trống nghiên cứu trên các doanh nghiệp Việt Nam, nghiên cứu này được thực hiện nhằm cung cấp minh chứng thực nghiệm về ảnh hưởng của chi phí đại diện đến đầu tư.

Các nội dung tiếp theo của bài viết được trình bày theo sau. Trong mục 2, nhóm tác giả cung cấp cơ sở lý thuyết và các bằng chứng thực nghiệm. Phương pháp nghiên cứu được trình bày ở mục 3. Mục 4 thể hiện kết quả nghiên cứu và thảo luận, và mục 5 là kết luận.

2. Cơ sở lý thuyết và bằng chứng thực nghiệm

2.1. Cơ sở lý thuyết

Chi phí đại diện là chi phí phát sinh do mâu thuẫn giữa vấn đề sở hữu và quản trị (Jensen & Meckling, 1976). Do cổ đông không hoặc rất ít có điều kiện giám sát thường xuyên từng hành động của người quản lý. Đặc biệt, khi doanh nghiệp có dòng tiền tự do cao, ban quản lý doanh nghiệp càng có động cơ theo đuổi chiến lược xây dựng đế chế (Grossman & Hart, 1982), dẫn đến hành vi đầu tư bất thường (Jensen, 1986). Cụ thể, doanh nghiệp có lượng tiền mặt vượt quá nhu cầu nguồn quỹ để tài trợ cho các dự án đầu tư, lượng tiền mặt này nên được phân phối cho cổ đông thông qua chi trả cổ tức. Tuy nhiên, việc phân phối dòng tiền tự do cho cổ đông sẽ làm giảm nguồn lực dưới sự điều hành của ban quản lý. Vì lẽ đó, nhà quản lý có động cơ giữ lại và tận dụng dòng tiền tự do để đầu tư vào các dự án mang lại lợi ích cho nhà quản lý. Việc gia tăng đầu tư vào các dự án khác nhau giúp nhà quản lý kiểm soát được nhiều nguồn lực hơn. Hành vi đầu tư như vậy được xem là đầu tư quá mức (Richardson, 2006). Việc theo đuổi các mục tiêu không vì lợi ích của cổ đông khiến các nhà quản lý thích nguồn tài chính nội bộ hơn. Do đó, mối quan hệ giữa đầu tư và nguồn tài chính nội bộ cũng là minh chứng cho ảnh hưởng của chi phí đại diện đến đầu tư của doanh nghiệp.

Tiếp theo, nghiên cứu sử dụng mô hình đồ họa được phát triển bởi Carpenter (1995) để giải thích cho sự ảnh hưởng của chi phí đại diện đến đầu tư của doanh nghiệp trong thị trường tài chính không hoàn hảo.

Theo mô hình đồ họa 1, nguồn tài chính và chi phí đầu tư được thể hiện trên trục hoành, chi phí sử dụng vốn được thể hiện trên trục tung. Các đường I_1 , I_2 , I_3 đại diện cho các cơ hội đầu tư, I dốc xuống vì lợi tức đầu tư cận biên giảm dần. Đoạn OA thể hiện nguồn tài chính nội bộ của doanh nghiệp, r là mức lãi suất chiết khấu dòng tiền này. Trong điều kiện thị trường tài chính hoàn hảo, r cũng chính là chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp.

Với cơ hội đầu tư theo đường I_1 , nguồn tài chính nội bộ của doanh nghiệp đủ để trang trải cho đầu tư vì trong trường hợp này nhu cầu chi tiêu đầu tư của doanh nghiệp là đoạn OB . Người quản lý nên đầu tư tương ứng một lượng OB và phần còn dư BA nên được chia lại cho cổ đông dưới dạng cổ tức. Tuy nhiên, các nhà quản lý hành động như thể chi phí cơ hội của tài chính nội bộ là r' và đầu tư tất cả nguồn tài chính nội bộ doanh nghiệp có. Tổng chi tiêu vốn lúc này là đoạn OA trong khi cơ hội đầu tư của doanh nghiệp tương ứng đoạn OB . Ngụ ý các nhà quản lý đang có hành vi đầu tư quá mức. Hơn nữa, các nhà quản lý hành động như thể tỷ lệ chiết khấu có thể thay đổi, sự gia tăng nguồn tài chính nội bộ sẽ dẫn đến chi phí đầu tư tăng lên. Ngụ ý, ảnh hưởng của vấn đề chi phí đại diện đến chi tiêu đầu tư của doanh nghiệp có thể minh chứng qua mối quan hệ giữa đầu tư và nguồn tài chính nội bộ.

2.2. Bằng chứng thực nghiệm

Dựa vào mối quan hệ đầu tư và dòng tiền (đại diện cho nguồn tài chính nội bộ), Vogt (1994) cung cấp minh chứng thực nghiệm cho lý thuyết dòng tiền tự do và trật tự phân hạng. Kết quả cho thấy hành vi dòng tiền tự do dường như phát sinh mạnh mẽ nhất ở các doanh nghiệp lớn, cổ tức thấp. Hành vi trật tự phân hạng dường như phát sinh ở các doanh nghiệp nhỏ hơn, có cổ tức thấp. Ngụ ý rằng vấn đề chi phí đại diện nghiêm trọng khi các doanh nghiệp có dòng tiền cao lại trả cổ tức thấp, thay vì chia cổ tức cho cổ đông thì nhà quản lý lại sử dụng dòng tiền để gia tăng đầu tư. Pawlina & Renneboog (2005) cũng xác nhận rằng đầu tư rất nhạy cảm với tài chính nội bộ và điều này chủ yếu xuất phát từ vấn đề đại diện. Vấn đề đầu tư quá mức liên quan đến đại diện nghiêm trọng hơn ở các doanh nghiệp trưởng thành với triển vọng tăng trưởng thấp. Những doanh nghiệp có cơ hội tăng trưởng thấp bị thiếu các dự án hiệu quả. Kết quả là, có thể dòng tiền bổ sung được tạo ra có thể bị các nhà quản lý lãng phí vào các dự án làm giảm lợi nhuận doanh nghiệp. Nói cách khác, đối với các doanh nghiệp như trên, sự sẵn có của dòng tiền tự do có thể liên quan đến việc chi tiêu đầu tư quá mức.

Bằng một cách nhìn nhận khác về ảnh hưởng của chi phí đại diện đến quyết định đầu tư cấp doanh nghiệp, Richardson (2006) cho rằng đầu tư quá mức là kết quả của xung đột lợi ích giữa ban quản lý và cổ đông khi doanh nghiệp có dòng tiền tự do. Cụ thể, khi đối mặt với dòng tiền tự do, ban quản lý có thể tham gia đầu tư bổ sung vào các dự án đem lại lợi ích cá nhân thay vì phân phối tiền mặt cho các cổ đông. Kết quả thực nghiệm của tác giả trên các doanh nghiệp Mỹ cho thấy tồn tại mối quan hệ cùng chiều của đầu tư quá mức đối với sự sẵn có của dòng tiền tự do, ngụ ý vấn đề đại diện có thể khiến cho quyết định đầu tư của doanh nghiệp trở nên không hiệu quả, nhất là khi doanh nghiệp có dòng tiền tự do dồi dào.

Với bối cảnh các doanh nghiệp niêm yết ở Trung Quốc, Chen & cộng sự (2016) và Guariglia & Yang (2016) đều cho thấy chi phí đại diện là yếu tố có ảnh hưởng đến đầu tư cấp doanh nghiệp. Chen & cộng sự (2016) cho thấy rằng đầu tư quá mức tập trung vào các doanh nghiệp có dòng tiền tự do dương và khả năng đầu tư quá mức cho các doanh nghiệp niêm yết có dòng tiền tự do âm được giảm thiểu do doanh nghiệp buộc phải tiếp cận thị trường bên ngoài để huy động vốn. Kết quả cũng này phù hợp với lập luận của lý thuyết chi phí đại diện, cho rằng các nhà quản lý đầu tư quá mức khi họ có nguồn vốn nội bộ dồi dào, nhưng cắt giảm đầu tư khi họ cần nguồn tài chính bên ngoài. Trong khi đó, Guariglia & Yang (2016) đo lường chi phí đại diện và tiến hành phân loại các doanh nghiệp theo mức phát sinh chi phí đại diện lần lượt là cao, trung bình và thấp. Kết quả ước lượng của tác giả cho thấy rằng độ nhạy của đầu tư đối với nguồn tài chính nội bộ là dương và cao hơn đối với các doanh nghiệp có mức chi phí đại diện cao.

Lin & cộng sự (2017) điều tra mối liên hệ giữa vấn đề đại diện (chi phí đại diện) và đầu tư nghiên cứu phát triển (R&D) của doanh nghiệp ở Trung Quốc. Kết quả cho thấy có mối liên hệ tích cực đáng kể giữa chi phí đại diện và đầu tư R&D, ngụ ý chi phí đại diện khiến các doanh nghiệp đầu tư quá mức vào R&D. Wibawa & Wardhani (2018) sử dụng tỷ lệ chi trả cổ tức để đo lường chi phí đại diện cho các công ty sản xuất ở Indonesia, nhóm tác giả nhận thấy rằng độ nhạy đầu tư dòng tiền cao hơn ở các công ty có chi phí đại diện cao, do đó sự thặng dư của dòng tiền dễ dẫn đến hành vi đầu tư quá mức. Mohamed (2021) tiến hành nghiên cứu thực nghiệm về độ nhạy cảm của dòng tiền đầu tư (ICF) giữa các công ty sản xuất trong giai đoạn 1999-2010. Kết quả cho thấy rằng độ nhạy ICF tồn tại và có ý nghĩa đặc biệt đối với các công ty phát sinh chi phí đại diện. Hàm ý rằng, chi phí đại diện là nguyên nhân giải thích cho sự phụ thuộc mạnh mẽ của đầu tư vào dòng tiền.

Đánh giá chung: về mặt thực nghiệm, phần lớn các nghiên cứu dựa vào mối quan hệ giữa dòng tiền với đầu tư để đánh giá ảnh hưởng của chi phí đại diện đến đầu tư cấp doanh nghiệp. Ảnh hưởng cùng chiều của

dòng tiền đến đầu tư là minh chứng cho thấy quyết định đầu tư của doanh nghiệp đang gặp phải rào cản chi phí đại diện, khiến cho doanh nghiệp có thể đang trong quá trình đầu tư không hiệu quả (đầu tư quá mức).

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Mô hình nghiên cứu

Trong nghiên cứu, tác giả vận dụng mô hình gia tốc doanh thu để phân tích. Quy trình thực nghiệm như sau: Đầu tiên, nghiên cứu ước tính một mô hình đầu tư gia tốc doanh thu chuẩn; Tiếp theo, nghiên cứu đưa biến nguồn tài chính nội bộ vào mô hình chuẩn để kiểm tra sự tồn tại của thị trường tài chính không hoàn hảo; Cuối cùng, nghiên cứu thông qua mối quan hệ giữa đầu tư và tài chính nội bộ để đánh giá ảnh hưởng của chi phí đại diện đến đầu tư.

Mô hình thực nghiệm có đặc điểm sau:

$$I_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 IF_{i,t} + \beta_2 SAL_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 DIV_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_j \sum_{j=1}^8 Industry + \beta_k \sum_{k=1}^9 Year + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Ở mô hình 1, kỳ vọng hệ số $\beta_1 > 0$, hàm ý kết quả về mối quan hệ giữa yếu tố đầu tư và nguồn tài chính nội bộ là minh chứng cho sự tồn tại của thị trường tài chính không hoàn hảo, quyết định đầu tư của doanh nghiệp gặp phải rào cản chi phí đại diện. Cụ thể cách đo lường các biến nghiên cứu trong mô hình 1 được trình bày theo Bảng 1.

Bảng 1: Đo lường các biến trong mô hình nghiên cứu

Biến	Kí hiệu	Đo lường	Nguồn
Đầu tư	I	[Vốn đầu tư năm t - Vốn đầu tư năm (t-1)]/Vốn đầu tư năm (t-1)	Morgado & Pindado (2003), Richardson (2006)
Tài chính nội bộ	IF	Dòng tiền thuần năm t/Vốn đầu tư năm (t-1)	Richardson (2006), Guariglia & Yang (2016)
Doanh thu	SAL	[Doanh thu năm t - Doanh thu năm (t-1)]/Vốn đầu tư năm (t-1)	Lima Crisóstomo & cộng sự (2014), Guizani & Ajmi (2021)
Đòn bẩy	LEV	Tổng nợ năm t/Tổng tài sản năm t	Chen & cộng sự (2013); Richardson (2006), Guariglia & Yang (2016)
Chính sách cổ tức	DIV	Tỷ lệ chia cổ tức hàng năm	Yeo (2018), Xu & Xu (2019)
Quy mô	SIZE	Ln(Tổng tài sản năm t)	Richardson (2006), Guariglia & Yang (2016)

Nguồn: Tổng hợp tài liệu của nhóm tác giả.

Để đánh giá ảnh hưởng của chi phí đại diện đến đầu tư, nghiên cứu kiểm tra mô hình 1 qua hai cách:

Cách thứ nhất: Mô hình 1 được ước lượng theo từng nhóm doanh nghiệp có mức độ chi phí đại diện khác nhau.

Cách thứ 2: Theo Le (2003), nghiên cứu sử dụng chỉ tiêu đo lường chi phí đại diện làm biến tương tác đến độ nhạy giữa đầu tư và tài chính nội bộ. Chi tiết theo mô hình 2:

$$I_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 IF_{i,t} + \beta_2 SAL_{i,t} + \beta_3 (IF_{i,t} \times AC) + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 DIV_{i,t} + \beta_6 SIZE_{i,t} + \beta_j \sum_{j=1}^8 Industry + \beta_k \sum_{k=1}^9 Year + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Trong mô hình 2, AC là biến phản ánh mức độ phát sinh chi phí đại diện. Tác động của mỗi một đơn vị nguồn tài chính nội bộ tăng thêm/giảm đi đối với đầu tư là một hàm của biến chi phí đại diện, tức là:

$$\frac{\partial I}{\partial IF} = \beta_1 + \beta_3 AC \quad (3)$$

3.2. Đo lường chi phí đại diện

Thứ nhất, dựa theo Ang & cộng sự (2000), nghiên cứu này sử dụng chỉ tiêu tỷ lệ giữa doanh thu và tổng tài sản (S/TA) để nhận diện mức độ phát sinh chi phí đại diện. Các doanh nghiệp sẽ được phân thành ba nhóm: Nhóm doanh nghiệp được xem là có chi phí đại diện ở mức thấp (LAC); Nhóm doanh nghiệp được xem là có chi phí đại diện trung bình (MAC); Nhóm doanh nghiệp được xem là có chi phí đại diện ở mức cao (HAC). Thứ hai, nghiên cứu dựa vào đặc điểm dòng tiền tự do và cơ hội tăng trưởng của doanh nghiệp, các doanh nghiệp được chia làm 02 nhóm: nhóm LAC và nhóm HAC.

Tỷ lệ doanh thu trên tài sản (S/TA)

Tỷ lệ S/TA nhằm đánh giá hiệu suất sử dụng tài sản của công ty nên sẽ có mối tương quan nghịch với chi phí đại diện. Những doanh nghiệp có tỷ số S/TA cao sẽ đồng nghĩa với chi phí đại diện thấp và ngược lại. 30% doanh nghiệp có tỷ lệ S/TA ở top đầu thuộc nhóm LAC, 40% tiếp theo thuộc nhóm MAC và 30% top cuối thuộc nhóm HAC.

Đặc điểm dòng tiền tự do và cơ hội tăng trưởng

Nghiên cứu của Jensen (1986) cho thấy chi phí đại diện sẽ cao khi doanh nghiệp có một lượng tiền tự do gắn liền với cơ hội tăng trưởng thấp. Do đó, nghiên cứu này kết hợp đặc điểm của dòng tiền tự do và cơ hội tăng trưởng của doanh nghiệp để nhận diện theo như Bảng 2.

Bảng 2: Xác định chi phí đại diện

Cơ hội tăng trưởng	Dòng tiền tự do	Tình trạng chi phí đại diện
Cao (Tobin's $Q > 1$)	Giá trị dương	Chi phí đại diện thấp
Thấp (Tobin's $Q < 1$)	Giá trị dương	Chi phí đại diện cao

Nguồn: Lược khảo tài liệu của nhóm tác giả.

3.3. Dữ liệu và phương pháp phân tích

Dữ liệu

Số liệu được sử dụng trong nghiên cứu này chủ yếu được thu thập từ các báo cáo tài chính của các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE). Về thời gian, nghiên cứu thu thập dữ liệu của các doanh nghiệp từ năm 2013-2022. Tất cả dữ liệu về các doanh nghiệp được thu thập qua hệ thống Fiinpro của Công ty tập đoàn FiinGroup.

Phương pháp phân tích

Trước tiên, nghiên cứu kiểm tra tính dừng của dữ liệu bảng. Tiếp theo xem xét các phương pháp ước lượng phù hợp gồm: ước lượng bình phương tối thiểu thông thường gộp (OLS gộp), ước lượng hiệu ứng ngẫu nhiên (REM) và ước lượng hiệu ứng cố định (FEM) (Plasmans, 2006). Kiểm định Hausman được áp dụng để lựa chọn giữa FEM và REM. Ngoài ra, kiểm định các vi phạm gồm đa cộng tuyến nghiêm trọng, phương sai sai số thay đổi và tự tương quan cũng được thực hiện. Nếu mô hình bị phương sai sai số thay đổi hoặc tự tương quan thì kết quả hồi quy cuối cùng sẽ được xác định theo phương pháp bình phương tối thiểu tổng quát (GLS) (Baltagi & Baltagi, 2008).

4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

4.1. Thống kê mô tả các biến

Thống kê mô tả các biến cho toàn bộ mẫu được thể hiện như ở Bảng 3. Kết quả cho thấy rằng các biến số trong mẫu nghiên cứu tương đối không đồng đều và có xu hướng biến động giữa các năm.

Bảng 3: Thống kê mô tả các biến - Toàn bộ mẫu

Chỉ tiêu	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
I	2.690	0,3530	3,1071	-1,5129	131,3456
IF	2.690	0,5749	2,3218	-74,4787	35,6321
SAL	2.690	0,7197	14,9711	-199,9841	693,9116
LEV	2.690	0,4707	0,2067	0,0027	1,2945
DIV	2.690	0,0440	0,0522	0	0,5617
SIZE	2.690	28,2240	1,3842	25,1419	33,9896

Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu của nhóm tác giả.

Xét trên các mẫu phụ, kết quả ở Bảng 4 cho thấy sự khác biệt về cột giá trị trung bình giữa doanh nghiệp nhóm LAC và nhóm HAC. Giá trị biến đầu tư ở nhóm HAC cao hơn nhóm LAC, điều này phù hợp với lý thuyết đại diện vì theo lý thuyết này các doanh nghiệp phát sinh chi phí đại diện cao thường có xu hướng đầu tư quá mức. Vấn đề đại diện sẽ càng trở nên trầm trọng hơn khi doanh nghiệp có nguồn tài chính nội bộ dồi dào và cơ hội tăng trưởng thấp. Do đó, các doanh nghiệp thuộc nhóm HAC có tỷ lệ đầu tư cao hơn, nguồn tài chính nội bộ cũng dồi dào hơn

Bảng 4: Thống kê mô tả các biến - Mẫu phụ phân theo chi phí đại diện

Biến	Phân loại theo chi tiêu S/TA														
	LAC					MAC					HAC				
	STB	DLC	SNN	SLN	SQS	STB	DLC	SNN	SLN	SQS	STB	DLC	SNN	SLN	SQS
I	0,25	0,62	-0,99	9,78	810	0,37	4,08	-0,89	131	1.070	0,43	3,12	-1,51	58,8	810
IF	0,62	0,69	-1,24	5,64	810	0,59	1,91	-1,42	35,6	1.070	0,51	3,55	-74,5	33,7	810
SAL	0,96	4,61	-27,0	56,6	810	1,13	21,7	-25,7	693	1.070	-0,1	9,98	-199	112,2	810
LEV	0,51	0,18	0,09	0,97	810	0,44	0,22	0,00	1,17	1.070	0,47	0,21	0,01	1,29	810
DIV	0,05	0,06	0	0,50	810	0,04	0,05	0	0,56	1.070	0,03	0,05	0	0,37	810
SIZE	27,9	1,17	25,6	31,8	810	28,1	1,47	25,1	32,8	1.070	28,7	1,34	25,9	33,9	810
Biến	Phân loại theo đặc điểm đồng tiền tự do và cơ hội tăng trưởng														
	LAC					HAC									
	STB	DLC	SNN	SLN	SQS	STB	DLC	SNN	SLN	SQS					
I	0,28	1,58	-1,51	58,8	2.250	0,71	6,79	-0,93	131,3	440					
IF	0,57	2,33	-74,5	35,6	2.250	0,61	2,26	-0,64	32,4	440					
SAL	0,51	4,58	-63,6	112	2.250	1,82	35,6	-199	693,9	440					
LEV	0,48	0,21	0,01	1,29	2.250	0,44	0,20	0,00	0,85	440					
DIV	0,04	0,05	0	0,56	2.250	0,04	0,06	0	0,44	440					
SIZE	28,3	1,40	25,1	33,9	2.250	27,6	1,09	25,2	30,6	440					

Ghi chú: SQS là số quan sát, STB là giá trị trung bình, DLC là độ lệch chuẩn, SNN là giá trị nhỏ nhất, và SLN là giá trị lớn nhất.

Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu của nhóm tác giả.

4.2. Kết quả hồi quy

Sau khi xem xét mức độ tương quan, mức độ đa cộng tuyến giữa các biến, kiểm định tính dừng của dữ liệu và lựa chọn phương pháp hồi quy, mô hình hồi quy sẽ được thực thi. Kết quả kiểm định Hausman cho thấy ước tính FEM là phù hợp hơn, tuy nhiên mô hình lại tồn tại hiện tượng phương sai sai số thay đổi. Do đó, để khắc phục sai phạm trên, hồi quy GLS (cụ thể là FGLS) được sử dụng để giải thích cho kết quả nghiên cứu.

(i) Thị trường tài chính không hoàn hảo và đầu tư

Trước tiên, với kết quả ở cột (2), nghiên cứu kiểm tra mô hình đầu tư gia tốc chuẩn. Kết quả hồi quy cho thấy biến tăng trưởng doanh thu (SAL_{it}) có hệ số tác động dương đến biến đầu tư (I_{it}), ngụ ý sự tồn tại của hiệu ứng gia tốc đối với trường hợp các doanh nghiệp Việt Nam niêm yết trên HOSE.

Tiếp theo ở cột (3), nghiên cứu kiểm tra sự không hoàn hảo của thị trường tài chính Việt Nam. Kết quả hồi quy cho thấy biến nguồn tài chính nội bộ (IFI_{it}) có hệ số tác động dương đến biến đầu tư (I_{it}). Ảnh hưởng cùng chiều của nguồn tài chính nội bộ đến đầu tư hàm ý cho sự tồn tại của thị trường tài chính không hoàn hảo. Điều này cũng được ủng hộ qua kết quả thực nghiệm của các nghiên cứu trước đây như Fazzari & cộng sự (1987), Lima Crisóstomo & cộng sự (2014), Guizani & Ajmi (2021). Bên cạnh đó, việc đầu tư của các doanh nghiệp niêm yết trên HOSE rất nhạy cảm với nguồn tài chính nội bộ cũng cho thấy rằng các doanh nghiệp này có thể gặp phải rào cản chi phí đại diện.

Ở cột (4), nghiên cứu xem xét thêm một số biến độc lập đóng vai trò kiểm soát trong mô hình. Thứ nhất là biến đòn bẩy tài chính (LEV_{it}), biến này có hệ số tác động dương đến biến đầu tư (I_{it}). Trong bối cảnh thị trường tài chính không hoàn hảo nợ vay là nguồn vốn bên ngoài đầu tiên doanh nghiệp cân nhắc sử dụng khi có nhu cầu. Thứ hai là biến chính sách cổ tức (DIV_{it}), biến này có hệ số tác động âm đến biến đầu tư (I_{it}), chính sách tăng cổ tức làm giảm đầu tư. Ngoài ra, kết quả hồi quy ở cột (4) cho thấy các đặc điểm riêng biệt là khác nhau giữa các ngành và thay đổi theo thời gian.

(ii) Ảnh hưởng của chi phí đại diện đến đầu tư

Bảng 5: Các yếu tố quyết định đầu tư

(1)	(2)	(3)	(4)
IF _{i,t}		0,2692*** (0,0161)	0,2670*** (0,0186)
SAL _{i,t}	0,0608*** (0,0049)	0,0415*** (0,0049)	0,0389*** (0,0052)
LEV _{i,t}			0,1569*** (0,0326)
DIV _{i,t}			-0,6046*** (0,1371)
SIZE _{i,t}			-0,0042 (0,0045)
Hằng số	0,1521*** (0,0059)	0,0486*** (0,0061)	0,1477 (0,1254)
Hiệu ứng ngành			Có
Hiệu ứng năm			Có
Số quan sát	2.690	2.690	2.690
Wald chi2	151,18***	462,96***	448,82***

*Ghi chú: *, **, *** hệ số có ý nghĩa thống kê lần lượt tại mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%. Giá trị sai số chuẩn trong dấu ngoặc đơn.*

Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu của nhóm tác giả.

Trước tiên, nghiên cứu ước lượng mô hình 1 theo từng nhóm doanh nghiệp được phân loại mức độ phát sinh chi phí đại diện, thông qua việc so sánh mức độ ảnh hưởng của nguồn tài chính nội bộ đến đầu tư trong từng nhóm doanh nghiệp để chỉ ra ảnh hưởng của chi phí đại diện đến đầu tư. Chi tiết kết quả ở Bảng 6.

Với các nhóm doanh nghiệp được phân loại mức độ phát sinh chi phí đại diện theo tỷ lệ S/TA ở cột (2), (3) và (4), mức độ nhạy cảm của đầu tư đối với nguồn tài chính nội bộ của các doanh nghiệp nhóm HAC cao hơn các doanh nghiệp nhóm MAC và LAC. Như vậy, kết quả trên ủng hộ lập luận rằng, các doanh nghiệp được xem là có chi phí đại diện cao hơn thì đầu tư sẽ nhạy cảm với tài chính nội bộ nhiều hơn (Guariglia & Yang, 2016). Tỷ lệ S/TA được xem là một trong những tiêu chí có thể sử dụng để đo lường chi phí đại diện. S/TA cũng là chỉ tiêu tài chính phản ánh hiệu quả quản lý tài sản của doanh nghiệp, do đó khi doanh nghiệp

Bảng 6: Đầu tư và tài chính nội bộ - Mẫu phụ theo chi phí đại diện

(1)	(2)		(3)	(4)	(5)		(6)
	LAC		MAC	HAC	Đặc điểm dòng tiền tự do & cơ hội tăng trưởng		
			S/TA		LAC	HAC	
IF _{i,t}	0,2261*** (0,0217)	0,1427*** (0,0288)	0,2453*** (0,0384)	0,2459*** (0,0166)	0,8305*** (0,1144)		
SAL _{i,t}	-0,0003 (0,0028)	0,1476*** (0,0056)	-0,0251 (0,0159)	-0,0057 (0,0055)	0,1218*** (0,0077)		
LEV _{i,t}	0,2463*** (0,0586)	0,0240 (0,0505)	0,1703* (0,0933)	0,2261*** (0,0343)	-0,1066 (0,1527)		
DIV _{i,t}	-0,4911*** (0,1554)	-0,6174*** (0,2202)	-0,1085 (0,3727)	-0,5931*** (0,1412)	-2,2424*** (0,5859)		
SIZE _{i,t}	0,0051 (0,0076)	0,0131** (0,0067)	0,0077 (0,0162)	-0,0021 (0,0047)	0,0397 (0,0285)		
Hằng số	-0,2226 (0,2119)	-0,2186 (0,1817)	-0,1673 (0,4859)	0,0730 (0,1326)	-0,9187 (0,8113)		
Hiệu ứng ngành	Có	Có	Không	Có	Không		
Hiệu ứng năm	Có	Có	Có	Có	Không		
Số quan sát	810	1.070	810	2.250	440		
Wald chi2	206,83***	1.065,27***	69,95***	346,47***	664,50***		

*Ghi chú: *, **, *** hệ số có ý nghĩa thống kê lần lượt tại mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%. Giá trị sai số chuẩn trong dấu ngoặc đơn.*

Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu của nhóm tác giả.

có tỷ lệ S/TA 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. Với các doanh nghiệp đang gặp vấn đề đại diện nghiêm trọng, nhà quản lý dễ có hành vi đầu tư quá mức tối ưu, đây được đem là tình trạng đầu tư kém hiệu quả. Thực tế ở các doanh nghiệp Việt Nam niêm yết trên HOSE, kết quả thống kê mô tả ở Bảng 4 cũng đã cho thấy so với các doanh nghiệp nhóm LAC, các doanh nghiệp nhóm HAC có tỷ lệ đầu tư bình quân cao hơn ($0,43 > 0,25$), trong khi tỷ lệ chia cổ tức lại thấp hơn ($0,03 < 0,05$), đây chính là biểu hiện của những doanh nghiệp có vấn đề đại diện nghiêm trọng, dòng tiền tạo ra thay vì chia cổ tức cho cổ đông thì nhà quản lý lại sử dụng dòng tiền để gia tăng đầu tư, thậm chí có thể đầu tư vào cả những dự án không hiệu quả.

Cột (5) và (6) thể hiện kết quả ước lượng trên các nhóm doanh nghiệp được phân loại theo sự kết hợp đặc điểm cơ hội tăng trưởng và dòng tiền tự do. Khi so sánh hệ số ước lượng của biến nguồn tài chính nội bộ

Bảng 7: Đầu tư và tài chính nội bộ - Tương tác tài chính nội bộ và chi phí đại diện

(1)	(2)
	S/TA
IF _{i,t}	0,2812*** (0,0277)
IF _{i,t} ×AC _{i,t}	-0,0737*** (0,0179)
SAL _{i,t}	0,0468*** (0,0052)
LEV _{i,t}	0,1620*** (0,0339)
DIV _{i,t}	-0,3860*** (0,1312)
SIZE _{i,t}	-0,0040 (0,0044)
Hằng số	0,1531 (0,1263)
Hiệu ứng ngành	Có
Hiệu ứng năm	Có
Số quan sát	2.690
Wald chi2	413,25***

*Ghi chú: *, **, *** hệ số có ý nghĩa thống kê lần lượt tại mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.*

Giá trị sai số chuẩn trong dấu ngoặc đơn.

Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu của nhóm tác giả.

giữa hai nhóm doanh nghiệp, nhóm HAC có hệ số cao hơn 3 lần nhóm LAC. Kết quả này một lần nữa xác nhận đầu tư của các doanh nghiệp gặp vấn đề đại diện nghiêm trọng hơn sẽ thay đổi theo tài chính nội bộ mạnh hơn. Kết quả này cũng phù hợp với lý thuyết dòng tiền tự do vì cho rằng các nhà quản lý đầu tư quá mức dòng tiền vào các dự án đầu tư không sinh lời, do đó các doanh nghiệp có giá trị Q thấp nên dựa nhiều vào dòng tiền để tài trợ cho đầu tư. Một lần nữa, kết quả hồi quy này cũng thống nhất với đặc điểm dữ liệu ở phần thống kê mô tả trong Bảng 4. So với các doanh nghiệp nhóm LAC, các doanh nghiệp nhóm HAC có tỷ lệ đầu tư trung bình cao hơn, tài chính nội bộ cao hơn nhưng tỷ lệ trả cổ tức lại thấp hơn.

Với hệ số ước lượng của các biến độc lập còn lại kiểm soát cơ hội đầu tư của doanh nghiệp, biến tăng trưởng doanh thu (SAL_{i,t}) có hệ số dương và có ý nghĩa thống kê ở nhóm doanh nghiệp có chi phí đại diện cao, điều này cho thấy rằng với những doanh nghiệp gặp vấn đề đại diện nghiêm trọng, tăng trưởng doanh thu là cơ hội để doanh nghiệp tăng dòng tiền, từ đó hành vi gia tăng đầu tư tiếp tục diễn ra. Biến đòn bẩy tài chính (LEV_{i,t}) vẫn có hệ số dương và có ý nghĩa thống kê ở đa số các mẫu phụ, nhưng LEV_{i,t} cao hơn ở các doanh nghiệp nhóm LAC, ngụ ý việc sử dụng nợ có thể giúp giảm thiểu vấn đề đại diện và khả năng đầu tư quá mức. Biến chính sách cổ tức (DIV_{i,t}) có hệ số âm và cao hơn ở nhóm các doanh nghiệp có chi phí đại diện lớn, kết quả này phần nào ngụ ý việc tăng tỷ lệ chi trả cổ tức có thể giúp giảm thiểu khả năng đầu tư quá mức của doanh nghiệp. Biến quy mô (SIZE_{i,t}) có hệ số dương và chỉ có ý nghĩa thống kê ở một trường hợp mẫu phụ MAC.

Tiếp theo, nghiên cứu sử dụng cách tiếp cận thứ hai để xem xét ảnh hưởng của chi phí đại diện đến đầu tư. Chi tiết kết quả hồi quy ở Bảng 7.

Kết quả hồi quy ở Bảng 7, cột (2) cho thấy biến nguồn tài chính nội bộ có ảnh hưởng cùng chiều đến đầu tư. Điều đáng chú ý là hệ số ước lượng của biến tương tác ($IF_{i,t} \times AC_{i,t}$) là âm, có nghĩa là các doanh nghiệp có tỷ lệ S/TA càng lớn thì độ nhạy của đầu tư với tài chính nội bộ càng thấp. Kết quả này cho thấy rằng các doanh nghiệp nhận giá trị S/TA lớn hơn là những doanh nghiệp có mức chi phí đại diện thấp hơn.

Như vậy, ảnh hưởng của vấn đề chi phí đại diện đến đầu tư của các doanh nghiệp Việt Nam niêm yết trên HOSE được thể hiện qua độ nhạy của đầu tư với nguồn tài chính nội bộ. Thông tin bất đối xứng khiến trong doanh nghiệp phát sinh những mâu thuẫn lợi ích giữa cổ đông và người quản lý. Người quản lý trực tiếp điều hành và đưa ra các quyết định đầu tư, tuy nhiên không phải tất cả các hành động của người quản lý đều có chung mục tiêu tối đa hóa lợi ích cổ đông. Vấn đề đại diện trở nên nghiêm trọng hơn khi doanh nghiệp có nguồn tài chính nội bộ cao nhưng cơ hội tăng trưởng lại thấp. Vì khi đó, việc gia tăng đầu tư có nhiều khả năng cho thấy doanh nghiệp đang đầu tư quá mức, được xem là tình trạng đầu tư không hiệu quả.

5. Kết luận

Trong nghiên cứu này, nhóm tác giả sử dụng dữ liệu của các doanh nghiệp Việt Nam niêm yết trên HOSE để kiểm tra xem chi phí đại diện ảnh hưởng như thế nào đến đầu tư. Kết quả cho thấy nguồn tài chính nội bộ có ảnh hưởng cùng chiều đến đầu tư của toàn bộ mẫu, cho thấy các doanh nghiệp Việt Nam niêm yết trên HOSE phải đối mặt với vấn đề chi phí đại diện. Thứ nhất, nghiên cứu sử dụng tỷ lệ doanh thu trên tài sản (S/TA) làm thước đo phân loại các doanh nghiệp theo mức độ phát sinh chi phí đại diện, kết quả cho thấy doanh nghiệp có tỷ lệ S/TA thấp hơn dường như gặp phải vấn đề đại diện nghiêm trọng hơn nên mức độ nhạy cảm của đầu tư đối với tài chính nội bộ mạnh hơn. Thứ hai, nghiên cứu kết hợp đặc điểm cơ hội tăng trưởng và dòng tiền tự do để phân loại doanh nghiệp, kết quả vẫn tiếp tục ủng hộ lập luận rằng doanh nghiệp có chi phí đại diện thấp hơn thì đầu tư lại ít phụ thuộc vào tài chính nội bộ hơn. Kết quả tương tự thu được với cách kiểm tra thứ hai, vai trò tương tác của yếu tố chi phí đại diện thể hiện qua tỷ lệ S/TA góp phần làm giảm sự phụ thuộc của đầu tư vào nguồn tài chính nội bộ. Như vậy, các doanh nghiệp Việt Nam niêm yết trên HOSE có tỷ lệ S/TA thấp, dòng tiền tự do cao nhưng cơ hội tăng trưởng kém cho thấy vấn đề đại diện trở nên nghiêm trọng hơn, dẫn đến mức độ nhạy cảm của đầu tư đối với tài chính nội bộ nhiều hơn. Do đó, đây cũng là cơ sở để thấy rằng, khi doanh nghiệp đòi hỏi nguồn tài chính nội bộ, nhiều khả năng tình trạng đầu tư quá mức sẽ xảy ra.

Hạn chế của nghiên cứu: Bên cạnh những đóng góp về mặt thực nghiệm cho vấn đề ảnh hưởng của chi phí đại diện đến đầu tư của doanh nghiệp, nghiên cứu không tránh khỏi những hạn chế nhất định. Thứ nhất, nghiên cứu chưa khai thác hết các thước đo chi phí đại diện. Thứ hai, nghiên cứu chưa phản ánh được tác động trực tiếp của chi phí đại diện đến đầu tư mà đánh giá một cách gián tiếp thông qua mức độ nhạy cảm của đầu tư đối với tài chính nội bộ. Thứ ba, nghiên cứu chưa tìm được cách phù hợp để xác định những doanh nghiệp đang đầu tư quá mức do chi phí đại diện. Vì vậy, các hướng nghiên cứu tiếp theo có thể khắc phục những hạn chế trên để có thể góp phần bổ sung thêm minh chứng thuyết phục hơn về ảnh hưởng của chi phí đại diện đến đầu tư của doanh nghiệp.

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.
- Baltagi, B.H. & Baltagi, B.H. (2008), *Econometric analysis of panel data (Vol. 4)*, Springer.
- Carpenter, R.E. (1995), 'Finance constraints or free cash flow? A new look at the life cycle model of the firm', *Empirica*, 22, 185-209.

-
- Chen, L., Liu, C. & Wang, G. (2013), 'Financial constraints, investment efficiency and corporate governance: Empirical evidence from China', presentation at *10th International Conference on Service Systems and Service Management*, Hong Kong, China, July 17th - 19th.
- Chen, X., Sun, Y. & Xu, X. (2016), 'Free cash flow, over-investment and corporate governance in China', *Pacific-Basin Finance Journal*, 37, 81-103.
- Fazzari, S., Hubbard, R.G. & Petersen, B.C. (1987), *Financing constraints and corporate investment*, National Bureau of Economic Research Cambridge, Mass., USA.
- Grossman, S.J. & Hart, O.D. (1982), 'Corporate financial structure and managerial incentives', in *The economics of information and uncertainty*, McCall, J. (Ed.), University of Chicago Press, 107-140.
- Guariglia, A. & Yang, J. (2016), 'A balancing act: managing financial constraints and agency costs to minimize investment inefficiency in the Chinese market', *Journal of Corporate Finance*, 36, 111-130.
- Guizani, M. & Ajmi, A.N. (2021), 'Financial conditions, financial constraints and investment-cash flow sensitivity: evidence from Saudi Arabia', *Journal of Economic and Administrative Sciences*, 37(4), 763-784.
- 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, W.H. (1976), 'Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure', *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Le, K.N. (2003), 'Investment of rice mills in Vietnam: the role of financial market imperfections and uncertainty', Thesis fully internal (DIV), University of Groningen.
- Lima Crisóstomo, V., Javier López Iturriaga, F. & Vallelado González, E. (2014), 'Financial constraints for investment in Brazil', *International Journal of Managerial Finance*, 10(1), 73-92.
- Lin, Z.J., Liu, S. & Sun, F. (2017), 'The impact of financing constraints and agency costs on corporate R&D investment: Evidence from China', *International Review of Finance*, 17(1), 3-42.
- Mohamed, E.B. (2021), 'Managerial optimism, investment cash flow sensitivity and agency costs: evidence from NYSE panel data firms', *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 30, 100481.
- Morgado, A. & Pindado, J. (2003), 'The underinvestment and overinvestment hypotheses: An analysis using panel data', *European Financial Management*, 9(2), 163-177.
- Pawlina, G. & Renneboog, L. (2005), 'Is investment-cash flow sensitivity caused by agency costs or asymmetric information? Evidence from the UK', *European Financial Management*, 11(4), 483-513.
- Plasmans, J. (2006), *Modern linear and nonlinear econometrics*, Vol. 9, Springer Science & Business Media.
- Richardson, S. (2006), 'Over-investment of free cash flow', *Review of accounting studies*, 11(2), 159-189.
- Vogt, S.C. (1994), 'The cash flow/investment relationship: evidence from US manufacturing firms', *Financial Management*, 23(2), 3-20.
- Wibawa, B.A. & Wardhani, R. (2018), 'The effect of conditional conservatism and agency cost on investment-cashflow sensitivity', *International Research Journal of Business Studies*, 10(2), 69-88.
- Xu, X. & Xu, H. (2019), 'Investment-internal capital sensitivity, investment-cash flow sensitivity and dividend payment', *China Finance Review International*, 9(2), 183-207.
- Yeo, H.J. (2018), 'Role of free cash flows in making investment and dividend decisions: The case of the shipping industry', *The Asian Journal of Shipping and Logistics*, 34(2), 113-118.