



MỐI QUAN HỆ GIỮA DÒNG TIỀN TỰ DO, CƠ HỘI TĂNG TRƯỞNG VÀ HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG CỦA DOANH NGHIỆP NHÓM NGÀNH HÀNG TIÊU DÙNG

NGUYỄN THỊ THANH THÙY

Bài viết nghiên cứu mối quan hệ giữa dòng tiền tự do, cơ hội tăng trưởng và hiệu quả hoạt động của các công ty ngành hàng tiêu dùng niêm yết tại Sàn Giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh. Sử dụng dữ liệu từ báo cáo tài chính của 53 công ty ngành hàng tiêu dùng giai đoạn 2017 - 2022, bài viết phân tích ảnh hưởng của dòng tiền tự do, cơ hội đầu tư đến hiệu quả hoạt động của các công ty. Kết quả nghiên cứu cho thấy, yếu tố dòng tiền tự do và cơ hội tăng trưởng đều có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động, đặc biệt mức tác động của dòng tiền tự do đến hiệu quả hoạt động sẽ lớn hơn đối với những công ty có cơ hội đầu tư.

Từ khóa: Dòng tiền tự do, cơ hội đầu tư, hiệu quả hoạt động, thị trường chứng khoán, cổ phiếu, tiêu dùng

RELATIONSHIP BETWEEN FREE CASH FLOW, GROWTH OPPORTUNITIES AND PERFORMANCE OF ENTERPRISES OPERATING IN THE CONSUMER GOODS INDUSTRY

Nguyen Thi Thanh Thuy

The research article investigates the relationship between free cash flow, growth opportunities, and the operational efficiency of consumer goods companies listed on the Ho Chi Minh Stock Exchange. Utilizing data from the financial reports of 53 consumer goods companies during the period of 2017 - 2022, the article analyzes the impact of free cash flow and investment opportunities on the efficiency of company operations. The research findings indicate that both free cash flow and growth opportunities have a positive impact on operational efficiency, with the influence of free cash flow being particularly significant for companies with investment opportunities.

Keywords: Free cash flow, investment opportunities, performance, stock market, stocks, consumption

Ngày nhận bài: 31/01/2024

Ngày hoàn thiện biên tập: 16/02/2024

Ngày duyệt đăng: 20/02/2024

Đặt vấn đề

Dòng tiền tự do là thước đo quan trọng, phản ánh hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp (DN). Việc sử dụng và đầu tư lượng tiền nhàn rỗi để gia tăng lợi nhuận, nhưng vẫn đảm bảo khả năng thanh toán trong tương lai là thách thức đối với các DN

hiện nay. Các DN có dòng tiền tự do cao cho thấy khả năng tài chính tốt để thanh toán các khoản chi phí hàng tháng, vốn đầu tư mở rộng. Ngược lại, dòng tiền tự do thấp thể hiện DN đang gặp khó khăn trong quản lý, hoạt động kinh doanh bị ảnh hưởng và lợi nhuận ít.

Tại Việt Nam, hàng tiêu dùng là ngành hàng trọng điểm của nền kinh tế. Theo Tổng cục Thống kê, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng năm 2023 ước đạt 6.231,8 nghìn tỷ đồng, tăng 9,6% so với cùng kỳ năm trước và có xu hướng tăng lên trong những năm tới. Chính vì vậy, phân tích mối quan hệ giữa dòng tiền tự do, cơ hội tăng trưởng và hiệu quả hoạt động là cần thiết góp phần giúp DN nâng cao hiệu quả sản xuất kinh doanh trên thị trường.

Cơ sở lý thuyết và bằng chứng thực nghiệm

Lý thuyết về dòng tiền tự do

Dòng tiền tự do là dòng tiền thực tế có được sau khi công ty thực hiện các khoản đầu tư vào sản phẩm mới, vốn lưu động, tài sản cố định cần thiết để duy trì hoạt động của công ty và dòng tiền thực tế đó có thể sử dụng phân bổ cho tất cả các nhà đầu tư (Brigham và Houston, 2009).

Dòng tiền tự do có ý nghĩa khi chúng giúp các công ty theo đuổi, đạt được cơ hội đầu tư và góp phần gia tăng giá trị và đồng thời tối đa hóa giá trị cho các cổ đông. Nếu không có tiền thì công ty sẽ rơi vào khó khăn khi đầu tư vào các dự án, phát triển

các sản phẩm mới, thực hiện các nghĩa vụ nợ hay chi trả cổ tức cho các cổ đông (Jensen, 1986).

Các vấn đề liên quan đến dòng tiền tự do và lý thuyết dòng tiền tự do đã được nghiên cứu đầu tiên bởi Jensen (1986). Lý thuyết này có thể được hiểu như sau: Nếu các công ty có dòng tiền tự do dồi dào nhưng lại có rất ít cơ hội phát triển, cơ hội đầu tư thì các nhà quản lý sẽ có khuynh hướng lạm dụng dòng tiền này và đầu tư vào các dự án có khả năng sinh lời thấp, thậm chí âm, hơn là chi trả nó lại cho các cổ đông.

Mối quan hệ giữa dòng tiền tự do, cơ hội tăng trưởng và hiệu quả hoạt động của DN

Thông thường nhà quản trị DN có hai lựa chọn đối với dòng tiền tự do: (i) Duy trì hoạt động sản xuất kinh doanh hiện tại cho DN, các nhà quản trị sẽ giữ lại một lượng tiền mặt cần thiết đủ để trang trải cho các hoạt động và phần còn lại sẽ được hoàn trả cho các cổ đông dưới dạng cổ tức; (ii) Các nhà quản trị sẽ giữ lại số tiền này để tận dụng các cơ hội đầu tư hiện có góp phần làm tăng lợi nhuận cho DN.

Theo lý thuyết dòng tiền tự do, khi các DN tạo ra dòng tiền tự do lớn, vượt quá lượng tiền cần thiết duy trì cho các hoạt động của DN như sản xuất kinh doanh, đầu tư... thì sẽ phát sinh mâu thuẫn về quyền lợi giữa các nhà quản lý và các cổ đông.

Theo Brush, Philip và Hendrickx (2000), với DN có dòng tiền tự do không nhiều hoặc chịu sự giám sát, quản lý chặt chẽ bởi những người chủ DN, khi đó làm tăng dòng tiền tự do góp phần làm tăng trưởng doanh thu. Ngược lại, với các DN có dòng tiền tự do lớn và không chịu sự quản lý chặt chẽ bởi những người chủ DN, sự tăng lên của dòng tiền tự do vẫn làm tăng trưởng doanh thu cho DN nhưng lại tác động làm giảm hiệu quả hoạt động của DN.

Phương pháp nghiên cứu

Mô hình nghiên cứu

Cơ sở lý thuyết trên giúp hình thành mô hình nghiên cứu tác động của dòng tiền tự do, cơ hội tăng trưởng đến hiệu quả hoạt động của các DN ngành hàng tiêu dùng như sau:

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1FCF_{i,t-1} + \beta_2IO_{i,t-1} + \beta_3FCF_{i,t-1} \times IO_{i,t-1} + \epsilon_{i,t}$$

Trong đó:

ROA: Hiệu quả hoạt động, được đo lường thông qua tỷ suất sinh lời trên tài sản:

$$ROA = (\text{Lợi nhuận sau thuế}) / (\text{Tài sản})$$

FCF: Dòng tiền tự do, $FCF = (\text{EBIT} \times (1 - \text{thuế suất}) + \text{khấu hao} - \text{thay đổi vốn lưu động} - \text{chi tiêu vốn}) / \text{Doanh thu thuần}$

IO: Biến giả thể hiện cơ hội đầu tư ($IO = 1$ nếu chỉ số Tobin's $q \geq 1$: công ty có cơ hội đầu tư; $IO = 0$ nếu chỉ số Tobin's $q < 1$: công ty không có cơ hội đầu tư)

Với Tobin's $q = (\text{Vốn hóa thị trường}) / (\text{Giá trị sổ sách vốn chủ sở hữu})$

Bài viết sử dụng biến dòng tiền tự do (FCF), cơ hội đầu tư (IO) là biến trễ một năm so với biến phụ thuộc vì dòng tiền tự do là dòng tiền hoạt động nhân rồi mà DN tạo ra sau một năm tài chính. Nhà quản trị có thể sử dụng dòng tiền này vào những mục đích khác nhau trong năm tài chính tiếp theo, từ đó ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động.

Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu của 53 công ty ngành hàng tiêu dùng niêm yết tại Sàn Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ chí Minh. Nguồn số liệu được thu thập vào cuối mỗi năm trong giai đoạn 2017 - 2022 của 53 công ty, với tổng cộng 212 quan sát. Các chỉ số được sử dụng trong nghiên cứu đo lường các biến của mô hình là dữ liệu thứ cấp được công bố trong các báo cáo tài chính đã được kiểm toán.

Phương pháp nghiên cứu: Các phương pháp hồi quy với dữ liệu bảng lần lượt được áp dụng là Pooled OLS, FEM, REM. Kiểm định Hausman được sử dụng để lựa chọn giữa FEM và REM. Đồng thời, tác giả cũng kiểm định hiện tượng phương sai sai số thay đổi và tự tương quan. Cuối cùng, hồi quy FGLS được lựa chọn để khắc phục hiện tượng phương sai sai số thay đổi (nếu có).

Kết quả nghiên cứu

Ma trận hệ số tương quan giữa các biến số

Bảng 1 mô tả ma trận hệ số tương quan giữa các cặp biến số trong mô hình. Hệ số tương quan giữa các cặp biến trong mô hình hồi quy đều có trị tuyệt đối nhỏ hơn 0,8 (Gujarati, 2004). Nhằm lượng hóa mức độ đa cộng tuyến giữa các biến độc lập trong mô hình hồi quy, hệ số nhân tử phóng đại phương sai (VIF) cũng được ước lượng. Kết quả cho thấy, hệ số VIF của tất cả các biến số đều nhỏ hơn 10. Vì vậy, đa cộng tuyến

BẢNG 1: MA TRẬN TƯƠNG QUAN CỦA CÁC BIẾN SỐ

	ROA	FCF	IO	FCFxIO
ROA	1.0000			
FCF	0.3679	1.0000		
IO	0.3030	-0.0586	1.0000	
FCFxIO	0.1105	0.0316	-0.0275	1.0000

Nguồn: Nghiên cứu của tác giả

không là một vấn đề nghiêm trọng ảnh hưởng đến kết quả ước lượng của mô hình (Gujarati, 2004).

Kết quả hồi quy

Kết quả ước lượng mô hình hồi quy được trình bày trong Bảng 2. Kết quả kiểm định Hausman cho thấy, ước lượng FEM là phù hợp. Tuy nhiên, kiểm định Wald cho thấy, mô hình bị phương sai sai số thay đổi. Do đó, kết quả cuối cùng của mô hình được ước lượng bằng hồi quy FGLS.

Kết quả ước lượng cho thấy, có tồn tại mối quan hệ giữa tỷ lệ dòng tiền tự do và hiệu quả hoạt động của các DN trong ngành hàng tiêu dùng, tỷ lệ dòng tiền tự do có khuynh hướng tác động làm tăng hiệu quả hoạt động của các DN. Do biến dòng tiền tự do tác giả sử dụng là biến trễ 1 năm so với biến hiệu quả hoạt động, nên kết quả cũng chỉ ra rằng khi các DN đầu tư để mang lại hiệu quả thì cần có thời gian để sinh lời. Kết quả này giống với các nghiên cứu trước đó của Liao (2008), Brush và ctg (2000), Lê Long Hậu và Quách Nguyễn Thanh Vy (2017). Giai đoạn 2017 - 2022, nền kinh tế có nhiều biến động gặp phải không ít khó khăn, thách thức nhất là giai đoạn dịch COVID-19 đã ảnh hưởng lớn đến nền kinh tế, các ngành hàng, trong đó có ngành hàng tiêu dùng.

Việc có dòng tiền tự do trong giai đoạn này không chỉ giúp DN chủ động được nguồn tài chính, mà còn phòng ngừa rủi ro trong tương lai, tận dụng kịp thời các cơ hội đầu tư bên ngoài. Đối với biến IO, kết quả cho thấy, DN có cơ hội đầu tư sẽ có hiệu quả hoạt động cao hơn các DN không có cơ hội đầu tư. Để kiểm định sự phù hợp lý thuyết dòng tiền tự do của Jensen (1986) đối với các công ty ngành hàng tiêu dùng niêm yết tại Sàn Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh, nghiên cứu đã đưa biến tương tác giữa dòng tiền tự do và cơ hội đầu tư (FCFxIO) vào mô hình.

Kết quả nghiên cứu cho thấy, biến tương tác có hệ số ước lượng dương tại mức ý nghĩa thống kê 1%. Vì vậy, nếu tổng hợp tác động của cả hai biến dòng tiền tự do (FCF) và biến tương tác (FCFxIO) có thể thấy rằng, so với trường hợp không có cơ hội đầu tư (IO=0) thì khi DN có cơ hội đầu tư (IO=1), dòng tiền tự do tác động làm tăng hiệu quả hoạt động với hệ số ước lượng của dòng tiền tự do đến hiệu quả hoạt động là 0,1201. Kết quả này chỉ ra rằng, khi DN không có cơ hội đầu tư, mặc dù dòng tiền tự do có tác động đến hiệu quả hoạt động nhưng rất nhỏ. Kết quả này phù hợp với quan điểm của lý thuyết dòng tiền tự do được khởi xướng bởi Jensen (1986).

Kết luận

Nghiên cứu chỉ rõ tác động của dòng tiền tự do

BẢNG 2: KẾT QUẢ ƯỚC LƯỢNG	
Biến độc lập	ROA
FCFi,t-1	0,0291*
(0,0161)	
IOi,t-1	0,0616***
(0,0049)	
(FCFxIO)i,t-1	0,0910***
(0,0344)	
Hằng số	0,0342***
(0,0033)	
Số quan sát	212
Wald chi2	175,22***

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

Nguồn: Nghiên cứu của tác giả

đến hiệu quả hoạt động của các DN ngành hàng tiêu dùng; đồng thời, xem xét tác động của yếu tố cơ hội đầu tư; cũng như sự tương tác giữa dòng tiền tự do và cơ hội đầu tư đến hiệu quả hoạt động của DN. Kết quả cho thấy, vai trò của dòng tiền tự do trong việc giúp DN nâng cao hiệu quả hoạt động, đặc biệt đối với các DN có cơ hội đầu tư thì tác động của dòng tiền tự do đến hiệu quả hoạt động cao hơn so với các DN còn lại.

Bên cạnh đó, khi các DN tạo ra được dòng tiền tự do lớn nhưng lại không có các cơ hội đầu tư mang lại lợi nhuận, thì nhà quản lý của các DN sẽ có khuynh hướng sử dụng dòng tiền trong tay không hiệu quả.

Tài liệu tham khảo:

1. Lê Long Hậu & Quách Nguyễn Thanh Vy (2017), Mối quan hệ giữa dòng tiền tự do và hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh. Tạp chí Công nghệ Ngân hàng, 137, 72-83;
2. Brush, T. H., Philip. B. & Hendrickx, M. (2000), The Free Cash Flow Hypothesis for Sales Growth and Firm Performance. Strategic Management Journal, 21, 445-472;
3. Freund, S., Prezas, A. P. & Vasudevan, G. K. (2003), Operating Performance and Free Cash Flow of Asset Buyers. Financial Management, 32, 87-106;
4. Gujarati, D. N., 2004, "Basic Econometrics". 4th edition, McGraw - Hill Irwin;
5. Talebian, G. A., Valipour, H. & Askariz (2012), Effect of Free cash flow Agency problem on the Value Relevance of Earning per Share and Book value per Share with Stock price in the Chemical and Medical industries: Evidence from Tehran Stock exchange (TSE). American Journal of Scientific, 46, 118-127.

Thông tin tác giả:

ThS. Nguyễn Thị Thanh Thủy
Trường Đại học An Giang, Đại học Quốc gia Thành phố Hồ Chí Minh
Email: ntthuy@agu.edu.vn