

ẢNH HƯỞNG CỦA DÒNG TIỀN TỰ DO ĐẾN HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NGÀNH THỰC PHẨM

THE IMPACT OF FREE CASH FLOW ON BUSINESS EFFICIENCY OF FOOD COMPANIES

Ngày nhận bài: 13/09/2019

Ngày chấp nhận đăng: 03/11/2019

Phạm Xuân Quỳnh

TÓM TẮT

Bài viết nghiên cứu mối quan hệ giữa dòng tiền tự do và hiệu quả hoạt động của các công ty cổ phần ngành thực phẩm niêm yết trên Thị trường Chứng khoán Việt Nam. Sử dụng dữ liệu từ báo cáo tài chính của 37 công ty ngành thực phẩm trong giai đoạn 2014-2018, nghiên cứu phân tích ảnh hưởng của dòng tiền tự do và một số yếu tố khác đến hiệu quả hoạt động của công ty. Kết quả nghiên cứu với mô hình FEM và REM cho thấy dòng tiền tự do có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động, mức tác động sẽ lớn hơn đối với những công ty có cơ hội đầu tư. Bên cạnh đó, nghiên cứu cũng chỉ ra tác động của các yếu tố như hiệu suất sử dụng tài sản, cấu trúc vốn và quy mô hoạt động đến hiệu quả hoạt động của công ty.

Từ khóa: dòng tiền tự do, hiệu quả hoạt động.

ABSTRACT

This study examines the relationship between free cash flow and the business efficiency of food companies listed on the Vietnam Stock Market. Using data from financial statements of 37 food companies during the period from 2014 to 2018, the study analyzes the impact of free cash flow and other factors on companies's business efficiency. By using FEM and REM models, the result shows that free cash flow has positive impact on business efficiency, particularly the impact level will be greater for companies with investment opportunities. In addition, the study also shows the impact of factors such as asset efficiency, capital structure and scale on business efficiency of companies

Keywords: free cash flow, business efficiency.

1. Đặt vấn đề

Việc quản lý và sử dụng hiệu quả dòng tiền tự do luôn có vai trò quan trọng đối với mỗi doanh nghiệp, sử dụng và đầu tư lượng tiền nhàn rỗi thế nào để gia tăng lợi nhuận nhưng vẫn đảm bảo được khả năng thanh toán trong tương lai là vấn đề thách thức đối với các doanh nghiệp hiện nay. Việc duy trì một lượng tiền hoặc tương đương tiền dồi dào sẽ giúp doanh nghiệp có thể vượt qua các giai đoạn kinh tế khó khăn và giúp doanh nghiệp gia tăng được giá trị. Bên cạnh đó, dòng tiền tự do còn là nguồn vốn nội sinh của doanh nghiệp, một trong những thước đo về hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, giúp doanh nghiệp tự chủ về tài chính, đặc

biệt là trong điều kiện tiếp cận nguồn vốn bên ngoài khá đắt đỏ và đầy khó khăn (Myers & Majluf, 1984). Ngược lại theo Jensen (1986), doanh nghiệp sở hữu dòng tiền tự do lớn sẽ làm nảy sinh quan hệ mâu thuẫn giữa các cổ đông sở hữu và các nhà quản lý của doanh nghiệp, do đó có ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động. Ở Việt Nam, ngành Thực phẩm được xác định là một trong những ngành đầy hấp dẫn và có tiềm năng lớn. Theo Tổng cục Thống kê năm 2018 ngành thực phẩm và đồ uống chiếm khoảng 15% GDP và thời gian tới có xu hướng tăng lên. Cũng như các doanh nghiệp khác, việc quản lý

dòng tiền tự do là yếu tố quan trọng quyết định đến hiệu quả hoạt động của ngành. Vì vậy, phân tích mối liên hệ giữa dòng tiền tự do và hiệu quả hoạt động là việc làm cần thiết, góp phần giúp doanh nghiệp nâng cao hiệu quả hoạt động.

2. Cơ sở lý thuyết và bằng chứng thực nghiệm

2.1. Lý thuyết về dòng tiền tự do

Dòng tiền tự do là dòng tiền thực tế có được sau khi công ty đã thực hiện tất cả các khoản đầu tư vào sản phẩm mới, vốn lưu động, tài sản cố định cần thiết để duy trì hoạt động của công ty và dòng tiền thực tế đó có thể sử dụng phân bổ cho tất cả các nhà đầu tư (Brigham & Houston, 2009). Nói một cách khác dòng tiền tự do là sự xuất hiện dưới một tên khác của tổng dòng tiền của một doanh nghiệp, là dòng tiền hoạt động được tính đến điều chỉnh cho cả chi tiêu vốn và bổ sung vốn luân chuyển. Dòng tiền tự do là một tín hiệu cho thấy hiệu quả tài chính thuận lợi của một công ty và cho thấy được khả năng thanh toán của công ty đó. Dòng tiền tự do rất quan trọng và có ý nghĩa khi chúng cho phép các công ty theo đuổi các cơ hội đầu tư làm tăng giá trị công ty và đồng thời tối đa hóa giá trị cho các cổ đông. Nếu không có tiền thì công ty sẽ rơi vào khó khăn, có thể rơi vào tình trạng thiếu vốn khi đầu tư vào các dự án, phát triển các sản phẩm mới, thực hiện các nghĩa vụ nợ hay việc chi trả cho các cổ đông (Jensen, 1986).

Các vấn đề liên quan đến dòng tiền tự do và lý thuyết dòng tiền tự do đã được thực hiện nghiên cứu đầu tiên bởi Jensen (1986). Lý thuyết này có thể được hiểu như sau: nếu các công ty có dòng tiền tự do dồi dào nhưng lại có rất ít cơ hội phát triển, cơ hội đầu tư thì các nhà quản lý sẽ có khuynh hướng lạm dụng dòng tiền này và đầu tư vào các dự án có khả năng sinh lời thấp, thậm chí có thể là âm, hơn là chi trả nó lại cho các cổ đông. Nói

một cách khác thì mỗi doanh nghiệp sẽ có mỗi quan hệ khác nhau giữa lợi nhuận và dòng tiền tự do vì sẽ tùy thuộc vào cơ hội đầu tư của mỗi doanh nghiệp. Nếu doanh nghiệp có được những dự án sẵn có và có khả thi thì lúc đó các nhà quản lý sẽ dùng dòng tiền tự do mà họ có đem đầu tư vào các dự án, từ đó giúp công ty tăng giá trị. Ngược lại, khi doanh nghiệp không có được những dự án khả thi thì lúc đó sẽ làm phát sinh mâu thuẫn lợi ích giữa các cổ đông và các nhà quản lý do nhà quản lý muốn giữ dòng tiền lại để thu lợi cá nhân, còn cổ đông thì muốn nhận lại dòng tiền này (Talebian, Valipour & Askariz, 2012).

2.2. Mối quan hệ giữa dòng tiền tự do và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp

Một doanh nghiệp hoạt động có hiệu quả từ việc tận dụng tốt được các nguồn lực của doanh nghiệp, tận dụng tốt các cơ hội đầu tư trên thị trường và bản thân doanh nghiệp có các chiến lược phát triển phù hợp thì chắc một điều rằng sẽ có được dòng tiền từ hoạt động đầu tư tốt. Dòng tiền này, sau khi thực hiện các nghĩa vụ nợ, các nghĩa vụ với các nhà quản lý, các cổ đông thì có thể tiếp tục đầu tư vào các dự án có khả thi hay tăng quy mô sản xuất cho doanh nghiệp từ đó làm tăng thu nhập, tăng hiệu quả hoạt động cho doanh nghiệp. Dòng tiền tự do còn lại của doanh nghiệp đối với nhà quản trị sẽ có hai sự lựa chọn. Thứ nhất, để duy trì hoạt động sản xuất kinh doanh hiện tại cho doanh nghiệp, các nhà quản trị sẽ giữ lại một lượng tiền mặt cần thiết đủ để trang trải cho các hoạt động của doanh nghiệp và phần còn lại sẽ được hoàn trả cho các cổ đông dưới dạng cổ tức. Thứ hai, các nhà quản trị sẽ giữ lại số tiền này để tận dụng các cơ hội đầu tư hiện có góp phần làm tăng lợi nhuận cho doanh nghiệp, bên cạnh đó số tiền này còn được nhà quản trị dùng để mở rộng quy mô, mở rộng sản xuất kinh doanh, đầu tư vào các thiết bị, máy móc,

kỹ thuật, công nghệ hiện đại, làm tăng chất lượng sản phẩm, chiếm lĩnh được nhiều thị trường hơn nữa, từ đó góp phần gia tăng giá trị cho doanh nghiệp.

Tuy nhiên, theo lý thuyết dòng tiền tự do, khi các doanh nghiệp tạo ra dòng tiền tự do lớn, vượt quá lượng tiền cần thiết duy trì cho các hoạt động của doanh nghiệp như hoạt động sản xuất kinh doanh, hoạt động đầu tư,... thì lúc đó sẽ bắt đầu phát sinh mâu thuẫn về quyền lợi giữa các nhà quản lý và các cổ đông. Freund, Prezas & Vasudevan (2003) quan sát hiệu quả hoạt động của các công ty có dòng tiền tự do khá lớn và có thông báo về việc mua thêm tài sản thì thấy rằng hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp bị giảm liên tục. Theo Brush, Philip & Hendrickx (2000), đối với doanh nghiệp có dòng tiền tự do không nhiều hoặc chịu sự giám sát, quản lý chặt chẽ bởi những người chủ của doanh nghiệp, khi đó làm tăng dòng tiền tự do góp phần làm tăng trưởng doanh thu, đồng thời làm hiệu quả doanh nghiệp tăng lên. Ngược lại, đối với các doanh nghiệp có dòng tiền tự do lớn và không chịu sự quản lý chặt chẽ bởi những người chủ doanh nghiệp, sự tăng lên của dòng tiền tự do vẫn làm tăng trưởng doanh thu cho doanh nghiệp nhưng lại tác động làm giảm hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Như vậy, doanh nghiệp có dòng tiền tự do nhưng không có cơ hội đầu tư thì sẽ dẫn đến sử dụng lãng phí dòng tiền tự do của doanh nghiệp và dễ đầu tư vào các dự án thấp, từ đó làm giảm hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Vì thế, dòng tiền tự do ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp còn tùy thuộc vào các cơ hội đầu tư mà các doanh nghiệp đang có. Giống với nghiên cứu của Lê Long Hậu & Quách Nguyễn Thanh Vy (2017), dựa trên lý thuyết đầu tư được đưa ra bởi James Tobin (1969), nghiên cứu này sử dụng hệ số Tobin's q để đánh giá cơ hội đầu tư của các doanh nghiệp ngành thực

phẩm. Tobin's q được định nghĩa là tỷ lệ giữa thị giá của một công ty trên chi phí thay thế vốn của công ty đó. Nói cách khác, nếu một công ty được thị trường (chứng khoán) đánh giá cao hơn giá trị vật lý (physical capital) của công ty thì khi đó thị trường đang phát một tín hiệu tốt cho rằng hiện tại công ty đang có triển vọng phát triển.

Bên cạnh việc xem xét tác động của dòng tiền tự do đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ngành thực phẩm, thì nghiên cứu cũng đánh giá tác động của các yếu tố khác đến hiệu quả hoạt động, đóng vai trò là các biến kiểm soát trong mô hình nghiên cứu, bao gồm:

Tăng trưởng doanh thu: tăng trưởng doanh thu là một trong những điều kiện cơ bản để doanh nghiệp có thể đạt được mục tiêu của mình trong suốt quá trình hoạt động kinh doanh. Các doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng cao thường có hiệu quả hoạt động tốt và có vị thế trên thị trường bởi vì các doanh nghiệp tăng trưởng cao có thể tạo ra lợi nhuận từ các khoản đầu tư của mình. Theo nghiên cứu của Zeitun & Tian (2007), tốc độ tăng trưởng có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp.

Hiệu suất sử dụng tài sản: hiệu suất này được đánh giá thông qua vòng quay tổng tài sản của công ty, phản ánh khả năng tạo ra doanh thu thuần của tài sản, cho thấy được hiệu quả sử dụng toàn bộ tài sản của doanh nghiệp. Nếu hệ số này cao cho thấy doanh nghiệp đang phát huy công suất tài sản hiệu quả và có khả năng cần phải đầu tư mới nếu muốn mở rộng sản xuất kinh doanh. Nếu chỉ tiêu này thấp cho thấy tài sản được sử dụng chưa hiệu quả và là dấu hiệu cho thấy doanh nghiệp có những tài sản bị ứ đọng hoặc hiệu suất hoạt động thấp. Vì thế, cần xem xét sự ảnh hưởng của vòng quay tổng tài sản đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp

(Martani, Mulyono & Khairurizka, 2009; Yungchih, 2010)

Tỷ lệ chi phí hoạt động: là các khoản chi phí phát sinh trong quá trình hoạt động của doanh nghiệp như chi phí bán hàng, quản lý doanh nghiệp,... Nếu một công ty kiểm soát và quản lý được chi phí hoạt động một cách hiệu quả sẽ góp phần giúp công ty ổn định được hoạt động sản xuất kinh doanh, tạo cho công ty đẩy mạnh phát triển sản phẩm, gia tăng sản lượng, doanh thu, lợi nhuận và làm tăng hiệu quả hoạt động cho công ty (Yungchih, 2010).

Cơ cấu vốn: theo lý thuyết Modigliani & Miller (1963), trong trường hợp có thuế thu nhập doanh nghiệp, cơ cấu vốn có liên quan đến giá trị của doanh nghiệp. Bên cạnh đó, lý thuyết cơ cấu vốn tối ưu cũng cho thấy, khi một doanh nghiệp bắt đầu vay nợ, doanh nghiệp có thể có lợi thế về thuế. Cơ cấu vốn có tác động đến WACC và giá trị của công ty hay nói khác đi có một tỷ lệ nợ tối ưu, ở đó WACC của doanh nghiệp là nhỏ nhất và giá trị của doanh nghiệp là lớn nhất. Như vậy, việc lựa chọn và sử dụng vốn như thế nào sẽ có tác động đến hiệu quả hoạt động của

Trường hợp không có sự tương tác với cơ hội đầu tư:

$$Y_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FCF_{i,t-1} + \beta_2 IO_{i,t-1} + \beta_3 GROWTH_{i,t} + \beta_4 AE_{i,t} + \beta_5 COST_{i,t} + \beta_6 DA_{i,t} + \beta_7 SIZE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Trường hợp có sự tương tác với cơ hội đầu tư:

$$Y_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FCF_{i,t-1} + \beta_2 IO_{i,t-1} + \beta_3 FCF_{i,t-1} * IO_{i,t-1} + \beta_4 GROWTH_{i,t} + \beta_5 AE_{i,t} + \beta_6 COST_{i,t} + \beta_7 DA_{i,t} + \beta_8 SIZE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

(Bài viết sử dụng biến dòng tiền tự do (FCF), cơ hội đầu tư (IO) là biến trễ một năm so với biến phụ thuộc và các biến còn lại trong mô hình vì dòng tiền tự do là dòng tiền hoạt động nhàn rỗi mà doanh nghiệp tạo ra sau một năm tài chính, nhà quản trị có thể sử dụng dòng tiền này vào những mục đích khác nhau trong năm tài chính tiếp theo, từ đó sẽ ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động)

doanh nghiệp (Brush & ctg, 2000; Martani & ctg, 2009)

Quy mô hoạt động: quy mô được xem là dấu hiệu đầu tiên để các nhà đầu tư biết đến doanh nghiệp. Một doanh nghiệp có quy mô lớn sẽ có lợi thế cạnh tranh hơn trên thị trường. Do đó, hầu hết các doanh nghiệp đều hướng tới việc mở rộng quy mô để tận dụng lợi thế quy mô lớn. Trong nghiên cứu của Zeitun & Tian (2007), Huỳnh Thị Tuyết Phượng (2016) đã chỉ ra rằng quy mô của doanh nghiệp có mối quan hệ dương với lợi nhuận của doanh nghiệp. Quy mô doanh nghiệp có ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, quy mô càng lớn chứng tỏ doanh nghiệp hoạt động càng có hiệu quả.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Mô hình nghiên cứu

Cơ sở lý thuyết vừa trình bày trên giúp hình thành mô hình nghiên cứu tác động của dòng tiền tự do và một số yếu tố đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ngành thực phẩm như sau:

Trong đó:

Y: hiệu quả hoạt động được đo lường thông qua tỷ suất sinh lời trên tài sản với 2 trường hợp:

$$+ Y(ROA) = \frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Tài sản}}$$

$$+ Y(ROAA) = \frac{\text{Lợi nhuận sau thuế} + \text{Lãi vay sau thuế}}{\text{Tài sản hoạt động}}$$

FCF: dòng tiền tự do của công ty

$FCF = (EBIT \times (1 - \text{thuế suất}) + \text{khấu hao} - \text{thay đổi vốn lưu động} - \text{chi tiêu vốn}) / \text{Doanh thu thuần}$

IO: biến giả thể hiện cơ hội đầu tư (IO = 0 nếu chỉ số Tobin's $q \geq 1$: công ty có cơ hội đầu tư); IO = 1 nếu chỉ số Tobin's $q < 1$: công ty không có cơ hội đầu tư)

Dựa vào nghiên cứu của Yungchih (2010), Heydari & ctg (2014), Tobin's q được xác định:

$$\text{Tobin's } q = \frac{(A \times B) + C}{D}$$

Trong đó:

A: giá trị thị trường của cổ phiếu;

B: số lượng cổ phiếu đang lưu hành cuối kỳ;

C: giá trị sổ sách của tổng nợ;

D: giá trị sổ sách của tổng tài sản.

FCF*IO: biến tương tác giữa cơ hội đầu tư và dòng tiền tự do

Cách đo lường các biến kiểm soát trong mô hình nghiên cứu được tóm tắt trong bảng 1

Bảng 1. Đo lường các biến kiểm soát

Biến	Đo lường	Ký hiệu
Tăng trưởng doanh thu	(Doanh thu thuần năm t/Doanh thu thuần năm t-1) - 1	GROWTH
Hiệu suất sử dụng tài sản	Doanh thu thuần/Tài sản	AE
Tỷ lệ chi phí hoạt động	Chi phí hoạt động/Doanh thu thuần	COST
Cơ cấu vốn	Tổng nợ/Tài sản	DA
Quy mô hoạt động	Logarithm tổng tài sản	SIZE

3.2. Dữ liệu nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu của 37 công ty ngành thực phẩm niêm yết trên Thị trường

chứng khoán Việt Nam. Nguồn số liệu được thu thập vào cuối mỗi năm trong giai đoạn 2014-2018 của 37 công ty nên nghiên cứu gồm tổng cộng 185 quan sát. Các chỉ số được sử dụng trong nghiên cứu đo lường các biến của mô hình là dữ liệu thứ cấp được công bố trong các báo cáo tài chính đã được kiểm toán, báo cáo thường niên mỗi năm của các công ty. Số liệu được thu thập và sắp xếp theo dữ liệu bảng, cấu trúc dữ liệu bảng được kết hợp từ hai thành phần: thành phần dữ liệu chéo và thành phần dữ liệu thời gian

3.3. Phương pháp ước lượng

Hồi qui với dữ liệu bảng được ước lượng bằng hai mô hình: mô hình tác động cố định (FEM) và mô hình tác động ngẫu nhiên (REM). Kiểm định Hausman được sử dụng để lựa chọn mô hình FEM hay REM. Đồng thời, các kiểm định liên quan đến mức độ tin cậy của mô hình hồi qui với dữ liệu bảng cũng được thực hiện một cách thích hợp như: kiểm định đa cộng tuyến thông qua hệ số nhân tử phóng đại phương sai (VIF) và phương sai sai số thay đổi thông qua kiểm định Wald (Modified Wald test for groupwise heteroscedasticity) (Baltagi, 2008)

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Mô tả mẫu nghiên cứu

Bảng 2 trình bày tóm tắt phần thống kê mô tả các biến được sử dụng trong nghiên cứu. Kết quả thống kê mô tả cho thấy rằng các biến số đo lường hiệu quả hoạt động, dòng tiền tự do, tăng trưởng doanh thu, hiệu suất sử dụng tài sản, tỷ lệ chi phí hoạt động, cơ cấu vốn và quy mô hoạt động của các công ty trong mẫu nghiên cứu tương đối không đồng đều và có xu hướng biến động giữa các năm. Hiệu quả kinh doanh của các công ty ngành thực phẩm khá thấp trong những năm gần đây và có mức độ phân hóa rõ rệt giữa các doanh nghiệp lớn nhỏ, điển hình như công ty cổ phần VNM với ROA đạt

giá trị bình quân là 45,19% trong giai đoạn 2014 – 2018, trong khi công ty AGM chỉ đạt 3,43%. Tỷ lệ dòng tiền tự do của ngành cũng khá thấp trong giai đoạn nghiên cứu, cho thấy khả năng tạo tiền, thanh toán và mở rộng hoạt động đầu tư bị hạn chế. Tuy nhiên

bên cạnh những công ty có dòng tiền tự do thấp, thậm chí là âm thì vẫn có một số công ty có khả năng tạo và quản lý tốt dòng tiền tự do qua các năm như công ty VNM, KDC, DBC.

Bảng 2. Thống kê mô tả các biến

Tên biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Giá trị lớn nhất	Giá trị nhỏ nhất	Độ lệch chuẩn
<i>Biến phụ thuộc</i>					
ROA	185	0,0740	0,7219	-0,1079	0,0879
ROAA	185	0,1237	1,2629	-0,1307	0,1457
<i>Biến độc lập</i>					
FCF	185	0,0462	1,5514	-1,3548	0,2387
SALE	185	1,1875	5,1666	0,5642	0,5239
ASST	185	1,3666	4,5651	0,2756	0,7487
OPER	185	0,1215	0,4348	0,0078	0,0803
DA	185	0,4911	0,9669	0,0422	0,2018
SIZE	185	14,0141	18,1065	11,554	1,5749

Nguồn: Tính toán của tác giả

4.2. Ma trận hệ số tương quan giữa các biến số

Bảng 3. Ma trận tương quan của các biến số

	FCF	IO	IOF	SALE	ASST	OPER	DA	SIZE
FCF	1,00							
IO	-0,09	1,00						
IOF	0,48	0,09	1,00					
SALE	0,01	-0,07	0,07	1,00				
ASST	-0,03	-0,17	-0,03	-0,05	1,00			
OPER	0,23	-0,23	-0,02	-0,22	-0,29	1,00		
DA	0,02	0,31	0,06	-0,01	0,13	-0,38	1,00	
SIZE	0,15	-0,11	0,09	0,17	-0,36	0,13	-0,08	1,00

Nguồn: Tính toán của tác giả

Bảng 3 mô tả ma trận hệ số tương quan giữa các cặp biến số trong mô hình. Gujarati cho rằng nếu hệ số tương quan giữa các biến độc lập trong mô hình hồi quy vượt quá 0,8 thì có khả năng dẫn đến hiện tượng đa cộng tuyến cao trong mô hình ước lượng (Gujarati, 2004). Khi đó, dấu của các hệ số hồi quy trong mô hình có thể bị thay đổi, dẫn đến kết

quả nghiên cứu bị sai lệch. Nhìn chung, hệ số tương quan giữa tất cả các cặp biến độc lập trong mô hình hồi quy đều có trị tuyệt đối nhỏ hơn 0,8. Ngoài ra, nhằm lượng hóa mức độ đa cộng tuyến giữa các biến độc lập trong mô hình hồi quy hệ số nhân tử phóng đại phương sai (VIF) cũng được ước lượng. Kết quả cho thấy hệ số VIF của tất cả các biến số

đều nhỏ hơn 10. Vì vậy, đa cộng tuyến không là một vấn đề nghiêm trọng ảnh hưởng đến kết quả ước lượng của mô hình (Gujarati, 2004).

4.3. Kết quả hồi quy

Kết quả ước lượng các mô hình hồi quy được trình bày trong bảng 4 và 5. Như đã trình bày ở phương pháp ước lượng, nghiên cứu tiến hành ước lượng các mô hình bằng cả phương pháp FEM và REM, sau đó kiểm định Hausman được sử dụng để chọn lựa mô

hình thích hợp. Kết quả kiểm định cho thấy rằng FEM chỉ phù hợp tổng ước lượng mô hình 1 với biến phụ thuộc là ROA, các ước lượng còn lại thì REM phù hợp hơn. Ngoài ra, kết quả kiểm định cho thấy các mô hình ước lượng tồn tại hiện tượng phương sai sai số thay đổi. Để khắc phục sai phạm này, nghiên cứu sử dụng sai số chuẩn điều chỉnh (robust standard errors). Phương pháp này sẽ giúp ước lượng cho kết quả tốt hơn và đưa các sai số về giá trị thật của nó.

Bảng 4. Kết quả ước lượng mô hình 1

Biến độc lập	ROA	ROAA
FCF(t-1)	0,1310* (0,0762)	0,2058*** (0,0306)
IO(t-1)	-0,0364** (0,0147)	-0,0529** (0,0185)
SALE	-0,0002 (0,0110)	-0,014 (0,0148)
ASST	0,0411** (0,0181)	0,0706*** (0,0165)
OPER	0,0665 (0,2203)	0,0995 (0,1491)
DA	-0,2392*** (0,0643)	-0,2550*** (0,0544)
SIZE	-0,0111 (0,0237)	0,0231** (0,0083)
Số quan sát	185	185
R²	38,14%	31,55%
F	10,24	
Wald chi²		112,94

Bảng 5. Kết quả ước lượng mô hình 2

Biến độc lập	ROA	ROAA
FCF(t-1)	0,1501*** (0,0204)	0,2499*** (0,0344)
	-0,0343*** (0,0107)	-0,0479* (0,0183)
IOF(T-1)	-0,0782* (0,0403)	-0,1777* (0,0678)
	-0,0032	-0,014

Biến độc lập	ROA	ROAA
	(0,0086)	(0,0145)
ASST	0,0371***	0,0701***
	(0,0091)	(0,0164)
OPER	-0,0675	0,0399
	(0,0846)	(0,1493)
DA	-0,1942***	-0,2674***
	(0,0306)	(0,0540)
SIZE	0,0159***	0,0243**
	(0,0045)	(0,0083)
Số quan sát	185	185
R²	37,06%	34,68%
Wald chi2	149,80	122,59

*Ghi chú: *, **, ***, hệ số có ý nghĩa thống kê lần lượt tại mức ý nghĩa 10%, 5%, 1%. Giá trị sai số chuẩn điều chỉnh ở trong dấu ngoặc đơn.*

Kết quả ước lượng cho thấy có tồn tại mối quan hệ giữa tỷ lệ dòng tiền tự do và hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp trong ngành Thực phẩm, tỷ lệ dòng tiền tự do có khuynh hướng tác động làm tăng hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp. Do biến dòng tiền tự do tác giả sử dụng là biến trễ 1 năm so với biến hiệu quả hoạt động nên kết quả cũng chỉ ra rằng khi các doanh nghiệp đầu tư, để mang lại hiệu quả thì cần có thời gian để sinh lời. Kết quả này giống với các nghiên cứu trước của Liao (2008), Brush & ctg (2000), Yungchih (2010), Lê Long hậu & Quách Nguyễn Thanh Vy (2017). Trong giai đoạn 2014 – 2018, nền kinh tế có những dấu hiệu phục hồi nhưng cũng gặp phải không ít những khó khăn và thử thách bởi các diễn biến kinh tế quốc tế ngày càng phức tạp, khó lường, sự biến động liên tục trên thị trường tài chính - tiền tệ quốc tế và giá dầu tiếp tục diễn biến phức tạp tác động đến tăng trưởng tín dụng, tâm lý và kỳ vọng thị trường. Vì thế, việc có dòng tiền tự do trong giai đoạn này không chỉ giúp doanh nghiệp chủ động được nguồn tài chính mà còn phòng ngừa rủi ro trong tương lai, tận dụng kịp thời được các cơ hội đầu tư bên ngoài. Đối với biến IO, kết quả cho thấy doanh nghiệp không có cơ hội

đầu tư sẽ có hiệu quả hoạt động kém hơn các doanh nghiệp có cơ hội đầu tư, với điều kiện các yếu tố khác không đổi.

Để kiểm định sự phù hợp lý thuyết dòng tiền tự do của Jensen (1986) đối với các công ty ngành thực phẩm niêm yết trên Thị trường chứng khoán Việt Nam, nghiên cứu đã đưa biến tương tác giữa dòng tiền tự do và cơ hội đầu tư ($IO*FCF$) vào mô hình. Kết quả cho thấy biến tương tác có hệ số ước lượng âm tại mức ý nghĩa thống kê 10%. Vì thế, nếu tổng hợp tác động của cả hai biến dòng tiền tự do (FCF) và biến tương tác ($FCF*IO$) có thể thấy rằng, khi doanh nghiệp có cơ hội đầu tư ($IO=0$), dòng tiền tự do có tác động làm gia tăng hiệu quả hoạt động. Tuy nhiên, khi doanh nghiệp không có cơ hội đầu tư ($IO=1$) thì hệ số ước lượng của dòng tiền tự do đối với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp lúc này là 0,0719 ở trường hợp biến phụ thuộc là ROA ($= 0,1501 + (-0,0782)$), tương tự tính được hệ số ước lượng của FCF trong trường hợp biến phụ thuộc là ROAA là 0,0722. Kết quả này chỉ ra rằng, khi doanh nghiệp có cơ hội đầu tư, dòng tiền tự do có tác dụng là gia tăng đáng kể hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp; và ngược lại, đối với các doanh

ngành không có cơ hội đầu tư thì dòng tiền tự do mặc dù có tác động nhưng rất nhỏ đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp trong ngành thực phẩm. Điều này chứng tỏ rằng, khi doanh nghiệp không có cơ hội đầu tư, dòng tiền tự do đã không được sử dụng một cách hiệu quả. Kết quả này phù hợp với quan điểm của lý thuyết dòng tiền tự do được khởi xướng bởi Jensen (1986).

Bên cạnh đó nghiên cứu còn cho thấy các yếu tố khác như hiệu suất sử dụng tài sản, cấu trúc vốn và quy mô đều có ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp ngành thực phẩm. Cụ thể: biến hiệu quả sử dụng tài sản có mối tương quan tỷ lệ thuận với hiệu quả hoạt động. Nói cách khác, khi giá trị doanh thu được tạo ra từ một đồng tài sản tăng lên, tức là doanh nghiệp đang quản lý và sử dụng tài sản một cách hợp lý (Yungchih, 2010; Lê Long Hậu & Quách Nguyễn Thanh Vy, 2017). Do đặc điểm ngành Thực phẩm là bên cạnh việc đầu tư vào tài sản lưu động để duy trì lượng hàng hóa sản xuất và đảm bảo quá trình tiêu thụ hàng hóa, thì còn đầu tư vào các máy móc, trang thiết bị hiện đại để tạo ra các sản phẩm an toàn, chất lượng và đủ tiêu chuẩn để xuất khẩu. Do đó, đối với ngành tốc độ luân chuyển các tài sản phải nhanh, không để hàng ứ đọng quá nhiều và huy động tốt công suất sử dụng tài sản để tiết kiệm được chi phí, hạ giá thành, tăng doanh thu cho doanh nghiệp. Biến cấu trúc vốn có tác động ngược chiều đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, tăng sử dụng nợ làm giảm hiệu quả hoạt động, kết quả này do tình hình kinh doanh khó khăn của các doanh nghiệp thực phẩm trong giai đoạn nghiên cứu. Áp lực cạnh tranh trên thị trường trong và ngoài nước, từ đó làm hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp trong ngành thực phẩm gặp nhiều khó khăn, ảnh hưởng đến doanh thu, lợi nhuận của doanh nghiệp, mà bên cạnh đó nếu doanh nghiệp còn gánh chịu thêm khoản

chi phí lãi vay cao, điều đó làm tiềm ẩn nhiều rủi ro cho doanh nghiệp, làm giảm hiệu quả hoạt động cho doanh nghiệp. Trái với kết quả nghiên cứu thực nghiệm của Lê Long Hậu & Quách Nguyễn Thanh Vy (2017) nhưng lại giống với kết quả của Yungchih (2010), quy mô công ty có tác động cùng chiều đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Với 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,... từ đó làm cho hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty có nhiều thuận lợi, gia tăng được doanh thu, lợi nhuận, góp phần làm tăng hiệu quả hoạt động của công ty.

5. Kết luận

Nghiên cứu đã chỉ ra tác động của dòng tiền tự do đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ngành thực phẩm, một ngành quan trọng và đóng góp lớn vào GDP chung của cả nước, nghiên cứu cũng đã xem xét tác động của yếu tố cơ hội đầu tư cũng như là sự tương tác giữa dòng tiền tự do và cơ hội đầu tư đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Kết quả cho thấy vai trò của dòng tiền tự do trong việc giúp doanh nghiệp nâng cao hiệu quả hoạt động, đặc biệt đối với các doanh nghiệp có cơ hội đầu tư thì tác động của dòng tiền tự do đến hiệu quả hoạt động cao hơn so với các doanh nghiệp còn lại. Hơn nữa, khi các doanh nghiệp tạo ra được dòng tiền tự do lớn nhưng lại không có các cơ hội đầu tư mang lại lợi nhuận thì nhà quản lý của các doanh nghiệp này sẽ có khuynh hướng sử dụng dòng tiền trong tay không hiệu quả, sẽ đem đầu tư vào các dự án có khả năng sinh lời thấp, thậm chí âm, hơn là đem chi trả lại cho các cổ đông. Bên cạnh đó, hiệu quả hoạt động của các công ty còn chịu sự tác động của các yếu tố bên trong như hiệu suất sử dụng tài sản, mức độ sử dụng nợ và quy mô hoạt động..

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Brush, T. H., Philip. B. & Hendrickx, M. (2000). The Free Cash Flow Hypothesis for Sales Growth and Firm Performance. *Strategic Management Journal*, 21, 445-472.
- Baltagi, B. H. (2008), *Econometric Analysis of Panel Data*, Wiley.
- Freund, S., Prezas, A. P. & Vasudevan, G. K. (2003). Operating Performance and Free Cash Flow of Asset Buyers. *Financial Management*, 32, 87-106.
- Gujarati, D, N., 2004. "Basic Econometrics". 4th edition, McGraw - Hill Irwin.
- Hausman, J. (1978). Specification Tests in Econometrics. *Econometrica*, 46, 1251-1271.
- Houston, J. F., & Brigham, E. (2009). *Fundamentals of financial management*. South-Western/Cengage Learning.
- Huỳnh Thị Tuyết Phượng (2016). Nghiên cứu những nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết. *Tạp chí tài chính*, I (11/2016)
- 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?* Thesis of Degree Master. Chaoyang University of Technology.
- Lê Long Hậu & Quách Nguyễn Thanh Vy (2017). Mối quan hệ giữa dòng tiền tự do và hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh. *Tạp chí Công nghệ Ngân hàng*, 137, 72-83.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2), 187-221.
- Martani, D., Mulyono & Khairurizka, R. (2009). The Effect of Financial Ratios, Firm Size, and Cash Flow form Operating Activities in The Interim Report to the Stock Return. *Chinese Business Review*, 8, 44-55.
- Talebian, G. A., Valipour, H. & Askariz (2012). Effect of Free cash flow Agency problem on the Value Relevance of Earning per Share and Book value per Share with Stock price in the Chemical and Medical industries: Evidence from Tehran Stock exchange (TSE). *American Journal of Scientific*, 46, 118-127.
- Tobin, J. (1969). A general equilibrium approach to monetary theory. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1, 15-29.
- Yungchih, W. G. (2010). The Impacts of Free Cash Flows and Agency Costs on Firm Performance. *Journal Service Science Management*, 3, 408-418.
- Zeitun, R. & Tian, G. G. (2007). Capital structure and corporate performance: evidence from Jordan, *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 1(4).