

Dòng tiền tự do và hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp Việt Nam

VÕ XUÂN VINH

Trường Đại học Kinh tế TP.HCM

vinhvx@ueh.edu.vn

ĐOÀN THỊ LỆ CHI

Chi nhánh Công ty TNHH KPMG

lechi1985@yahoo.com

Ngày nhận: 24/01/2013
Ngày nhận lại: 13/12/2013
Ngày duyệt đăng: 10/02/2014
Mã số: 01-13-CF-18

Tóm tắt:

Dòng tiền luôn có vai trò quan trọng đối với sức khỏe doanh nghiệp, đồng thời, đó cũng là yếu tố quan trọng mà các nhà đầu tư thường xem xét, phân tích trước khi đưa ra quyết định đầu tư của mình. Mục tiêu của nghiên cứu là tìm hiểu mối quan hệ giữa dòng tiền tự do và hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp, đồng thời kiểm chứng sự chi phối của lý thuyết dòng tiền tự do đối với các doanh nghiệp VN. Quan sát dòng tiền tự do cùng với hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp trong một giai đoạn, với dữ liệu dạng bảng thu được, tiến hành phân tích với mô hình tác động ngẫu nhiên và mô hình tác động cố định, kết quả cho thấy có mối liên hệ nghịch biến giữa hiệu quả hoạt động doanh nghiệp với dòng tiền tự do; đồng thời, nghiên cứu cũng khẳng định được sự chi phối của lý thuyết dòng tiền tự do đối với các doanh nghiệp VN.

Abstract:

Cash flow always plays an important role in corporate financial strength and is a crucial factor frequently examined and analyzed by potential investors before their making decision on investment. This paper aims at exploring relationship between the free cash flow and business performance of Vietnamese enterprises, and testing influence of theories of free cash flow on Vietnamese enterprises. By observing the free cash flow and corporate business performance in a period, collecting and analyzing panel data using fixed and random effects models, the research finds a negative relationship between corporate business performance and free cash flow and affirms influences of theories of free cash flow on Vietnamese enterprises.

Từ khóa:

Hiệu quả hoạt động, lý thuyết dòng tiền tự do, dòng tiền tự do

Keywords:

Business performance, theories of free cash flow, free cash flow.

1. GIỚI THIỆU

Một trong số các báo cáo tài chính quan trọng cần được phân tích, xem xét khi nhà đầu tư quan tâm đến sự tăng trưởng, phát triển của doanh nghiệp, để lựa chọn cơ hội đầu tư có thể mang lại lợi nhuận, ít rủi ro chính là báo cáo lưu chuyển tiền tệ. Báo cáo này sẽ giúp tăng khả năng đánh giá chính xác sự minh bạch, sức mạnh về tài chính. Việc duy trì một lượng tiền hoặc tương đương tiền dồi dào sẽ giúp làm tăng giá trị doanh nghiệp; đồng thời, việc này cũng giúp doanh nghiệp có thể vượt qua giai đoạn kinh tế khó khăn, hoặc đón đầu các cơ hội thành công mới. Tuy nhiên, dòng tiền không chỉ có những tác động tích cực đối với doanh nghiệp.

Việc tìm hiểu mối liên hệ giữa dòng tiền tự do và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp không chỉ có vai trò quan trọng đối với các nhà đầu tư để đánh giá cơ hội đầu tư của mình, mà còn có vai trò quan trọng đối với các nhà quản trị doanh nghiệp, để đưa ra những chính sách quản lý hiệu quả, phù hợp. Lí thuyết dòng tiền tự do, mối liên hệ giữa dòng tiền tự do và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp chưa được nghiên cứu nhiều trên thế giới, và tại VN hiện tại chưa có nghiên cứu nào về chủ đề này được công bố. Sử dụng số liệu các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM, nghiên cứu sẽ đi tìm hiểu dòng tiền tự do tác động như thế nào đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp, đồng thời, tìm hiểu về nguyên tắc chi phối của lí thuyết dòng tiền tự do. Kết quả nghiên cứu sẽ giúp nhà đầu tư hiểu rõ hơn xu hướng tài chính của doanh nghiệp, có một cái nhìn khái quát về nhiều mặt, và đưa ra các quyết định đầu tư sáng suốt, đồng thời, giúp nhà quản trị doanh nghiệp có những quyết định, chọn lựa đúng đắn, hợp lí.

2. CƠ SỞ LÝ THUYẾT

2.1. Dòng tiền tự do

Dòng tiền tự do (Free Cash Flow – FCF) là số tiền mặt từ hoạt động kinh doanh mà doanh nghiệp tạo ra sau khi đã tính toán các khoản chi tiêu vốn, như chi phí cho xây dựng, hoặc chi cho trang thiết bị, máy móc. Số tiền này có thể được sử dụng cho mục đích mở rộng kinh doanh, trả cổ tức, thanh toán các khoản nợ, hoặc cho những mục đích khác.

Bảng 1. Công thức tính dòng tiền tự do và nguồn dữ liệu

Yếu tố	Nguồn dữ liệu
EBIT x (1-thuế suất)	Bảng báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh
+ Khấu hao	Bảng báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh
- Thay đổi trong vốn lưu động	Bảng cân đối kế toán năm trước, và năm nay: Khoản mục tài sản lưu động, và nợ ngắn hạn
- Chi tiêu vốn	Bảng cân đối kế toán năm trước, và năm nay: Khoản mục bất động sản, nhà xưởng, và công cụ
= Dòng tiền tự do	

Jensen (1986) là một trong những nhà nghiên cứu đầu tiên về các vấn đề liên quan đến dòng tiền tự do và lý thuyết về dòng tiền tự do. Nghiên cứu của Jensen khảo sát ngành công nghiệp dầu tại Mỹ, ngành luôn có thặng dư về dòng tiền tự do trong những năm 1970, và 1980. Các nhà quản lý đã không trả lại dòng tiền dư thừa này cho các cổ đông. Thay vào đó, họ đẩy mạnh đầu tư vào các hoạt động khai thác mặc dù lợi nhuận bình quân thấp hơn cả chi phí vốn. Theo đó lý thuyết này có thể được hiểu như sau: Nhà quản lý của các công ty có dòng tiền tự do dồi dào nhưng có rất ít cơ hội phát triển sẽ có khuynh hướng sử dụng đầu tư vào các dự án có khả năng sinh lời thấp, thậm chí là âm, hơn là chi trả lại cho cổ đông.

Các nhà quản lý công ty là những người đại diện cho cổ đông – chủ doanh nghiệp, tuy nhiên giữa hai đối tượng này hình thành một mối quan hệ mâu thuẫn nhau về quyền lợi, mà nguồn gốc chính là mục đích sử dụng dòng tiền tự do hiện có của doanh nghiệp. Các cổ đông của doanh nghiệp muốn dòng tiền này được chi trả lại cho họ, tuy nhiên, việc chi trả này sẽ làm giảm các nguồn lực dưới sự giám sát của các nhà quản lý, và giảm đi “quyền lực” của họ. Do đó, họ có khuynh hướng tiêu xài, đầu tư, mở rộng và để các công ty tăng trưởng vượt xa quy mô tối ưu của nó. Sự tăng trưởng này không chỉ làm tăng quyền lực của họ, đồng thời cũng làm tăng tiền công của họ, theo Murphy (1985), sự thay đổi về tiền thù lao trả cho các nhà quản lý có quan hệ cùng chiều với sự tăng trưởng của doanh nghiệp. Vì lẽ đó, họ có khuynh hướng “tiêu xài” dòng tiền này, và khả năng đầu tư vào các dự án không tốt, không được tài trợ bởi thị trường tài chính.

2.2. Ảnh hưởng của dòng tiền tự do lên hiệu quả hoạt động doanh nghiệp

Hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh phản ánh trình độ sử dụng các nguồn lực để đạt được mục tiêu đã đặt ra, nó biểu hiện mối tương quan giữa kết quả thu được và những chi phí bỏ ra để có được kết quả đó, độ chênh lệch giữa hai đại lượng này càng lớn thì hiệu quả càng cao. Một trong các tiêu chí thường được dùng phổ biến để đo lường hiệu quả hoạt động là tỉ suất lợi nhuận. Trong nghiên cứu này, tỉ suất lợi nhuận trên tổng tài sản được sử dụng để đo lường hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Theo lí thuyết dòng tiền tự do, một khi lượng tiền vượt quá lượng tiền cần thiết cho các hoạt động kinh doanh, đầu tư của doanh nghiệp, thì mâu thuẫn về quyền lợi của các nhà quản trị doanh nghiệp và cổ đông sẽ phát sinh. Các nhà quản lí, vì lợi ích của mình sẽ có xu hướng bành trướng doanh nghiệp, mở rộng quy mô, tiêu xài hoang phí, thực hiện những khoản đầu tư không hợp lí. Điều này có thể làm cho doanh thu của doanh nghiệp tăng lên, nhưng lợi nhuận không tăng tương xứng, ngược lại, ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp.

Theo Brush & cộng sự (2000), đối với doanh nghiệp không có dòng tiền tự do, hoặc được quản lí, giám sát chặt chẽ bởi chính những người chủ thật sự của doanh nghiệp, khi đó, dòng tiền tự do tăng lên sẽ làm tăng trưởng doanh thu, đồng thời, làm tăng hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Ngược lại, đối với các công ty có dòng tiền tự do dồi dào, lại không chịu sự giám sát chặt chẽ của những người chủ quản lí, sự tăng lên của dòng tiền tự do vẫn làm tăng trưởng doanh thu của doanh nghiệp, nhưng lại tác động làm giảm hiệu quả hoạt động doanh nghiệp.

Nghiên cứu về mối quan hệ của dòng tiền tự do (FCF) với chi phí người đại diện (Agency Costs – AC), và tìm hiểu xem FCF và AC ảnh hưởng thế nào đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, Yungchih (2010) kết luận rằng FCF có tác động ảnh hưởng có ý nghĩa thống kê đến AC, và các ảnh hưởng này là cùng chiều. Một mặt, dòng tiền tự do kích thích các nhà quản lí tiêu dùng thành quả mình làm được, hài lòng, và không còn phấn đấu nữa, do đó, làm tăng chi phí người đại diện. Thứ hai, với việc thặng dư dòng tiền tự do, doanh nghiệp có nhiều cơ hội đầu tư vào các dự án sinh lợi, gia tăng giá trị cho doanh nghiệp. Do đó, dòng tiền tự do có tác động cùng chiều đến hiệu quả hoạt động của công ty – đây là trường hợp dành cho các doanh nghiệp có các cơ hội tăng trưởng tốt. Ngược lại, đối với các công ty có rất ít cơ hội tăng trưởng, việc tăng lên của dòng tiền tự do càng khuyến khích các nhà quản lí chi tiêu, và điều này ảnh hưởng không tốt đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp.

Freund & cộng sự (2003) quan sát về hiệu quả hoạt động của các công ty có dòng tiền tự do khá lớn, sau khi các công ty này thực hiện giao dịch mua sắm thêm tài sản. Nghiên cứu cho thấy so với năm trước khi mua tài sản, hiệu quả hoạt động doanh nghiệp giảm liên tục ba năm sau đó.

Qua đó ta có thể thấy rằng dòng tiền tự do sẽ có tác động ngược chiều lên hiệu quả hoạt động doanh nghiệp một khi doanh nghiệp không có cơ hội tăng trưởng, và lượng tiền nắm giữ vượt quá lượng tiền cần thiết để duy trì các hoạt động tối ưu của doanh nghiệp. Ngoài dòng tiền tự do, hiệu quả hoạt động doanh nghiệp còn chịu ảnh hưởng của nhiều yếu tố, có thể kể đến như:

- Tăng trưởng doanh thu

Theo House & Benefield (2005), Liao (2008), Nghi & Nam (2011), các doanh nghiệp có tốc độ tăng doanh thu tốt hơn thì hiệu quả sản xuất kinh doanh cũng cao hơn. Vì tốc độ tăng trưởng doanh thu thể hiện được tiềm lực kinh tế, sự ổn định của doanh nghiệp, vị thế, và xu hướng phát triển của doanh nghiệp.

- Vòng quay tổng tài sản

Nghiên cứu của Martani & cộng sự (2009), Yungchih (2010) cho thấy rằng có mối liên hệ giữa vòng quay tổng tài sản và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp, và mối liên hệ này là cùng chiều.

- Tỷ lệ chi phí hoạt động

Tỷ lệ chi phí hoạt động có quan hệ nghịch biến với hiệu quả hoạt động doanh nghiệp, đây là kết luận được rút ra từ nghiên cứu của Yungchih (2010).

- Tỷ lệ nợ

Martani & cộng sự (2009) và Brush & cộng sự (2000) cùng tìm thấy kết quả có mối liên hệ đồng biến giữa tỷ lệ nợ và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Nghiên cứu tập trung vào trường hợp các doanh nghiệp muốn tận dụng lá chắn thuế của nợ, hoặc muốn để dành các nguồn lực đầu tư vào các dự án sinh lời, nên sẽ sử dụng vốn từ các nguồn tài trợ.

- Quy mô công ty

Trong nghiên cứu của Nghi & Nam (2011), Martani & cộng sự (2009), tỷ lệ nợ được tìm thấy có mối liên hệ đồng biến với hiệu quả hoạt động doanh nghiệp, khi có sự gia tăng về quy mô sẽ giúp cho các doanh nghiệp có thể gia tăng sản xuất đáp ứng kịp thời lượng cầu thị trường.

2.3. Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu nghiên cứu được thu thập từ các công ty phi tài chính trên TTCK TP.HCM giai đoạn từ năm 2007 - 2011, với 74 công ty có dữ liệu đầy đủ trong giai đoạn khảo sát. Dữ liệu về các biến nghiên cứu gồm tỉ lệ lợi nhuận trên tài sản (ROA), dòng tiền tự do (FCF), tăng trưởng doanh thu (GROWTH), vòng quay tổng tài sản (ASST), tỉ lệ chi phí hoạt động (OPER), tỉ lệ nợ (DA), và quy mô công ty (SIZE) đều được thu thập từ báo cáo tài chính được công bố của các công ty niêm yết.

3. MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU

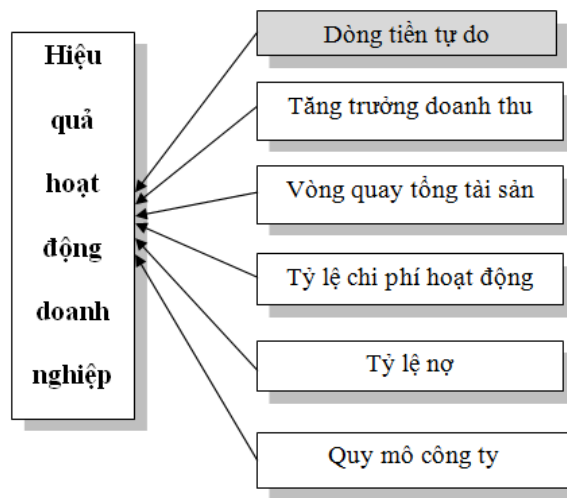
Dựa theo cách tiếp cận của các nghiên cứu đã tiến hành thành công trước đây về dòng tiền tự do, hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, như mô hình nghiên cứu của Brush & cộng sự (2000), Liao (2008), Yungchih (2010) và Nghi & Nam (2011), theo đó, để nghiên cứu ảnh hưởng của dòng tiền tự do, và tỉ lệ tăng trưởng doanh thu lên hiệu quả hoạt động doanh nghiệp, mô hình đề xuất trong nghiên cứu này là:

$$\text{PERFORMANCE} = f(\text{FCF}, \text{GROWTH}, \text{ASST}, \text{OPER}, \text{DA}, \text{SIZE})$$

Với biến phụ thuộc là hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, biến này được đo bằng chỉ tiêu tỉ lệ lợi nhuận trên tài sản (ROA). Có rất nhiều chỉ tiêu có thể đo lường hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, các chỉ tiêu kế toán, đo lường năng suất hoạt động của doanh nghiệp, sức mạnh của các mối quan hệ hướng nội, hướng ngoại, sự trung thành của khách hàng vào chất lượng sản phẩm, dịch vụ, hay đội ngũ nguồn nhân lực lớn mạnh, ... Tuy nhiên về phương diện tài chính, ROA và ROE là hai chỉ tiêu đo lường phổ biến về hiệu quả hoạt động doanh nghiệp, nhưng ROA sẽ cho ta một cái nhìn chân thực hơn về hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, khả năng vận hành doanh nghiệp dựa trên quy mô tài sản hiện có để tìm kiếm lợi nhuận. Theo đó, mô hình được trình bày lại như sau:

$$\text{ROA} = f(\text{FCF}, \text{GROWTH}, \text{ASST}, \text{OPER}, \text{DA}, \text{SIZE})$$

Theo đó, FCF đo lường dòng tiền tự do của doanh nghiệp, GROWTH đo lường tỉ lệ tăng trưởng, ASST là vòng quay tổng tài sản, OPER tính tỉ lệ chi phí hoạt động doanh nghiệp, DA là tỉ lệ nợ của từng doanh nghiệp và SIZE đại diện cho quy mô công ty được chọn trong dữ liệu quan sát.



Hình 1. Mô hình nghiên cứu

Bảng 2. Bảng tóm tắt quan hệ dự kiến về dấu giữa biến độc lập và biến phụ thuộc

Biến độc lập	Ký hiệu	Công thức tính	Quan hệ
Dòng tiền tự do	FCF	$(EBIT \times (1 - \text{thuế suất}) + \text{Khấu hao} - \text{Thay đổi trong vốn lưu động} - \text{Chi tiêu vốn}) / (\text{Doanh thu ròng})$	-
Tỉ lệ tăng trưởng	GROWTH	$\text{Doanh thu ròng năm nay} / \text{Doanh thu ròng năm trước}$	+
Vòng quay tổng tài sản	ASST	$\text{Doanh thu ròng} / \text{Trung bình tổng tài sản}$	+
Tỉ lệ chi phí hoạt động	OPER	$(\text{Chi phí bán hàng} + \text{Chi phí quản lí DN}) / \text{Doanh thu ròng}$	-
Tỉ lệ nợ	DA	$\text{Tổng nợ} / \text{Tổng tài sản}$	+
Quy mô công ty	SIZE	$\text{Ln}(\text{Tổng tài sản})$	+

Với cấu trúc dữ liệu dạng bảng thu được, ta dùng mô hình tác động ngẫu nhiên hoặc mô hình tác động cố định để phân tích. Tùy vào sự thay đổi của các tung độ gốc, và hệ số độ dốc, thì mô hình tác động ngẫu nhiên, hoặc mô hình tác động cố định sẽ thích hợp hơn trong việc phân tích, giải thích các biến số.

Mô hình hồi quy với tác động cố định được biểu diễn như sau:

$$ROA_{it} = \beta_{1i} + \beta_2 FCF_{it-1} + \beta_3 GROWTH_{it} + \beta_4 ASST_{it} + \beta_5 OPER_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 DA_{it} + \mu_{it}$$

Trong đó, i đại diện cho các công ty, $i = 1, 2, \dots, 74$; t đại diện cho thời gian.

Mô hình hồi quy tác động cố định phân tích những khác biệt về hệ số chặn của nhóm với giả định là các độ dốc khác nhau và sai số không đổi.

Mô hình hồi quy tác động ngẫu nhiên phân tích những thành phần của phương sai, và sai số, giả định rằng các hệ số chặn không thay đổi và các độ dốc là giống nhau. Trong đó, tung độ gốc của mô hình được biểu diễn như sau:

$$ROA_{it} = \beta_1 + \beta_2 FCF_{it-1} + \beta_3 GROWTH_{it} + \beta_4 ASST_{it} + \beta_5 OPER_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 DA_{it} + w_{it}$$

Với $w_{it} = \mu_{it} + \varepsilon_i$ và $\beta_{1i} = \beta_1 + \varepsilon_i$; Với $i = 1, 2, \dots, N$ và ε_i là sai số ngẫu nhiên

Trong đó, i đại diện cho các công ty, $i = 1, 2, \dots, 74$; t đại diện cho thời gian.

Để xem xét, lựa chọn mô hình phù hợp giữa mô hình các tác động cố định và mô hình các tác động ngẫu nhiên, nghiên cứu sử dụng kiểm định Hausman (1978). Đây là kiểm định giúp lựa chọn nên sử dụng mô hình tác động cố định hay là mô hình tác động ngẫu nhiên. Với kết quả có được, nếu giá trị xác suất nhỏ hơn 0,05 thì ta bác bỏ giả thiết H_0 , khi đó việc sử dụng mô hình tác động cố định sẽ giải thích tốt hơn. Và ngược lại, khi giá trị xác suất lớn hơn 0,05, lúc đó chấp nhận giả thiết H_0 , tức là mô hình tác động ngẫu nhiên nên được sử dụng trong trường hợp này.

Sau khi ước lượng được mô hình hồi quy, nghiên cứu sẽ tiến hành đánh giá độ phù hợp của mô hình hồi quy theo một số tiêu chí như sau:

- Ma trận tương quan giữa các hệ số được dùng để kiểm tra hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình, và được thực hiện thông qua việc khảo sát mối tương quan giữa các cặp biến.

- Bên cạnh đó, để kiểm tra hiện tượng tự tương quan, tác giả sẽ dựa vào giá trị thống kê Durbin-Watson có trong bảng kết quả hồi quy cộng với kinh nghiệm kiểm tra được trình bày trong tài liệu của Nhậm (2008).

Cuối cùng, đối với vấn đề phương sai thay đổi, theo White (1980), tác giả dùng kiểm định White để xem xét tổng quát về sự đồng nhất của phương sai.

Đối với việc dùng giá trị R^2 để xem xét, đánh giá về mức độ giải thích của mô hình mô hình hồi quy dữ liệu dạng bảng, hiện nay, có rất nhiều ý kiến xung quanh vấn đề này. Nhiều chuyên gia kinh tế cho rằng hệ số này chỉ có giá trị giải thích đối với các mô hình hồi quy theo chuỗi thời gian, và mẫu quan sát nhỏ (khoảng trên dưới 100 quan sát), hoặc dùng trong các trường hợp dự báo. Còn đối với mô hình hồi quy dữ liệu dạng bảng, đối với các nghiên cứu đi kiểm định giả thuyết, hoặc dự đoán mối liên hệ giữa các biến, thì chỉ tiêu R^2 không được sử dụng để đưa ra kết luận. Gelman & Pardoe (2006) cho rằng R^2 không phải là một chỉ tiêu hoàn hảo để đánh giá mô hình, đặc biệt là mô hình hồi quy dữ liệu dạng bảng. R^2 có thể cho chúng ta biết một vài điều, nhưng không phải là tất cả, không thể kết luận mô hình không tốt nếu R^2 thấp, cũng không thể kết luận mô hình là hoàn hảo trong việc giải thích mối quan hệ giữa các biến trong trường hợp R^2 tiến về gần 1. Do đó, nghiên cứu này không sử dụng chỉ tiêu R^2 để đánh giá, kết luận về mô hình.

4. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

Như đã trình bày, đối với hồi quy theo dữ liệu dạng bảng, chỉ có hai mô hình có khả năng được chọn lựa để phân tích mô hình đề xuất của nghiên cứu là mô hình hồi quy tác động cố định và mô hình hồi quy tác động ngẫu nhiên. Và việc lựa chọn này sẽ dựa vào kết quả của kiểm định Hausman. Kiểm định Hausman cho ta kết quả như sau:

Bảng 3. Kết quả kiểm định Hausman

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	20,3493	6	0,0024

Giá trị thống kê thu được là 0,0024, do đó, với độ tin cậy 95%, ta có đủ cơ sở để bác bỏ giả thuyết H_0 , và đi đến kết luận là đối với mô hình đề xuất trong nghiên cứu, việc sử dụng mô hình với tác động cố định sẽ giải thích tốt hơn là mô hình tác động ngẫu nhiên. Theo đó, với mô hình hồi quy tác động cố định, kết quả thu được như sau:

Bảng 4. Kết quả hồi quy mô hình tác động cố định

Biến	Hệ số hồi quy	Sai số chuẩn	Giá trị thống kê t	Giá trị p-value
C	0,9423	0,3565	2,6430	0,0088
FCF(-1)	-0,0801	0,0214	-3,7443	0,0002
GROWTH	0,0278	0,0130	2,1462	0,0330
ASST	0,0037	0,0105	-0,3520	0,7252
OPER	-0,0916	0,1197	-0,7654	0,4449
DA	-0,0234	0,0672	-0,3476	0,7285
SIZE	-0,0304	0,0130	-2,3339	0,0205
R-squared	0,6966	Mean dependent var		0,1067
Adjusted R-squared	0,5856	S.D. dependent var		0,1106
S.E. of regression	0,0712	Akaike info criterion		-2,2214
Sum squared resid	1,0947	Schwarz criterion		-1,2240
Log likelihood	408,7735	Hannan-Quinn criter.		-1,8221
F-statistic	6,2768	Durbin-Watson stat		2,4842
Prob(F-statistic)	0,0000			

Bảng 4 làm rõ dấu của các hệ số hồi quy các biến FCF, GROWTH, ASST, OPER, và DA cùng dấu với dấu của giả thuyết, chỉ có biến SIZE là mang dấu không đúng với giả thuyết từ đầu bài nghiên cứu. Ngoài ra, trong 6 biến độc lập được đưa vào mô hình, có ba biến có ý nghĩa thống kê là biến FCF (với mức ý nghĩa 1%), biến GROWTH, và SIZE (với mức ý nghĩa 5%). Mô hình hồi quy có thể được viết lại như sau:

$$ROA = - 0,0801*FCF(-1) + 0,0278*GROWTH + 0,0037*ASST - 0,0916*OPER - 0,0234*DA - 0,0304*SIZE$$

Với kết quả hồi quy này, giá trị thống kê p-value là 0,0002, biến FCF được tìm thấy có ý nghĩa thống kê trong mô hình nghiên cứu với độ tin cậy lên đến 99%. Đồng thời, dấu của hệ số hồi quy là dấu âm, đồng nhất với giả thuyết nghiên cứu đưa ra. Điều này cho thấy nghiên cứu tìm ra mối liên hệ giữa tỉ lệ dòng tiền tự do và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp, và mối liên hệ này là nghịch biến theo đúng với giả thuyết ban đầu. Đối

với biến GROWTH, nghiên cứu cho kết quả giống như kết quả tìm được trong nghiên cứu của House & Benefield (2005), Liao (2008), và Nghi & Nam (2011), giá trị thống kê p-value là 0,0330, vậy tăng trưởng doanh thu có ảnh hưởng cùng chiều lên hiệu quả hoạt động doanh nghiệp với độ tin cậy lên đến 95%. Đối với quy mô doanh nghiệp, giá trị thống kê tìm thấy là 0,0205, vậy biến SIZE có ý nghĩa thống kê với độ tin cậy lên đến 95%, hay nói cách khác, có sự liên hệ giữa quy mô và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp, tuy nhiên, mối liên hệ được tìm thấy này là một mối liên hệ nghịch biến. Biến ASST, OPER, và DA không tìm thấy có mối liên hệ nào đối với hiệu quả hoạt động doanh nghiệp trong dữ liệu nghiên cứu.

Bên cạnh đó, nghiên cứu sử dụng thêm kiểm định Robustness (Robustness Test) để tìm hiểu sự khác nhau của kết quả kiểm định khi thực hiện phân tích theo từng năm. Với dữ liệu có được, nghiên cứu thực hiện chạy hồi quy mô hình theo từng năm, và kết quả thu được:

Bảng 5. Kết quả hồi quy theo từng năm

Biến nghiên cứu	Năm nghiên cứu							
	2008		2009		2010		2011	
	Hệ số hồi quy	Giá trị thống kê	Hệ số hồi quy	Giá trị thống kê	Hệ số hồi quy	Giá trị thống kê	Hệ số hồi quy	Giá trị thống kê
C	0,746	0,033	-0,1179	0,6884	-0,4114	0,0815	0,0960	0,7582
FCF(-1)	0,010	0,8047	-0,0235	0,738	-0,1208	0,0186**	-0,0497	0,111
GROWTH	0,013	0,669	0,0582	0,0237**	0,0057	0,8524	0,1079	0,0018*
ASST	0,008	0,354	0,0138	0,1224	0,0204	0,0104**	-0,0018	0,8275
OPER	-0,029	0,843	0,0338	0,7932	0,2353	0,0224**	0,0206	0,8582
DA	-0,213	0,0018*	-0,2685	0,0000*	-0,2233	0,0000*	-0,2943	0,0000*
SIZE	-0,022	0,0754***	0,0102	0,3488	0,0215	0,0153**	0,0009	0,9355

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

Nhìn vào bảng kết quả hồi quy, ta có thể dễ dàng nhận thấy rằng kết quả hồi quy khác nhau theo từng năm nghiên cứu. Có một điều đặc biệt là biến DA được tìm thấy có ý nghĩa trong cả bốn năm nghiên cứu khi phân tích riêng biệt trong từng năm, tuy nhiên, khi phân tích ý nghĩa của biến này trong giai đoạn bốn năm nghiên cứu thì cùng với

ASST và OPER, biến DA là một trong ba biến không có ý nghĩa trong mô hình. Biến FCF chỉ được tìm thấy có ý nghĩa trong năm 2010.

Ngoài ra, nghiên cứu cũng thực hiện hồi quy theo từng ngành, để thấy sự khác biệt về mối quan hệ giữa các biến theo ngành, kết quả được trình bày như sau:

Bảng 6. Kết quả hồi quy theo từng ngành

Biến nghiên cứu	Năm nghiên cứu					
	MANUF		SERV		TRADE	
	Hệ số hồi quy	Giá trị thống kê	Hệ số hồi quy	Giá trị thống kê	Hệ số hồi quy	Giá trị thống kê
C	0,967	0,062	1,284	0,158	1,124	0,281
FCF(-1)	-0,070	0,009*	-0,103	0,036**	-0,174	0,005*
GROWTH	0,032	0,081***	-0,032	0,631	0,020	0,256
ASST	0,005	0,779	-0,047	0,498	-0,008	0,476
OPER	-0,097	0,515	0,400	0,408	-0,031	0,901
DA	-0,033	0,720	0,048	0,778	-0,048	0,740
SIZE	-0,031	0,100	-0,042	0,157	-0,037	0,351

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

Các công ty trong dữ liệu quan sát được phân thành ba ngành chính là sản xuất (MANUF), thương mại (TRADE), và dịch vụ (SERV). Biến dòng tiền tự do được tìm thấy có ý nghĩa trong cả ba ngành với dấu của hệ số hồi quy là dấu âm, đồng dấu với giả thuyết ban đầu. Điều này cho thấy rằng sự ảnh hưởng của dòng tiền tự do lên hiệu quả hoạt động doanh nghiệp qua các ngành khảo sát khác nhau là giống nhau. Bất kể trong các ngành sản xuất, thương mại hay dịch vụ, sự tăng lên của dòng tiền tự do sẽ dẫn đến sự sụt giảm trong hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Tiếp theo, nghiên cứu sẽ thực hiện các kiểm định đánh giá mức độ phù hợp của mô hình, đồng thời, để xem mức độ giải thích của mô hình đối với sự liên hệ của các biến.

Sử dụng ma trận hệ số tương quan giữa các biến số, kết quả được thể hiện như sau:

Bảng 7. Ma trận tương quan của các biến

	ROA	FCF	GROWTH	ASST	OPER	DA	SIZE
ROA	1						
FCF	0,1419	1					
GROWTH	0,1806	0,0141	1				
ASST	0,0789	(0,1326)	0,1068	1			
OPER	(0,0154)	(0,0255)	(0,1606)	(0,2897)	1		
DA	(0,3679)	(0,1486)	(0,0219)	0,1312	(0,0524)	1	
SIZE	(0,0625)	(0,0309)	0,0597	(0,2250)	0,0729	0,0538	1

Hệ số tương quan giữa các cặp biến không có trường hợp nào vượt quá 0,8. Điều này có thể kết luận rằng không có khả năng xuất hiện đa cộng tuyến trong mô hình hồi quy.

Với kết quả hồi quy của mô hình tác động cố định, ta thấy hệ số Durbin-Watson stat có giá trị là 2,4842. Theo kiểm định Durbin-Watson được đề cập trong Nhâm (2008), nếu $1 < d < 3$ thì mô hình không có sự tự tương quan. Với giá trị này, ta có thể kết luận mô hình nghiên cứu không có sự tự tương quan.

Kiểm định White tiếp tục được sử dụng để phân tích hiện tượng phương sai thay đổi của mô hình nghiên cứu. Đầu tiên, ta sẽ hồi quy mô hình gốc và thu được phần dư e^i . Tiếp đến, ước lượng mô hình hồi quy phụ với biến phụ thuộc là phần dư vừa thu được. R^2 thu được trong mô hình phụ này, cùng với số lượng đơn vị chéo, ta sẽ thu được $LM4 = nR^2$. Đồng thời, với k là bậc tự do ($k = p - 1$; trong đó p là số hệ số hồi quy của mô hình hồi quy phụ), ta sẽ thu được giá trị χ^2 . Nếu $nR^2 > \chi^2$, ta đủ cơ sở bác bỏ giả thuyết H_0 và chấp nhận giả thuyết H_1 cho rằng có hiện tượng phương sai thay đổi, ngược lại, nếu $nR^2 < \chi^2$, ta sẽ chấp nhận giả thuyết H_0 , tức là không có hiện tượng phương sai thay đổi.

Với kết quả kiểm định White được trình bày tại phụ lục, ta có R^2 của mô hình hồi quy với biến phụ thuộc là phần dư vừa thu được có giá trị là 0,0879, theo đó, $LM4 = 6,5052$. Trong khi đó, với độ tin cậy là 95%, và bậc tự do $k = 27$ ($28-1$), ta tìm được giá trị Chi bình phương: $\chi^2 = 16,15$. Ta thấy rằng $LM4 < \chi^2$. Do đó, ta có thể chấp nhận giả thuyết H_0 , cho rằng mô hình tác động cố định với biến phụ thuộc là ROA không có hiện tượng phương sai thay đổi.

5. KẾT LUẬN

Nghiên cứu tìm thấy mối liên hệ giữa tỉ lệ dòng tiền tự do và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp, cụ thể, các mô hình hồi quy trong nghiên cứu này đều chỉ ra mối quan hệ nghịch biến giữa FCE và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Đối với biến tăng trưởng doanh thu, nghiên cứu cho kết quả giống như kết quả của House & Benefield (2005), Liao (2008), và Nghi & Nam (2011), trong điều kiện bình thường, sự tăng trưởng doanh thu thể hiện sự ổn định, vững mạnh của doanh nghiệp, do đó, nó thể hiện doanh nghiệp hoạt động kinh doanh có hiệu quả. Trong giai đoạn khó khăn, ngoại trừ các doanh nghiệp đang phải chịu đựng cơn sóng gió kinh tế, các doanh nghiệp còn lại vẫn có thể lèo lái, và đạt được những mục tiêu tăng trưởng doanh thu nhất định. Khi doanh nghiệp thực hiện thành công những chiến lược khuyến khích, thu hút khách hàng, đầu tư mở rộng để đạt quy mô tối ưu, .. doanh thu tăng lên kéo theo lợi nhuận tăng lên, làm tăng hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Tăng trưởng luôn thể hiện một sức khỏe tài chính tốt, và báo hiệu rằng doanh nghiệp này đang hoạt động có hiệu quả.

Tuy nhiên, khác với kết quả nghiên cứu của Nghi & Nam (2011), Martani & cộng sự (2009), mối liên hệ được tìm thấy giữa quy mô và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp, tuy nhiên là mối liên hệ nghịch biến. Theo lý thuyết, khi quy mô càng lớn, thì công ty sẽ càng có lợi thế, không chỉ có lợi thế về tài sản, phân khúc thị trường, mà còn có lợi thế về mạng lưới phân phối, về quan hệ ngân hàng, v.v.. Có thể, một khi quy mô tăng lên, thì khó khăn trong việc điều hành, quản lý cũng tăng lên, việc tận dụng nguồn tài sản để không gây lãng phí, việc đẩy mạnh tiêu thụ hàng hóa đối với khối lượng đầu ra ngày một tăng lên không ngừng, hay việc quản lý hiệu quả các khoản mục chi phí trong hình huống chúng tăng lên không ngừng, .. là những khó khăn mà các doanh nghiệp gặp phải khi mở rộng quy mô. Nếu vượt qua được những khó khăn này, các công ty có thể đạt sự tăng trưởng tốt hơn, hoạt động hiệu quả hơn nhờ lợi thế về quy mô, còn ngược lại, các công ty có thể rơi vào tình huống chi phí sản xuất cao, hàng hóa ứ đọng nhiều, sử dụng không hiệu quả các nguồn vốn, .. và điều này sẽ ảnh hưởng xấu đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Việc mở rộng quy mô không phải lúc nào cũng mang lại hiệu quả với mức độ tương đương. Một doanh nghiệp nhỏ, hoặc vừa, khi được điều hành và quản lý tốt cũng có thể mang lại những hiệu quả mong muốn.

Tóm lại, kết quả nghiên cứu được tìm thấy đồng nhất với phát hiện của Brush & cộng sự (2000), Liao (2008), Yungchih (2010) và Hong & cộng sự (2012) về sự chi phối của lý thuyết dòng tiền tự do lên mẫu nghiên cứu, mối quan hệ nghịch biến giữa dòng tiền tự

do và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Đồng thời, nghiên cứu cũng tìm được mối liên hệ đồng biến của sự tăng trưởng doanh thu tới hiệu quả hoạt động doanh nghiệp, điều này đồng nhất với kết quả nghiên cứu của Brush & cộng sự (2000), và Thành (2012). Biến SIZE được tìm thấy có mối liên hệ với hiệu quả hoạt động doanh nghiệp, tuy nhiên, mối liên hệ này lại là nghịch biến – không đúng với giả thuyết ban đầu. Khác với nghiên cứu của Yungchih (2010), Hong & cộng sự (2012), và Nghi & Nam (2011) cho rằng quy mô công ty có mối liên hệ đồng biến với hiệu quả hoạt động doanh nghiệp, nhưng lại đồng nhất với kết quả của Thành (2012) khi tìm thấy tổng tài sản có mối liên hệ nghịch chiều với ROA. Đối với các biến còn lại trong mô hình nghiên cứu, ASST, OPER, và DA, trong phạm vi dữ liệu nghiên cứu không tìm thấy mối liên hệ giữa các biến này và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp, tuy nhiên Hong & cộng sự (2012) thì lại tìm được mối liên hệ nghịch biến giữa tỉ lệ nợ và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp, trong khi Yungchih (2010), thì lại tìm được mối liên hệ nghịch biến của tỉ lệ chi phí hoạt động (OPER), và mối liên hệ đồng biến của vòng quay tổng tài sản (ASST) lên hiệu quả hoạt động doanh nghiệp.

Kết quả nghiên cứu cũng lí giải nguyên tắc quản trị tài chính đối với những công ty có dòng tiền tự do nhiều hơn mức cần thiết để trang trải cho các hoạt động sản xuất kinh doanh và đầu tư tối ưu, thì các nhà quản lí – những người có trong tay quyền quyết định đối với số tiền này có thể sẽ mang đi đầu tư vì mục đích cá nhân, để mở rộng quyền lực, và làm tăng tầm ảnh hưởng của mình, và điều này ảnh hưởng xấu đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Do vậy, các nhà quản trị tài chính công ty cần căn cứ vào dữ liệu quá khứ và dự báo tương lai để xây dựng kế hoạch tài chính cụ thể cho doanh nghiệp mình trong đó xác định rõ dòng tiền cần thiết đủ để đảm bảo thanh khoản vừa không quá nhiều để gây rủi ro phát sinh chi phí người đại diện và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp không cao. Ngoài ra, để nâng cao hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, liên quan đến dòng tiền tự do, các nhà quản trị doanh nghiệp cần cân nhắc cân trọng khi đầu tư tài sản vì có ảnh hưởng nghịch biến với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Nền kinh tế VN giai đoạn 2007 – 2011 là giai đoạn khó khăn, tình hình kinh tế bất ổn càng hợp lí hóa việc tích trữ tiền mặt nhiều hơn của các nhà quản trị tại doanh nghiệp với lí do đề phòng xoay sở các rủi ro có thể xảy ra. Việc doanh nghiệp tích lũy nhiều tiền sẽ làm phát sinh chi phí cơ hội của việc sử dụng vốn. Mặt khác, với tình hình kinh tế giai đoạn này, các cơ hội đầu tư sinh lời mà các doanh nghiệp có thể thực hiện được ngày càng khan hiếm. Với chính sách thắt chặt tiền tệ của Chính phủ, chỉ có những dự án tốt mới tiếp cận được nguồn tín dụng, hay mới tìm kiếm được nguồn tài trợ từ thị

trường vốn. Khả năng nảy sinh vấn đề người đại diện càng cao, và doanh nghiệp có thể lựa chọn đầu tư vào những dự án không tốt, ảnh hưởng xấu đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Do vậy, nghiên cứu đã chỉ ra rằng, các nhà đầu tư luôn phải quan tâm đến dòng tiền tự do của doanh nghiệp, kể cả khi nền kinh tế khó khăn.

Nghiên cứu này cũng cho các nhà đầu tư một cái nhìn khác về báo cáo tài chính của doanh nghiệp. Khi quyết định lựa chọn đầu tư, ngoài việc xem xét bảng kết quả hoạt động kinh doanh, các nhà đầu tư cũng nên chú ý đến bảng lưu chuyển tiền tệ để xem dòng tiền thật có của doanh nghiệp. Tuy nhiên, nghiên cứu cũng chỉ ra rằng các nhà đầu tư cũng phải cân nhắc rằng tiền nhiều cũng không hẳn là tốt cho tương lai của doanh nghiệp. Thậm chí trong giai đoạn mà nền kinh tế khó khăn, kết quả của nghiên cứu này cũng chỉ ra rằng tiền nhiều không đồng nghĩa với kết quả kinh doanh tốt như nhiều người vẫn hiểu. Cụ thể là kết quả hoạt động của doanh nghiệp quan hệ nghịch biến với dòng tiền tự do trong mẫu nghiên cứu.

Tóm lại, đối với chủ đề nghiên cứu, nghiên cứu có ý nghĩa đối với các nhà quản trị tài chính doanh nghiệp trong công ty và các nhà đầu tư trên thị trường. Đối với các nhà quản trị tài chính nhận thức được tầm quan trọng và quan hệ giữa dòng tiền tự do và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Đối với các nhà đầu tư sẽ cân nhắc lựa chọn cổ phiếu doanh nghiệp có dòng tiền tự do hợp lý. Ngoài ra, kết quả nghiên cứu này cũng là tiền đề cho các nghiên cứu khác sâu hơn về mối quan hệ giữa tăng quy mô và tăng khả năng quản trị điều hành để doanh nghiệp có kết quả kinh doanh tốt hơn. Hướng nghiên cứu mới nữa là xác định việc tăng quy mô trong giai đoạn nào của chu kỳ kinh tế để doanh nghiệp có kết quả tốt hơn■

References

- Brush, T.H., Bromiley, P. & Hendrickx, M. (2000), "The Free Cash Flow Hypothesis for Sales Growth and Firm Performance", *Strategic Management Journal*, 21, 455-472.
- Freund, S., Prezas, A. P. & Vasudevan, G. K. (2003), "Operating Performance and Free Cash Flow of Asset Buyers", *Financial Management*, 32.
- Gelman, A. & Pardoe, I. (2006), "Bayesian Measures of Explained Variance and Pooling in Multilevel (Hierarchical) Models", *Technometrics*.
- Hausman, J. (1978), "Specification Tests in Econometrics", *Econometrica*, 46, 1251 - 1271.
- Hong, Z., Shuting, Y. & Meng, Z. (2012), *Relationship between Free Cash Flow and Financial Performance Evidence from the Listed Real Estate Companies in China*, IACSIT Press, 36.

- House, W. C. & Benefield, M. E. (2005), "The Impact of Sales and Income Growth on Profitability and Market Value Measures in Actual and Simulated Industries", *Developments In Business Simulation & Experiential Exercises*, 22.
- Jensen, M. C. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review*, 76, 323-329.
- Liao, Y.-M. (2008), *Do Free Cash Flow and Sale Growth Affect Firm Performance in Taiwan? Application of Panel Threshold Model*, Thesis of Degree Master, Chaoyang University of Technology.
- Martani, D., Mulyono & Khairurizka, R. (2009), "The Effect of Financial Ratios, Firm Size, and Cash Flow from Operating Activities in The Interim Report to the Stock Return", *Chinese Business Review*, 8.
- Murphy, K. J. (1985), "Corporate Performance and Managerial Remuneration, An Empirical Analysis", *Journal of Accounting and Economics*, 7, 11-42.
- Nghi, N. Q. & Nam, M. V. (2011), "Các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp nhỏ và vừa ở thành phố Cần Thơ", *Tạp chí Khoa học*, 122-129.
- Nhậm, H. N. (2008), *Giáo trình kinh tế lượng*, Trường Đại học Kinh tế TP.HCM, NXB Lao động Xã hội.
- Thanh, V. H. (2012), *Quan hệ ngân hàng tác động đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán VN*, Luận văn thạc sĩ, Trường ĐH Mở TP.HCM.
- White, H. (1980), "A Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity", *Econometrica*, 48.
- Yungchih, W. G. (2010), "The Impacts of Free Cash Flows and Agency Costs on Firm Performance", *Journal Service Science & Management*, 3, 408-418.