



Original Article

Impact of Cash Flow Management on Shareholder Value of Listed Real Estate Companies in Vietnam

To Lan Phuong*, Nguyen Thi Hong Thuy

VNU University of Economics and Business, 144 Xuan Thuy, Cau Giay, Hanoi, Vietnam

Received 27 May 2021

Revised 31 August 2021; Accepted 25 October 2021

Abstract: Many businesses have overlooked cash flow management and have resulted in failure or bankruptcy. According to surveys, up to 60% of losses are related to cash flow in the company. In this research, a group of secondary data from a selection of 56 listed real estate companies in Vietnam during the period of 2012-2019 is used to examine the relationship between cash flow management and shareholder value. The authors use a linear regression model and analysis to test for correlation between the variables. The results show that there is a non-significant relationship between the cash value-added and earning per share and there is a significant relationship between cash value-added and market value-added. Furthermore, the results also show a positive correlation between operating cash flow and market value-added. It is recommended that the scope of research should be expanded to other sectors and areas of the economy.

Keywords: Cash flow management, cash management, shareholder value, market value-added, earning per share.

* Corresponding author

E-mail address: phuongtl@vnu.edu.vn

<https://doi.org/10.25073/2588-1108/vnueab.4584>

Tác động của quản trị dòng tiền đến giá trị cổ động của các doanh nghiệp bất động sản niêm yết ở Việt Nam

Tô Lan Phương*, Nguyễn Thị Hồng Thúy

Trường Đại học Kinh tế, Đại học Quốc gia Hà Nội, 144 Xuân Thủy, Cầu Giấy, Hà Nội, Việt Nam

Nhận ngày 27 tháng 5 năm 2021

Chỉnh sửa ngày 31 tháng 8 năm 2021; Chấp nhận đăng ngày 25 tháng 10 năm 2021

Tóm tắt: Nhiều doanh nghiệp không chú trọng công tác quản trị dòng tiền và đã dẫn đến thất bại hoặc phá sản. Do đó, nghiên cứu này thực hiện phân tích dữ liệu thứ cấp của 56 doanh nghiệp bất động sản (BDS) niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn 2012-2019 để xem xét mối quan hệ giữa quản trị dòng tiền và giá trị cổ động của các doanh nghiệp. Kết quả cho thấy có mối quan hệ không trọng yếu giữa giá trị tiền mặt tăng thêm (CVA) và thu nhập trên mỗi cổ phiếu (EPS), đồng thời có mối quan hệ đáng kể giữa CVA và giá trị gia tăng thị trường tăng thêm (MVA). Hơn nữa, kết quả cũng cho thấy mối tương quan thuận giữa dòng tiền hoạt động (OCF) và giá trị thị trường tăng thêm. Khuyến nghị nên mở rộng phạm vi nghiên cứu sang các ngành, lĩnh vực khác của nền kinh tế.

Từ khóa: Quản trị dòng tiền, giá trị cổ động, bất động sản, Việt Nam.

1. Đặt vấn đề

Quản trị dòng tiền đã trở thành một yếu tố quan trọng của chiến lược hoạt động của nhiều doanh nghiệp [1, 2]. Mục tiêu lớn nhất của quản trị tài chính là tối đa hóa giá trị cổ động trong dài hạn. Do đó, các chiến lược trong quản trị tài chính, đặc biệt là quản trị dòng tiền nhằm nâng cao hiệu quả tài chính cho doanh nghiệp sẽ giúp doanh nghiệp đạt được mục tiêu đó.

Đối với các doanh nghiệp niêm yết, các cổ đông chính là những người sở hữu cổ phiếu và là chủ của doanh nghiệp. Để doanh nghiệp phát triển bền vững thì cần có sự gắn bó của các cổ đông, đặc biệt là cổ đông chiến lược. Do đó, các nhà quản trị tài chính trong doanh nghiệp cần tạo ra các kết quả quản trị tài chính nhằm đem đến sự hài lòng cho các cổ đông, đó chính là việc tạo ra giá trị cho các cổ đông trong doanh nghiệp. Giá trị cổ động là điều mà bất cứ doanh nghiệp nào cũng đều hướng tới. Giá trị cổ động tăng sẽ

trực tiếp mang lại lợi ích kinh tế cho các chủ sở hữu doanh nghiệp. Ở khía cạnh đầu tư, nhất là các doanh nghiệp đã niêm yết trên thị trường chứng khoán (TTCK), giá trị cổ động tăng sẽ thu hút các nhà đầu tư quan tâm đến cổ phiếu của doanh nghiệp. Muốn gia tăng giá trị cổ động, các doanh nghiệp buộc phải làm tốt công tác quản trị tài chính, trong đó quản trị dòng tiền là một trong những nội dung mang tính quyết định trong quản trị tài chính.

Vậy quản trị dòng tiền có mối quan hệ như thế nào và tác động ra sao đến giá trị cổ động? Thực trạng quản trị dòng tiền và giá trị cổ động tại các doanh nghiệp niêm yết ở Việt Nam ra sao? Giải pháp gì để gia tăng giá trị cổ động thông qua nâng cao hiệu quả quản trị dòng tiền trong các doanh nghiệp niêm yết? Đây là những câu hỏi cần được luận giải.

Nghiên cứu lựa chọn phân tích các doanh nghiệp BDS niêm yết trên TTCK Việt Nam. Theo thống kê dữ liệu thị trường của Sở

* Tác giả liên hệ

Địa chỉ email: phuongtl@vnu.edu.vn

<https://doi.org/10.25073/2588-1108/vnueab.4584>

Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) năm 2020 cho thấy, sau 20 năm hoạt động, tài chính ngân hàng và BĐS là hai ngành dẫn đầu về quy mô vốn hóa. Tính đến cuối năm 2020, tổng giá trị vốn hóa thị trường cổ phiếu trên HOSE đạt 3,28 triệu tỷ đồng, tương đương gần 54,3% GDP, chiếm hơn 90% giá trị vốn hóa thị trường cổ phiếu cả nước. Có 23 doanh nghiệp niêm yết trên HOSE có giá trị vốn hóa trên 1 tỷ USD, chủ yếu thuộc nhóm tài chính ngân hàng và BĐS. Tổng vốn hóa của các doanh nghiệp này chiếm gần 80% tổng giá trị vốn hóa thị trường cổ phiếu trên HOSE [3]. Cũng theo số liệu thống kê của TTCK Việt Nam, đến hết năm 2020, số lượng doanh nghiệp niêm yết có mức vốn hóa trên 1 tỷ USD là 30 doanh nghiệp trên cả hai sàn HOSE và HNX, chủ yếu thuộc nhóm tài chính ngân hàng và BĐS. Riêng giá trị vốn hóa cổ phiếu BĐS tính chung trên toàn thị trường lên đến hơn 1 triệu tỷ đồng, chiếm khoảng 23% toàn thị trường [3]. Đây là một trong những nhóm ngành quan trọng có ảnh hưởng lớn đến diễn biến chỉ số VN-Index.

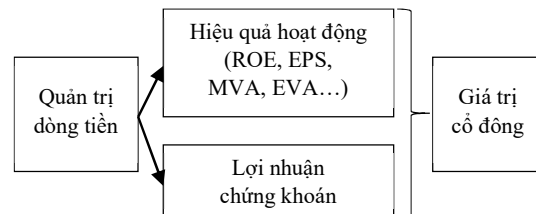
Nghiên cứu này sẽ bổ khuyết khoảng trống lý luận về quản trị dòng tiền và giá trị cổ đông của doanh nghiệp niêm yết thông qua việc đề xuất mô hình đánh giá tác động của quản trị dòng tiền đến giá trị cổ đông trên góc độ nhà quản trị tài chính, từ đó đưa ra những đề xuất cụ thể đối với doanh nghiệp nhằm tăng cường hiệu quả quản trị dòng tiền, từ đó gia tăng giá trị cho các cổ đông trong doanh nghiệp, đạt được mục tiêu của quản trị tài chính - đó là tối đa hóa giá trị của cải của cổ đông trong dài hạn.

2. Tổng quan nghiên cứu

Hiện chưa có nghiên cứu trực tiếp nào về tác động của quản trị dòng tiền đến giá trị cổ đông. Các nghiên cứu chủ yếu dựa trên các khía cạnh như hiệu quả hoạt động và lợi nhuận chứng khoán. Cụ thể:

Đo lường tác động của quản trị dòng tiền đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp [4] hay quản trị dòng tiền được coi là một phần thiết yếu trong thành công của doanh nghiệp, quản trị tốt sẽ đem lại lợi nhuận và dẫn đến lợi tức đầu tư cao [5].

Có mối liên hệ chặt chẽ giữa quản trị dòng tiền và thành công tài chính của doanh nghiệp trong việc tạo ra giá trị cổ đông [6], điều này thường được thể hiện trong cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008-2009. Dựa trên các nghiên cứu gần đây cho thấy việc tăng vai trò của quản trị dòng tiền trong doanh nghiệp đã giúp doanh nghiệp thành công trong việc tạo ra giá trị cổ đông [7-9]. Quản trị dòng tiền tốt sẽ dẫn đến đầu ra thành công là các giá trị trung gian tài chính, và cuối cùng là giá trị cổ đông [10-12].



Hình 1: Tổng hợp hướng nghiên cứu về tác động của quản trị dòng tiền đến giá trị cổ đông

Nguồn: Tổng hợp của tác giả, 2020.

Trong nghiên cứu về thị giá cổ phiếu của doanh nghiệp niêm yết, Zhang [13] đã xem xét và tập trung làm rõ quản trị dòng tiền tạo động lực cho doanh nghiệp, từ đó tác động tới thị giá của cổ phiếu của các doanh nghiệp này.

Mối quan hệ giữa giá trị cổ đông và các biến tài chính được nghiên cứu thông qua kiểm tra các khung dựa trên giá trị được áp dụng trong điều kiện mục tiêu quan trọng nhất của doanh nghiệp là tối đa hóa giá trị cổ đông [14]. Kết quả thực nghiệm cho thấy việc tạo ra giá trị cổ đông thông qua quản trị các biến tài chính có hiệu lực có thể dẫn đến nhiều thông tin hơn và cái nhìn sâu sắc hơn. Cụ thể, hệ số EVA gia tăng mạnh cùng với sự gia tăng mạnh về tiền mặt. Ảnh hưởng của CVA là ngược chiều đối với cả MVA và EVA, điều này ngụ ý rằng việc giảm CVA dẫn đến tăng EVA và do đó làm tăng MVA. NOPAT, RONA và FCF có tác động thuận chiều với EVA. Tác động của EBIT và OCF có thể quan trọng đối với FGV vì chúng có tác động thuận chiều, trong khi EBITDA có tác động ngược chiều với FGV, do đó có thể có tác động ngược chiều đến MVA.

Nghiên cứu dự báo dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của các công ty phi tài chính niêm

yết trên TTCK Việt Nam, Nguyễn Thanh Hiếu [15] đã xây dựng và kiểm định các mô hình dự báo như mô hình lợi nhuận, mô hình dòng tiền, mô hình các thành phần dồn tích gộp chung, mô hình các thành phần dồn tích cụ thể và mô hình tỷ suất dòng tiền. Các mô hình dự báo được xây dựng và kiểm định dựa trên các thông tin kế toán công bố trên báo cáo tài chính của các công ty phi tài chính niêm yết trên HOSE. Khả năng dự báo của các mô hình này khác nhau (giá trị hệ số R^2 tương ứng của các mô hình từ 51% tới 93%), trong đó mô hình dòng tiền kết hợp với các thành phần dồn tích cụ thể có khả năng dự báo cao nhất. Vì vậy, các nhà đầu tư và nhà quản trị doanh nghiệp có thể áp dụng các mô hình dự báo này trong dự báo dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của mỗi doanh nghiệp trước khi đưa ra các quyết định kinh tế.

Nghiên cứu về ảnh hưởng của dòng tiền, rủi ro hệ thống, rủi ro phi hệ thống và tính thanh khoản chứng khoán đến đầu tư của các doanh nghiệp Việt Nam, đã chỉ ra dòng tiền, tính thanh khoản và rủi ro phi hệ thống có ảnh hưởng thuận chiều đến đầu tư, riêng rủi ro hệ thống có ảnh hưởng ngược chiều đến đầu tư. Nghiên cứu đã đóng góp một số hiểu biết các yếu tố ảnh hưởng đến đầu tư của doanh nghiệp, từ đó giúp các nhà quản lý doanh nghiệp và nhà hoạch định chiến lược có những giải pháp hữu hiệu để nâng cao hiệu quả hoạt động, giảm thiểu rủi ro cho doanh nghiệp nói riêng và cả nền kinh tế nói chung [16]. Tuy nhiên, nghiên cứu này chưa chỉ rõ các tác động của quản trị dòng tiền tới giá trị của các cổ đông doanh nghiệp, mặc dù đây là nội dung mà các nhà đầu tư và nhà quản trị quan tâm.

3. Cơ sở xác định giá trị cổ đông

3.1. Cách tiếp cận giá trị cổ đông

Giá trị cổ đông là giá trị được tạo ra cho chủ sở hữu vốn của doanh nghiệp. Một nguyên tắc cơ bản là doanh nghiệp chỉ cộng thêm giá trị cho các cổ đông khi lợi nhuận hoàn lại trên nguồn vốn cao hơn giá trị của nguồn vốn ban đầu.

3.2. Phương pháp tiếp cận giá trị cổ đông

Hai thước đo định lượng được sử dụng phổ biến nhất để định giá giá trị cổ đông là giá trị thị trường và giá trị sổ sách kế toán. Cụ thể:

- Theo giá trị sổ sách kế toán: Thu nhập trên vốn chủ sở hữu (ROE); Thu nhập trên vốn sử dụng (ROCE); Thu nhập trên mỗi cổ phiếu (EPS); Thu nhập trên đầu tư (ROI); Dòng tiền mặt lợi tức đầu tư (CFROI) và Thu nhập hoạt động ròng sau thuế (NOPAT).

- Theo giá trị thị trường: Tỷ suất thu nhập ròng trên vốn chủ sở hữu (ROE); Giá trị kinh tế tăng thêm (EVA); Giá trị thị trường tăng thêm (MVA); Tổng lợi nhuận cổ đông (TSR); Giá trị cổ đông tăng thêm (SVA); Hệ số Tobin's Q và Giá trị tăng trưởng tương lai (FGV).

3.3. Lựa chọn phương pháp tiếp cận đo lường giá trị cổ đông

Để xác định giá trị cổ đông của các doanh nghiệp BĐS niêm yết trên TTCK Việt Nam, tác giả đã tiến hành phỏng vấn sâu với 20 chuyên gia thực tiễn là Tổng Giám đốc, Phó Tổng Giám đốc, Giám đốc Tài chính, Trưởng phòng Tài chính, Kế toán trưởng, thành viên Ban Kiểm soát và các cán bộ phòng chức năng của các doanh nghiệp BĐS niêm yết ở Việt Nam cùng 30 chuyên gia nghiên cứu đến từ các trường đại học.

4. Giả thuyết nghiên cứu

- Giả thuyết 1 (H1): Giá trị tiền mặt tăng thêm (CVA) và Dòng tiền hoạt động (OCF) tác động tới giá trị cổ đông (MVA) của các doanh nghiệp BĐS niêm yết trên TTCK Việt Nam.

- Giả thuyết 2 (H2): Giá trị tiền mặt tăng thêm (CVA) và Dòng tiền hoạt động (OCF) tác động tới giá trị cổ đông (EPS) của các doanh nghiệp BĐS niêm yết trên TTCK Việt Nam.

5. Mô hình nghiên cứu

Phương trình số 1 kiểm định giả thuyết 1 (H1):

$$\begin{aligned} MVA_{i,t} = & \alpha_0 + \beta_1 CVA_{i,t} + \beta_2 OCF_{i,t} + \beta_3 SG_{i,t} \\ & + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 RONA_{i,t} \\ & + \beta_6 NOPAT_{i,t} \\ & + \beta_7 EBITDA\ growth_{i,t} + \beta_8 CEV_{i,t} \\ & + \beta_9 LEV_{i,t} + \varepsilon_t \end{aligned}$$

Phương trình số 2 kiểm định giả thuyết 2 (H2):

$$\begin{aligned} EPS_{i,t} = & \alpha_0 + \beta_1 CVA_{i,t} + \beta_2 OCF_{i,t} + \beta_3 SG_{i,t} \\ & + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 RONA_{i,t} \\ & + \beta_6 NOPAT_{i,t} \\ & + \beta_7 EBITDA\ growth_{i,t} \\ & + \beta_8 CEV_{i,t} + \beta_9 LEV_{i,t} + \varepsilon_t \end{aligned}$$

6. Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu nghiên cứu gồm 56 doanh nghiệp BĐS niêm yết trên sàn HOSE và sàn HNX giai đoạn 2012-2019. Đây là giai đoạn sau cuộc suy thoái toàn cầu năm 2009, được coi là một chu kỳ mới của BĐS.

7. Kết quả nghiên cứu

Theo Nghị định số 56/2009/NĐ-CP ngày 30/6/2009 của Chính phủ quy định doanh nghiệp trong các lĩnh vực hoạt động có quy mô vốn lớn hơn 100 tỷ VNĐ và trên 300 lao động được xếp vào doanh nghiệp có quy mô vốn lớn, hầu hết các doanh nghiệp BĐS trên TTCK Việt Nam là doanh nghiệp lớn. Hiện chỉ có duy nhất CTCP Địa ốc Đà Lạt tính đến hết tháng 12/2019 có quy mô vốn đạt gần 78 tỷ VNĐ. Qua đó cho thấy, các doanh nghiệp BĐS có quy mô vốn lớn so với các doanh nghiệp khác niêm yết trên TTCK Việt Nam.

Hầu hết các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực này có kết quả kinh doanh khá tốt. Tuy nhiên, thời gian gần đây, nền kinh tế trải qua nhiều biến động như giá xăng dầu tăng cao, giá đầu vào thiết yếu (điện, nước) tăng, chi phí tài chính tăng, các ngân hàng siết chặt tín dụng BĐS... nên kết quả hoạt động kinh doanh của một số doanh nghiệp chịu nhiều tác động tiêu cực, dẫn tới kết quả kinh doanh sụt giảm.

Thực trạng quản trị dòng tiền của doanh nghiệp bất động sản niêm yết ở Việt Nam

Điểm mạnh:

- Nhiều doanh nghiệp đã bước đầu chú trọng xây dựng được hệ thống các quy chế tài chính, quy chế chi tiêu nội bộ, quy chế tiền lương và khen thưởng làm bộ khung cho quản trị dòng tiền, hoạt động quản trị có tính linh hoạt và năng động cao nhằm thích ứng với sự thay đổi của môi trường kinh doanh.

- Đa số các doanh nghiệp đang dần chú trọng xây dựng được kế hoạch dòng tiền trong ngắn hạn để cân đối thu chi thường xuyên, sử dụng ít nợ vay trong hoạt động kinh doanh, dựa nhiều vào nguồn vốn chủ sở hữu giúp giảm thiểu rủi ro tài chính.

- Nhiều doanh nghiệp đã xây dựng được những chỉ tiêu kiểm soát thường xuyên như giá thành, doanh thu, tỷ suất lợi nhuận trên doanh thu để thực hiện kiểm soát hoạt động kinh doanh, thực hiện phân tích tài chính định kỳ để kiểm soát tình hình tài chính và tư vấn cho ban lãnh đạo doanh nghiệp.

Hạn chế:

- Đa số các doanh nghiệp chưa chú trọng xây dựng và truyền đạt chiến lược doanh nghiệp trong nội bộ doanh nghiệp. Ngoài ra, các doanh nghiệp chưa chú trọng thu thập thông tin về đối thủ cạnh tranh trong việc lập kế hoạch chiến lược.

- Chưa xây dựng các chỉ tiêu đo lường chiến lược thông qua áp dụng thẻ điểm cân bằng. Điều này khiến cho việc xây dựng chiến lược vẫn dừng lại ở các yếu tố định tính, khó tạo cơ sở đánh giá hiệu quả hoạt động và hiệu quả của việc thực thi chiến lược.

- Các doanh nghiệp cũng rất hạn chế xây dựng kế hoạch dòng tiền trong dài hạn (3-5 năm) gắn với chiến lược. Các kế hoạch ngân sách chi được xây dựng độc lập hoặc phục vụ cho các mục tiêu riêng lẻ và không phù hợp, tách biệt với chiến lược và mục tiêu tổng thể của doanh nghiệp. Việc lập kế hoạch dòng tiền chưa thực hiện phân tích độ nhạy/phân tích tình huống và kiểm nghiệm sức chịu đựng (stress test) trong những bối cảnh nền kinh tế hoặc thị trường suy giảm.

- Đa số các doanh nghiệp chưa có các chuyên viên tài chính chuyên nghiệp tách khỏi bộ phận kế toán, phần lớn làm việc kiêm nhiệm nhưng chủ yếu vẫn là nhiệm vụ kế toán. Bên cạnh đó, nhiều doanh nghiệp chưa ban hành cẩm nang

hướng dẫn nghiệp vụ quản trị dòng tiền/nghiệp vụ tài chính dẫn đến các bộ phận thường gặp khó khăn khi thực hiện các nghiệp vụ này.

- Chính những điểm hạn chế trên cùng với việc gói hỗ trợ 30.000 tỷ đồng kết thúc, việc Ngân hàng Nhà nước Việt Nam ban hành văn bản số 563/NHNN-TTGSNH yêu cầu các tổ chức tín dụng ưu tiên vốn cho sản xuất kinh doanh... đã có tác động rất lớn đến thị trường BĐS. Hiện đang có một số tồn tại trong hệ thống tài chính BĐS như quỹ tiết kiệm nhà ở chưa phát

triển được, hệ thống các định chế tài chính chưa đa dạng, rủi ro từ đòn bẩy tài chính phụ thuộc vào vốn vay ngân hàng, dẫn đến khó khăn cho doanh nghiệp huy động vốn trung và dài hạn. Đặc biệt là chưa có thị trường tài chính thứ cấp như mua - bán nợ BĐS, chứng khoán hóa BĐS, mua bán chứng chỉ đầu tư BĐS... và dẫn tới các doanh nghiệp BĐS bị thiếu vốn.

Thực trạng về giá trị cổ đông của các doanh nghiệp bất động sản niêm yết ở Việt Nam

Bảng 1: Chỉ số cơ bản của ngành BĐS trên TTCK Việt Nam

STT	Chỉ số	Giá trị 2019	Giá trị 2020 (Tháng 9/2020)	Tỷ lệ
1	EPS	3,316	3,390	2,23%
2	PE	65,29	17,7	-72,89%
3	ROA	4,98%	6%	20,48%
4	ROE	14,16%	15%	5,93%
5	Giá trung bình	69,45	60,4	-13,03%
6	Giá so sánh	25,29	24	-5,10%
7	P/B	5345,87%	241%	-95,49%
8	Beta	0,83	0,8	-3,61%
9	Tổng khối lượng	20.159.387.127	20.434.240.199	1,36%
10	Nước ngoài sở hữu	4.060.740.790	4.230.220.570	4,17%
11	Vốn thị trường (tỷ VNĐ)	909.432	1.196.035	31,51%

Nguồn: Số liệu trên cophieu68 và tính toán của tác giả, 2020.

Theo số liệu của các ngành trên TTCK Việt Nam giai đoạn 2012-2020 thì có thể thấy các chỉ số của ngành BĐS tương đối cao so với các ngành khác. Ngành BĐS cũng tập trung các doanh nghiệp có vốn hóa thị trường lớn hàng đầu của TTCK Việt Nam và có vốn nước ngoài sở hữu lớn.

Theo số liệu tính toán trong năm 2020, nền kinh tế bị ảnh hưởng chung bởi đại dịch COVID-19, trong đó ngành BĐS cũng chịu tác động suy giảm ở giá trị thị trường, thể hiện qua các hệ số như: PE, giá trung bình, P/B và hệ số beta. Giá trị sổ sách cổ bị ảnh hưởng suy giảm nhưng không đáng kể. Tuy nhiên, xét tổng thể thì ngành vẫn mở rộng quy mô và đạt tăng trưởng ngành.

Giá trị cổ đông của các doanh nghiệp bất động sản trên thị trường chứng khoán Việt Nam

Như đã trình bày ở trên, giá trị cổ đông của các doanh nghiệp BĐS trên TTCK có thể được đo lường thông qua các chỉ tiêu EPS và MVA.

Thống kê số liệu giá trị cổ đông của các doanh nghiệp BĐS niêm yết trên TTCK Việt Nam giai đoạn 2012-2019 cho thấy các giá trị MVA tăng đều qua các năm. Giá trị EPS tăng đều ổn định trong giai đoạn 2017-2019. Năm 2020, mặc dù trong bối cảnh cả thế giới bị ảnh hưởng bởi đại dịch COVID-19, nền kinh tế các nước hầu như tăng trưởng âm thì ngành BĐS Việt Nam vẫn phát triển và mở rộng quy mô cũng như có giá trị cổ đông tăng đều đặn. Cụ thể, năm 2020, ngành BĐS có EPS đạt 3,388 đồng và MVA hơn 23 nghìn tỷ đồng (tăng so với năm 2019). Đây là minh chứng cho thấy ngành có tiềm năng và sẽ là trụ cột giúp vực dậy nền kinh

tế nhanh chóng sau đại dịch và cũng là cổ phiếu đáng giá trong danh mục đầu tư.

Bảng 2: Giá trị cổ đông của các doanh nghiệp BĐS trên TTCK Việt Nam giai đoạn 2012-2019

Năm	EPS	MVA (VNĐ)
2012	281,39	334.002.733.090
2013	892,83	489.851.211.100
2014	821,33	675.534.461.780
2015	560,93	1.256.678.718.770
2016	545,13	2.228.639.854.140
2017	1.311,83	4.713.859.967.460
2018	2.084,09	11.053.118.048.360
2019	3.136,24	21.060.408.474.030

Nguồn: cophieu68 và tính toán của tác giả, 2020.

Thảo luận kết quả chạy mô hình

Về mô hình CVA và OCF tác động tới MVA: Theo kết quả kiểm định mô hình, CVA và OCF có mối quan hệ thuận chiều (tích cực) với MVA. Điều đó có nghĩa OCF có tác động nhiều tới MVA và doanh nghiệp cần tập trung quản trị tốt hoạt động sản xuất - kinh doanh để đạt hiệu quả trong quản trị dòng tiền hoạt động. Kết quả cũng cho thấy quy mô của doanh nghiệp và giá trị lợi nhuận hoạt động ròng sau thuế có mối quan hệ thuận chiều (tích cực) với MVA. Theo đó, phương trình thể hiện tác động của quản trị dòng tiền đến giá trị cổ đông của các doanh nghiệp BĐS niêm yết ở Việt Nam, cụ thể là tác động của CVA và OCF đến MVA như sau:

$$MVA = 0,090 CVA + 8,80 OCF + 0,668 Size + 0,343 NOPAT + 1,185 Lev + 1,665$$

Về mô hình CVA và OCF tác động tới EPS: Theo kết quả kiểm định mô hình, CVA không có mối quan hệ với EPS và OCF có mối quan hệ thuận chiều (tích cực) với EPS. Điều đó cho thấy, doanh nghiệp cần tập trung quản trị tốt hoạt động sản xuất - kinh doanh để đạt hiệu quả trong quản trị dòng tiền hoạt động, từ đó đạt được EPS tốt. Theo đó, phương trình thể hiện tác động của quản trị dòng tiền đến giá trị cổ đông của các doanh nghiệp BĐS niêm yết ở Việt Nam, cụ thể là tác động của OCF đến EPS như sau:

$$EPS = 1,276 OCF - 0,764 Size - 0,121 RONA - 0,297 CEV + 1,385 LEV + 3,966$$

Thảo luận kết quả nghiên cứu các mô hình tác động của quản trị dòng tiền đến giá trị cổ đông

Theo kết quả phỏng vấn sâu từ các chuyên gia thực tiễn cũng như chuyên gia nghiên cứu cho thấy hiện nay các doanh nghiệp BĐS niêm yết trên TTCK Việt Nam rất quan tâm đến quản trị dòng tiền nhưng chưa thực sự quan tâm đến giá trị của các cổ đông. Các doanh nghiệp BĐS niêm yết đều có vốn hóa thị trường lớn (trên 50% có vốn hóa thị trường trên 1.000 tỷ đồng, hơn 19% có vốn hóa thị trường trên 5.000 tỷ đồng, hơn 14% có vốn hóa thị trường trên 12.000 tỷ đồng và hơn 7% có vốn hóa thị trường trên 60.000 tỷ đồng). Kết quả hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp này đều khá ấn tượng và đều có bộ phận quản trị dòng tiền. Dòng vào và dòng ra khá ổn định và đây chính là lợi thế của các doanh nghiệp này. Theo dự báo kinh tế vĩ mô, nhu cầu nhà ở tại Việt Nam vẫn còn rất lớn trong thời gian dài, đó cũng là thuận lợi cho các doanh nghiệp BĐS. Do có kết quả kinh doanh ấn tượng nên các doanh nghiệp cố gắng tận dụng các nguồn vay để tạo ra tỷ lệ đòn bẩy tài chính tối đa nhất có thể nhằm tận dụng lá chắn thuế cũng khuếch đại các hệ số về đầu tư.

Trong hoạt động quản trị dòng tiền, doanh nghiệp rất quan tâm tới dòng tiền hoạt động, đây là dòng tiền ra vào chủ yếu từ hoạt động sản xuất - kinh doanh thường xuyên của doanh nghiệp, thể hiện doanh nghiệp có đủ dòng tiền để tiếp tục duy trì hay mở rộng quy mô hoạt động hay không, doanh nghiệp có đủ để trả lãi và trả cổ tức cho cổ đông hay không?

Bên cạnh đó, các chuyên gia thực tiễn đưa ra một số điểm đáng lưu ý trong công tác quản trị tài chính tại doanh nghiệp. Hiện nay đa số các cán bộ kế toán vẫn kiêm nhiệm công việc tài chính nên định kỳ, doanh nghiệp chỉ thực hiện phân tích báo cáo tài chính mà chưa thực hiện phân tích tài chính doanh nghiệp. Công tác lập kế hoạch tài chính mới chỉ dừng ở lập kế hoạch ngắn hạn.

Từ những điểm trên cho thấy, kết quả nghiên cứu các mô hình tác động của quản trị dòng tiền

đến giá trị cổ đông của các doanh nghiệp BĐS là hoàn toàn phù hợp với thực tiễn ở Việt Nam.

8. Một số khuyến nghị và kiến nghị

8.1. Khuyến nghị đối với doanh nghiệp

Để doanh nghiệp phát triển bền vững, các nhà quản trị cần đặc biệt quan tâm tới các cổ đông của doanh nghiệp, đặt mục tiêu tăng giá trị của cải của cổ đông trong dài hạn. Cụ thể:

- Đối với quản trị tiền tại quỹ tại doanh nghiệp: (i) Hoàn thiện công tác dự báo tiền mặt tại doanh nghiệp: Xây dựng mô hình dự báo doanh số; Thực hiện rõ chức năng và nhiệm vụ của phòng kế toán và phòng tài chính; Xây dựng kế hoạch các khoản thu chi trong lĩnh vực đầu tư, tài chính để hoàn thiện số liệu dự báo tiền mặt; Xây dựng kế hoạch linh hoạt trong tiền mặt để phù hợp với điều kiện thị trường, đảm bảo tính thận trọng và chính xác của dự báo. (ii) Hoàn thiện công tác quản lý tiền tồn quỹ và đảm bảo nhu cầu tiền mặt: Xây dựng mô hình xác định mức tồn trữ tiền mặt tối ưu và thực hiện tốt hơn việc đảm bảo duy trì mức tồn trữ tiền mặt theo yêu cầu; Đa dạng hóa các công cụ đầu tư ngắn hạn để tận dụng nguồn tiền mặt nhàn rỗi của doanh nghiệp.

- Đối với quản trị dòng tiền hoạt động trong doanh nghiệp: Luôn có dự báo và lập kế hoạch về dòng tiền; Kiểm soát dòng tiền hoạt động hiệu quả giúp đảm bảo kịp thời nguồn vốn cho các hoạt động kinh doanh, sản xuất; Quản trị dòng tiền hoạt động hiệu quả là cách để sử dụng vốn tiết kiệm và hiệu quả; Giám sát kiểm tra các hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp; Đánh giá kết quả đạt được so với kế hoạch.

- Một số kiến nghị khác: Xây dựng chiến lược phát triển, ổn định hoạt động sản xuất - kinh doanh; Tiến hành theo dõi, phân tích các yếu tố bên trong và bên ngoài để phục vụ cho công tác quản trị tài chính nói chung và quản trị tiền mặt nói riêng; Hoàn thiện các nội dung của công tác quản trị tiền mặt tại doanh nghiệp một cách có hệ thống để mang lại hiệu quả chung cao hơn; Nâng cao hiệu quả quản trị hàng tồn kho và khoản phải thu; Kiểm soát chi phí chặt chẽ hơn;

Nâng cao các kiến thức về quản lý tài chính cho cán bộ tài chính...

8.2. Kiến nghị đối với các cơ quan quản lý nhà nước và pháp luật

- Các cơ quan có thẩm quyền như Bộ Tài nguyên và Môi trường, Bộ Kế hoạch và Đầu tư, Bộ Tài chính cần phát huy hiệu quả của hoạt động dự báo tình hình thị trường để có định hướng phát triển nhằm chủ động điều hành thị trường phát triển BĐS bền vững.

- Triển khai áp dụng mạnh mẽ hơn nữa cơ chế thị trường trong quá trình Nhà nước là đại diện chủ sở hữu giao đất, cho thuê đất cho các doanh nghiệp và nhà đầu tư sử dụng.

- Phát triển các kênh tài chính BĐS, trong đó đặc biệt chú trọng tỷ lệ cho vay của hệ thống ngân hàng cho thị trường BĐS trên tổng dư nợ của hệ thống.

- Bên cạnh đó, các cơ quan có thẩm quyền như Bộ Tài chính cần ban hành các nguyên tắc hướng dẫn rộng rãi để tính toán các chỉ số giá trị như MVA, OCF, NOPAT, CEV và các thông lệ về báo cáo tài chính và công bố kế toán của các doanh nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam nhằm giúp các doanh nghiệp, các ngân hàng, định chế tài chính cũng như các nhà đầu tư có được các thông tin chính thống để đưa ra các quyết định chính xác.

Tài liệu tham khảo

- [1] Fisher, L. M., "Inside Dell Computer Corporation: Managing working capital," *Strategy and Business*, 1 (10) (1998). <https://www.strategy-business.com/article/9571>.
- [2] Quinn, M., "Forget About Profit, Cash Flow is King," *Wall Street Journal*, 2011, <http://online.wsj.com/article/SB10001424052970204524604576609740825745286.html> (Accessed 15 July 2012).
- [3] "cophieu68," 31 December 2020, https://www.cophieu68.vn/category_finance.php. (Accessed 24 March 2021).
- [4] Neely, A., Gregory, M., Platts, K., "Performance Measurement System Design: A Literature Review and Research Agenda," *International Journal of Operations & Production Management*, 15 (4) (1995) 80-116.

- [5] Purvis, L., Gosling, J., Naim, M.M., "The Development of a Lean, Agile and Leagile Supply Network Taxonomy Based on Differing Types of Flexibility," *International Journal of Production Economics*, 151 (2014) 100-111.
- [6] Olli-Pekka Hilmola, "Role of Inventory and Assets in Shareholder Value Creation," *Expert Systems with Applications: X*, 5 (2020) 100027.
- [7] Bendig, A., Brettel, M., Downar, B., "Inventory Component Volatility and Its Relation to Returns," *International Journal of Production Economics*, 200 (2018) 37-49.
- [8] Steinker, S., Hoberg, K., "The Impact of Inventory Dynamics on Long-term Stock Returns - An Empirical Investigation of U.S. Manufacturing Companies," *Journal of Operations Management*, 31 (2013) 250-261.
- [9] Moser, P., Isaksson, O.H.D., Seifert, R.W., "Inventory Dynamics in Process Industries: An Empirical Investigation," *International Journal of Production Economics*, 191 (2017) 253-266.
- [10] Parveen, P. Gupta, Duane B. Kennedy, Samuel C. Weaver, "Corporate Governance and Firm Value: Evidence from Canadian Capital Markets," *Corporate Ownership and Control*, 6 (3) (2012) 293-307.
- [11] Hilmola, O.P., Gupta, M., "Throughput Accounting and Performance of a Manufacturing Company Under Stochastic Demand and Scrap Rates," *Expert Systems with Applications*, 42 (22) (2015) 8423-8431.
- [12] Ikeziri, L.M., de Souza, F.B., Gupta, M.H., Fiorini, P.C., "Theory of Constraints: Review and Bibliometric Analysis," *International Journal of Production Research*, 57 (15-16) (2019) 5068-5102.
- [13] Zhang, R., "Cash Flow Management, Incentives and Market Pricing," PhD Thesis, Guanghua School of Management University, Beijing, China, 2006.
- [14] Bhunia, A., "Relationship Between Shareholder's Value and Financial Variables - A Study of Maximise Shareholder Value," *Universal Journal of Marketing and Business Research*, 1 (1) (2012) 6-16.
- [15] Nguyen Thanh Hieu, "Cash Flow Forecast from Business Activities of Non-financial Companies Listed on Vietnam Stock Market," PhD Thesis NEU, Hanoi, 2015 (in Vietnamese).
- [16] Le Ha Diem Chi, "The Effect of Cash Flow, Systematic Risk, Unsystematic Risk and Securities Liquidity on Investment of Vietnamese Enterprises," PhD Thesis EUH, Ho Chi Minh, 2016 (in Vietnamese).