

Giả thuyết dòng tiền tự do: không phải lúc nào cũng được thừa nhận

Trần Quang Chung

Viện Kế toán - Kiểm toán, Trường Đại học Kinh tế quốc dân

Giả thuyết dòng tiền tự do đặt trong mối quan hệ với lý thuyết đại diện cho rằng luôn tồn tại mâu thuẫn lợi ích giữa các nhà quản lý và cổ đông của doanh nghiệp, khi các doanh nghiệp có dòng tiền tự do dư thừa lớn, các nhà quản lý có xu hướng sử dụng dòng tiền này vào các dự án mức sinh lời không cao, thậm chí là âm thay vì phân phối cho các cổ đông, điều này làm tăng chi phí đại diện, và qua đó làm giảm hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Bên cạnh đó, đã có những nghiên cứu chỉ ra rằng, doanh nghiệp có giá trị dòng tiền tự do cao hoạt động hiệu quả hơn những doanh nghiệp có giá trị dòng tiền tự do thấp. Từ đó cho thấy, tác động của dòng tiền tự do tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp không phải lúc nào cũng tuân theo giả thuyết dòng tiền tự do.

1. Đặt vấn đề

Việc tách biệt quyền sở hữu và quyền quản lý trong các doanh nghiệp gây ra xung đột lợi ích giữa chủ sở hữu và người quản lý. Chính sự xung đột về lợi ích này làm phát sinh chi phí đại diện. Giả thuyết dòng tiền tự do ngụ ý rằng lợi ích cá nhân của nhà quản lý sẽ khuyến khích sự lãng phí dưới các quyết định của nhà quản lý khi doanh nghiệp có dòng tiền tự do. Lý thuyết đại diện và giả thuyết dòng tiền tự do đưa ra một giả thuyết về ảnh hưởng của dòng tiền tự do có thể làm tăng chi phí đại diện, qua đó có ảnh hưởng tới hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Tuy nhiên, ở một phương diện khác lại cho rằng, dòng tiền tự do là nguồn lực thực sự cần thiết của doanh nghiệp, do đó khi sử dụng nguồn lực này một cách hiệu quả sẽ góp phần làm tăng hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

2. Cơ sở lý luận

2.1. Lý thuyết đại diện

Lý thuyết đại diện xuất phát từ sự tách biệt vai trò chủ sở hữu và nhà quản lý, trước đây cũng đã có nhiều nghiên cứu về sự tác biệt giữa quyền sở hữu và quyền quản lý như Adam Smith (1776); Berle và Means (1932). Theo Berle và Means (1932), sự tách biệt này chứa đựng nhiều rủi ro trong việc nhà quản lý có những quyết định, hành động gây thiệt hại hay đi ngược lại với lợi ích của chủ sở hữu, nhằm mang lại lợi ích cho cá nhân họ. Berle và Means (1932) cho rằng cần phải có biện pháp quản lý, đánh giá hoạt động của nhà quản lý nhằm bảo vệ lợi ích cho các chủ sở hữu. Jensen và Meckling (1976) bổ sung và phát triển thành lý thuyết đại diện, điều này sau đó mang lại lợi ích cho các chủ sở hữu.

Lý thuyết đại diện đề xuất các cơ chế nhằm giải quyết mâu thuẫn lợi ích của chủ sở hữu và nhà quản lý. Khả năng xung đột giữa chủ sở hữu và nhà quản lý cũng có thể được giảm thiểu bằng cách sử dụng các biện pháp kiểm soát nội bộ như giám sát điều hành của giám đốc và khuyến khích sở hữu quản lý... Những người ủng hộ lý thuyết đại diện cho rằng các biện pháp kiểm soát là bắt buộc để kiểm soát các hành động không trung thực, vun vén lợi ích cá nhân của nhà quản lý. Mặt khác, những người chỉ trích cho rằng sự kiểm soát làm giảm tính chủ động và sự trung thực của doanh nghiệp, và cuối cùng dẫn đến sự nghi ngờ (Jensen & Meckling, 1976).

Sự khác biệt trong mục tiêu và thái độ đối với rủi ro và phân cấp trong thông tin là những nguyên lý của lý thuyết đại diện. Nếu các giả định về thông tin không cân xứng và xung đột lợi ích và được giải quyết, thì vấn đề đại diện sau đó trở nên vụn vặt và không có ý nghĩa về mặt khoa học. Nếu không có sự bất cân xứng về thông tin, chủ sở hữu chỉ cần chỉ đạo và kiểm soát các hành động của nhà quản lý và thưởng cho nhà quản lý một cách thích đáng. Nếu chủ sở hữu và nhà quản lý có lợi ích thống nhất thì các ưu đãi, sự khích lệ nhà quản lý là rõ ràng (Podrug, 2010).

2.2. Giả thuyết dòng tiền tự do

Khái niệm dòng tiền tự do ban đầu được gợi ý bởi Jensen (1986), khi đó dòng tiền tự do được mô tả là dòng tiền ròng sau khi trừ đi tất cả các nhu cầu của các dự án NPV dương. Jensen (1986) cho rằng khi có dòng tiền tự do thặng dư sẽ làm tăng xung đột giữa chủ sở hữu và nhà quản lý. Nghĩa là khi có lượng tiền dư thừa lớn, nhà quản lý không cần huy động tiền từ thị trường vốn. Điều này cho phép nhà quản lý tự do chi tiêu hay đầu tư mà không bị giám sát bởi bên thứ

ba - các nhà cung cấp vốn. Và khi đó, nhà quản lý sẽ lãng phí số tiền thặng dư vào các khoản đầu tư không sinh lời, lãng phí hành chính....

Giả thuyết dòng tiền tự do giả định rằng khi các doanh nghiệp đã tạo ra dòng tiền tự do đáng kể và không có sẵn các dự án đầu tư sinh lợi, các nhà quản lý doanh nghiệp có xu hướng sử dụng sai dòng tiền tự do, do đó làm tăng chi phí đại diện. Những người chỉ trích giả thuyết dòng tiền tự do cho rằng nó nuôi dưỡng chủ nghĩa ngắn hạn bằng cách không khuyến khích đầu tư sẽ mang lại lợi nhuận trong dài hạn.

3. Sự mâu thuẫn trong kết quả của các nghiên cứu về tác động của dòng tiền tự do tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp

3.1. Các nghiên cứu nước ngoài

Lawal và cộng sự (2016); Lachheb A. và Sim C. (2017) qua thực nghiệm đã ghi nhận tác động tích cực đáng kể của dòng tiền tự do đến chi phí đại diện. Mặc dù không quá nhiều nghiên cứu trực tiếp tác động của dòng tiền tự do lên chi phí đại diện, nhưng cũng có một số đã thành công trong việc gián tiếp kiểm tra giả thuyết về dòng tiền tự do. Đáng chú ý trong số đó là công trình của Yero và Shehu (2013); Richardson (2006); Chung và cộng sự (2005). Trong khi Yero và Shehu (2013) phát hiện ra rằng các doanh nghiệp có dòng tiền tự do cao và ít cơ hội tăng trưởng sẽ bị giảm hiệu quả trong tương lai. Công trình của Chung và cộng sự (2005) kết luận rằng các nhà quản lý doanh nghiệp có xu hướng đầu tư dòng tiền tự do vào các dự án mang lại điều kiện cá nhân bằng cách không áp dụng quy trình lập kế hoạch phù hợp và bỏ qua giá trị hiện tại âm của dự án. Richardson (2006) đã ghi nhận rằng vấn đề đầu tư quá mức liên quan nhiều hơn đến các doanh nghiệp có dòng tiền tự do cao.

Mansourlakoraj và Sepasi (2015) nghiên cứu mối quan hệ giữa dòng tiền tự do, cấu trúc sở hữu và giá trị doanh nghiệp thông qua chỉ tiêu Tobin's Q. Kết quả cho thấy dòng tiền tự do có tác động tích cực và đáng kể đến giá trị và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, có thể được cải thiện bằng sự gia tăng của nó, trái ngược với lý thuyết đại diện và phù hợp với Wang (2010). Đòn bẩy nợ có một ảnh hưởng tích cực đến giá trị doanh nghiệp, điều này trái ngược với Fosberg và Ghosh (2006).

Lawal M., Yero J. I. và Hamman A. M. (2016) nghiên cứu tác động của dòng tiền tự do và quyền sở hữu của người quản lý đối với chi phí đại diện sử dụng các tập đoàn được liệt kê ở Nigeria trong giai đoạn 2007 đến 2012. Nghiên cứu chỉ ra rằng mối quan hệ giữa dòng tiền tự do và chi phí đại diện thực sự là dương- đối với các doanh nghiệp tập đoàn được liệt kê trên NSE. Điều này phù hợp với lý thuyết dòng tiền tự do của

Jensen (1986). Dòng tiền tự do này càng nhiều, thì khả năng nhà quản lý sẽ theo đuổi các hoạt động dưới mức tối ưu. Phát hiện này ủng hộ kết quả của Iskandar và cộng sự (2012), Wang (2010), cũng như giả thuyết dòng tiền tự do của Jensen (1986).

Kamran và cộng sự (2017) thực hiện nghiên cứu về mối quan hệ giữa dòng tiền tự do và khả năng sinh lời của các doanh nghiệp được niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán Karachi, Pakistan với thông tin trên báo cáo thường niên, báo cáo tài chính sau kiểm toán của 580 doanh nghiệp trong 5 năm (từ 2010 đến 2014). Nghiên cứu chỉ ra rằng dòng tiền tự do là ảnh hưởng đáng kể và tương quan thuận với lợi nhuận của doanh nghiệp trên cơ sở dữ liệu thu được. Đây là bằng chứng cho thấy dòng tiền tự do là điều kiện quan trọng đối với khả năng tạo lợi nhuận của một doanh nghiệp. Nghiên cứu kết luận rằng dòng tiền tự do nâng cao hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp nhưng dòng tiền tự do dư thừa tạo ra các vấn đề liên quan đến chi phí đại diện, điều này khiến xung đột lợi ích tăng lên giữa các cổ đông và nhà quản lý, do xung đột đó ảnh hưởng hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp giảm.

3.2. Các nghiên cứu trong nước

Võ Xuân Vinh và Đoàn Thị Lệ Chi (2014) đã thực hiện nghiên cứu dòng tiền tự do và ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động các doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán TP Hồ Chí Minh giai đoạn 2007-2011. Nghiên cứu này chỉ ra ảnh hưởng của dòng tiền tự do, tăng trưởng doanh thu, hiệu suất sử dụng tài sản, tỷ suất chi phí hoạt động, tỷ lệ nợ và quy mô công ty đến hiệu quả hoạt động thông qua chỉ tiêu tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA). Nghiên cứu chỉ ra rằng dòng tiền tự do có tác động ngược chiều đến hiệu quả của doanh nghiệp.

Le Long Hau (2017) nghiên cứu về sự ảnh hưởng của dòng tiền tự do lên hiệu quả công ty trong ba lĩnh vực: sản xuất, thương mại và bất động sản đã chỉ ra rằng, dòng tiền tự do có ảnh hưởng tích cực tới hiệu quả công ty. Trong số ba lĩnh vực được điều tra, bằng chứng mạnh nhất đối với lĩnh vực sản xuất và yếu nhất đối với lĩnh vực bất động sản. Điều này có thể được giải thích bởi bong bóng giá cổ phiếu của các công ty bất động sản trong khoảng thời gian nghiên cứu.

Phạm Xuân Quỳnh (2019), thực hiện nghiên cứu ảnh hưởng của dòng tiền tự do tới hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ngành thực phẩm niêm yết trên Thị trường Chứng khoán Việt Nam, cho thấy dòng tiền tự do có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động.

Trần Minh Tuấn (2020) nghiên cứu tác động của chi phí đại diện tới hiệu quả của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam sử dụng dữ liệu từ 736 doanh nghiệp từ năm 2010 đến năm 2015. Trong nghiên cứu cho thấy, chi phí đại diện có mối

quan hệ nghịch chiều với hiệu quả hoạt động, phù hợp với các nghiên cứu lý thuyết và thực nghiệm trên thế giới về lý thuyết đại diện. Bên cạnh đó, dòng tiền tự do cũng có ảnh hưởng tiêu cực tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

4. Kết luận

Từ phần trình bày ở trên, có thể nhận thấy không phải tất cả các nghiên cứu thực nghiệm đều đưa ra kết quả ủng hộ giả thuyết dòng tiền tự do. Có những nghiên cứu chỉ ra ảnh hưởng tiêu cực tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, giải thích cho điều này theo lý thuyết đại diện và giả thuyết dòng tiền tự do đã được phân tích ở trên. Mặc khác, cũng có những lập luận cho rằng dòng tiền tự do là nguồn lực của doanh nghiệp, việc sử dụng hiệu quả nguồn lực này sẽ làm tăng hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, điều này giải thích cho những kết quả ngược lại của những nghiên cứu khác. Như vậy, có thể thấy giả thuyết dòng tiền tự do vẫn đang là chủ đề gây tranh cãi cần đi tìm hiểu nguyên nhân sâu sa của vấn đề này, thúc đẩy cho các nghiên cứu sắp tới trong tương lai./.

Tài liệu tham khảo

1. Berle A. A. and Means G. C. (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan, New York.
2. Chung R., Firth M. and Kim J.-B. (2005), 'FCF Agency Costs, Earnings Management, and Investor Monitoring', *Corporate Ownership and Control*, Vol. 2, No.4, tr 51-61.
3. Ghosh, A. and Fosberg, R. H. (2006), 'Profitability and capital structure of Amex and Nyse firms', *Journal of business & economic research*, N.11, tr 57-64
4. Iskandar, T. M., Bukit, R. B. and Sanusi, Z. M. (2012), 'The Moderating Effect of Ownership Structure on The Relationship between Free Cash Flow and Asset Utilisation', *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 8(1), tr 69-89.
5. Jensen M. C. and Meckling W. H. (1976), 'Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure', *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No.4, tr 305-360.
6. Jensen M. C. (1986) 'Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers', *American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, tr 323-329.
7. Kamran M. R., Zhao Z. and Ambreen S. (2017), 'Free Cash Flow Impact on Firm's Profitability: An Empirical Indication of Firms listed in KSE, Pakistan', *European Online Journal of Natural and Social Sciences*, Vol.6, No.1 tr 146-157
8. Khidmat W. B. và Rehman M. U. (2014), 'The impact of free cash flows and agency costs on firm performance - An empirical analysis of KSE listed companies of Pakistan', *Journal of Financial Engineering*, Vol.1 No.3, tr 1-25
9. Lachheb A. & Sim C. (2017), 'The impact of free cash flow and agency costs on firm performance', *International Journal of Management and Applied Science*, Volume-3, Issue-7, tr 94-101
10. Lawal M., Yero J. I. và Hamman A. M. (2016), 'Free Cash Flow, Managerial Ownership and Agency Cost: Evidence from Nigerian Listed Conglomerates', *The 6th Annual Conference of Africa Accounting and Finance Association (AAFA) at: Stathmore University, Kenya*. August 2016, tr 1-21
11. Le Long Hau (2017), 'Free cashflow and firm performance: Evidence from sectoral levels for Vietnamese listed firms', *International Journal of Advanced Engineering, Management and Science (IJAEMS)*, Vol 3, Issue 4, Apr- 2017, tr 296-300.
12. Mansourlakoraj R. and Sepasi S. (2015), 'Free Cash Flow, Capital Structure and the Value of Listed Companies in Tehran Stock Exchange', *International Journal of Management, Accounting and Economics*, Vol. 2, No. 2, tr 144-148.
14. 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*, số 7(04)-2019, tr 75-85.
15. Podrug, N. (2010), 'Stewardship relations within management hierarchy in large Croatian companies', *Doctoral Dissertation, Faculty of Economics and Business, Zagreb*.
16. Richardson S. (2006), 'Over-investment of free cash flow and corporate governance', *Review of Accounting Studies*, 11, tr 159-189.
17. Trần Minh Tuấn (2020), Tác động của chi phí đại diện tới hiệu quả các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, Luận án tiến sĩ, Trường Đại học Kinh tế Quốc dân
18. Võ Xuân Vinh và Đoàn Thị Lệ Chi (2014), 'Dòng tiền tự do và hiệu quả hoạt động các doanh nghiệp ở Việt Nam', *Tạp chí Phát triển kinh tế*, số 280 (02/2014), tr 61-77.