

TÁC ĐỘNG CỦA DÒNG TIỀN TỰ DO LÊN HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG CỦA CÁC DOANH NGHIỆP XÂY DỰNG NIÊM YẾT TRÊN SÀN GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

● LÊ THỊ MINH - LÊ NGUYỄN TRÀ GIANG - TRẦN HUỖNH KIM THOA

TÓM TẮT:

Bài nghiên cứu xác định mối quan hệ giữa dòng tiền tự do và hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ngành Xây dựng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Tác giả đã sử dụng dữ liệu báo cáo tài chính của 30 công ty ngành Xây dựng trong giai đoạn 2015 - 2020. Kết quả ước lượng hồi quy dữ liệu bảng cho thấy, dòng tiền tự do tác động ngược chiều đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Ngoài ra, nghiên cứu cũng tìm thấy sự tác động của hiệu suất sử dụng tài sản, cấu trúc vốn, quy mô hoạt động, tốc độ tăng trưởng đến hiệu quả hoạt động của công ty.

Từ khóa: dòng tiền tự do, hiệu quả hoạt động, ngành Xây dựng.

1. Đặt vấn đề

Việc quản lý hiệu quả dòng tiền tự do là một trong những yếu tố quan trọng nhất quyết định đến hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Dòng tiền tự do có thể cung cấp một bức tranh rõ ràng hơn về khả năng tạo tiền mặt và tạo ra lợi nhuận của một doanh nghiệp. Duy trì dòng tiền tự do hợp lý sẽ góp phần làm tăng giá trị doanh nghiệp, đồng thời có thể giúp doanh nghiệp vượt qua giai đoạn kinh tế khó khăn và theo đuổi các cơ hội đầu tư tối đa hóa giá trị cho các cổ đông.

Bài nghiên cứu tìm hiểu mối quan hệ giữa dòng tiền tự do và hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ngành Xây dựng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Từ đó, giúp các

nhà đầu tư đánh giá được cơ hội đầu tư của mình và các doanh nghiệp có thể đưa ra những chính sách quản lý phù hợp.

2. Cơ sở lý thuyết và tổng quan nghiên cứu

Dòng tiền tự do là thước đo hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp được tính toán bằng hiệu số giữa dòng tiền hoạt động và chi tiêu vốn, như chi phí xây dựng, sửa chữa, nâng cấp và mua sắm mới máy móc, thiết bị phục vụ cho sản xuất - kinh doanh. Nói cách khác, dòng tiền tự do là lượng tiền mặt thực tế doanh nghiệp tích lũy được sau khi 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 doanh nghiệp và số tiền này có thể được sử dụng phân bổ cho các cổ đông (Houston &

Brigham, 2009). Dòng tiền tự do sở dĩ rất quan trọng khi chỉ tiêu này cho phép các doanh nghiệp theo đuổi cơ hội đầu tư nhằm tối đa hóa giá trị doanh nghiệp và tối đa hóa giá trị cho các cổ đông. Nếu thiếu hụt tiền mặt thì doanh nghiệp sẽ gặp khó khăn trong việc đầu tư các dự án, thực hiện các thương vụ mua bán sáp nhập, phát triển sản phẩm mới, chi cổ tức và trả nợ.

Theo lý thuyết về dòng tiền tự do (Jensen, 1986), khi doanh nghiệp tạo ra lượng tiền mặt vượt quá lượng tiền cần thiết duy trì hoạt động kinh doanh và hoạt động đầu tư thì mâu thuẫn về quyền lợi giữa các nhà quản lý và cổ đông sẽ phát sinh. Các nhà quản lý sẽ có xu hướng tăng quy mô doanh nghiệp, mua thêm tài sản, mở rộng đầu tư, kể cả những khoản đầu tư không hợp lý. Điều này sẽ tác động làm tăng doanh thu nhưng lợi nhuận tăng không tương xứng, dẫn đến giảm hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp.

Sự tác động của dòng tiền tự do đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp đã được tác giả trong và ngoài nước tiến hành nghiên cứu như sau:

Freund và các cộng sự (2003) đã nghiên cứu về hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp có dòng tiền tự do khá lớn. Kết quả cho thấy dòng tiền tự do có tác động ngược chiều đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp khi doanh nghiệp có rất ít cơ hội tăng trưởng và phù hợp với lý thuyết của Jensen (1986).

Trong một nghiên cứu khác, Vinh Chi (2014) đã kiểm định sự tác động của dòng tiền tự do đến hiệu quả hoạt động của 74 doanh nghiệp phi tài chính ở Việt Nam trong giai đoạn 2007 - 2011. Kết quả nghiên cứu cho thấy, có sự tác động ngược chiều của dòng tiền tự do đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp.

Ngoài dòng tiền tự do, hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp còn chịu ảnh hưởng của các yếu tố khác, có thể kể đến:

Tỷ lệ chi phí hoạt động: chi phí hoạt động là các khoản chi phát sinh trong quá trình hoạt động của doanh nghiệp bao gồm chi phí bán hàng, chi phí quản lý doanh nghiệp,... Nghiên cứu của Vinh Chi

(2014), An Tuan (2018) cho thấy, tỷ lệ chi phí hoạt động có mối liên hệ nghịch biến với hiệu quả hoạt động doanh nghiệp.

Tỷ lệ nợ: An Tuan (2018), Ali ctg (2018) cùng tìm thấy kết quả có mối quan hệ nghịch biến giữa tỷ lệ nợ và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp.

Vòng quay tổng tài sản: Vòng quay tổng tài sản càng cao cho thấy, hiệu suất hoạt động doanh nghiệp và hiệu quả sử dụng tài sản của doanh nghiệp càng tăng. Nếu chỉ tiêu này thấp cho thấy tài sản chưa được sử dụng hiệu quả, hiệu suất hoạt động thấp. Vòng quay tổng tài sản có quan hệ đồng biến với hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp, đây là kết luận từ nghiên cứu của Quỳnh (2019), Sapuan & ctg (2021).

Tỷ lệ tài sản cố định: Tỷ lệ tài sản cố định có tương quan nghịch với hiệu quả hoạt động doanh nghiệp theo kết quả nghiên cứu của An Tuan (2018).

Tăng trưởng doanh thu: doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng doanh thu càng cao sẽ tạo ra lợi nhuận cao từ các khoản đầu tư của mình, từ đó thúc đẩy làm tăng hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Theo Vinh Chi (2014), An Tuan (2018), Ali ctg (2018), tốc độ tăng trưởng doanh thu tác động tích cực đến hiệu quả sản xuất - kinh doanh của doanh nghiệp.

Quy mô doanh nghiệp: Trong nghiên cứu của Ali ctg (2018), quy mô doanh nghiệp tác động cùng chiều với hiệu quả hoạt động. Khi doanh nghiệp có quy mô càng lớn sẽ tăng lợi thế cạnh tranh trên thị trường và giúp doanh nghiệp tăng lượng sản xuất đáp ứng nhu cầu của thị trường, từ đó thúc đẩy doanh nghiệp hoạt động càng có hiệu quả.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Mô hình nghiên cứu

Dựa trên cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu trước đã trình bày ở trên giúp hình thành mô hình nghiên cứu tác động của dòng tiền tự do và một số yếu tố đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp ngành Xây dựng như sau:

$$\begin{aligned} ROA_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \times FCF_{i,t-1} + \beta_2 \times OPER_{i,t} \\ & + \beta_3 \times DA_{i,t} + \beta_4 \times AT_{i,t} + \beta_5 \times TANG_{i,t} \\ & + \beta_6 \times GROWTH_{i,t} + \beta_7 \times SIZE + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

Biến phụ thuộc là hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, nghiên cứu sử dụng chỉ tiêu ROA để đại diện cho biến phụ thuộc. Mặc dù có rất nhiều chỉ tiêu có thể dùng để đo lường hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp dưới nhiều góc độ khác nhau. Nhưng xét ở góc độ tài chính, ROA và ROE là 2 chỉ tiêu được sử dụng phổ biến nhất. Nếu so sánh với ROE thì ROA sẽ cho ra một đánh giá chân thực và tổng quát hơn về hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp dựa trên toàn bộ tài sản mà doanh nghiệp đang sử dụng, không phân biệt tài sản đó được hình thành từ nguồn vốn nào. Nghiên cứu sử dụng biến dòng tiền tự do FCF là biến trễ 1 năm so với các biến còn lại trong mô hình vì dòng tiền tự do được tạo ra từ hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp sau 1 năm tài chính và được sử dụng cho các mục đích khác nhau ở năm tài chính tiếp theo, từ đó sẽ ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động.

3.2. Dữ liệu nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu từ báo cáo tài chính đã kiểm toán của 30 doanh nghiệp ngành Xây dựng niêm yết trên sàn giao dịch chứng

khóan Việt Nam giai đoạn từ 2015 - 2020. Tác giả tính toán các biến nghiên cứu dựa trên số liệu báo cáo tài chính đã thu thập.

3.3. Phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu bảng cân đối với 180 quan sát, tiến hành hồi quy tuyến tính đa biến để lượng hóa sự tác động của dòng tiền tự do và các yếu tố khác lên hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Các mô hình hồi quy được sử dụng là mô hình phương pháp bình phương nhỏ nhất (Pooled OLS), mô hình tác động cố định (FEM), mô hình tác động ngẫu nhiên (REM). Sau đó nghiên cứu tiến hành kiểm định lựa chọn mô hình phù hợp nhất trong 3 mô hình dựa trên kiểm định F test, Hausman test, Breusch and Pagan Lagrangian Multiplier. Với kết quả mô hình phù hợp nhất, nghiên cứu tiến hành các kiểm định đa cộng tuyến thông qua hệ số nhân tử phóng đại phương sai (VIF), kiểm định phương sai thay đổi dựa trên kiểm định Breusch and Pagan Lagrangian Multiplier và dùng Woolridge test để kiểm định tự tương quan. Nếu mô hình xuất hiện các hiện tượng phương sai thay

Bảng 1. Mô tả biến nghiên cứu và kỳ vọng dấu giữa biến độc lập và biến phụ thuộc

Tên biến	Ký hiệu	Cách đo lường	Kỳ vọng dấu
Biến phụ thuộc			
Tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản	ROA	Lợi nhuận ròng/Tổng tài sản bình quân	
Biến độc lập			
Dòng tiền tự do	FCF	$(EBIT \times (1 - \text{thuế suất}) + \text{Khấu hao} - \text{Thay đổi trong vốn lưu động} - \text{Chi tiêu vốn}) / \text{Doanh thu thuần}$	-
Tỷ lệ chi phí hoạt động	OPER	$(\text{Chi phí bán hàng} + \text{Chi phí quản lý DN}) / \text{Doanh thu thuần}$	-
Tỷ lệ nợ	DA	Tổng nợ/Tổng tài sản	-
Vòng quay tổng tài sản	AT	Doanh thu thuần/Tổng tài sản bình quân	+
Tỷ lệ tài sản cố định	TANG	Tài sản cố định/Tổng tài sản	+
Tốc độ tăng trưởng doanh thu	GROWTH	$(\text{Doanh thu thuần năm } t / \text{doanh thu thuần năm } t-1) - 1$	+
Quy mô doanh nghiệp	SIZE	Ln (Tổng tài sản)	+

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

đổi hoặc tự tương quan thì sẽ thay đổi phương pháp hồi quy chuyển sang phương pháp bình phương nhỏ nhất tổng quát khả thi (FGLS), phương pháp này sẽ cho ra kết quả ước lượng không chệch và hiệu quả hơn, khắc phục được phương sai thay đổi và hiện tượng tự tương quan.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Thống kê mô tả

Nghiên cứu với 180 quan sát, các biến sử dụng trong mô hình được thống kê mô tả trong Bảng 2. Giá trị quan sát của các biến trong nghiên cứu không đồng đều, có sự phân hóa đáng kể giữa các

doanh nghiệp. Hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp xây dựng trong giai đoạn nghiên cứu khá thấp. Tỷ lệ đồng tiền tự do cũng ở mức thấp, thậm chí có nhiều doanh nghiệp âm.

4.2. Ma trận tương quan

Bảng 3 mô tả mối tương quan giữa các biến trong mô hình, có thể thấy các biến độc lập FCF, OPER, DA có tương quan nghịch với ROA, các biến còn lại có tương quan thuận với ROA. Đồng thời, hệ số tương quan giữa các biến độc lập đều ở mức thấp ($<0,8$), do đó không có hiện tượng đa cộng tuyến nghiêm trọng xảy ra (Gujarati, 2004).

Bảng 2. Thống kê mô tả các biến

Tên biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
ROA	180	0,0290	0,0434	-0,2278	0,2079
FCF	180	0,0687	0,5092	-4,4072	1,4100
OPER	180	0,0667	0,0553	-0,1273	0,4213
DA	180	0,6769	0,1545	0,2898	0,9437
AT	180	0,7438	0,4528	0,0123	2,5211
TANG	180	0,1576	0,1864	0,0045	1,0076
GROWTH	180	0,1179	0,6488	-0,8600	6,0566
SIZE	180	6,1477	0,5811	4,5377	7,3579

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

Bảng 3. Ma trận hệ số tương quan giữa các biến

	ROA	FCF	OPER	DA	AT	TANG	GROWTH	SIZE
ROA	1,0000							
FCF	-0,2393	1,0000						
OPER	-0,2485	0,2028	1,0000					
DA	-0,4491	-0,0955	-0,1765	1,0000				
AT	0,2801	-0,1674	-0,3457	-0,0371	1,0000			
TANG	0,0251	0,0597	0,1671	-0,3308	0,1001	1,0000		
GROWTH	0,1468	-0,3432	-0,1719	0,0429	0,1291	-0,0171	1,0000	
SIZE	0,2277	0,0050	-0,0599	-0,0160	-0,1530	-0,1823	0,0486	1,0000

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

Bảng 4. Kết quả kiểm định lựa chọn mô hình phù hợp

So sánh mức độ phù hợp giữa 2 mô hình	Kiểm định	Kết quả của kiểm định
Pooled OLS với FEM	F test	Prob > F = 0.0000 Kết luận: FEM phù hợp hơn
Pooled OLS với REM	Breusch and Pagan Lagrangian Multiplier	Prob > Chibar2 = 0.0000 Kết luận: REM phù hợp hơn
FEM với REM	Hausman test	Prob > Chibar2 = 0.0557 Kết luận: REM phù hợp hơn

4.3. Kiểm định lựa chọn mô hình phù hợp

Như đã trình bày ở trên, nghiên cứu thực hiện 3 phương pháp hồi quy Pooled OLS, FEM, REM, dựa trên các kiểm định để lựa chọn ra mô hình phù hợp nhất. (Bảng 4)

Mô hình phù hợp nhất được lựa chọn là mô hình tác động ngẫu nhiên (REM).

4.4. Kiểm định các khuyết tật của mô hình

Kiểm định hiện tượng đa cộng tuyến bằng hệ số nhân tử phóng đại phương sai cho thấy, $VIF < 10$, do đó mô hình không xảy ra hiện tượng đa cộng

tuyến nghiêm trọng. Kiểm định Breusch and Pagan Lagrangian Multiplier cho kết luận mô hình có hiện tượng phương sai thay đổi. Kiểm định Woolridge cũng cho thấy mô hình bị tự tương quan.

4.5. Kết quả hồi quy

Sau khi tiến hành khắc phục hiện tượng phương sai thay đổi và tự tương quan bằng phương pháp hồi quy bình phương nhỏ nhất tổng quát khả thi (FGLS), mô hình thu được các ước lượng bền vững và hiệu quả hơn, kết quả hồi quy được mô tả trong Bảng 6.

Bảng 5. Kết quả kiểm định đa cộng tuyến, phương sai thay đổi, tự tương quan

Kiểm định đa cộng tuyến			Kiểm định phương sai thay đổi	Kiểm định tự tương quan
VIF			Breusch and Pagan Lagrangian Multiplier	Woolridge test
Biến	VIF	1/VIF	Chibar2(01) = 46,77	F (1,29) = 10,090
FCF	1,18	0,8492		
OPER	1,26	0,7938		
DA	1,16	0,8608		
AT	1,23	0,8156		
TANG	1,2	0,8338		
GROWTH	1,15	0,8663		
SIZE	1,08	0,9288		
Giá trị trung bình = 1,18			Prob > Chibar2 = 0,0000	Prob > F = 0,0035

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

Bảng 6. Kết quả mô hình nghiên cứu

ROA	Hệ số hồi quy
FCF	-0,0058**
OPER	-0,1332***
DA	-0,1098***
AT	0,0159***
TANG	0,0073
GROWTH	0,0035*
SIZE	0,0176***
Số quan sát	180
Wald chi2	165,00
Prob > chi2	0,0000

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

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

Mô hình hồi quy được viết lại như sau:

$$\begin{aligned} ROAt = & -0,0058*FCF_{t-1} - 0,1332*OPER_t \\ & - 0,1098*DA_t + 0,0159*AT_t \\ & + 0,0035*GROWTH_t + 0,0176*SIZE \end{aligned}$$

Kết quả ước lượng cho thấy, có mối liên hệ giữa dòng tiền tự do và hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp xây dựng với độ tin cậy 95%, mối tương quan này là nghịch biến theo đúng kỳ vọng ban đầu và tương đồng với kết quả nghiên cứu của Vinh & Chi (2014), Freund và các cộng sự (2003). Tỷ lệ chi phí hoạt động tác động nghịch lên hiệu quả hoạt động ở mức ý nghĩa thống kê 1%, kết quả nghiên cứu tương tự như nghiên cứu của An & Tuấn (2018). Nghiên cứu cũng cho thấy, việc gia tăng nợ vay của các doanh nghiệp xây dựng sẽ làm giảm hiệu quả hoạt động, với mức ý nghĩa thống kê 1%, cùng với kết luận nghiên cứu của An & Tuấn (2018), Ali & ctg (2018). Vòng quay tổng tài sản tác động thuận lên ROA ở mức độ tin cậy 99%, kết quả này giống với nghiên cứu của Sapuan & ctg (2021), Quỳnh (2019). Tốc độ tăng trưởng doanh thu càng cao sẽ tạo tiền đề để gia tăng hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp xây dựng, kết quả nghiên cứu đạt

mức độ đáng tin cậy 90%, đồng thuận với kết quả này là các nghiên cứu của Vinh & Chi (2014), An & Tuan (2018), Ali & ctg (2018). Quy mô doanh nghiệp có mối tương quan thuận với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp xây dựng với mức ý nghĩa 1%, tương đồng với kết luận nghiên cứu của Ali & ctg (2018).

5. Kết luận

Nghiên cứu tìm thấy mối quan hệ tỷ lệ nghịch giữa dòng tiền tự do và hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ngành xây dựng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Điều này cho thấy khi các doanh nghiệp tạo ra được dòng tiền tự do lớn nhưng không tận dụng được các cơ hội đầu tư sinh lợi, sử dụng dòng tiền không hiệu quả thì sẽ ảnh hưởng không tốt đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Nghiên cứu cũng đã xem xét tác động của các yếu tố khác đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Kết quả chỉ ra quy mô, tốc độ tăng trưởng doanh thu và vòng quay tổng tài sản có tương quan thuận với hiệu quả hoạt động; trong khi tỷ lệ chi phí hoạt động và tỷ lệ nợ có tương quan nghịch với hiệu quả hoạt động ■

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

1. Ali, U., Ormal, L. & Ahmad, F. (2018). Impact of free cash flow on profitability of the firms in Automobile Sector of German. *Journal of Economics and Management Sciences*, 1(1), 57-67.
2. An Nguyen and Tuan Nguyen, (2018). Free cash flow and corporate profitability in emerging economies: Empirical evidence from Vietnam, *Economics Bulletin*, 38 (1), 211-220.
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. (2003). *Basic Econometrics (4th edn)*, New York: McGraw-Hill.
5. Houston, J. F., & Brigham, E. (2009). *Fundamentals of financial management*. South-Western/Cengage Learning.
6. Jensen, M. C. (1986) "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers" *American Economic Review* 76(2), 323-329.
7. Phạm Xuân Quỳnh (2019) "Ảnh hưởng của dòng tiền tự do đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ngành Thực phẩm". *Tạp chí khoa học kinh tế*, 7 (4), 75-84.

8. Sapuan, N., Wahab, N., Fauzi, M. et al (2021). “Analysing the impacts of free cash flow and agency cost towards firm performance in the public listed companies in Malaysia”. *Journal of Governance and Integrity*, 5 (1), 211-218.
9. Võ Xuân Vinh & Đoàn Thị Lệ Chi (2014), "Dòng tiền tự do và hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp Việt Nam" *Tạp chí Phát triển kinh tế* 280, 61-77.

Ngày nhận bài: 22/5/2022

Ngày phản biện đánh giá và sửa chữa: 14/6/2022

Ngày chấp nhận đăng bài: 14/7/2022

Thông tin tác giả:

1. ThS. LÊ THỊ MINH¹

2. ThS. LÊ NGUYỄN TRÀ GIANG¹

3. ThS. TRẦN HUỲNH KIM THOA¹

¹Trường Đại học Công nghiệp TP. Hồ Chí Minh

IMPACTS OF THE FREE CASH FLOW ON THE PERFORMANCE OF CONSTRUCTION COMPANIES LISTED ON THE VIETNAM'S STOCK MARKET

● Master. **LE THI MINH¹**

● Master. **LE NGUYEN TRA GIANG¹**

● Master. **TRAN HUYNH KIM HOA¹**

¹Industrial University of Ho Chi Minh City

ABSTRACT:

This study examines the relationship between the free cash flow and the business performance of construction companies listed on the Vietnam's stock market. The study uses data from the audited annual reports and financial statements of 30 listed construction companies in the period from 2015 to 2020. By using the panel data, the regression analysis indicates that there is a negative relationship between the free cash flow and the business performance of listed construction companies. In addition, the study finds out the impacts of asset efficiency, capital structure, size, and growth rate on the performance of listed construction companies.

Keywords: free cash flow, business efficiency, construction industry.