

ẢNH HƯỞNG CỦA DÒNG TIỀN ĐẾN HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM BẰNG MÔ HÌNH TÁC ĐỘNG CỐ ĐỊNH

EFFECTS OF CASH FLOW ON THE PERFORMANCE OF NON-FINANCIAL COMPANIES LISTED ON VIETNAM'S STOCK MARKET USE THE FIXED EFFECTS MODEL

Trương Thị Thu Hương

TÓM TẮT

Bài báo nghiên cứu ảnh hưởng của dòng tiền đến hiệu quả hoạt động của các công ty phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2009 - 2018. Kết quả ước lượng hồi quy dữ liệu bảng, với mô hình tác động cố định (Fixed effects) cho thấy, dòng tiền có ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả hoạt động của công ty. Bên cạnh đó, kết quả nghiên cứu cũng chỉ ra quy mô công ty và tỷ lệ nợ có ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả hoạt động. Ngược lại, tốc độ tăng trưởng tài sản và cơ hội đầu tư có ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả hoạt động. Từ đó tác giả đã đưa ra một số khuyến nghị cho doanh nghiệp nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động của công ty.

Từ khóa: Dòng tiền; hiệu quả hoạt động; thị trường chứng khoán; cơ hội đầu tư.

ABSTRACT

The paper study the effects of cash flow on the performance of non-financial companies listed on Vietnam's stock market for the period of 2009-2018. The study use the fixed effects model, with panel data. The results show that cash flow has a positive effect on the performance of the business. In addition, the results also indicate that the size of the business and the debt ratio have a negative impact on the performance of the business. In contrast, asset growth and investment opportunities have a positive effect on business performance. From which, the author highlighted some recommendations for manager to improve operational efficiency.

Keywords: Cash flow; operational efficiency; stock market; investment opportunities.

Trường Đại học Thủy Lợi

Email: truongthuhuong2703@gmail.com

Ngày nhận bài: 20/01/2020

Ngày nhận bài sửa sau phản biện: 25/6/2020

Ngày chấp nhận đăng: 25/4/2021

1. GIỚI THIỆU

Hiệu quả hoạt động (HQHĐ) của công ty là chỉ tiêu tài chính quan trọng được các nhà đầu tư và nhà quản lý quan tâm. Việc nâng cao hiệu quả hoạt động đóng vai trò quan trọng đối với sự tồn tại và phát triển của công ty, giúp công

ty cạnh tranh trên thị trường. Ngoài ra, hiệu quả hoạt động cũng là một tiêu chí được các nhà đầu tư xem xét khi quyết định mua bán cổ phiếu trên thị trường chứng khoán. Do đó, các nhà quản lý luôn cố gắng tìm ra các biện pháp nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động. Vì vậy, việc nghiên cứu để tìm ra các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của công ty là chủ đề được nhiều học giả bàn luận trong tài chính doanh nghiệp. Một trong các yếu tố đó là dòng tiền.

Dòng tiền là sự chuyển động ra, vào của luồng tiền trong công ty hay đơn vị nào đó, trong một khoảng thời gian nhất định. Đối với mỗi công ty, dòng tiền được ví như máu chảy trong cơ thể và việc quản trị dòng tiền có thể quyết định sự sống còn của công ty. Dòng tiền giữ vai trò quan trọng, ảnh hưởng tới các quyết định kinh tế của doanh nghiệp, bởi vì mục tiêu của các doanh nghiệp hay cơ sở kinh doanh nào là tạo ra được dòng tiền dương, tức là dòng tiền vào lớn hơn dòng tiền ra. Việc quản lý tốt dòng tiền sẽ giúp công ty đáp ứng được nhu cầu tài chính để mở rộng, phát triển kinh doanh, tận dụng tối đa các cơ hội kinh doanh, đồng thời giảm thiểu chi phí, nâng cao hiệu quả hoạt động. Một số nghiên cứu thực nghiệm trên thế giới và Việt Nam đã được thực hiện nhằm đánh giá ảnh hưởng của dòng tiền đến hiệu quả hoạt động. Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu chưa thống nhất và có sự khác nhau. Vì vậy, bài báo này được thực hiện nhằm làm rõ ảnh hưởng của dòng tiền đến hiệu quả hoạt động của các công ty phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam. Từ đó, cung cấp các thông tin hữu ích cho nhà quản lý khi quản lý dòng tiền góp phần nâng cao hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp.

Nội dung bài báo gồm 3 phần: Thứ nhất, nêu cơ sở lý thuyết, tổng quan các công trình nghiên cứu liên quan đến đề tài và mô tả phương pháp nghiên cứu được sử dụng. Thứ hai, trình bày các kết quả nghiên cứu và thảo luận. Cuối cùng, tóm tắt các kết luận rút ra từ kết quả nghiên cứu và đưa ra một số khuyến nghị.

2. CƠ SỞ LÝ THUYẾT, TỔNG QUAN VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

2.1. Cơ sở lý thuyết

Cơ sở lý thuyết để nghiên cứu ảnh hưởng của dòng tiền đến hiệu quả hoạt động của công ty dựa trên lý thuyết người đại diện và lý thuyết dòng tiền tự do. Một trong những giả định của thị trường vốn hoàn hảo là không có xung đột lợi ích giữa các nhà quản lý và các cổ đông. Tuy nhiên, trong thực tế chủ sở hữu của công ty thường không đồng thời là nhà quản lý. Khi đó, nhà quản lý không phải là người đại diện cho các cổ đông vì lợi ích nhà quản lý không đồng nhất với lợi ích của cổ đông. Vì vậy, họ có thể tiến hành các hành động bất lợi cho các cổ đông hay làm giảm giá trị công ty. Do đó, cổ đông gánh chịu chi phí đại diện liên quan đến việc giám sát các nhà quản lý và những chi phí đại diện này là một chi phí tiềm ẩn do xung đột lợi ích giữa các cổ đông và các nhà quản lý của công ty gây ra. Lý thuyết này được Jensen và Meckling đề cập [13], sau đó được Jensen nhắc lại trong một nghiên cứu khác của ông [14]. Jensen cho rằng các nhà quản lý có động lực để mở rộng quy mô doanh nghiệp vượt quá quy mô tối ưu để khuếch đại các nguồn lực dưới sự kiểm soát của họ. Việc giảm thiểu lượng tiền dưới sự kiểm soát của nhà quản lý sẽ giúp ngăn cản nhà quản lý đầu tư vào các dự án kém hiệu quả. Đồng thời, buộc họ phải tiếp cận thị trường bên ngoài để huy động vốn. Từ đó, dòng tiền trong công ty có thể ảnh hưởng đến giá trị hoặc hiệu quả hoạt động của công ty.

2.2. Tổng quan nghiên cứu

Có nhiều học giả đã nghiên cứu mối quan hệ giữa dòng tiền và hiệu quả hoạt động của công ty. Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu thực nghiệm không đồng nhất. Một số tác giả đã tìm thấy mối quan hệ thuận chiều giữa dòng tiền và hiệu quả hoạt động. Trong khi đó, một số nghiên cứu khác lại tìm thấy mối quan hệ ngược chiều giữa dòng tiền và hiệu quả hoạt động.

Adelegan đã phân tích thực nghiệm mối quan hệ giữa dòng tiền và thay đổi cổ tức trên TTCK Nigeria [1]. Tác giả sử dụng phương pháp hồi quy bình phương nhỏ nhất OLS, với dữ liệu từ 63 công ty, trong giai đoạn 1984 đến 1997. Kết quả nghiên cứu cho thấy dòng tiền có ảnh hưởng đến sự thay đổi cổ tức trong công ty. Ngoài ra, tác giả còn tìm thấy mối quan hệ cùng chiều và có ý nghĩa giữa dòng tiền và hiệu quả của công ty.

Nghiên cứu của tác giả Ashtiani cho thấy mối quan hệ giữa dòng tiền, hoạt động đầu tư và hiệu quả tài chính của các công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Tehran có mối tương quan ngược chiều nhưng không có ý nghĩa thống kê [4]. Trong khi đó, nghiên cứu của Watson tìm thấy mối quan hệ ngược chiều và có ý nghĩa thống kê giữa dòng tiền và hiệu quả hoạt động [22].

Zhou và cộng sự kiểm định mối quan hệ giữa dòng tiền tự do và hiệu quả tài chính từ các công ty bất động sản niêm yết tại Trung Quốc. Phân tích hồi quy với dữ liệu từ năm 2006 đến năm 2011 [23]. Nghiên cứu kết luận dòng tiền tự do tương quan ngược chiều đến hiệu quả tài chính

của công ty, hơn nữa quá nhiều dòng tiền tự do sẽ làm giảm hiệu quả tài chính của công ty.

Ali và cộng sự nghiên cứu mối quan hệ giữa biến lợi nhuận và dòng tiền trên TTCK Iran [2]. Phương pháp phân tích hồi quy đa biến, sử dụng dữ liệu trong giai đoạn năm 2003-2011. Kết quả hồi quy cho thấy mối tương quan ngược chiều và có ý nghĩa giữa hiệu quả của công ty và dòng tiền.

Thanh và Nguyen nghiên cứu về ảnh hưởng của mối quan hệ với ngân hàng lên hiệu quả của công ty tại Việt Nam [20]. Tác giả sử dụng mô hình hồi quy đa biến, dựa trên dữ liệu gồm 465 công ty niêm yết trên TTCK Việt Nam giai đoạn 2007 - 2010. Kết quả nghiên cứu chỉ ra hiệu quả hoạt động của công ty giảm khi các mối quan hệ với ngân hàng của công ty tăng. Ngoài ra, nghiên cứu cũng chỉ ra dòng tiền có tương quan ngược chiều với chỉ tiêu thu nhập trên vốn chủ sở hữu của công ty. Như vậy, dòng tiền ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả của các công ty niêm yết trên TTCK Việt Nam.

Chikashi nghiên cứu về thu nhập và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp trong lĩnh vực thiết bị điện trên Sở giao dịch chứng khoán Tokyo [7]. Tác giả sử dụng dữ liệu hàng năm, giai đoạn 2009-2011 và phương pháp hồi quy OLS. Kết quả cho thấy dòng tiền và hiệu quả của doanh nghiệp có mối quan hệ ngược chiều. Bên cạnh đó, các biến về dòng tiền còn giúp dự báo thu nhập cổ phiếu trong tương lai.

Bingilar và Oyadenghan đã nghiên cứu mối tương quan giữa dòng tiền và hiệu quả trong các bệnh viện và ngành công nghiệp truyền thông ở Nigeria [5]. Kết quả phân tích thống kê mô tả và tương quan Pearson cho thấy tồn tại mối tương quan tích cực và có ý nghĩa thống kê cao giữa dòng tiền và lợi nhuận ròng. Từ đó, tác giả khẳng định dòng tiền có ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Một nghiên cứu khác cũng được thực hiện tại TTCK Nigeria. Nghiên cứu của Ogbonnaya và cộng sự phân tích mối quan hệ giữa dòng tiền và hiệu quả tài chính của các ngân hàng niêm yết tại các nền kinh tế mới nổi. Kết quả nghiên cứu cho thấy dòng tiền hoạt động có ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả tài chính của các ngân hàng [16]. Ngược lại, dòng tiền từ hoạt động đầu tư và hoạt động tài chính có tác động tiêu cực nhưng mức độ yếu đến hiệu quả tài chính của ngân hàng.

Như vậy, các kết quả nghiên cứu thực nghiệm trên cho thấy dòng tiền có ảnh hưởng khác nhau đến hiệu quả hoạt động của công ty. Kết quả này thay đổi giữa các nước và theo ngành nghề kinh doanh.

2.3. Phương pháp nghiên cứu

Để nghiên cứu ảnh hưởng của dòng tiền đến hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết trên TTCK Việt Nam thì biến phụ thuộc là hiệu quả hoạt động của công ty, biến độc lập là dòng tiền của công ty. Trong nghiên cứu này, hiệu quả hoạt động được đo lường thông qua hai chỉ tiêu thu nhập trên tài sản (ROA) và thu nhập trên vốn chủ sở hữu (ROE). Biến dòng tiền là dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của công ty (CF). Ngoài ra, các biến kiểm soát được sử dụng

trong mô hình là: Quy mô doanh nghiệp (SIZE), cơ hội đầu tư (MTB), tốc độ tăng trưởng (GROW) và tỷ lệ nợ (LEV).

Mô hình nghiên cứu như sau:

Mô hình 1: $ROA = \alpha_0 + \alpha_1 CF + \alpha_2 MTB + \alpha_3 GROW + \alpha_4 SIZE + \alpha_5 LEV + \epsilon_t$

Mô hình 2: $ROE = \alpha_0 + \alpha_1 CF + \alpha_2 MTB + \alpha_3 GROW + \alpha_4 SIZE + \alpha_5 LEV + \epsilon_t$

Bảng 1. Định nghĩa và diễn giải các biến trong mô hình

Tên biến	Đo lường biến
Hiệu quả hoạt động (ROA)	Thu nhập trên tổng tài sản của doanh nghiệp cuối năm
Hiệu quả hoạt động (ROE)	Thu nhập trên vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp cuối năm
Dòng tiền (CF)	Bảng dòng tiền hoạt động hàng năm/tổng tài sản cuối năm
Quy mô doanh nghiệp (SIZE)	Bảng Logarit tự nhiên của tổng tài sản cuối năm
Tốc độ tăng trưởng (GROW)	Bảng tỷ lệ thay đổi tổng tài sản hàng năm: $GROW = (TA_0 - TA_{-1})/TA_{-1}$
Cơ hội đầu tư (MTB)	Bảng Logarit tự nhiên của giá trị thị trường/giá trị sổ sách cuối năm [10].
Tỷ lệ nợ (LEV)	Bảng tỷ lệ tổng nợ/tổng tài sản cuối năm

Mẫu nghiên cứu gồm 502 công ty phi tài chính niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội giai đoạn 2009 - 2018 (loại trừ ngành bảo hiểm, bất động sản, chứng khoán và ngân hàng). Bởi vì theo Fama và French các công ty tài chính có cấu trúc báo cáo tài chính khác và đòn bẩy cao so với các ngành còn lại nên loại khỏi mẫu nghiên cứu [9]. Dữ liệu về các chỉ tiêu tài chính của được cung cấp bởi nguồn dữ liệu StoxPlus.

Dữ liệu được sử dụng để nghiên cứu ảnh hưởng của dòng tiền đến hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết trên TTCK Việt Nam giai đoạn 2009 - 2018 là dữ liệu bảng (panel data). Tác giả vận dụng mô hình tác động cố định (FEM) và mô hình tác động ngẫu nhiên (REM) để thực hiện phân tích hồi quy. Trước hết, tác giả ước lượng 2 mô hình trên với dạng FEM và REM. Sau đó, tác giả sử dụng kiểm định Hausman để so sánh giữa dạng mô hình FEM hay REM. Kết quả kiểm định Hausman cho thấy hai mô hình đều có hệ số $Prob > chi2 = 0,0000 < 0,05$ nên mô hình tác động cố định (FEM) phù hợp hơn mô hình tác động ngẫu nhiên (REM). Do đó, nghiên cứu sử dụng mô hình dạng FEM với công cụ STATA 14 để kiểm định ảnh hưởng của dòng tiền đến hiệu quả hoạt động của các công ty phi tài chính niêm yết trên TTCK Việt Nam.

Tiếp theo, tác giả tiến hành kiểm tra hiện tượng tự tương quan (bảng 2), phương sai sai số thay đổi (bảng 3) và đa cộng tuyến trong các mô hình (bảng 4). Kiểm định Wooldridge test (với lệnh xtserial) được sử dụng để kiểm định hiện tượng tự tương quan. Kiểm định phương sai sai số thay đổi trong mô hình FEM được thực hiện với lệnh

xttest3. Để kiểm định hiện tượng đa cộng tuyến tác giả dùng lệnh VIF trong STATA.

Bảng 2. Kiểm định tự tương quan

Wooldridge test for autocorrelation in panel data	
Mô hình 1	Mô hình 2
F(1, 502) = 17,710	F(1, 502) = 5,664
Prob > F = 0,0000	Prob > F = 0,0177

Nguồn: Tính toán của tác giả

Bảng 3. Kiểm định phương sai sai số thay đổi

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity in fixed effect regression model	
Mô hình 1	Mô hình 2
chi2(502) = 2.2e+34	chi2(502) = 2.4e+34
Prob > chi2 = 0,0000	Prob > chi2 = 0,0000

Nguồn: Tính toán của tác giả

Bảng 4. Hệ số phóng đại phương sai (VIF) giữa các biến độc lập

	VIF	1/VIF
SIZE	7,50	0,1333
LEV	6,81	0,1469
MTB	1,57	0,6362
CF	1,23	0,8124
GROW	1,10	0,9103
Mean VIF	3,64	

Nguồn: Tính toán của tác giả

Kết quả kiểm định Wooldridge test và Modified Wald test cho thấy hai mô hình đều có hiện tượng tự tương quan và phương sai sai số thay đổi. Kết quả hệ số phóng đại phương sai VIF của các biến độc lập đều nhỏ hơn 10, nên không xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình. Do đó, lệnh cluster trong STATA được sử dụng để khắc phục hiện tượng tự tương quan và phương sai sai số thay đổi trong mô hình FEM.

3. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ THẢO LUẬN

3.1. Thống kê mô tả

Bảng 5. Thống kê mô tả mẫu nghiên cứu

Biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị lớn nhất	Giá trị nhỏ nhất
ROA	4,325	0,0703	0,0887	-0,9883	0,8391
ROE	4,325	0,1418	0,1818	-2,1678	4,6557
MTB	4,325	-0,5639	0,7509	-3,0865	3,9070
CF	4,325	0,0574	0,1666	-1,2975	2,0194
SIZE	4,325	26,7993	1,4853	20,7202	31,9220
GROW	4,325	0,4597	12,5384	-0,7453	783,2311
LEV	4,325	0,5010	0,2276	0,0003	1,4087

Nguồn: Tính toán của tác giả

Bảng 5 thống kê mô tả giá trị trung bình, độ lệch chuẩn, giá trị nhỏ nhất và giá trị lớn nhất của các biến trong mô hình nghiên cứu. Bảng số liệu cho thấy giá trị trung bình ROA của các công ty phi tài chính niêm yết trên TTCK Việt Nam trong giai đoạn 2009 - 2018 là 7,03%; trong khi giá trị trung bình của ROE là 14,18%. Kết quả này có nghĩa là khi công ty đầu tư 100 đồng tài sản thì bình quân sẽ tạo ra khoản lợi nhuận sau thuế là 7,03 đồng và khoản lợi nhuận lớn nhất mà công ty có thể thu được là 83,91. Bên cạnh đó, 100 đồng vốn chủ sở hữu đầu tư vào công ty sẽ tạo ra khoản lợi nhuận sau thuế bình quân là 14,18 đồng. Giá trị trung bình của biến CF bằng 0,0574 nghĩa là trong giai đoạn 2009 - 2018, dòng tiền hoạt động bình quân của các công ty phi tài chính niêm yết trên TTCK Việt Nam bằng 5,74% so với tổng tài sản của công ty. Giá trị trung bình của biến tỷ lệ nợ bằng 0,5010 nghĩa là bình quân các công ty sử dụng khoảng 50% vốn đi vay để hình thành tài sản cho công ty.

3.2. Kiểm định mối quan hệ tương quan và hệ số phóng đại phương sai

Bảng 6. Ma trận hệ số tương quan giữa các biến trong mô hình 1

	ROA	CF	MTB	SIZE	GROW	LEV
ROA	1,0000					
CF	0,3318	1,0000				
MTB	0,2743	0,1174	1,0000			
SIZE	-0,0276	-0,039	0,1706	1,0000		
GROW	0,1047	-0,1057	0,1026	0,0836	1,0000	
LEV	-0,4045	-0,2062	-0,1426	0,3395	0,0327	1,0000

Nguồn: Tính toán của tác giả

Bảng 7. Ma trận hệ số tương quan giữa các biến trong mô hình 2

	ROE	CF	MTB	SIZE	GROW	LEV
ROE	1,0000					
CF	0,2211	1,0000				
MTB	0,1628	0,1174	1,0000			
SIZE	0,0672	-0,039	0,1706	1,0000		
GROW	0,1314	-0,1057	0,1026	0,0836	1,0000	
LEV	-0,1278	-0,2062	-0,1426	0,3395	0,0327	1,0000

Nguồn: Tính toán của tác giả

Kết quả ma trận hệ số tương quan giữa các cặp biến đều có giá trị tuyệt đối nhỏ hơn 0,7 nên không có sự tương quan giữa các biến trong mô hình (bảng 6, 7). Do đó, việc loại biến nghiên cứu là không cần thiết và mô hình hợp lý.

3.3. Kết quả ước lượng mô hình

Bảng 8 trình bày kết quả hồi quy theo mô hình tác động cố định (FEM) mô hình 1 và mô hình 2.

Bảng 8. Kết quả ước lượng mô hình

Biến	Mô hình 1 (ROA)	Mô hình 2 (ROE)
CF	0,0375*** (0,0131)	0,0481* (0,0271)
SIZE	-0,0193*** (0,00428)	-0,0230* (0,0119)

MTB	0,0107*** (0,00251)	0,0110 (0,00784)
GROW	0,0231*** (0,00724)	0,0488*** (0,0156)
LEV	-0,150*** (0,0235)	-0,235*** (0,0651)
Hằng số	0,659*** (0,109)	0,858*** (0,299)
Số quan sát	4,325	4,325
R-squared	0,126	0,068

Ghi chú: Trong ngoặc là Robust standard errors, *** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,1$ Nguồn: Tính toán của tác giả

Thông qua số liệu trong bảng 8 cho thấy:

➤ **Biến độc lập dòng tiền hoạt động (CF)**

Hệ số Beta của biến dòng tiền trong mô hình 1 là 0,0375, ở mức ý nghĩa cao 1%. Hệ số Beta của biến dòng tiền trong mô hình 2 là 0,0481; ở mức ý nghĩa 10%. Như vậy, dòng tiền hoạt động có ảnh hưởng tích cực và có ý nghĩa thống kê đến 2 chỉ tiêu đo lường hiệu quả hoạt động của công ty là thu nhập trên tài sản và thu nhập trên vốn chủ sở hữu của các công ty phi tài chính niêm yết trên TTCK Việt Nam. Kết quả này có nghĩa là khi tỷ lệ dòng tiền hoạt động của các công ty tăng thì HQHĐ của các công ty cũng tăng. Kết quả này cũng được tìm thấy trong các nghiên cứu [1, 5, 16]. Tuy nhiên, mối tương quan trên ngược lại với kết quả được tìm thấy trong nghiên cứu [4] trên Sở giao dịch chứng khoán Tehran, [2, 22] trên TTCK Iran, [20] trên TTCK Việt Nam giai đoạn 2007 - 2010 với biến phụ thuộc là thu nhập trên vốn chủ sở hữu, [23] với các công ty bất động sản niêm yết tại Trung Quốc, [7] trên Sở giao dịch chứng khoán Tokyo.

➤ **Biến quy mô doanh nghiệp (SIZE)**

Hệ số Beta của biến SIZE trong mô hình 1 và mô hình 2 đều có giá trị âm (-0,0193 và -0,0230) với mức ý nghĩa lần lượt là 1% và 10%. Như vậy, quy mô công ty có ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả kinh doanh của các công ty phi tài chính niêm yết trên TTCK Việt Nam. Nghĩa là với các doanh nghiệp có quy mô nhỏ thì hiệu quả hoạt động cao hơn các công ty có quy mô lớn. Điều này có thể được giải thích như sau: các công ty có quy mô tài sản lớn thì vấn đề quản lý tài sản và bộ máy tổ chức sẽ gặp nhiều khó khăn hơn, nên ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng tài sản hoặc vốn chủ sở hữu của các công ty. Tuy nhiên, một số tác giả lại tìm thấy mối tương quan tích cực hoặc không có tương quan giữa quy mô và HQHĐ như: Hồ Thị Hồng Minh và Nguyễn Thị Cảnh không tìm thấy minh chứng về tác động của biến quy mô đến HQHĐ của công ty (ROA và ROE) [12], Bùi Ngọc Toàn tìm thấy tương quan tích cực giữa quy mô doanh nghiệp và ROA của các doanh nghiệp ngành bất động sản [6], Lê Thị Nhu cũng kết luận quy mô doanh nghiệp có ảnh hưởng tích cực đến HQHĐ của các công ty xây dựng niêm yết trên TTCK Việt Nam [15]. Như vậy, có thể thấy kết quả về ảnh hưởng của quy mô đến HQHĐ không đồng nhất giữa các nghiên cứu, phụ thuộc vào đặc điểm của từng ngành nghề khác nhau.

➤ **Biến cơ hội đầu tư (MTB) và tốc độ tăng trưởng (GROW)**

Hệ số Beta của biến cơ hội đầu tư (MTB) trong mô hình 1 và mô hình 2 đều có giá trị dương. Hệ số Beta về ảnh hưởng của MTB đến ROA là 0,0107, mức ý nghĩa cao 1%. Tuy nhiên, hệ số Beta về ảnh hưởng của MTB đến ROE là 0,0110 nhưng không có ý nghĩa thống kê. Kết quả này cho thấy, cơ hội đầu tư có ảnh hưởng tích cực đến thu nhập trên tài sản của các công ty phi tài chính niêm yết trên TTCK Việt Nam nhưng chưa đủ căn cứ để khẳng định với chỉ tiêu thu nhập trên vốn chủ sở hữu.

Với biến tốc độ tăng trưởng (GROW) đều có hệ số Beta dương (0,0231 và 0,0488) và có ý nghĩa thống kê rất cao 1% trong 2 mô hình trên. Do đó, nếu công ty có tốc độ tăng trưởng cao thì HQHĐ của công ty cũng tăng.

Như vậy, cơ hội đầu tư và tốc độ tăng trưởng có ảnh hưởng tích cực đến HQHĐ của các công ty phi tài chính niêm yết trên TTCK Việt Nam. Kết quả này nói lên các công ty có nhiều cơ hội đầu tư và đang trong giai đoạn tăng trưởng cao thì hiệu quả hoạt động cũng cao hơn các doanh nghiệp có ít cơ hội đầu tư và tăng trưởng thấp. Tác giả Võ Thị Lệ Huyền cũng tìm thấy bằng chứng về ảnh hưởng tích cực của cơ hội đầu tư và tốc độ tăng trưởng đến khả năng sinh lợi của các công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh [21]. Luận án tiến sĩ của Lê Thị Nhu cũng đã tìm ra bằng chứng thực nghiệm về ảnh hưởng tích cực của tốc độ tăng trưởng đến khả năng sinh lợi của tổng tài sản và vốn chủ sở hữu của các doanh nghiệp xây dựng niêm yết trên TTCK Việt Nam [15]. Kết quả này tương đồng với nhiều nghiên cứu trên thế giới [3, 11, 17].

➤ **Biến tỷ lệ nợ (LEV)**

Hệ số Beta của biến tỷ lệ nợ trong mô hình 1 và mô hình 2 đều có giá trị âm (-0,150 và -0,235), có ý nghĩa thống kê cao ở mức 1%. Do đó, tỷ lệ nợ có ảnh hưởng tiêu cực đến HQHĐ. Như vậy, với các công ty phi tài chính niêm yết trên TTCK Việt Nam sử dụng nợ vay nhiều thì hiệu quả hoạt động giảm. Kết quả này cũng được tìm thấy trong nghiên cứu [21]; và tương đồng với kết quả nghiên cứu [3, 8] với biến phụ thuộc là ROA. Tuy nhiên, một số nghiên cứu lại tìm thấy ảnh hưởng tích cực của sử dụng nợ vay đến HQHĐ như: với biến phụ thuộc là ROA [19], với biến phụ thuộc là ROE [8, 18].

4. KẾT LUẬN VÀ KHUYẾN NGHỊ

Bài báo đã kiểm định ảnh hưởng của dòng tiền đến hiệu quả hoạt động của các công ty phi tài chính niêm yết trên TTCK Việt Nam giai đoạn 2009 - 2018. Kết quả nghiên cứu đã cho thấy dòng tiền hoạt động trong doanh nghiệp có ảnh hưởng tích cực đến HQHĐ được đo lường thông qua hai chỉ tiêu thu nhập trên tài sản (ROA) và thu nhập trên vốn chủ sở hữu (ROE). Bên cạnh đó, cơ hội đầu tư và tốc độ tăng trưởng tổng tài sản cũng có ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả hoạt động của công ty. Ngược lại, chỉ tiêu quy mô công ty và tỷ lệ nợ có ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả hoạt động.

Từ các kết quả nghiên cứu thực nghiệm trên, tác giả đưa ra một số khuyến nghị cho công ty nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động, qua đó làm tăng giá trị của công ty và giúp thu hút các nhà đầu tư. Cụ thể, một số khuyến nghị được đề xuất như sau:

Hiệu quả hoạt động của công ty có tương quan cùng chiều với tỷ lệ dòng tiền hoạt động trên tổng tài sản. Nên nếu công ty muốn tăng hiệu quả hoạt động thì cần kiểm soát tỷ lệ dòng tiền hoạt động trong công ty. Công ty nên xem xét tăng dòng tiền hoạt động khi tổng tài sản của công ty tăng. Ngược lại, khi tổng tài sản giảm thì công ty nên giảm dòng tiền hoạt động. Điều này sẽ giúp công ty nâng cao hiệu quả hoạt động.

Ngoài ra, cơ hội đầu tư và tốc độ tăng trưởng của công ty cũng là chỉ tiêu quan trọng có ảnh hưởng tốt đến hiệu quả hoạt động. Tuy nhiên, theo lý thuyết vòng đời thì hai chỉ tiêu này sẽ thay đổi theo các chu kỳ phát triển khác nhau của công ty. Trong giai đoạn đầu và giai đoạn tăng trưởng, công ty thường có nhiều cơ hội đầu tư tốt nhằm mở rộng đối tượng khách hàng và tiếp cận các thị trường tiềm năng. Do đó, công ty nên duy trì lượng tiền mặt lớn hơn để thực hiện các hoạt động đầu tư phát triển, gia tăng tài sản, qua đó giúp nâng cao hiệu quả hoạt động. Đến giai đoạn chín muồi, cơ hội đầu tư giảm dần và mức độ cạnh tranh trên thị trường gia tăng, dẫn đến hiệu quả sử dụng tài sản và vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp cũng giảm dần. Trong trường hợp đó, công ty nên giảm lượng tiền mặt bằng cách phân phối bớt cho cổ đông như trả cổ tức bằng tiền. Động thái trên có thể giúp ổn định tâm lý của nhà đầu tư khi nhận được khoản cổ tức từ doanh nghiệp. Cuối cùng, để nâng cao hiệu quả hoạt động, công ty cần hạn chế sử dụng nợ vay. Việc sử dụng quá nhiều nợ vay sẽ tác động ngược làm giảm hiệu quả hoạt động. Do đó, nhà quản lý cần tính toán để xác định cơ cấu nợ tối ưu cho mỗi doanh nghiệp, nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động.

Bên cạnh những kết quả mà nghiên cứu đã đạt được, bài viết còn tồn tại một số hạn chế như mới đánh giá ảnh hưởng của dòng tiền hoạt động mà chưa phân tích ảnh hưởng của dòng tiền từ hoạt động đầu tư và dòng tiền từ hoạt động tài chính đến hiệu quả hoạt động của công ty. Hạn chế này sẽ là khoảng trống để các học giả khác có nghiên cứu sâu.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1]. Adelegan O.J., 2003. *An Empirical Analysis of the relationship between cash flow and Divided charges in Nigeria*. Journal of Research in Development and Management, 15, 35-49.
- [2]. Ali M., Alireza A., Jalal A., 2013. *The association between various Earnings and cashflow measures of firm performance and stock returns: some Iranian evidence*. International journal of accounting and financial reporting, 3 (1), 24 – 39.
- [3]. Amidu M., 2007. *How does Dividend Policy affect Performance of the firm on Ghana Stock Exchange?*. Investment Management and Financial Innovations, 4 (2), 103-112.

- [4]. Ashtiani A. R., 2005. *The study of relationship between accounting ratios and operating cash*. Journal of Business Practice, 18(5), 101-118.
- [5]. Bingilar P. F., Oyadenghan K.J., 2014. *Cash flow and corporate performance: A study of selected food and beverage companies in Nigeria*. Journal of Business Management, 14(3), 10-24.
- [6]. Bui Ngoc Toan, 2016. *Effects of working capital management on return on assets of Vietnam real estate enterprises*. Can Tho University Journal of Science, Vol. 44, 18-27.
- [7]. Chikashi T. O., 2013. *An Investigation of comprehensive income and firm performance: The earnings with stock returns and growth of net market value of operating asset in TSE*. Mashhad, Islamic Azad University of Mashhad, Iran.
- [8]. Dongan M., Topal Y., 2014. *The Influence of Dividend Payments on Company Performance: The Case of Istanbul Stock Exchange (BIST)*. European Journal of Business and Management, 6 (3), 189-197.
- [9]. Fama E. F., French K. R., 1993. *Common risk factors in the returns on stocks and bonds*. Journal of Financial Economics, 33 (1), 3-56.
- [10]. Fama F.E., French K.R, 2001. *Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?* Journal of Financial Economics, 60, 3-43.
- [11]. Gill A., Biger N., Mathur N., 2011. *The Effect of Capital Structure on Profitability: Evidence from the United State*. International Journal of Management, 4 (28), 3-15.
- [12]. Ho Thi Hong Minh, Nguyen Thi Canh, 2015. *Da dang hoa thu nhap va cac yeu to tac dong den kha nang sinh loi cua cac ngan hang thuong mai Viet Nam*. Tap chi Cong nghe Ngan hang, 106+107, 13-23.
- [13]. Jensen M. C., Meckling W. H, 1976. *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*. Journal of Financial Economics, 3, 305- 360.
- [14]. Jensen M. C., 1986. *Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers*. The American Economic Review, 76, 323-329.
- [15]. Le Thi Nhu, 2018. *Phan tich moi quan he giua cau truc tai chinh voi kha nang sinh loi trong cac cong ty xay dung niem yet tren thi truong chung khoan Viet Nam*. PhD thesis, National Economics University.
- [16]. Ogbonnaya A. K., Ekwe M. C., Uzoma I. J., 2016. *Relationship of cash flow ratios and financial performance of listed banks in emerging economies – Nigeria example*. European Journal of Accounting, Auditing and Finance Research, 4(4), 89-97.
- [17]. Onanjiri R. N., Korankye T., 2014. *Dividend Payout and Performance of Quoted Manufacturing Firms in Ghana*. Research Journal of Finance and Accounting, 5 (15), 37 – 42.
- [18]. Priya K., Nimalathasan B., 2013. *Dividend Policy Ratios and Firm Performance: a case study of Selected Hotels & Restaurants in Sri Lanka*. G.J.C.M.P, 2(6), 16-22.
- [19]. Sunday O Kajola, Ademola A Adewumi, Oyefemi O Oworu, 2015. *Dividend pay-out policy and firm financial performance: evidence from nigerian listed non-financial firms*. International Journal of Economics, Commerce and Management, 3 (4), 1–13.
- [20]. Thanh V.H., Nguyen M.H., 2013. *The effect of Banking relationship on firm performance in Vietnam*. International Journal of Economics and Finance, 5 (5), 148- 158
- [21]. Vo Thi Le Huyen, 2015. *Tac dong chinh sach co tuc den hieu qua hoat dong cua cac doanh nghiep niem yet tren San chung khoan HOSE*. Master thesis, Ho Chi Minh City University of Technology.
- [22]. Watson J., 2005. *The Association of various earnings and cash flow measures of firm performance and stock returns*. School of accounting, University of Technology, Sydney.
- [23]. Zhou H., S. Yang, M. Zhang, 2012. *Relationship between free cash flow and financial performance. Evidence from listed real estate companies in China*. China. IPC. SI, 36, 331-335.

AUTHOR INFORMATION**Truong Thi Thu Huong**

Thuy Loi University