

TÁC ĐỘNG CỦA ĐÒN BẨY TÀI CHÍNH LÊN DÒNG TIỀN TỰ DO TẠI CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH

IMPACT OF FINANCIAL LEVERAGE ON FREE CASH FLOW IN FIRMS LISTED ON HO CHI MINH STOCK EXCHANGE

Bùi Ngọc Toán(*)

TÓM TẮT

Bài nghiên cứu xác định sự tác động của đòn bẩy tài chính lên dòng tiền tự do tại các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh. Đòn bẩy tài chính của công ty được đo lường thông qua hai chỉ tiêu là tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu và tỷ lệ nợ dài hạn. Tác giả đã sử dụng dữ liệu của 78 công ty phi tài chính trong giai đoạn 2011-2015. Nghiên cứu áp dụng phương pháp bình phương bé nhất tổng quát khả thi (FGLS) để đảm bảo tính vững và hiệu quả của mô hình. Kết quả nghiên cứu cho thấy đòn bẩy tài chính có tác động đến dòng tiền tự do. Ngoài ra, nghiên cứu cũng tìm thấy sự tác động của năng suất, cơ hội đầu tư và tăng trưởng trong tương lai của công ty (Tobin's Q) và tốc độ tăng trưởng của công ty đến dòng tiền tự do.

Từ khóa: Đòn bẩy tài chính, dòng tiền tự do, cấu trúc vốn, công ty niêm yết.

1. ĐẶT VẤN ĐỀ

Lý thuyết về dòng tiền tự do của Jensen (1986) cho rằng các công ty có dòng tiền tự do lớn thường phải đối mặt với những xung đột về mặt lợi ích giữa chủ sở hữu và nhà quản lý. Mục tiêu của các chủ sở hữu là tối đa hóa giá trị doanh nghiệp, nghĩa là tối đa hóa giá trị thị trường của vốn cổ phần và hạn chế rủi ro. Các nhà quản lý lại hướng đến những mục tiêu trong ngắn hạn như tăng doanh số, tăng thị phần, tối đa hóa lợi nhuận,... nhằm tăng mức lương, thưởng hay uy tín của mình đối với công ty. Không chỉ vậy,

ABSTRACT

This paper examines the effect of financial leverage on free cash flow in firms listed on Ho Chi Minh stock exchange. Leverage of the firm is measured by using two ratios including debt to equity ratio and long term debt. The author used panel data of 78 non-financial firms during 2011-2015. The research employs the Feasible Generalized Least Squares (FGLS) technique to ensure the viability and effectiveness of the research model. The results reveal that financial leverage are correlated with free cash flow. In addition, the author also found out the effect of profit, growth and investment opportunities (Tobin's Q) and growth on free cash flow.

Keywords: Financial Leverage, free cash flow, capital structure, firms listed.

việc sử dụng đòn bẩy tài chính cũng tạo nhiều xung đột giữa chủ sở hữu và nhà quản lý vì việc này ảnh hưởng khá nhiều đến dòng tiền tự do của công ty. Qua quá trình lược khảo các nghiên cứu trước, tác giả thấy rằng có khá nhiều nghiên cứu đã tiến hành đánh giá thực trạng về đòn bẩy tài chính cũng như về dòng tiền tự do, nhưng lại có rất ít nghiên cứu thực nghiệm tiến hành xác định sự tác động của đòn bẩy tài chính đến dòng tiền tự do. Do đó, tác giả đã tiến hành nhận dạng và xác định mức độ tác động của đòn bẩy tài chính đến dòng tiền tự do của các công ty phi tài

(*) *ThS. Giảng viên Khoa Tài chính - Ngân hàng, Trường Đại học Công nghiệp Tp.HCM. ĐT: 0986.785.984. Email: buitoan.hui@gmail.com.*

chính niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh nhằm đưa thêm bằng chứng thực nghiệm về vấn đề này.

2. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

2.1. Mô hình nghiên cứu

Dòng tiền tự do là thước đo hoạt động của doanh nghiệp được tính toán bằng hiệu số giữa dòng tiền hoạt động và chi tiêu vốn. Nói cách khác, dòng tiền tự do đại diện cho lượng tiền mặt mà doanh nghiệp có thể tạo ra sau khi để lại một phần để duy trì hoặc mở rộng các tài sản phục vụ cho sản xuất kinh doanh. Sở dĩ dòng tiền tự do quan trọng là bởi vì chỉ tiêu này cho phép doanh nghiệp có thể theo đuổi các cơ hội đầu tư nhằm tối đa hóa giá trị cho các cổ đông. Nếu không có tiền mặt thì doanh nghiệp sẽ gặp khó khăn trong việc phát triển sản phẩm mới, thực hiện các vụ mua lại, chi trả cổ tức và trả nợ.

Sự tác động của đòn bẩy tài chính đến dòng tiền tự do đã được khá nhiều tác giả tiến hành nghiên cứu tại các nền kinh tế và khu vực khác nhau, dưới đây là phần tóm lược nội dung của một số nghiên cứu:

Lingling (2004) đã nghiên cứu sự tác động của đòn bẩy tài chính đến dòng tiền tự do tại các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán tại Nhật Bản. Kết quả cho thấy đòn bẩy tài chính có tác động ngược chiều đến dòng tiền tự do. Ngoài ra, nghiên cứu cũng tìm thấy tốc độ tăng trưởng của công ty có ảnh hưởng đến dòng tiền tự do.

Trong một nghiên cứu khác, McKnight (2008) đã dựa vào lý thuyết của Jensen (1986) để kiểm định sự tác động của đòn bẩy tài chính đến dòng tiền tự do. Kết quả nghiên cứu cho

thấy có sự tác động ngược chiều của đòn bẩy tài chính đến dòng tiền tự do và phù hợp với lý thuyết của Jensen (1986).

Zhang (2009) cũng tìm thấy tác động của đòn bẩy tài chính đến dòng tiền tự do của công ty. Tác giả cho rằng, khi đòn bẩy tài chính gia tăng có thể khiến cho dòng tiền tự do giảm xuống.

Gần đây, Fatma (2011) đã nghiên cứu sự tác động của cơ cấu sở hữu và dòng tiền tự do của công ty. Kết quả cho thấy chính sách vay nợ kiểm soát chủ yếu sự biến động của dòng tiền tự do.

Không chỉ vậy, Khan và các cộng sự (2012) đã kiểm định sự tác động của đòn bẩy tài chính đến dòng tiền tự do tại 54 công ty sản xuất ở Pakistan trong giai đoạn 2006-2010. Kết quả nghiên cứu cho thấy có sự tác động ngược chiều của đòn bẩy tài chính đến dòng tiền tự do. Đòn bẩy tài chính được đo lường thông qua hai chỉ tiêu là tỷ lệ nợ so với vốn chủ sở hữu và tỷ lệ nợ dài hạn. Ngoài ra, nghiên cứu cũng tìm thấy sự tác động của hai biến kiểm soát là khả năng sinh lợi (được đo lường bằng chỉ tiêu lợi nhuận sau thuế trên tổng số cổ phiếu thường đang lưu hành), cơ hội đầu tư và tăng trưởng trong tương lai của công ty (thông qua chỉ tiêu Tobin's Q).

Căn cứ vào các nghiên cứu trước ta thấy, đòn bẩy tài chính được đo lường thông qua hai chỉ tiêu và có sự tác động ngược chiều của chỉ tiêu này đến dòng tiền tự do. Hai chỉ tiêu phản ánh đòn bẩy tài chính được nêu trong các nghiên cứu trước bao gồm tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu và tỷ lệ nợ dài hạn.

Vậy, mô hình nghiên cứu dự kiến có phương trình như sau:

$$FCF_{it} = \beta_0 + \beta_1 DE_{it} + \beta_2 LTDR_{it} + \beta_3 PRFT_{it} + \beta_4 TOBNQ_{it} + \beta_5 GROWTH_{it} + \varepsilon_{it}$$

Trong đó:

Biến phụ thuộc FCF_{it} : tỷ lệ dòng tiền tự do của công ty.

Các biến độc lập: tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu (DE_{it}), tỷ lệ nợ dài hạn ($LTDR_{it}$).

Các biến kiểm soát: khả năng sinh lợi ($PRFT_{it}$), cơ hội đầu tư và tăng trưởng trong tương lai của công ty ($TOBNQ_{it}$), tốc độ tăng trưởng của công ty ($GROWTH_{it}$)

Bảng 1: Các biến sử dụng trong mô hình nghiên cứu

Tên biến	Cách đo lường biến
Biến phụ thuộc	
Tỷ lệ dòng tiền tự do của công ty (FCF _{it})	Dòng tiền tự do / Tổng tài sản
Các biến độc lập	
Tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu (DE _{it})	Tổng nợ / Tổng vốn chủ sở hữu
Tỷ lệ nợ dài hạn (LTDR _{it})	Tổng nợ dài hạn / Tổng nợ
Các biến kiểm soát	
Khả năng sinh lợi (PRFT _{it})	Lợi nhuận sau thuế / Tổng số cổ phiếu thường đang lưu hành
Cơ hội đầu tư và tăng trưởng trong tương lai của công ty (TOBNQ _{it})	(Giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu + giá trị sổ sách của nợ dài hạn + Giá trị sổ sách của nợ ngắn hạn) / Tổng tài sản
Tốc độ tăng trưởng của công ty (GROWTH _{it})	(Doanh thu năm t - Doanh thu năm t-1) / Doanh thu năm t-1

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

2.2. Dữ liệu nghiên cứu

Bài nghiên cứu sử dụng dữ liệu từ các báo cáo tài chính đã kiểm toán được công bố trên website của 78 công ty phi tài chính niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh trong giai đoạn 2011-2015. Sau khi dữ liệu được thu thập, tác giả thực hiện bước tiếp theo là tính toán các biến dựa trên số liệu thu thập được từ báo cáo tài chính.

2.3. Phương pháp phân tích

Bài nghiên cứu sử dụng dữ liệu bảng thông qua hồi quy tuyến tính đa biến để lượng hóa sự tác động của các biến độc lập lên biến phụ thuộc trong mô hình. Trước tiên, nghiên cứu sẽ kiểm định hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến độc lập trong mô hình thông qua hệ số nhân tử phóng đại phương sai (VIF), nếu hệ số VIF lớn hơn hoặc bằng 10 thì hiện tượng đa cộng tuyến được đánh giá là nghiêm trọng (Gujrati, 2003). Tiếp theo đó, nghiên cứu tiến hành kiểm định hiện tượng tự tương quan và hiện tượng phương

sai của sai số thay đổi. Nếu không có hiện tượng tự tương quan và phương sai của sai số thay đổi thì nghiên cứu sẽ sử dụng các phương pháp hồi quy thông thường trên dữ liệu bảng. Tuy nhiên, nếu có hiện tượng tự tương quan và phương sai của sai số thay đổi thì nghiên cứu sẽ chuyển sang phương pháp bình phương bé nhất tổng quát khả thi (Feasible General Least Square – FGLS). Wooldridge (2002) cho rằng, phương pháp này rất hữu dụng khi kiểm soát được hiện tượng tự tương quan và hiện tượng phương sai của sai số thay đổi.

3. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ THẢO LUẬN

3.1. Thông kê mô tả

Dữ liệu nghiên cứu được thu thập từ 78 công ty phi tài chính niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh trong giai đoạn 2011-2015 với các biến số được mô tả trong bảng 2 sau đây:

Bảng 2: Thống kê mô tả các biến

Biến	Số quan sát	Trung bình	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
FCF _{it}	390	1,0349	0,0159	6,1603
DE _{it}	390	1,6585	0,1479	6,3208
LTDR _{it}	390	1,6585	0,0002	0,9139
PRFT _{it}	390	0,0022	-0,0206	0,0214
TOBNQ _{it}	390	1,1125	0,3049	9,5349
GROWTH _{it}	390	1,1925	0,1016	14,0715

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

Từ kết quả thống kê mô tả cho thấy, các biến trong mô hình ước lượng đều thu đủ dữ liệu với 309 quan sát.

3.2. Phân tích tương quan

Hệ số tương quan giữa các biến được mô tả ở bảng 3 sau đây:

Bảng 3: Hệ số tương quan giữa các biến

	FCF _{it}	DE _{it}	LTDR _{it}	PRFT _{it}	TOBNQ _{it}	GROWTH _{it}	INF _t
FCF _{it}	1,0000						
DE _{it}	-0,0012	1,0000					
LTDR _{it}	-0,3631	0,0084	1,0000				
PRFT _{it}	0,1180	-0,2066	-0,0346	1,0000			
TOBNQ _{it}	0,1787	0,0820	-0,0702	-0,1174	1,0000		
GROWTH _{it}	0,0365	-0,1436	-0,0258	0,0550	0,0049	1,0000	

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

Dựa vào bảng 3, ta thấy: biến độc lập DE_{it} và LTDR_{it} tác động ngược chiều với FCF_{it}. Trong khi đó, các biến kiểm soát tác động cùng chiều lên FCF_{it}. Không có hiện tượng đa cộng tuyến nghiêm trọng (tự tương quan giữa các biến độc lập trong mô hình) do các hệ số tương quan

có giá trị khá thấp (giá trị cao nhất là 0.2066, chuẩn so sánh theo Farrar & Glauber (1967) là 0,8). Kết quả phân tích tương quan trên phù hợp với hầu hết các nghiên cứu trước trên thế giới và phù hợp với kỳ vọng của tác giả trong giai đoạn nghiên cứu này tại Việt Nam.

3.3. Kiểm định giả thuyết nghiên cứu

Bảng 4: Kết quả kiểm định VIF, phương sai của sai số thay đổi và tự tương quan

Kiểm định VIF			Kiểm định phương sai của sai số thay đổi	Kiểm định tự tương quan
Biến	VIF	1/VIF	White's test	Wooldridge test
DE _{it}	1,07	0,9362	Chi2 (20) = 33,03	F (1, 77) = 37,217
PRFT _{it}	1,06	0,9449		
TOBNQ _{it}	1,02	0,9769		
GROWTH _{it}	1,02	0,9778		
LTDR _{it}	1,01	0,9927		
Giá trị trung bình = 1,04			Prob > chi2 = 0,0335**	Prob > F = 0,000*

Ghi chú: *, ** và *** có ý nghĩa tương ứng ở mức 1%, 5% và 10%

Nguồn: *Kết quả phân tích của tác giả*

Kiểm định hiện tượng đa cộng tuyến bằng hệ số nhân từ phóng đại phương sai cho kết quả $VIF < 10$. Vậy, hiện tượng đa cộng tuyến được đánh giá là không nghiêm trọng. Kiểm định White cho thấy mô hình có hiện tượng phương sai của sai số thay đổi với mức ý nghĩa 5%. Trong khi đó, kiểm định Wooldridge cho rằng mô hình có hiện tượng tự tương quan ở mức ý nghĩa 1%.

3.4. Kết quả hồi quy

Kết quả kiểm định cho thấy mô hình nghiên cứu có hiện tượng phương sai của sai số thay đổi và hiện tượng tự tương quan, các hiện tượng này có thể được kiểm soát bằng phương pháp bình phương bé nhất tổng quát khả thi (FGLS) nhằm đảm bảo ước lượng thu được vững và hiệu quả (Wooldridge, 2002). Do đó, kết quả mô hình nghiên cứu như sau:

Bảng 5: *Kết quả mô hình nghiên cứu*

FCF_{it}	Hệ số hồi quy
Hằng số	0,9171*
DE_{it}	-0,0831*
$LTDR_{it}$	-0,4439*
$PRFT_{it}$	7,6406***
$TOBNQ_{it}$	0,1453*
$GROWTH_{it}$	0,0630*
Số quan sát	390
F-test	Wald chi2(5) = 169,42 Prob > chi2 = 0,0000*

Ghi chú: *, ** và *** có ý nghĩa tương ứng ở mức 1%, 5% và 10%

Nguồn: *Kết quả phân tích của tác giả*

Với biến phụ thuộc là dòng tiền tự do (FCF_{it}), sau khi dùng phương pháp FGLS để khắc phục hiện tượng phương sai của sai số thay đổi và hiện tượng tự tương quan, ta có kết quả nghiên cứu như sau: đòn bẩy tài chính tác động ngược chiều

lên dòng tiền tự do (FCF_{it}). Trong đó, đòn bẩy của công ty được đo lường thông qua hai chỉ tiêu là tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu (DE_{it}) và tỷ lệ nợ dài hạn ($LTDR_{it}$). Điều này cho thấy rằng, những công ty sử dụng đòn bẩy tài chính cao thường có tỷ lệ dòng tiền tự do thấp. Ngoài ra, nghiên cứu cũng tìm thấy sự tác động cùng chiều của ba biến kiểm soát: năng sinh lợi ($PRFT_{it}$), cơ hội đầu tư và tăng trưởng trong tương lai của công ty ($TOBNQ_{it}$) và tốc độ tăng trưởng của công ty ($GROWTH_{it}$) đến dòng tiền tự do (FCF_{it}).

4. KẾT LUẬN

Bài nghiên cứu kiểm định sự tác động của đòn bẩy tài chính đến dòng tiền tự do (FCF) tại 78 công ty phi tài chính niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh. Tác giả đã áp dụng phương pháp hồi quy bình phương bé nhất tổng quát khả thi (FGLS) nhằm đảm bảo ước lượng thu được vững và hiệu quả. Kết quả nghiên cứu cho thấy hai biến độc lập đại diện cho đòn bẩy tài chính (tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu (DE) và tỷ lệ nợ dài hạn (LTDR)) và ba biến kiểm soát (khả năng sinh lợi (PRFT), cơ hội đầu tư và tăng trưởng trong tương lai của công ty (TOBNQ) và tốc độ tăng trưởng của công ty (GROWTH)) đều tác động đến dòng tiền tự do (FCF). Kết quả nghiên cứu là cơ sở để góp phần giúp các công ty, nhà đầu tư nhận định một cách rõ hơn về sự tác động của đòn bẩy tài chính đến dòng tiền tự do. Kết quả này là bằng chứng thực nghiệm của các công ty phi tài chính niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh, do đó mang lại giá trị thiết thực đối với các doanh nghiệp ở nước ta. Với kết quả này, bài nghiên cứu đã đạt được mục tiêu đề ra. Tuy nhiên, bài nghiên cứu còn gặp hạn chế như số lượng công ty đưa vào nghiên cứu còn ít (chỉ nghiên cứu các công ty phi tài chính niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh), chưa xét đến sự tác động của các biến kiểm soát đại diện cho yếu tố kinh tế vĩ mô hoặc đặc điểm ngành,... đây cũng là hướng nghiên cứu cho các bài nghiên cứu tiếp theo.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1]. Farrar, D. and Glauber, R. (1967). Multicollinearity in Regression Analysis: *The Problem Revisited*, *Review of Economics and Statistics*, Vol.49, pp.92-107.
- [2]. Gujarati, D. (2003). *Basic Econometrics* (4th edn), New York: McGraw-Hill.
- [3]. Khan, A., Kaleem, A., Nazir, M. (2012). *Impact of Financial Leverage on Agency cost of Free Cash Flow: Evidence from the Manufacturing sector of Pakistan*. *Journal of Basic and Applied Scientific Research*. ISSN 2090-4304.
- [4]. Jensen, M. C. (1986). *Agency Costs of Free Cash Flow*, *Corporate Finance, and Takeovers*. *American Economic Review*, 76, 323-329.
- [5]. Lingling, W. (2004). *The Impact of Ownership Structure on Debt Financing of Japanese Firms With the Agency Cost of Free Cash Flow* (January 12, 2004). EFMA 2004 Basel Meetings Paper. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=488042> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.488042>
- [6]. McKnight, J. (2008). *Agency costs, corporate governance mechanisms and ownership structure in large UK publicly quoted companies: A panel data analysis*. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 49, 139-158.
- [7]. Zhang, Y. (2009). *Are Debt and Incentive Compensation Substitutes in Controlling the Free Cash Flow Agency Problem?* *Financial Management*, 38(3), 507-541.
- [8]. Wooldridge, J. (2002). *Introductory Econometrics: A Modern Approach*, 2nd Ed., South-Western College.

