

ẢNH HƯỞNG CỦA LINH HOẠT TÀI CHÍNH, MỨC ĐỘ CHẤP NHẬN RỦI RO VÀ CHI PHÍ ĐẠI DIỆN ĐẾN GIÁ TRỊ CỦA CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN PHI TÀI CHÍNH NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM SAU THỜI KỲ COVID-19

Chu Thị Thu Thủy*; Ngô Thị Quyên*

Nhận bài: 19/08/2023; Nhận kết quả bình duyệt: 10/09/2023; Chấp nhận đăng: 20/09/2023

©2023 Trường Đại học Thăng Long

Tóm tắt

Mục tiêu của nghiên cứu là xác định ảnh hưởng của linh hoạt tài chính, mức độ chấp nhận rủi ro và chi phí đại diện đến giá trị của các công ty cổ phần (CTCP) phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam sau thời kỳ COVID-19. Nghiên cứu đã chứng minh được rằng linh hoạt tài chính và mức độ chấp nhận rủi ro của các công ty có tác động cùng chiều đến giá trị công ty. Ngược lại, chi phí đại diện có tác động ngược chiều giá trị các công ty.

Từ khóa: Linh hoạt tài chính; mức độ chấp nhận rủi ro; chi phí đại diện; công ty cổ phần

1. Giới thiệu

Nghiên cứu về ảnh hưởng của các yếu tố đến giá trị công ty được nhiều nhà nghiên cứu quan tâm trên nhiều khía cạnh và trong các bối cảnh nghiên cứu khác nhau như các nghiên cứu của Frank & Goyal (2003), Fama & French (2002), Teng & các cộng sự (2021) và Shin & Pyo (2021). Khác với các nghiên cứu trước, nghiên cứu này tập trung vào ba nhân tố có ảnh hưởng đến giá trị công ty bao gồm linh hoạt tài chính, mức độ chấp nhận rủi ro và chi phí đại diện. Nghiên cứu sử dụng mẫu nghiên cứu là 613 CTCP phi tài chính niêm yết trên TTCK Việt Nam trong giai đoạn từ quý 2 năm 2022 đến quý 1 năm 2023. Phương pháp bình phương tối thiểu tổng quát khả thi (FGLS) được sử dụng

để phân tích mối quan hệ giữa linh hoạt tài chính, mức độ chấp nhận rủi ro, chi phí đại diện với giá trị công ty.

Qua mẫu nghiên cứu 613 CTCP phi tài chính, nghiên cứu đã chứng minh được rằng các công ty duy trì linh hoạt tài chính cao, đồng thời có mức chấp nhận rủi ro cao thì giá trị công ty tương ứng cũng cao. Thêm vào đó, nghiên cứu cũng chứng minh được rằng chi phí đại diện có tác động tiêu cực đến giá trị của các công ty.

Ngoài phần giới thiệu, nghiên cứu được cấu trúc thành các phần như sau: Phần 2 trình bày cơ sở lý thuyết có liên quan đến linh hoạt tài chính, mức độ chấp nhận rủi ro, chi phí đại diện và giá trị công ty; mô hình nghiên cứu được trình bày chi tiết trong phần 3; phần 4

* Trường Đại học Thăng Long

đưa ra kết quả nghiên cứu và thảo luận một số kết quả nghiên cứu; cuối cùng là một số kết luận được trình bày chi tiết trong phần 5

2. Cơ sở lý thuyết

2.1. Tổng quan nghiên cứu

Mục tiêu của quản trị tài chính là tối đa hoá giá trị tài sản của chủ sở hữu, trong đó thước đo chính thể hiện việc hoàn thành mục tiêu này là gia tăng giá trị công ty được giao dịch trên thị trường. Chính vì vậy, trong nhiều thập kỷ qua có nhiều nghiên cứu lý thuyết và thực nghiệm phân tích những yếu tố ảnh hưởng đến giá trị công ty. Các lý thuyết tài chính có thể kể đến như lý thuyết M và M của Modigliani & Miller (1958), lý thuyết trật tự phân hạng được nghiên cứu và phát triển bởi Myers (1984) và Myers & Majluf (1984), lý thuyết đánh đổi của Kraus & Litzenberger (1973) và lý thuyết chi phí đại diện của Jensen (1986). Các nhân tố ảnh hưởng đến giá trị công ty được phân chia thành hai nhóm là các nhân tố bên trong và các nhân tố vĩ mô, trong đó linh hoạt tài chính, mức độ chấp nhận rủi ro và chi phí đại diện là những nhân tố bên trong có ảnh hưởng quan trọng đến giá trị công ty, được đặc biệt nghiên cứu trong các thời kỳ khủng hoảng và sau khủng hoảng.

Trước hết, các nghiên cứu thực nghiệm về mối quan hệ giữa linh hoạt tài chính và giá trị công ty cho thấy linh hoạt tài chính có vai trò quan trọng giúp các công ty vượt qua những tác động

của các cú sốc bất lợi, ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động và hiệu quả đầu tư của các công ty (Bancel & Mittoo, 2011; DeAngelo & DeAngelo, 2007; Gamba & Triantis, 2008). Theo hiểu biết của nhóm tác giả thì với bối cảnh thị trường chứng khoán Việt Nam hầu như chưa có nghiên cứu nào về linh hoạt tài chính và giá trị công ty mà các nghiên cứu này chủ yếu được thực hiện đối với thị trường chứng khoán nước ngoài (Arslan-Ayaydin & các cộng sự, 2014; de Jong & các cộng sự, 2012; Marchica & Mura, 2010). Hơn nữa, kết quả của các nghiên cứu cũng không có sự thống nhất. Một số nghiên cứu chứng minh được tác động cùng chiều của linh hoạt tài chính đến giá trị công ty (Gamba & Triantis, 2008; Marchica & Mura, 2010), song cũng có những nghiên cứu cho thấy tác động ngược chiều của linh hoạt tài chính đến giá trị công ty (Modigliani & Miller, 1963) hoặc không có tác động đến giá trị công ty (Modigliani & Miller, 1958).

Thêm vào đó, mức độ chấp nhận rủi ro được nghiên cứu trên nhiều góc độ khác nhau như: Nghiên cứu của John, Litov, & Yeung (2008) cho thấy mức độ chấp nhận rủi ro cao có tác động làm gia tăng tổng tài sản và doanh thu. Nghiên cứu Faccio & các cộng sự (2016) chỉ ra rằng sự đa dạng của cổ đông sẽ làm cho các nhà quản lý chấp nhận nhiều rủi ro hơn. Nghiên cứu của Faccio & các cộng sự (2016) và Mohsni & các cộng sự (2021) lại đề cập đến sự đa dạng trong

hội đồng quản trị có ảnh hưởng đến mức độ chấp nhận rủi ro của các công ty. Nghiên cứu của Shin & Pyo (2021) thực hiện trên mẫu các công ty niêm yết của Mỹ cho thấy khi công ty tăng mức độ chấp nhận rủi ro thì giá trị công ty gia tăng. Như vậy, có thể thấy chủ yếu các nghiên cứu trước đây phân tích mức độ chấp nhận rủi ro trong quản lý và có rất ít nghiên cứu phân tích vai trò của mức độ chấp nhận rủi ro của nhà quản lý đối với lợi ích của cổ đông.

Cuối cùng, chi phí đại diện phát sinh do sự khác biệt về lợi ích giữa cổ đông và nhà quản lý công ty. Theo Jensen (1986) thì chi phí đại diện là không thể tránh khỏi khi có sự phân chia quyền sở hữu và quyền quản lý trong các công ty và đồng thời chi phí này thể hiện sự kém hiệu quả trong quản trị tài chính. Các nghiên cứu thực nghiệm với những bối cảnh nghiên cứu khác nhau đã cho những kết quả không thống nhất. Một số nghiên cứu cho thấy khi chi phí đại diện của công ty càng lớn thì hoạt động kiểm soát của cổ đông đối với các nhà quản lý hiệu quả và điều này làm gia tăng giá trị của công ty (Adityamurti & Ghozali, 2017; Wardani & Susilowati, 2017). Trong khi đó, các nghiên cứu của Claessens & các cộng sự (2002), Lemmon & Lins (2003) và Bennedsen & Nielsen (2010) lại chứng minh tác động ngược chiều của chi phí đại diện đến giá trị công ty.

Tóm lại, một cách tổng quan, có thể thấy các nghiên cứu về tác động của linh hoạt tài chính, mức độ chấp nhận rủi ro đến giá trị công ty trong bối cảnh

thị trường chứng khoán Việt Nam còn khá ít. Vì vậy, mục tiêu đầu tiên của nhóm tác giả là bổ sung thêm vào số lượng nghiên cứu ít ỏi về sự ảnh hưởng của linh hoạt tài chính và mức độ chấp nhận rủi ro đến giá trị công ty tại Việt Nam bằng cách thực hiện nghiên cứu trên 613 công ty cổ phần phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn sau COVID-19. Hơn nữa, có thể thấy các nghiên cứu về ảnh hưởng của linh hoạt tài chính, mức độ chấp nhận rủi ro và chi phí đại diện đến giá trị công ty đều cho các kết quả không thống nhất. Do đó, mục tiêu thứ hai của nhóm tác giả là xác định ảnh hưởng của linh hoạt tài chính, mức độ chấp nhận rủi ro và chi phí đại diện đến giá trị công ty đối với các công ty cổ phần phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam sau các cú sốc do dịch bệnh COVID_19 tạo ra.

Nghiên cứu của nhóm tác giả đóng góp vào cơ sở lý luận và thực nghiệm bằng cách phân tích ảnh hưởng của linh hoạt tài chính, mức độ chấp nhận rủi ro và chi phí đại diện đến giá trị công ty sau giai đoạn COVID-19 – là giai đoạn mà các cú sốc ngoại sinh ảnh hưởng mạnh mẽ đến hiệu quả hoạt động và dòng vốn của các công ty. Kết quả nghiên cứu chỉ ra tầm quan trọng của việc đạt được linh hoạt tài chính, hành động chấp nhận rủi ro và quản lý chi phí đại diện đối với các công ty phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Kết quả về tác động của linh hoạt tài chính sau thời kỳ COVID-19 cung cấp bằng chứng thuyết phục cho

thấy khả năng linh hoạt tài chính giúp các công ty vượt qua được các thách thức tài chính trong thời kỳ khủng hoảng và giảm thiểu được các tác động bất lợi của các cú sốc ngoại sinh. Hơn nữa, kết quả về ảnh hưởng tích cực của mức độ chấp nhận rủi ro đối với giá trị công ty sau thời kỳ COVID-19 đã nhấn mạnh hơn nữa lợi ích của mức độ chấp nhận rủi ro phù hợp trong cơ hội đầu tư tăng trưởng đối với hiệu quả hoạt động của các công ty. Cuối cùng, kết quả ảnh hưởng tiêu cực của chi phí đại diện đối với giá trị công ty sau thời kỳ COVID-19 cho thấy sự kém hiệu quả trong giải quyết mâu thuẫn lợi ích giữa nhà quản trị và các cổ đông làm cho các nhà quản lý không thực sự hành động vì lợi ích của cổ đông.

2.2. Linh hoạt tài chính và giá trị công ty

Mối quan hệ giữa linh hoạt tài chính và giá trị công ty được nghiên cứu trên nhiều khía cạnh và đưa ra các kết quả khác nhau. Trước hết, theo Modigliani & Miller (1958) thì trong thị trường vốn hoàn hảo và không có sự bất cân xứng về thông tin thì linh hoạt tài chính không ảnh hưởng đến giá trị công ty. Tuy nhiên, trên thực tế thị trường vốn không hoàn hảo do ảnh hưởng của các yếu tố thuế và chi phí áp lực tài chính, nên các công ty thường không có xu hướng sử dụng hết các khoản nợ trong cấu trúc vốn nhằm duy trì tính linh hoạt trong cấu trúc vốn (Modigliani & Miller, 1963). Trong trường hợp này cấu trúc

vốn có ảnh hưởng đến giá trị công ty và linh hoạt tài chính có tác động ngược chiều đến giá trị công ty (Modigliani & Miller, 1963). Hơn nữa, theo lý thuyết trật tự phân hạng được nghiên cứu và phát triển bởi Myers (1984) và Myers & Majluf (1984) thì trong điều kiện thị trường không hoàn hảo và bất cân xứng về thông tin thì các công ty thường ưu tiên sử dụng các nguồn vốn nội bộ (lợi nhuận để lại) hơn là sử dụng các nguồn vốn bên ngoài. Vì vậy, khi công ty có nhu cầu huy động vốn, các công ty sẽ hạn chế việc chi trả cổ tức tiền mặt, tiếp theo là sử dụng nợ vay và cuối cùng là phát hành cổ phần. Như vậy, có thể thấy, theo lý thuyết trật tự phân hạng thì các công ty không quan tâm đến xác định linh hoạt tài chính mục tiêu mà duy trì mức linh hoạt tài chính phụ thuộc vào nhu cầu của doanh nghiệp. Thêm vào đó, theo Kraus & Litzenberger (1973) thì việc duy trì linh hoạt tài chính phản ánh sự đánh đổi giữa lợi ích thuế và chi phí phá sản dự kiến của công ty. Nghiên cứu của Gamba & Triantis (2008) cho thấy linh hoạt tài chính giúp công ty hạn chế được các khó khăn về tài chính khi đối mặt với các cú sốc tiêu cực và giúp công ty gia tăng giá trị công ty bằng cách đầu tư vào các cơ hội tăng trưởng. Đồng quan điểm với Gamba & Triantis (2008), nghiên cứu của Marchica & Mura (2010) và nghiên cứu của de Jong & các cộng sự (2012) cho thấy linh hoạt tài chính sẽ làm giảm khả năng suy giảm đầu tư và gia tăng giá trị của các

công ty. Như vậy, giả thuyết nghiên cứu đặt ra là:

H01: Linh hoạt tài chính không có tác động đến giá trị công ty

H11: Linh hoạt tài chính có tác động đến giá trị công ty

2.3. Mức độ chấp nhận rủi ro và giá trị công ty

Chấp nhận rủi ro là một phần thiết yếu của công ty vì sự phát triển công ty phụ thuộc vào việc chấp nhận rủi ro phù hợp. Mức độ chấp nhận rủi ro của công ty được phân tích trên nhiều góc độ khác nhau. Trước hết, khi công ty đang có mức độ sử dụng nợ cao, các nhà quản trị có xu hướng giảm mức độ chấp nhận rủi ro để tránh nguy cơ phá sản (King & Wen, 2011). Thêm vào đó, các nhà quản trị cũng có xu hướng giảm mức độ chấp nhận rủi ro khi chịu áp lực từ các bên liên quan như ngân hàng, liên đoàn lao động và chính phủ (John, Litov, & Yeung, 2008). Mặt khác, mức độ chấp nhận rủi ro của các công ty phụ thuộc trực tiếp vào giới tính và độ tuổi của hội đồng quản trị. Đối với các công ty có tỷ lệ giới tính nữ cao và tuổi trung bình của hội đồng quản trị lớn thì mức độ chấp nhận rủi ro sẽ thấp hơn, dẫn đến khả năng tồn tại của các công ty tốt hơn (Faccio & các cộng sự, 2016; Mohsni & các cộng sự, 2021). Như vậy, mức độ chấp nhận rủi ro của công ty thấp có thể tạo ra hai trường hợp tiêu cực sau đây: Thứ nhất, mức độ chấp nhận rủi ro thấp làm cho các công ty không đầu tư hoặc đầu tư rất ít vào các dự án mới. Điều này sẽ tạo nên hiệu ứng đầu tư dưới mức và làm giảm giá trị của

công ty. Thứ hai, công ty bỏ qua các dự án có tiềm năng và có triển vọng tăng trưởng khi mức độ chấp nhận rủi ro thấp. Kết quả dòng tiền tạo ra trong tương lai của công ty không đạt được hiệu quả tối ưu. Nghiên cứu của Shin & Pyo (2021) đã chứng minh được rằng mức độ chấp nhận rủi ro của các công ty có tác động tích cực đến giá trị công ty. Theo Shin & Pyo (2021), khi các nhà quản lý có mức độ chấp nhận rủi ro cao hơn thì họ sẽ có kế hoạch tập trung nâng cao hiệu quả phân bổ vốn cho tất cả các hoạt động trong công ty, bao gồm cả các hoạt động ngắn hạn và dài hạn. Điều này giúp gia tăng thu nhập của công ty trong cả ngắn hạn và dài hạn. Kết quả cuối cùng là giá trị của các công ty gia tăng. Như vậy, giả thuyết nghiên cứu được đặt ra là:

H02: Mức độ chấp nhận rủi ro không có tác động đến giá trị công ty

H12: Mức độ chấp nhận rủi ro có tác động đến giá trị công ty

2.4. Chi phí đại diện và giá trị công ty

Theo Jensen (1986) nhà quản lý không sở hữu cổ phần sẽ làm việc vì lợi ích của chính mình thay vì tối đa hoá lợi ích của cổ đông. Vì vậy, nhà quản lý sở hữu cổ phần sẽ hoạt động nỗ lực hơn vì lợi ích của cổ đông. Tóm lại, tỷ lệ sở hữu cổ phần của nhà quản lý càng thấp thì những chi phí mà nhà quản lý tạo ra càng nhiều như làm ít giờ, tiêu dùng hoang phí hơn, chấp nhận những dự án kém hiệu quả ..., do đó cổ đông sẽ chịu thiệt hại. Theo nghiên cứu của Jensen (1986) thì chi phí đại diện xảy ra do mối

quan hệ hợp đồng không đầy đủ giữa các cổ đông (người ủy quyền) và nhà quản lý (người đại diện). Chi phí đại diện bao gồm chi phí kiểm soát (monitoring expenditure), chi phí giao kèo (Bonding expenditure) và tổn thất lợi ích (residual loss). Chi phí đại diện càng nhiều thì hiệu quả tài chính càng thấp và từ đó tác động tiêu cực đến giá trị của các công ty (Yao & Wu,

2014). Như vậy, giả thuyết nghiên cứu được đặt ra là

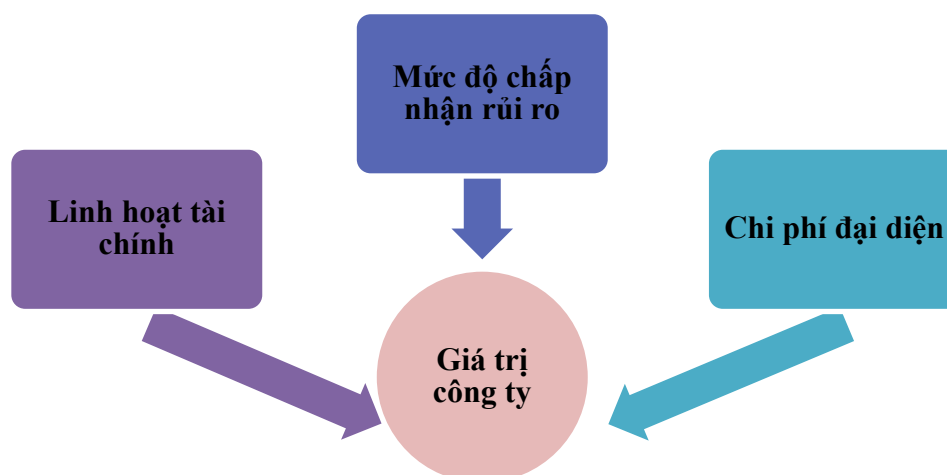
H03: Chi phí đại diện không có tác động đến giá trị công ty

H13: Chi phí đại diện có tác động đến giá trị công ty

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Mô hình nghiên cứu:

Trên cơ sở lý thuyết, nhóm tác giả xây dựng mô hình nghiên cứu như được chỉ ra trong hình 1 sau đây:



Hình 1. Mô hình nghiên cứu

3.2. Các biến nghiên cứu:

Trên cơ sở các nghiên cứu và các lý thuyết liên quan, các biến nghiên cứu được định nghĩa và đo lường cụ thể như sau:

3.2.1. Biến phụ thuộc: Giá trị công ty (TobinQ)

Giá trị công ty được đo lường bởi nhiều thước đo khác nhau phụ thuộc vào khía cạnh nghiên cứu, tuy nhiên nghiên cứu này sử dụng tỷ số TobinQ để đo lường giá trị công ty và được kế thừa từ một số nghiên cứu trước như nghiên cứu của Yermack (1996),

Moeljadi (2014), Berger & Ofek (1995), Yung & các cộng sự (2015). TobinQ được tính như sau:

$$\text{TobinQ} = \frac{\text{Tổng giá trị thị trường của công ty}}{\text{Tổng giá trị sổ sách của tài sản}}$$

3.2.2. Các biến độc lập:

– Linh hoạt tài chính (FinanF):

Nghiên cứu này sử dụng kết hợp hai chỉ số linh hoạt tiền mặt (Cash flexibility - CashF) và linh hoạt nợ (Debt flexibility - DebtF) để đo lường linh hoạt tài chính (FinanF) của các CTCP phi tài chính niêm yết trên TTCK Việt Nam.

Thước đo FianceF trong nghiên cứu này được kế thừa từ các nghiên cứu của Al-Slehat (2019), Arslan-Ayaydin & các cộng sự (2014), Teng & các cộng sự (2021).

$$\text{FinanF} = \text{CashF} + \text{DebtF}$$

Trong đó:

FinanF: Linh hoạt tài chính

CashF (Linh hoạt tiền mặt): thể hiện khả năng sử dụng các nguồn vốn nội bộ của công ty và được tính theo công thức: $\text{CashF} = (\text{Tiền và các khoản tương đương tiền}) / \text{tổng tài sản}$.

DebtF (Linh hoạt nợ): đề cập đến khả năng doanh nghiệp có được nguồn vốn bên ngoài và được tính theo công thức: $\text{DebtF} = 1 - \text{tỷ lệ nợ}$

– **Mức độ chấp nhận rủi ro (ERP):**

Theo Wiklund & Shepherd (2005) thì chấp nhận rủi ro của công ty là khả năng công ty sẵn sàng chấp nhận những biến cố không chắc chắn để gia tăng dòng tiền trong tương lai của công ty. Rủi ro được đo lường thông qua sự biến động của thu nhập (Boubakri & các cộng sự, 2013; Chang & Wu, 2021). Rủi ro được đo lường thông qua hai thước đo độ lệch chuẩn của ROA điều chỉnh theo từng công ty và theo thời gian 5 quý trước đó. Công thức tính toán như sau:

$$ERP = \sqrt{\frac{1}{T-1} * \sum_{t=1}^T \left(\text{AdjROA}_{i,t} - \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T \text{AdjROA}_{i,t} \right)^2}; T=5$$

Trong đó:

$$\text{AdjROA}_{i,t} = \text{ROA}_{i,t} - \frac{1}{5} \sum_{t=1}^5 \text{ROA}_{i,t}$$

$\text{ROA}_{i,t}$ là tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản của công ty i giai đoạn t.

– **Chi phí đại diện (AgencyC):**

Chi phí đại diện được đo lường bằng nhiều thước đo khác nhau, tuy nhiên nghiên cứu này sử dụng tỷ lệ chi phí quản lý doanh nghiệp trên doanh thu thuần để đo lường chi phí đại diện.

Thước đo này được sử dụng để đo lường chi phí đại diện trong các nghiên cứu của Ang & các cộng sự (2000), Singh & Davidson III (2003) và Fleming & các cộng sự (2005)

$$\text{AgencyC} = \frac{\text{Chi phí quản lý doanh nghiệp}}{\text{Doanh thu thuần}}$$

3.3. Dữ liệu nghiên cứu:

Dữ liệu nghiên cứu là 613 CTCP phi tài chính niêm yết trên TTCK Việt Nam giai đoạn từ quý 2/2022 đến quý 1/2023 (tương ứng với 2452 quan sát trong mẫu). Dữ liệu nghiên cứu được thu thập trong báo cáo tài chính đã được kiểm toán của các công ty cổ phần niêm yết trên TTCK Việt Nam, bao gồm

Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX). Dữ liệu trong báo cáo tài chính sử dụng để tính linh hoạt nợ và rủi ro có thể chấp nhận được. Trong quá trình thu thập thông tin, các tác giả loại bỏ những công ty thiếu thông tin, vì vậy số lượng các công ty được thu thập và sử dụng trong nghiên

Ảnh hưởng của linh hoạt tài chính, mức độ chấp nhận rủi ro và chi phí đại diện đến giá trị của các công ty cổ phần phi tài chính niêm yết trên Thị trường chứng khoán Việt Nam sau thời kỳ Covid-19

cứu là 613 công ty niêm yết trong giai đoạn từ quý 2/2022 đến quý 1/2023. Thống kê mô tả các biến nghiên cứu được trình bày chi tiết trong Bảng 1.

Bảng 1. Thống kê mô tả các biến

Biến	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
TobinQ	0,663	0,649	0,0309537	5,240
ERP	0,013	0,020	0,0000315	0,264
FinanF	0,609	0,258	0,0049627	1,734
AgencyC	0,241	2,015	0,0003022	38,443

Nguồn: Dữ liệu được Nhóm tác giả xử lý với sự hỗ trợ của phần mềm Stata 17

Bảng 1 cung cấp dữ liệu chi tiết về giá trị trung bình, độ lệch chuẩn, giá trị nhỏ nhất, giá trị lớn nhất của các biến trong mô hình nghiên cứu, trong đó có thể thấy TobinQ có giá trị trung bình là 0,663 lần với giá trị độ lệch chuẩn cao là 0,649, cho thấy giá trị các công ty cổ phần phi tài chính niêm yết trên TTCK Việt Nam có sự khác biệt khá lớn, có các công ty đạt giá trị TobinQ cao và công ty có giá trị TobinQ rất thấp. Mức độ chấp nhận rủi ro ERP của các công ty trung bình là 0,013 với độ lệch chuẩn cao là 0,020. Như vậy, có thể thấy sự biến động trong thu nhập của các CTCP phi tài chính niêm yết trên TTCK Việt Nam giai đoạn sau COVID-19 có sự khác nhau khá rõ nét. Một số công ty có mức độ biến động thu nhập thấp do khả năng ứng phó với rủi ro tốt (Công ty cổ phần nông lâm sản thực phẩm Yên Bái có khả năng ứng phó với rủi ro tốt thể hiện qua thu nhập sau thuế của công ty luôn dương và tỷ lệ sinh lời trên vốn chủ sở hữu xoay xung quanh giá trị trung bình 16,8%). Ngược lại, một số công ty có mức độ biến động thu nhập cao do khả năng ứng phó với rủi ro kém

(CTCP Xây dựng số 9-VC9 có khả năng ứng phó với rủi ro thấp, thể hiện qua thu nhập sau thuế liên tục âm qua các năm và mới bắt đầu có lãi vào quý 4 năm 2022 và quý 1 năm 2023). Linh hoạt tài chính của các CTCP phi tài chính trên TTCK Việt Nam trung bình là 0,6085 lần với độ phân tán dữ liệu là 0,2578 lần. Công ty có linh hoạt tài chính thấp nhất là CTCP Xây dựng số 9 – Mã VC9 vào quý 3 năm 2022 và công ty có linh hoạt tài chính cao nhất là CTCP Siêu Thanh – mã ST8 vào quý 4 năm 2022. Chi phí đại diện (AgencyC) của các CTCP phi tài chính là 0,241 với độ lệch chuẩn cao. Chi phí đại diện cao nhất thuộc về CTCP The Golden Group trong quý 1 năm 2023, có chi phí đại diện thấp nhất là CTCP Cánh Rau Quả vào quý 1 năm 2023.

4. Kết quả nghiên cứu

Trước khi đi vào phân tích hồi quy, các tác giả thực hiện kiểm định đa cộng tuyến (bảng 2).

Kết quả kiểm định bảng 2 cho thấy các hệ số VIF đều nhỏ hơn 2 và hệ số Tolerance đều lớn hơn 0,1 nên các biến

độc lập trong mô hình không có hiện tượng đa cộng tuyến. Bước tiếp theo, tác giả thực hiện kiểm định Hausman,

tự tương quan, và phương sai sai số thay đổi (Bảng 3).

Bảng 2. Kiểm định đa cộng tuyến

Biến	ERP	DebtF	AgencyC
VIF	1,03	1,03	1,01
Tolerance	0,9694	0,9713	0,9945

Nguồn: Dữ liệu được Tác giả xử lý với sự hỗ trợ của phần mềm Stata 17

Bảng 3. Kiểm định Hausman, tự tương quan và phương sai sai số thay đổi

Loại kiểm định	Pvalue	Kết luận
Kiểm định Hausman	Prob>chi2 = 0,000	Mô hình FEM
Kiểm định tự tương quan (Wooldridge)	Prob > F = 0,000	Có hiện tượng tự tương quan
Kiểm định phương sai sai số thay đổi (Breusch & Pagan Lagrangian Multiplier):	Prob > chi2 = 0,000	Có hiện tượng phương sai sai số thay đổi

Nguồn: Tác giả tính toán với sự hỗ trợ của phần mềm Stata 17

Kết quả Bảng 3, kiểm định Hausman có hệ số P-value nhỏ hơn mức ý nghĩa 5% nên ε_i và biến độc lập có tương quan với nhau, vì vậy mô hình có tác động cố định (FEM) phù hợp hơn so với mô hình có tác động ngẫu nhiên (REM) trong phân tích hồi quy. Thêm vào đó, kết quả kiểm định tự tương quan Wooldridge cho thấy hệ số P-value cũng nhỏ hơn 5% nên trong mô hình có hiện tượng tự tương quan. Cuối cùng, kết quả kiểm định phương sai sai số thay đổi Breusch & Pagan Lagrangian Multiplier cho hệ số P-value nhỏ hơn mức ý nghĩa 5% cho thấy mô hình có hiện tượng phương sai sai số thay đổi. Để khắc phục hiện tượng phương sai sai số thay đổi và tự tương quan trong mô hình, Tác giả sử dụng phương pháp bình phương nhỏ nhất tổng quát khả thi (FGLS) với ước tính GLS lặp đi lặp

lại. Kết quả hồi quy FGLS được trình bày chi tiết trong bảng 4.

Kết quả hồi quy bảng 4 chỉ rõ, hệ số P-value của mô hình nhỏ hơn mức ý nghĩa 1% cho thấy các hệ số hồi quy của các biến độc lập không đồng thời bằng 0, hay mô hình phù hợp sử dụng để giải thích sự thay đổi trong giá trị công ty của các CTCP phi tài chính niêm yết trên TTCK Việt Nam sau giai đoạn COVID-19. Mặt khác, hệ số P-value của các biến độc lập đều nhỏ hơn mức ý nghĩa 1%, như vậy có đủ cơ sở để khẳng định các biến độc lập có tác động đến giá trị công ty của các CTCP phi tài chính niêm yết trên TTCK Việt Nam sau giai đoạn COVID-19.

Kết quả nghiên cứu (bảng 4) cho thấy linh hoạt tài chính có tác động tích cực đến giá trị các công ty sau giai đoạn COVID-19. Điều này phù hợp với kết quả của các nghiên cứu của Gamba &

Triantis (2008) và nghiên cứu của Marchica & Mura (2010). Như vậy, với các CTCP phi tài chính niêm yết trên TTCK Việt Nam thì linh hoạt tài chính cao sẽ giúp các công ty giảm thiểu được các áp lực tài chính khi đối mặt với các cú sốc tiêu cực trong giai đoạn sau COVID-19. Hơn nữa, mức độ linh hoạt tài chính cao giúp các công ty tăng khả năng đầu tư vào dự án tăng trưởng và gia tăng giá trị của công ty. Thêm vào đó, mức độ linh hoạt tài chính cao cũng giúp các CTCP phi tài chính giảm khả năng suy giảm đầu tư và từ đó duy trì và gia tăng giá trị công ty trên thị trường. Kết quả nghiên cứu này không giống với nghiên cứu của Modigliani & Miller (1963) và nghiên cứu Myers & Majluf (1984). Ngoài ra, kết quả nghiên cứu thể hiện trong bảng 4 cũng chứng minh được tác động tích cực của mức độ chấp nhận rủi ro đến giá trị công ty của các CTCP phi tài chính niêm yết trên TTCK Việt Nam sau thời kỳ COVID-19. Điều này phù hợp với lý thuyết và thực tế tình hình Việt Nam, cụ thể trong số 1225 quan sát có mức độ chấp nhận rủi

ro cao hơn giá trị trung vị thì khoảng 974 số quan sát (86,58%) có lợi nhuận sau thuế dương và khoảng 764 số quan sát (67,91%) có giá trị công ty lớn hơn giá trị trung vị. Khi nhà quản trị chấp nhận rủi ro cao hơn để đầu tư vào các dự án tăng trưởng thì họ thường có kế hoạch chi tiết và phù hợp nhằm nâng cao hiệu quả phân bổ vốn cho tất cả các hoạt động đầu tư ngắn hạn và dài hạn. Điều này giúp tăng cường lợi nhuận và giá trị của công ty trong cả ngắn hạn và dài hạn. Kết quả của nghiên cứu giống với nghiên cứu của Shin & Pyo (2021). Cuối cùng, kết quả nghiên cứu (bảng 4) cho thấy các công ty có chi phí đại diện cao có giá trị công ty thấp. Các công ty có chi phí đại diện cao cho thấy hiệu quả chính sách giám sát nhà quản lý của công ty không hiệu quả. Các nhà quản lý không hành động vì lợi ích của cổ đông. Ngoài ra, chi phí đại diện cao cũng thể hiện sự không hiệu quả trong việc giám sát thông tin của công ty. Tất cả những điều này đều dẫn đến giá trị công ty thấp – một kết quả giống với nghiên cứu của Yao & Wu (2014).

Bảng 4. Kết quả hồi quy FGLS

Biến	TobinQ
Hàng số	0,0109816 *** (0,0034762)
FinanF	0,5327643 *** (0,0103057)
ERP	1,037857 *** (0,268545)
AgencyC	- 0,0024903 *** (0,0008652)
Hệ số Pvalue của mô hình: Prob > chi2 = 0,0000	
<i>Ghi chú:</i> Số liệu ghi trong dấu ngoặc đơn () thể hiện sai số chuẩn *, **, *** lần lượt tương ứng với mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%	

Nguồn: Tác giả tính toán với sự hỗ trợ của phần mềm Stata 17

5. Kết luận

Trên cơ sở mẫu 613 CTCP phi tài chính niêm yết trên TTCK Việt Nam, nghiên cứu đã chứng minh được ảnh hưởng của linh hoạt tài chính, mức độ chấp nhận rủi ro và chi phí đại diện đến giá trị công ty của các CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam sau giai đoạn COVID-19. Kết quả nghiên cứu đưa ra một số gợi ý quản trị công ty trong giai đoạn sau COVID-19: Trước hết, mặc dù kinh tế Việt Nam đang trong giai đoạn phục hồi và tăng trưởng, song các CTCP phi tài chính niêm yết trên TTCK Việt Nam vẫn còn đối mặt với một số cú sốc tiêu cực như thương mại toàn cầu có xu hướng suy giảm do ảnh hưởng của xung đột Nga-Ukraina, lạm phát cao và chính sách tiền tệ thắt chặt, điều kiện tài chính toàn cầu có xu hướng thắt chặt hơn do tác động lan toả của sự sụp đổ hàng loạt ngân hàng tại Mỹ. Như vậy, xét tới những ảnh hưởng trên đây, các CTCP phi tài chính muốn tồn tại và phát triển cần phải duy trì mức linh hoạt tài chính cao và tăng cường khả năng quản trị rủi ro tài chính. Các nhà quản trị tài chính công ty cũng cần đưa ra mức chấp

nhận rủi ro phù hợp với các dự án tăng trưởng. Mặt khác, các CTCP phi tài chính nên quan tâm nhiều hơn đến quản lý mâu thuẫn lợi ích giữa cổ đông và nhà quản lý. Để làm được điều này, các cổ đông công ty cần thiết lập chính sách thù lao hợp lý cho nhà quản trị. Thêm vào đó, các công ty nên có cơ chế để đảm bảo giảm thiểu mức độ bất cân xứng thông tin giữa cổ đông và nhà quản trị.

Mặc dù đạt được một số kết quả nhất định, nghiên cứu này của nhóm tác giả còn một số hạn chế như chưa đề cập vấn đề xác định mức độ linh hoạt tài chính và mức độ chấp nhận rủi ro tối ưu và phân tích ảnh hưởng của yếu tố ngành đến mối quan hệ giữa giá trị công ty và các biến độc lập. Dẫu vậy, các hạn chế này cũng có ý nghĩa gợi mở hướng nghiên cứu tiếp theo cho nhóm tác giả.

[20] Danh mục tài liệu tham khảo

[21] Adityamurti, E., & Ghozali, I. (2017). The Effect of Tax Avoidance and Agency Costs on Firm Value. Jurnal Akuntansi Diponegoro, 6(3), 1-12.

[22] Al-Slehat, Z. A. F. (2019). The impact of the financial flexibility

- on the performance: An empirical study on a sample of Jordanian services sector firms in period (2010–2017). *International Journal of Business and Management* 14, 1-11.
- [23] Ang, J. S., Cole, R. A., & Lin, J. W. (2000). Agency costs and ownership structure. *Journal of Finance*, 55(1), 81-106.
- [24] Arslan-Ayaydin, Ö., Florackis, C., & Ozkan, A. (2014). Financial flexibility, corporate investment and performance: Evidence from financial crises. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 42, 211-250.
- [25] Bancel, F., & Mittoo, U. R. (2011). Financial flexibility and the impact of the global financial crisis: Evidence from France. *International Journal of Managerial Finance*, 7, 179–216.
- [26] Bennedsen, M., & Nielsen, K. M. (2010). Incentive and entrenchment effects in European ownership. *Journal of Banking and Finance*, 34, 2212-2229.
- [27] Berger, P. G., & Ofek, E. (1995). Diversification's effect on firm value. *Journal of Financial Economics*, 37(1), 39-65.
- [28] Boubakri, N., Cosset, J. C., & Saffar, W. (2013). The role of state and foreign owners in corporate risk-taking: evidence from privatization. *Journal of Financial Economics*, 108(3), 641-658.
- [29] Chang, B.-G., & Wu, K.-S. (2021). The nonlinear relationship between financial flexibility and enterprise risk-taking during the COVID-19 pandemic in Taiwan's semiconductor industry. *Oeconomia copernicana*, 12(2), 307-333.
- [30] Claessens, S., Djankov, S., Fan, J., & Lang, L. H. P. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *Journal of Finance*, 57, 2741–2772.
- [31] de Jong, A., Verbeek, M., & Verwijmeren, P. (2012). Does financial flexibility reduce investment distortions? *Journal of Finance*, 35(2), 243-259.
- [32] DeAngelo, H., & DeAngelo, L. (2007). Capital structure, payout policy, and financial flexibility. *Marshall School of Business Working Paper*.
- [33] Faccio, M., Marchica, M., & Mura, R. (2016). CEO gender, corporate risk-taking, and the efficiency of capital allocation. *Journal of Corporate Finance*, 39, 193-209.
- [34] Fama, E., & French, K. R. (2002). Testing trade-off and pecking order prediction about dividends and debt. *Review of Financial Studies*, 15, 1-33.
- [35] Fleming, G., Heaney, R., & McCosker, R. (2005). Agency costs and ownership structure in Australia. *A Pacific-Basin Finance Journal*, 13(1), 29-52.
- [36] Frank, M., & Goyal, V. (2003). Testing pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 67, 217-248.
- [37] Gamba, A., & Triantis, A. (2008). The value of financial flexibility. *The Journal of Finance*, 63, 2263–2296.
- [38] Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The*

- American Economic Review, 76(2), 323-329.
- [39] John, K., Litov, L., & Yeung, B. (2008). Corporate Governance and Risk-Taking. *The Journal of Finance*, 63(4), 1679-1728. doi:10.1111/j.1540-6261.2008.01372.x
- [40] John, K., Litov, L., & Yeung, B. (2008). Corporate governance and risk-taking. *Journal of Finance*, 63(4), 1679-1728.
- [41] King, T.-H. D., & Wen, M.-M. (2011). Shareholder governance, bondholder governance, and managerial risk-taking. *Journal of Banking & Finance*, 35(3), 512-531.
- [42] Kraus, A., & Litzenberger, R. (1973). A state preference model of optimal financial leverage. *Journal of Finance*, 28, 911 - 921.
- [43] Lemmon, M. L., & Lins, K. V. (2003). Ownership structure, corporate governance, and firm value: evidence from the East Asian financial crisis. *Journal of Finance*, 58, 1445-1468.
- [44] Marchica, M. T., & Mura, R. (2010). Financial flexibility, investment ability, and firm value: Evidence from firms with spare debt capacity. *Financial Management*, 39, 1339-1365.
- [45] Modigliani, F., & Miller, M. (1958). The cost of capital, corporate finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- [46] Modigliani, F., & Miller, M. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443
- [47] Moeljadi. (2014). Factor effecting firm value: Theoretical study on public manufacturing firms in Indonesia. *South East Asia Journal of Contemporary Business, Economics and Law*, 5(2), 6-15.
- [48] Mohsni, S., Otchere, I., & Shahriar, S. (2021). Board gender diversity, firm performance and risk taking in developing countries: The moderating effect of culture. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 103160. doi:https://doi.org/10.1016/j.intfin.2021.101360
- [49] Myers, S. C. (1984). The capital structure Puzzle. *Journal of Finance*, 39(3), 575-592.
- [50] Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- [51] Shin, Y. J., & Pyo, U. (2021). Impact of Risk-Taking on Firm Value. *International Journal of Financial Research*, 12(5), 223-245.
- [52] Singh, M., & Davidson III, W. N. (2003). Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms. *Journal of Banking and Finance*, 27(5), 793-816.
- [53] Teng, X., Chang, B.-G., & Wu, K.-S. (2021). The Role of Financial Flexibility on Enterprise Sustainable Development during the COVID-19 Crisis—A Consideration of Tangible Assets. *Sustainability* 13,1245.
- [54] Wardani, D. K., & Susilowati, W. T. (2017). Effect of Agency Cost on Firm Value with Information Transparency as a Moderation Variable *Jurnal Akuntansi Universitas Kristen Maranatha*, 12(1), 1-12.

- [55] Wiklund, J., & Shepherd, D. (2005). Entrepreneurial orientation and small business performance: a configurational approach. *Journal of Business Venturing*, 20(1), 71-91.
- [56] Yao, G., & Wu, Q. (2014). Research on the Relationship between Agency Cost and Corporate Performance. *Statistics and Decision-Making*, 24, 174-176.
- [57] Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40, 185-221.
- [58] Yung, K., Li, D. D., & Jian, Y. (2015). The value of corporate financial flexibility in emerging countries. *Journal of Multinational Financial Management*, 32-33, 25-41.