

TÁC ĐỘNG CỦA DÒNG TIỀN ĐẾN HIỆU QUẢ KINH DOANH CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH

Nguyễn Hữu Ánh

Trường Đại học Kinh tế Quốc dân

Email: anhhnh@neu.edu.vn

Ngày nhận: 24/3/2020

Ngày nhận bản sửa: 28/4/2020

Ngày duyệt đăng: 05/5/2020

Tóm tắt:

Bài viết này nghiên cứu ảnh hưởng của các dòng tiền thu vào và dòng tiền chi ra cho từng hoạt động trong doanh nghiệp tới hiệu quả kinh doanh của 287 công ty phi tài chính niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh (HOSE) trong giai đoạn từ năm 2009 đến năm 2018. Bài viết đã áp dụng phương pháp hồi quy mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên (REM), mô hình ảnh hưởng cố định (FEM), và cuối cùng mô hình hiệu chỉnh (AM) được sử dụng để thảo luận kết quả thực nghiệm. Nghiên cứu chỉ ra rằng: lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh, tiền thu vào và tiền chi cho hoạt động đầu tư và hoạt động tài chính có ảnh hưởng cùng chiều với tỷ suất sinh lợi của tài sản (ROA), tỷ suất sinh lợi của vốn chủ sở hữu (ROE). Ngoài ra, đòn bẩy tài chính có ảnh hưởng ngược chiều tới ROA, ROE và lãi trên cổ phiếu (EPS) trong khi quy mô công ty không có ảnh hưởng tới ROA, ROE nhưng có ảnh hưởng cùng chiều với EPS. **Từ khóa:** dòng tiền, hoạt động kinh doanh, hoạt động đầu tư, hoạt động tài chính, sinh lợi. **Mã JEL:** G31, M41, M48.

The impact of cash flows on firm's performance of listed companies on Ho Chi Minh Stock Exchange

Abstract:

This research investigates the effect of cash inflows and cash outflows from operating, investing and financing activities on firm performance of 287 non-financial listed companies on the Ho Chi Minh Stock Exchange (HOSE) during period from 2009 to 2018. The random effects model (REM), fixed effects model (FEM) and adjusted model (AM) were deployed to analyze data. The results show that net cash flows from operating activities, cash receipts and payments from investing and financing activities have positive effects on return on assets (ROA), return on equity (ROE) and earnings per share (EPS). In addition, financial leverage negatively affects ROA, ROE and EPS while company size has not shown statistically significant impact on ROA, ROE but has positively impact on EPS.

Keywords: Cash flows, operating activities, investing activities, financing activities, profitability
JEL code: G31, M41, M48.

1. Giới thiệu

Báo cáo tài chính là bức tranh phản ánh khái quát tình hình tài chính, kết quả hoạt động kinh doanh, dòng tiền vào ra của doanh nghiệp tại một thời điểm và trong một thời kỳ lập báo cáo. Tính hữu ích của thông tin trên báo cáo tài chính không chỉ phụ thuộc

vào chất lượng của báo cáo tài chính mà còn phụ thuộc vào cách thức khai thác thông tin của các đối tượng sử dụng báo cáo tài chính. Các báo cáo tài chính luôn có mối liên hệ mật thiết với nhau và khi phân tích báo cáo tài chính cần phải kết hợp các thông tin lại để đưa ra các nhận định xác thực và hợp

lý. Trong các báo cáo tài chính mà các doanh nghiệp Việt Nam đang công bố thì báo cáo lưu chuyển tiền tệ cung cấp thông tin về luồng tiền tại doanh nghiệp và ngày càng chiếm vị trí quan trọng (Nguyễn Hữu Ánh & Nguyễn Thanh Hiếu, 2014). Đặc biệt trong bối cảnh hiện nay, khi mà nhiều doanh nghiệp báo cáo lãi nhưng vẫn mất khả năng thanh toán do thiếu tiền mặt để chi trả các khoản nợ đến hạn. Nhà đầu tư cần quan tâm hơn tới các cấu phần của báo cáo lưu chuyển tiền tệ: tiền thu vào của hoạt động và tiền chi ra cho hoạt động cũng như ảnh hưởng của hoạt động thu, chi tiền này tới hiệu quả hoạt động kinh doanh ra sao. Đây là điều rất quan trọng nhưng hiện tại chưa có nhiều nghiên cứu chỉ ra bằng chứng thực nghiệm về mối liên hệ giữa các thành phần dòng tiền và hiệu quả hoạt động kinh doanh.

Các nghiên cứu đã thực hiện tới nay về vấn đề này chưa thống nhất được chiều ảnh hưởng của dòng tiền tới kết quả hoạt động kinh doanh và phạm vi nghiên cứu chỉ giới hạn trong một ngành nghề cụ thể mà chưa mang tính bao quát. Konak (2018) chỉ ra rằng dòng tiền từ hoạt động kinh doanh có ảnh hưởng cùng chiều đến ROA, nhưng dòng tiền từ hoạt động đầu tư và hoạt động tài chính lại có ảnh hưởng ngược chiều lên ROA; còn nghiên cứu của Nwakaego & cộng sự (2015) cho rằng dòng tiền từ hoạt động kinh doanh và hoạt động tài chính có ảnh hưởng thuận chiều đến ROA nhưng dòng tiền từ hoạt động đầu tư có ảnh hưởng ngược chiều tới ROA. Ngoài ra, các nghiên cứu chỉ đề cập đến một ngành cụ thể: nghiên cứu của Nwakaego & cộng sự (2015) tại các công ty thực phẩm và đồ uống ở Nigeria; nghiên cứu của Konak (2018) tại ngành công nghiệp; nghiên cứu của Ogbeide & Akanji (2017) trong ngành bảo hiểm. Các nghiên cứu trên quy mô lớn, bao trùm nhiều lĩnh vực kinh doanh còn khá khiêm tốn.

Do vậy, nghiên cứu ảnh hưởng của các thành phần thông tin của dòng tiền trên báo cáo lưu chuyển tiền tệ ảnh hưởng tới hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam có ý nghĩa cả về mặt lý luận và thực tiễn khi hầu hết các nghiên cứu được thực hiện ở nước ngoài là chủ yếu, ở Việt Nam vấn đề này chưa được nghiên cứu một cách toàn diện và có hệ thống trong những năm gần đây.

Kết cấu bài viết gồm 5 phần: Sau phần giới thiệu, tác giả sẽ trình bày tổng quan nghiên cứu ở phần 2, giới thiệu phương pháp nghiên cứu ở phần 3, kết quả

nghiên cứu thực nghiệm được trình bày trong phần 4, cuối cùng thảo luận kết quả và khuyến nghị được trình bày ở phần 5.

2. Tổng quan nghiên cứu

Các nghiên cứu về dòng tiền, mối quan hệ giữa dòng tiền và hiệu quả hoạt động kinh doanh ở các bối cảnh nghiên cứu khác nhau và thời gian nghiên cứu khác nhau đã có sự kế thừa và bổ sung cho nhau ở phương pháp nghiên cứu và cả kết quả nghiên cứu. Các kết quả nghiên cứu chủ yếu trong những năm gần đây như sau:

Nguyễn Hữu Ánh & Nguyễn Thanh Hiếu (2015) đã thực hiện một nghiên cứu thực nghiệm để dự báo dòng tiền từ hoạt động kinh doanh cho các công ty phi tài chính niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh với bộ dữ liệu nghiên cứu bao gồm 276 công ty niêm yết trong giai đoạn từ năm 2007 - 2014. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng mô hình dự báo dòng tiền từ hoạt động kinh doanh trên cơ sở lợi nhuận có khả năng dự báo tốt hơn mô hình trên cơ sở dòng tiền quá khứ. Tuy nhiên, nghiên cứu này chỉ giới hạn ở dòng tiền từ hoạt động kinh doanh mà chưa tính đến dòng tiền từ hoạt động đầu tư hay hoạt động tài chính. Ngoài ra, nghiên cứu này tập trung vào tác động của lợi nhuận tới dòng tiền từ hoạt động kinh doanh mà chưa nghiên cứu tác động của ngược lại của dòng tiền từ hoạt động kinh doanh tới các chỉ tiêu khác thể hiện hiệu quả hoạt động kinh doanh (ngoài lợi nhuận) như ROA, ROE, EPS.

Frank & James (2014) đã nghiên cứu mối quan hệ giữa dòng tiền từ hoạt động kinh doanh, hoạt động đầu tư, hoạt động tài chính với lợi nhuận trên tổng tài sản (ROTA) với bộ dữ liệu được lấy từ báo cáo tài chính năm của 6 công ty thực phẩm và đồ uống được niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán Nigeria giai đoạn 2007 - 2011. Kết quả nghiên cứu cho thấy có tồn tại một mối quan hệ ngược chiều giữa dòng tiền từ hoạt động đầu tư và ROTA nhưng mối quan hệ giữa dòng tiền từ hoạt động kinh doanh và dòng tiền từ hoạt động tài chính với ROTA là cùng chiều.

Gheshlaghi & cộng sự (2014) đã nghiên cứu ảnh hưởng của các thành phần dòng tiền trên báo cáo lưu chuyển tiền tệ tới hiệu quả kinh doanh (đo lường bằng ROA) của 138 công ty niêm yết trên Sàn giao dịch chứng khoán Tehran cho giai đoạn 5 năm từ năm 2008 tới năm 2012. Các biến độc lập bao gồm: dòng tiền từ hoạt động kinh doanh, tiền mặt thu được từ cho vay kết hợp với tiền mặt dùng để chi lãi

trả vay, tiền mặt dùng để thanh toán thuế thu nhập, dòng tiền từ hoạt động đầu tư và dòng tiền từ hoạt động tài chính. Kết quả nghiên cứu cho thấy có mối quan hệ nghịch giữa hiệu quả kinh doanh với: dòng tiền thu từ cho vay kết hợp với dòng tiền chi trả lãi trả vay; tiền mặt đã chi thanh toán thuế thu nhập và dòng tiền từ hoạt động đầu tư. Ngoài ra, các tác giả không tìm thấy mối quan hệ giữa hiệu quả hoạt động kinh doanh với dòng tiền từ hoạt động kinh doanh và hoạt động tài chính. Kết quả nghiên cứu cũng cho thấy quy mô doanh nghiệp có tác động tích cực đến hiệu quả kinh doanh trong khi tỷ lệ tổng nợ trên tổng tài sản có tác động ngược chiều đến kết quả kinh doanh. Điều đó cho thấy rằng, các công ty niêm yết của Iran có tỷ lệ nợ cao hoạt động không hiệu quả.

Nwakaego & cộng sự (2015) xem xét ảnh hưởng của dòng tiền đến hiệu quả hoạt động của các công ty trong ngành thực phẩm và đồ uống của Nigeria với mẫu nghiên cứu gồm 6 công ty của được niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán Nigeria. Dữ liệu được lấy từ các báo cáo và tài khoản hàng năm của các công ty. Các dữ liệu được phân tích bằng kỹ thuật hồi quy bội. Kết quả nghiên cứu cho thấy rằng: dòng tiền hoạt động kinh doanh và dòng tiền từ hoạt động tài chính có tác động tích cực đáng kể đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp trong lĩnh vực thực phẩm và đồ uống ở Nigeria. Ngoài ra, kết quả nghiên cứu cũng chỉ ra rằng dòng tiền từ hoạt động đầu tư có mối quan hệ ngược chiều tới hiệu quả hoạt động của công ty. Các tác giả nghiên cứu khuyến nghị rằng các kiểm toán viên cần sử dụng các tỷ lệ dòng tiền trong việc đánh giá hiệu quả hoạt động của công ty trước khi đưa ra ý kiến liên quan tới tính độc lập về tài chính của công ty. Bên cạnh đó, thông tin dòng tiền cũng là thông tin giúp các nhà đầu tư đưa ra quyết định hợp lý.

Liman & Mohammed (2018) khảo sát tác động của dòng tiền hoạt động kinh doanh đến hiệu quả tài chính của các công ty Tập đoàn niêm yết ở Nigeria trong khoảng thời gian 10 năm (2005 đến 2014) sử dụng dữ liệu thứ cấp được thu thập từ Báo cáo tài chính và tài khoản hàng năm của các công ty. Dữ liệu được phân tích bằng thống kê mô tả, phân tích tương quan cũng như các kỹ thuật hồi quy để xác định sự thay đổi trong hiệu quả tài chính do sự thay đổi trong dòng tiền hoạt động. Một kỹ thuật hồi quy dữ liệu bằng OLS và REM đã được áp dụng để ước lượng các mô hình nghiên cứu. Kết quả cho thấy tác động tích cực và không đáng kể giữa dòng tiền

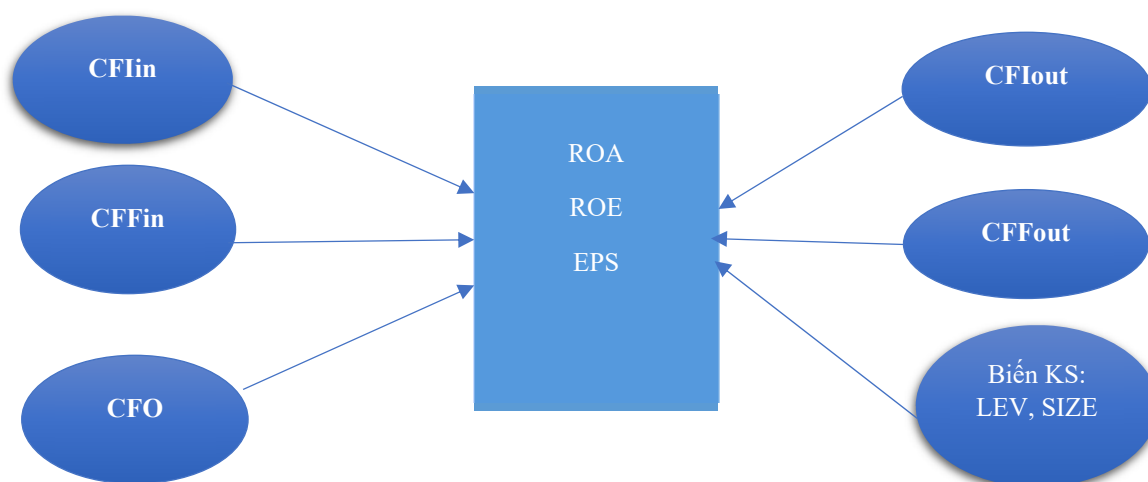
từ hoạt động kinh doanh và ROA. Tuy nhiên, tác giả đã chỉ ra tác động tích cực và có ý nghĩa thống kê giữa dòng tiền từ hoạt động kinh doanh và ROE. Kiểm soát: Quy mô công ty có ảnh hưởng cùng chiều ROA, đòn bẩy tài chính có ảnh hưởng ngược chiều với ROA. Trái lại, cả quy mô công ty và đòn bẩy tài chính đều có ảnh hưởng cùng chiều với ROE nhưng quan hệ này ít có ý nghĩa thống kê. Nghiên cứu khuyến nghị rằng các Tập đoàn niêm yết ở Nigeria không nên phụ thuộc nhiều vào đòn bẩy tài chính vì đòn bẩy sử dụng quá mức có tác động tiêu cực đến hiệu quả tài chính và tăng nguy cơ phá sản. Các công ty này nên thiết lập một chính sách để giữ chi phí phá sản ở mức thấp hơn và cũng cần quản lý hiệu quả chi phí để tăng hiệu quả tài chính.

Ni & cộng sự (2019) đã nghiên cứu tác động của dòng tiền đến giá trị doanh nghiệp đo lường bằng Tobin'Q của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Đài Loan trong giai đoạn 2005 - 2014. Các tỷ suất tài chính sử dụng dựa trên dòng tiền từ hoạt động kinh doanh, hoạt động đầu tư, hoạt động tài chính được đưa vào mô hình để kiểm tra ảnh hưởng của các yếu tố này đến giá trị doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu trên mẫu 7598 quan sát của công ty cho thấy dòng tiền chi ra cho hoạt động kinh doanh, dòng tiền thu vào từ hoạt động tài chính và dòng tiền chi ra cho hoạt động đầu tư có tác động tích cực đến giá trị doanh nghiệp. Kết quả của nghiên cứu này rất thú vị vì tác động của dòng tiền đến giá trị doanh nghiệp ít được thảo luận và người ta thường cho rằng dòng tiền từ hoạt động kinh doanh được coi là có ảnh hưởng tốt đến giá trị doanh nghiệp. Tuy nhiên, bằng chứng thực nghiệm trong nghiên cứu này cho thấy kết quả hoàn toàn trái ngược. Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh có tác động ngược lại đến giá trị của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Đài Loan.

Sau khi tổng quan các nghiên cứu, bài viết rút ra một số khoảng trống nghiên cứu như sau:

Thứ nhất, hầu hết các nghiên cứu sử dụng thước đo hiệu quả kinh doanh thông qua hoặc chỉ tiêu lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA) hoặc chỉ tiêu lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE), rất ít nghiên cứu kết hợp cả hai chỉ tiêu ROA và ROE hoặc sử dụng chỉ tiêu Lãi trên cổ phiếu (EPS). Việc nghiên cứu ảnh hưởng của dòng tiền tới đồng thời các chỉ tiêu phản ánh hiệu quả kinh doanh như ROA, ROE và EPS chắc chắn sẽ cung cấp thông tin trọn vẹn hơn

Hình 1: Mô hình nghiên cứu



cho các đối tượng quan tâm.

Thứ hai, các nghiên cứu đã thực hiện hầu như chỉ nghiên cứu ảnh hưởng của dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh, hoạt động đầu tư, hoạt động tài chính tới hiệu quả kinh doanh mà rất hiếm khi phân tách các thành phần dòng tiền thu vào và chi ra ở từng hoạt động để đưa ra nhận định xác thực hơn về ảnh hưởng của dòng tiền tới hiệu quả kinh doanh bởi lẽ khi sử dụng thông tin dòng tiền thuần thì chúng ta đã triệt tiêu ảnh hưởng của số tiền thu vào và số tiền chi ra tới hiệu quả hoạt động kinh doanh.

Thứ ba, tổng quan nghiên cứu chỉ ra rằng hầu hết các nghiên cứu được thực hiện ở nhiều nước trên thế giới như nghiên cứu của Ni & cộng sự (2019) ở Đài Loan, nghiên cứu của Liman & Mohammed (2018) ở Nigeria nhưng nghiên cứu ở Việt nam còn rất hạn chế, đặc biệt trong những năm gần đây.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Mô hình và giả thuyết nghiên cứu

Như phần tổng quan đã rút ra nhận xét, để bổ sung thêm bằng chứng thực nghiệm về ảnh hưởng của dòng tiền tới hiệu quả hoạt động kinh doanh, nghiên cứu này sử dụng ROA, ROE và EPS đo lường hiệu quả kinh doanh như một số nghiên cứu đã sử dụng (Nguyễn Thanh Hiếu & Nguyễn Thúy Hương, 2018). Dòng tiền được sử dụng trong nghiên cứu này là các thành phần của dòng tiền: Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh (CFO), Dòng tiền thu vào của hoạt động đầu tư (CFI-in), dòng tiền chi ra cho hoạt động đầu tư (CFI-out), Dòng tiền thu vào của hoạt động tài chính (CFF-in), Dòng tiền chi ra cho hoạt động tài chính (CFF-out). Mô hình nghiên cứu được mô tả ở Hình 1.

Mô hình ROA:

$$ROA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CFO_{i,t} + \alpha_2 CFI_{in,i,t} + \alpha_3 CFF_{in,i,t} + \alpha_4 CFI_{out,i,t} + \alpha_5 CFF_{out,i,t} + \alpha_6 LEV + \alpha_7 SIZE + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Bảng 1: Mô tả mẫu nghiên cứu theo ngành

Ngành	Số lượng doanh nghiệp	Tỷ trọng (%)
Công nghiệp	105	36,58
Dược phẩm và Y tế	14	4,87
Dịch vụ Tiêu dùng	26	9,09
Hàng Tiêu dùng	64	22,29
Nguyên vật liệu	50	17,42
Tiện ích Cộng đồng	28	9,75
Tổng cộng	287	100%

Nguồn: Tác giả tổng hợp.

Mô hình ROE:

$$ROE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CFO_{i,t} + \beta_2 CFI_{i,t} + \beta_3 CFF_{i,t} + \beta_4 CFI_{out,i,t} + \beta_5 CFF_{out,i,t} + \beta_6 LEV + \beta_7 SIZE + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Mô hình EPS:

$$EPS_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CFO_{i,t} + \beta_2 CFI_{i,t} + \beta_3 CFF_{i,t} + \beta_4 CFI_{out,i,t} + \beta_5 CFF_{out,i,t} + \beta_6 LEV + \beta_7 SIZE + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

Căn cứ vào tổng quan nghiên cứu, tác giả đề xuất các giả thuyết nghiên cứu như sau:

Giả thuyết 1: Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh, dòng tiền thu vào từ hoạt động đầu tư, dòng tiền chi ra cho hoạt động đầu tư, dòng tiền thu vào từ hoạt động tài chính và dòng tiền chi ra cho hoạt động tài chính có ảnh hưởng cùng chiều tới ROA của các công ty niêm yết trên HOSE.

Giả thuyết 2: Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh, dòng tiền thu vào từ hoạt động đầu tư, dòng tiền chi ra cho hoạt động đầu tư, dòng tiền thu

vào từ hoạt động tài chính và dòng tiền chi ra cho hoạt động tài chính có ảnh hưởng cùng chiều tới ROE của các công ty niêm yết trên HOSE.

Giả thuyết 3: Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh, dòng tiền thu vào từ hoạt động đầu tư, dòng tiền chi ra cho hoạt động đầu tư, dòng tiền thu vào từ hoạt động tài chính và dòng tiền chi ra cho hoạt động tài chính có ảnh hưởng cùng chiều tới EPS của các công ty niêm yết trên HOSE.

3.2. Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu nghiên cứu được thu thập từ báo cáo tài chính của 287 công ty phi tài chính niêm yết trên HOSE trong 10 năm từ năm 2009 đến năm 2018. Các công ty được chia theo ngành như trình bày tại Bảng 1.

Các biến và cách đo lường giá trị các biến trong mô hình nghiên cứu được mô tả ở Bảng 2.

Bảng 2: Đo lường các biến trong mô hình

Ký hiệu	Tên biến	Phương pháp đo lường
ROE	Tỷ suất sinh lợi trên VCSH	Lợi nhuận sau thuế/Vốn chủ sở hữu
ROA	Tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản	Lợi nhuận sau thuế/ Tổng tài sản
EPS	Lãi trên cổ phiếu	(Lợi nhuận sau thuế – Cổ tức của cổ phiếu ưu đãi)/Số lượng cổ phiếu phổ thông lưu hành bình quân năm
CFO	Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh	Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh ở Mã số 20 trên Báo cáo lưu chuyển tiền tệ theo Mẫu B03-DN, ban hành theo quy định của Bộ Tài Chính (2014).
CFIn	Dòng tiền thu vào từ hoạt động đầu tư	Giá trị tiền thu vào ở hoạt động đầu tư ở Mã số 22 + 24 + 26 + 27 trên Báo cáo lưu chuyển tiền tệ theo Mẫu B03-DN, ban hành theo quy định của Bộ Tài Chính (2014).
CFIout	Dòng tiền chi ra cho hoạt động đầu tư	Giá trị tiền chi ra cho hoạt động đầu tư, ở Mã số 21 + 23 + 25 trên Báo cáo lưu chuyển tiền tệ theo Mẫu B03-DN, ban hành theo quy định của Bộ Tài Chính (2014).
CFFin	Dòng tiền thu vào từ hoạt động tài chính	Giá trị tiền thu vào ở hoạt động, ở Mã số 31 + 33 trên Báo cáo lưu chuyển tiền tệ theo Mẫu B03-DN, ban hành theo quy định của Bộ Tài Chính (2014).
CFFout	Dòng tiền chi ra cho hoạt động tài chính	Giá trị tiền chi ra cho hoạt động ở mã số 32 + 34 + 35 + 36 trên Báo cáo lưu chuyển tiền tệ theo Mẫu B03-DN, ban hành theo quy định của Bộ Tài Chính (2014).
LEV	Đòn bẩy tài chính	Tổng nợ phải trả/Tổng tài sản
SIZE	Quy mô công ty	Ln (Tổng tài sản)

Nguồn: Tác giả nghiên cứu, tổng hợp.

Bảng 3: Thống kê mô tả dữ liệu

Tên biến	Trung bình	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
ROA	0,072	-0,625	0,743
ROE	0,139	-1,687	3,276
EPS	3.065,380	-11.900	990.000
LEV	0,238	0.000	0,880
TTS	3.450.000.000.000	997.000.000	102.000.000.000.000
SIZE	27,766	20,720	32,254
CFIn	420.000.000.000	-766.000.000.000	103.000.000.000.000
CFIout	-671.000.000.000	-122.000.000.000	573.000.000.000
CFFin	1.550.000.000.000	-1.560.000	69.600.000.000.000
CFFout	-1.520.000.000.000	572.000.000.000	68.200.000.000
CFO	231.000.000.000	-4.930.000.000.000	18.000.000.000.000

Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu của tác giả.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Thống kê mô tả

Kết quả thống kê mô tả ở Bảng 3 cho thấy: các công ty phi tài chính niêm yết trên HOSE trong giai đoạn nghiên cứu (2009 - 2018) có giá trị trung bình của ROA là 7,2%, ROE là 13,9%, EPS là 3.065 đồng/cổ phiếu, tỷ lệ nợ chiếm 23,8% tổng giá trị tài sản, tổng tài sản bình quân là 3.450 tỷ VND. Đồng thời, trung bình giá trị tiền thu vào từ hoạt động đầu tư là 420 tỷ VND, chi ra cho hoạt động đầu tư là 671 tỷ VND, giá trị dòng tiền thu vào từ hoạt động tài chính là 1.550 tỷ VND, chi ra cho hoạt động tài chính là 1.520 tỷ VND, lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh là 2.310 tỷ VND.

4.2. Ma trận tương quan giữa các biến

Kết quả phân tích tương quan ở Bảng 4 có thể nhận thấy các biến độc lập trong mô hình CFO, CFIn, CFIout, CFFin, CFFout, LEV, SIZE có mối liên hệ chặt chẽ với biến phụ thuộc trong mô hình

(ROA, ROE, EPS). Qua Bảng 4 có thể thấy CFO có quan hệ cùng chiều với ROA, ROE và EPS (thể hiện ở hệ số tương quan giữa CFO và ROA, ROE, EPS lần lượt là 0,402; 0,22 và 0,171). Về chiều của mối quan hệ giữa CFI và CFF với ROA, ROE, EPS sẽ được trình bày cụ thể ở phần kết quả hồi quy ở Mục 4.3.

4.3. Kết quả hồi quy

4.3.1. Kết quả hồi quy mô hình ROA

Trước hết, tác giả kiểm định để lựa chọn mô hình REM hay FEM là phù hợp. Tác giả đã dùng kiểm định Hausman và đã cho giá trị p-value của kiểm định Hausman < 0.00 (xem Bảng 5), như vậy khẳng định mô hình FEM phù hợp hơn mô hình REM. Tiếp đó, tác giả đã thực hiện các kiểm định để đảm bảo mô hình FEM tuân thủ các giả thiết hồi quy. Kết quả kiểm định tự tương quan (Autocorrelation) với giả thiết Ho: mô hình không có tự tương quan, H1: mô hình có tự tương quan, giá trị p-value thu được =

Bảng 4: Ma trận tương quan giữa các biến

	ROA	ROE	EPS	CFO	CFIn	CFIout	CFFin	CFFout	LEV	SIZE
ROA	1									
ROE	0,764*	1								
EPS	0,518*	0,630*	1							
CFO	0,402*	0,220*	0,171*	1						
CFIn	0,305*	0,144*	0,132*	0,103*	1					
CFIout	-0,319*	-0,163*	-0,141*	-0,170*	-0,925*	1				
CFFin	-0,212*	-0,046*	-0,047*	-0,211*	-0,084*	0,091*	1			
CFFout	0,152*	0,024	0,024	0,059*	0,049*	-0,100*	-0,971*	1		
LEV	-0,434*	-0,183*	-0,168*	-0,263*	-0,163*	0,129*	0,503*	-0,442*	1	
SIZE	-0,109*	-0,002	0,020	-0,061*	-0,054*	0,026	0,032	-0,014	0,330*	1

Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu của tác giả.

Bảng 5: Kết quả hồi quy mô hình ROA

ROA	FEM	REM	Mô hình hiệu chỉnh
CFO	0,0695***	0,107***	0,0695**
CFIin	0,0481***	0,0512***	0,0481***
CFIout	0,0329**	0,0203	0,0329***
CFFin	0,0707***	0,0639***	0,0707***
CFFout	0,0762***	0,0656***	0,0762***
LEV	-0,150***	-0,159***	-0,150***
SIZE	-0,00511**	-0,00136	-0,00511
Constant	0,261***	0,151***	0,261
Observations	2.591	2.591	2.591
Number of i	287	287	287
Hausman test		0.000	
Autocorrelation	0,9370		
Heteroskedasticity	0.000		

Ghi chú: *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu của tác giả.

0,937 do đó chấp nhận H_0 nên khẳng định mô hình không có tự tương quan. Kết quả kiểm định phương sai sai số thay đổi (Heteroskedasticity) với giả thiết H_0 : phương sai đồng đều, H_1 : phương sai thay đổi có giá trị p-value thu được là 0.000 điều đó có nghĩa bác bỏ H_0 nên cho biết mô hình đang có khuyết tật do phương sai sai số thay đổi. Như vậy, mô hình FEM đã gặp phải khuyết tật phương sai sai số thay đổi. Theo nghiên cứu của Driscoll & Kraay (1998), để khắc phục khuyết tật đã phát hiện của mô hình FEM, tác giả đã sử dụng mô hình hiệu chỉnh và kết quả tổng hợp được trình bày ở Bảng 5.

Kết quả hồi quy mô hình ROA ở Bảng 5 cho thấy: CFO có ảnh hưởng cùng chiều với ROA (hệ số hồi

quy thu được là 0,0695). Đồng thời, cả dòng tiền thu vào từ hoạt động đầu tư và dòng tiền chi ra cho hoạt động đầu tư đều có ảnh hưởng cùng chiều với ROA (hồi quy thu được là 0,0481 và 0,0329). Như vậy, các doanh nghiệp chi tiền đầu tư ra bên ngoài và chi tiền để mua sắm tài sản cố định nhiều sẽ ảnh hưởng tích cực tới kết quả kinh doanh (ROA). Đồng thời, các công ty có nguồn thu lãi từ hoạt động đầu tư tốt cũng sẽ có ảnh hưởng tích cực tới kết quả kinh doanh (ROA). Bên cạnh đó, dòng tiền thu vào từ hoạt động tài chính và dòng tiền chi ra cho hoạt động tài chính đều có ảnh hưởng cùng chiều với ROA (hồi quy thu được là 0,0707 và 0,0762). Điều này có nghĩa là các công ty huy động được nhiều vốn vay hoặc vốn từ

Bảng 6: Kết quả hồi quy mô hình ROE

ROA	FEM	REM	Mô hình hiệu chỉnh
CFO	0,0996***	0,206***	0,0996**
CFIin	0,0969**	0,108***	0,0969***
CFIout	0,0696*	0,0643*	0,0696***
CFFin	0,131***	0,155***	0,131***
CFFout	0,145***	0,145***	0,145***
LEV	-0,155***	-0,166***	-0,155***
SIZE	-0,0157***	0,00345	-0,0157
Constant	0,633***	0,0816	0,633
Observations	2.591	2.591	2.591
Number of i	287	287	287
Hausman test		0.000	
Autocorrelation	0.0000		
Heteroskedasticity	0.000		

Ghi chú: *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu của tác giả.

Bảng 7: Kết quả hồi quy mô hình EPS

EPS	FEM	REM	Mô hình hiệu chỉnh
CFO	865,4	2.689***	5.640***
CFIn	680,9	1.215	1.670
CFIout	-441,8	-29,43	67,14
CFFin	-568,0	620,8	2.300**
CFFout	382,8	786,6	1.724
LEV	-1.319	-2.735***	-4.768***
SIZE	-780,8***	-69,99	340,7***
Constant	25.423***	5.460*	-5.991***
Observations	2.591	2.591	2.591
Number of i	287	287	287
Hausman test		0.000	
Autocorrelation	0.0000		
Heteroskedasticity	0.000		

Ghi chú: *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu của tác giả.

phát hành cổ phiếu, trái phiếu (dòng tiền thu vào của hoạt động tài chính) sẽ có cơ hội kinh doanh và có ảnh hưởng tích cực tới hiệu quả kinh doanh (ROA). Đồng thời, kết quả nghiên cứu cũng chỉ ra rằng: số tiền doanh nghiệp chi ra để trả cổ tức hoặc hoàn trả vốn vay (tiền chi ra cho hoạt động tài chính) càng cao thì tại các doanh nghiệp này ROA sẽ càng cao.

4.3.2. Kết quả hồi quy mô hình ROE

Trước khi phân tích kết quả hồi quy, tác giả cũng thực hiện kiểm định lựa chọn mô hình và kiểm tra liệu mô hình có vi phạm các giả thuyết hồi quy (như tự tương quan và phương sai sai số thay đổi ...) như đối với mô hình ROA. Kết quả cũng cho thấy, việc sử dụng mô hình hiệu chỉnh là phù hợp để trình bày kết quả nghiên cứu mô hình ROE.

Qua kết quả hồi quy thu được ở Bảng 6, CFO, CFIn, CFIout, CFFin và CFFout đều có ảnh hưởng cùng chiều tới ROE. Các hệ số hồi quy thu được từ mô hình hiệu chỉnh đều dương và nhận các giá trị tương ứng là 0,0996; 0,0969; 0,0696; 0,131 và 0,145. Đồng thời, kết quả cũng cho thấy LEV có ảnh hưởng ngược chiều với ROA và mối quan hệ này có ý nghĩa thống kê. Trái lại, quy mô công ty SIZE không thể hiện có quan hệ với ROA.

4.3.3 Kết quả hồi quy mô hình EPS

Kết quả kiểm định lựa chọn REM hay FEM là phù hợp (Hausman Test) cũng cho thấy mô hình FEM là phù hợp (do $p\text{-value} < 0.00$). Tuy nhiên, kết quả kiểm định có tự tương quan và hiện tượng phương sai sai số thay đổi được khẳng định có xuất hiện trong mô hình FEM (do kiểm định về Autocorrelation có

$p\text{-value} < 0.00$ và kiểm định về Heteroskedasticity có $p\text{-value} < 0.000$), vì vậy, để khắc phục các khuyết tật này, tác giả đã sử dụng mô hình hiệu chỉnh. Kết quả mô hình hiệu chỉnh ở Bảng 7 cho thấy CFO có quan hệ cùng chiều với EPS (hệ số hồi quy thu được là 5.640). Trái lại, CFIn, CFIout, CFFout có quan hệ cùng chiều với EPS (các hệ số hồi quy thu được dương là 1,67; 67,14 và 1,724) nhưng mối quan hệ này ít có ý nghĩa thống kê ở mức 10%. Điều đó có nghĩa là dòng tiền thu vào hay chi ra cho hoạt động đầu tư và tiền chi ra để trả cổ tức hay trả gốc vay (của hoạt động tài chính) không có ảnh hưởng đáng kể tới EPS (lãi trên cổ phiếu). Ngược lại, CFFin lại có ảnh hưởng tích cực và có ý nghĩa tới EPS. Dòng tiền thu vào từ hoạt động tài chính có ảnh hưởng thuận chiều với EPS. Điều này cho thấy, khi doanh nghiệp huy động được vốn từ thị trường sẽ có tác động tích cực tới lãi trên cổ phiếu. Thêm vào đó, kết quả nghiên cứu cũng chỉ ra rằng, đòn bẩy tài chính có ảnh hưởng ngược chiều với EPS và quy mô công ty có ảnh hưởng cùng chiều với EPS.

5. Thảo luận kết quả và khuyến nghị

5.1. Thảo luận kết quả nghiên cứu

5.1.1. Đối với mô hình ROA

Kết quả nghiên cứu đã chỉ ra rằng: CFO có ảnh hưởng tích cực tới ROA (hệ số hồi quy dương là 0,0695), kết quả nghiên cứu này thống nhất với nghiên cứu của Frank & James (2014); Ogbuide & Akanji (2017) và Konak (2018). Các tác giả đều phát hiện ra rằng dòng tiền từ hoạt động kinh doanh có ảnh hưởng tích cực đến ROA. Đồng thời, bằng

chúng từ nghiên cứu này cũng cho thấy CFI_{in}, CFI_{out}, CFF_{in}, CFF_{out} đều có ảnh hưởng tích cực tới ROA (hệ số hồi quy dương là 0,0481; 0,0329; 0,0707 và 0,0762), kết quả nghiên cứu này phù hợp với kết quả nghiên cứu của Nwakaego & cộng sự (2015) khi các tác giả đã khẳng định dòng tiền thuần từ hoạt động tài chính có ảnh hưởng tích cực tới ROA. Tuy nhiên, theo Nwakaego & cộng sự (2015), dòng tiền thuần từ hoạt động đầu tư lại ảnh hưởng ngược chiều với ROA. Sự khác biệt về kết quả nghiên cứu có thể do tác giả chỉ nghiên cứu giá trị dòng tiền thuần từ hoạt động mà không nghiên cứu riêng dòng tiền thu vào và dòng tiền chi ra cụ thể cho từng hoạt động như nghiên cứu này. Với kết quả nghiên cứu này, chúng ta khẳng định giả thuyết nghiên cứu thứ nhất được chấp nhận.

5.1.2. Đối với mô hình ROE

Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng CFO, CFI_{in}, CFI_{out}, CFF_{in}, CFF_{out} đều có ảnh hưởng tích cực tới ROE (hệ số hồi quy thu được là dương và nhận các giá trị là 0,996; 0,0969; 0,0696; 0,131 và 0,145), kết quả nghiên cứu này thống nhất với kết quả nghiên cứu của hầu hết các nghiên cứu đã thực hiện như Liman & Mohammed (2018). Tuy nhiên, theo nghiên cứu của Soet & cộng sự (2018), lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động tài chính và hoạt động đầu tư đều có ảnh hưởng ngược chiều với ROE. Sự khác biệt về kết quả nghiên cứu là do các tác giả nghiên cứu mẫu doanh nghiệp là các quỹ tương hỗ tại Kenya trong giai đoạn từ 2011 đến 2016 vì thế có sự khác nhau về cả phạm vi nghiên cứu lẫn bối cảnh nghiên cứu với nghiên cứu này tại Việt Nam nên chắc chắn kết quả nghiên cứu không thể nhất quán với nhau. Như vậy, đây là bằng chứng thực nghiệm cho chúng ta khẳng định giả thuyết nghiên cứu thứ hai được chấp nhận.

5.1.3. Đối với mô hình EPS

Kết quả nghiên cứu cũng khẳng định có mối quan hệ cùng chiều giữa CFO, CFF_{in} và EPS (hệ số hồi quy thu được nhận giá trị dương là 5,64 và 2,3). Ảnh hưởng của CFI_{in}, CFI_{out}, CFF_{in}, CFF_{out} tới EPS dương nhưng ít có ý nghĩa thống kê ở mức 10%. Kết quả nghiên cứu này tương đồng với kết quả nghiên cứu của Abualrob & Maswadeh (2020) khi các tác giả nghiên cứu ảnh hưởng của các tỷ suất tài chính có sử dụng dòng tiền từ hoạt động kinh doanh tới EPS của các ngân hàng tại Jordan. Dựa trên kết quả nghiên cứu này, chúng ta kết luận giả thuyết nghiên

cứu thứ ba được chấp nhận.

5.2. Một số khuyến nghị

5.2.1. Đối với doanh nghiệp

Kết quả thu được từ nghiên cứu này đã chỉ ra rằng giá trị lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh có ảnh hưởng tích cực tới tất cả các thước đo hiệu quả hoạt động kinh doanh trong doanh nghiệp (ROA, ROE, EPS). Hoạt động kinh doanh là hoạt động chính của doanh nghiệp. Để tăng giá trị lưu chuyển tiền từ hoạt động kinh doanh thì các nhà quản lý doanh nghiệp cần tập trung đẩy mạnh tiêu thụ sản phẩm, hàng hóa, cung cấp dịch vụ cũng như xúc tiến thu tiền từ các hoạt động này.

5.2.2. Đối với các nhà đầu tư

Để đưa ra quyết định đầu tư, các chỉ tiêu đo lường hiệu quả hoạt động kinh doanh cần được đề cập tới là ROA, ROE. Bên cạnh đó, các nhà đầu tư cần nhận định được yếu tố tác động tích cực tới các chỉ tiêu này. Kết quả nghiên cứu của bài viết này đã chỉ ra rằng có mối quan hệ tích cực giữa lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh, dòng tiền thu vào và chi ra cho hoạt động tài chính, hoạt động đầu tư với ROA và ROE. Điều này cho thấy tại các doanh nghiệp có sự vận động của dòng tiền lớn (dù là dòng tiền thu vào hay chi ra) đều là các dấu hiệu tốt cho thấy kết quả kinh doanh tốt và các nhà đầu tư không nên bỏ qua các cơ hội đầu tư vào các doanh nghiệp này.

6. Kết luận

Bài viết này đã thực hiện khảo sát ảnh hưởng của các thành phần dòng tiền tới hiệu quả hoạt động kinh doanh của các công ty phi tài chính niêm yết trên HOSE ở Việt Nam. Đóng góp mới của nghiên cứu này đó là ở nhân tố nghiên cứu và bối cảnh nghiên cứu mới. Tác giả đã khai thác cả giá trị dòng tiền vào và dòng tiền ra cho các hoạt động đầu tư và tài chính trong doanh nghiệp và xem xét ảnh hưởng của dòng tiền tới hiệu quả kinh doanh một cách toàn diện bằng nhiều chỉ tiêu đánh giá từ ROA, ROE và EPS tại bối cảnh một đất nước có nền kinh tế đang phát triển tại Châu Á. Các nghiên cứu trong tương lai có thể sử dụng kết quả nghiên cứu này và có thể bổ sung thêm việc phân tích theo từng nhóm ngành nghề hoạt động kinh doanh bởi rất có thể sự khác biệt về ngành nghề kinh doanh sẽ dẫn tới các kết quả nghiên cứu mới nhằm làm phong phú thêm chủ đề nghiên cứu này.

Tài liệu tham khảo

- Abualrob, L.A.R. & Maswadeh, S.N. (2020), 'The Effect of Financial Ratios Derived from Operating Cash Flows on Jordanian Commercial Banks Earnings Per Share', *International of Financial Research*, 11(1), 394-404.
- Bộ Tài Chính (2014), *Thông tư 200/2014/TT-BTC, Hướng dẫn chế độ kế toán doanh nghiệp*, ban hành ngày 22 tháng 12 năm 2014.
- Driscoll, J. & Kraay, A. (1998), 'Consistent Covariance Matrix Estimation with Spatially Dependent Panel Data', *The Review of Economics and Statistics*, 80(4), 549-560.
- Frank, B.P. & James, O.K. (2014), 'Cash Flow and Corporate Performance: A Study of Selected Food and Beverages Companies in Nigeria', *European Journal of Accounting, Auditing and Finance Research*, 2(7), 77-87.
- Gheshlaghi, F.D.R., Ahmadzadeh, Y. & Faal, F. (2014), 'The Cash Flow Statement's Component Effect on Management Performance in Firms Enlisted in Tehran Stock Exchange', *UCT Journal of Management and Accounting Studies*, 2(1), 14-21.
- Konak, F. (2018), 'The effect of cash flows on firm performance empirical evidence from Borsa Istanbul Industrial Index', *Proceedings of IMCOFE'18*, International Multidisciplinary Congress of Eurasia, 345-351.
- Liman, M. & Mohammed, A.S. (2018), 'Operating Cash Flow and Corporate Financial Performance of Listed Conglomerate Companies in Nigeria', *Journal of Humanities and Social Science*, 23(2), 1-11.
- Ni, Y., Huang, P., Chiang, P. & Liao, Y. (2019), 'Cash Flow Statements and Firm Value: Evidence from Taiwan', *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 71(1), 280-290.
- Nguyễn Hữu Ánh & Nguyễn Thanh Hiếu (2014), 'Công tác dự báo dòng tiền trong các doanh nghiệp tại Việt Nam: Thực trạng và giải pháp', *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*, 205(II), 40- 49.
- Nguyễn Hữu Ánh & Nguyễn Thanh Hiếu (2015), 'Sử dụng thông tin lợi nhuận kế toán và dòng tiền trong quá khứ để dự báo dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của các công ty phi tài chính niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh', *Tạp chí Kinh tế Châu Á Thái Bình Dương*, 458(12), 78-80.
- Nguyễn Thanh Hiếu & Nguyễn Thúy Hương (2018), 'Nghiên cứu ảnh hưởng của cơ cấu nguồn vốn tới khả năng sinh lời trong các công ty niêm yết tại Việt Nam', *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*, 254, 55-63.
- Nwakaego, D.A, Ikechukwu, O. & Ifunanya, L.C. (2015), 'Effect of Cash Flow Statement on Company's Performance of Food and Beverages Companies in Nigeria', *World Applied Science Journal*, 33(12), 1852-1857.
- Ogbeide, S. & Akanji, B. (2017), 'A Study on the Relationship between Cash Flow and Financial Performance of Insurance Companies: Evidence from a Developing Economy', *Review of International Comparative Management*, 18(2), 148-157.
- Soet, M.A., Muturi, W. & Oluoch, O. (2018), 'Effect of Financing Cash Flow Management on Financial Performance of Mutual Funds in Kenya', *European Journal of Business, Economics and Accountancy*, 6(6), 7-16.