

MỤC LỤC

KINH TẾ VÀ QUẢN LÝ

- 1. Nguyễn Thị Phương Liên** - Phát triển tín dụng vi mô của các tổ chức tài chính vi mô chính thức tại Việt Nam. *Mã số: 180.1FiBa.12* 3
Developing Microcredit Activities of Microfinance Institutions in Vietnam
- 2. Nguyễn Thị Hà** - Đánh giá quản lý nhà nước đối với dịch vụ kiểm toán độc lập dựa trên lý thuyết quản trị nhà nước tốt ở Việt Nam. *Mã số: 180.1Bacc.11* 16
Assess State Management of Independent Audit Services Based on the Theory of Good Governamce in Vietnam
- 3. Bùi Thị Ngọc, Nguyễn Thị Thanh và Nguyễn Thị Thanh Phương** - Nghiên cứu tác động của các nhân tố đến dòng tiền thuần của doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam. *Mã số: 180.1FiBa.11* 38
Research the Impact of Factors on the Net Cash Flow of the Listed Interprise in Vietnam

QUẢN TRỊ KINH DOANH

- 4 . Nguyễn Phương Linh và Nguyễn Đức Nhuận** - Nghiên cứu thực nghiệm về niềm tin và ý định mua hàng trực tuyến của giới trẻ Hà Nội. *Mã số: 180. 2BMkt.21* 52
An Empirical Study on Trust and E-Purchasing Intention of Young People in Hanoi
- 5. Trần Đức Thắng** - Các yếu tố ảnh hưởng tới khả năng trả nợ của khách hàng cá nhân ở các ngân hàng thương mại Việt Nam. *Mã số: 180.2FiBa.21* 67
Factors Affecting Loan Repayment Among Invidual Customers of Commercial Banks in Vietnam

- 6. Nguyễn Thanh Hùng** - Tác động của việc hợp tác giữa các bên thuộc chuỗi cung ứng dịch vụ logistics đến hiệu suất của doanh nghiệp dịch vụ gom hàng xuất khẩu: Tích hợp lý thuyết tiếp thị mối quan hệ và trao đổi xã hội. **Mã số: 180.2Badm.21** 76

The Impact of Cooperation between Stakeholders in the Logistics Service Supply Chain on the Performance of Export Cargo Consolidator: Integrating the Theories of Relationship Marketing and Social Exchange

- 7. Nguyễn Hữu Tịnh** - Các nhân tố ảnh hưởng đến tăng trưởng kinh tế - nghiên cứu trường hợp của một số nước Đông Nam Á và Đông Á. **Mã số: 180.2Deco.21** 89

Factors Affecting Economic Growth – The Case Study of Some Southeast Asian and East Asian Countries

Ý KIẾN TRAO ĐỔI

- 8. Trần Ngọc Mai, Vũ Thị Thu Hằng, Hoàng Mai Lan, Ninh Thị Uyên, Dương Thị Thanh Trà và Nguyễn Thị Hương** - Tác động của rào cản công nghệ đến ý định sử dụng thương mại di động. **Mã số: 180.3TrEM.31** 101

Impact of Technological Barriers on the Intention to Use Mobile Commerce

NGHIÊN CỨU TÁC ĐỘNG CỦA CÁC NHÂN TỐ ĐẾN DÒNG TIỀN THUẦN CỦA DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM

Bùi Thị Ngọc

Trường Đại học Thủy Lợi

Email: ngoibt_kt@tlu.edu.vn

Nguyễn Thị Thanh

Trường Đại học Lao động - Xã hội

Email: nguyenthanh91hp@gmail.com

Nguyễn Thị Thanh Phương

Trường Đại học Thương mại

Email: thanhphuongkttc@gmail.com

Ngày nhận: 10/06/2023

Ngày nhận lại: 14/07/2023

Ngày duyệt đăng: 28/07/2023

Nghiên cứu này nhằm chỉ ra mức độ tác động của các hệ số tài chính đến dòng tiền được đo lường trên cơ sở kế toán tiền của các doanh nghiệp Việt Nam. Phương pháp nghiên cứu định lượng thông qua dữ liệu thứ cấp của 135 công ty niêm yết; thực hiện phân tích tương quan, phân tích hồi quy, kết quả cho thấy có 4/5 nhân tố có tác động đến dòng tiền. Trong đó, lợi nhuận là nhân tố tác động mạnh nhất, khả năng thanh toán có tác động yếu nhất, đặc biệt các hệ số khả năng thanh toán có tác động ngược chiều với dòng tiền. Từ kết quả nghiên cứu này tác giả đã phân tích và đề xuất những gợi ý cho doanh nghiệp trong việc quản trị dòng tiền. Nhà quản trị có thể sử dụng kết quả nghiên cứu này để hoạch định các giải pháp về dòng tiền chi tiết hơn nhằm từng bước cải thiện quy trình quản lý mà họ đang vận hành ở đơn vị.

Từ khóa: Dòng tiền, nhân tố, doanh nghiệp, tài chính, quản trị dòng tiền.

JEL Classifications: G32

1. Đặt vấn đề

Dòng tiền (cash flows) phản ánh sự dịch chuyển giá trị tăng lên hoặc giảm xuống của tiền trong một thời kỳ, nó được xác định bằng tiền thu trừ tiền chi (Usman et al., 2018). Nghiên cứu về ý nghĩa của dòng tiền, (Van & Wachowicz, 2008) đã chứng minh dòng tiền ngân quỹ cung cấp nhiều thông tin hữu ích để nhận định khả năng tạo tiền, xu hướng đầu tư cũng như nhu cầu huy động

nguồn tiền tài trợ từ bên ngoài, khả năng chi trả nợ vay đến hạn và lãi vay cho chủ nợ, khả năng chia lãi cho chủ sở hữu, chất lượng lãi ròng, khả năng tự chủ tài chính và nhiều vấn đề tài chính khác. Tiền mặt sẽ giúp cho các doanh nghiệp có nhiều lựa chọn hơn trong việc quyết định các cơ hội đầu tư, đồng nghĩa với việc họ sẽ thu về được lợi nhuận nhiều hơn trong tương lai.

Hiệu quả quản trị dòng tiền là một trong những yếu tố quyết định trực tiếp đến sự sống còn của doanh nghiệp. Sự thiếu hụt tiền mặt có thể khiến doanh nghiệp lâm vào tình trạng phá sản nếu không thanh toán được các khoản nợ đến hạn khi chủ nợ yêu cầu. Ngược lại, sự dư thừa tiền mặt sẽ dẫn tới sẽ gây lãng phí nguồn tiền trong khi doanh nghiệp phải chịu mức lãi suất cao do vay vốn. (Keynes, 1937) khẳng định tính thanh khoản giúp doanh nghiệp tránh được những “cú sốc” về những dòng tiền không mong đợi. Dòng tiền là một trong những thước đo quan trọng phản ánh “sức khỏe” tài chính của doanh nghiệp. Theo cách hiểu này, mục tiêu của doanh nghiệp là làm thế nào để có dòng tiền tốt cũng giống như việc làm thế nào để doanh nghiệp thu được lợi nhuận như mong đợi. Nghiên cứu chỉ ra điều gì tác động mạnh tới dòng tiền.

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ cung cấp thông tin hữu ích về các loại hoạt động trong doanh nghiệp nhằm tạo ra tiền thông qua các hoạt động kinh doanh, sử dụng tiền để trả nợ, phân phối cổ tức, tái đầu tư hoặc đầu tư mở rộng; về hoạt động tài chính bao gồm cả vay nợ và phát hành cổ phiếu; về hoạt động đầu tư. Ngoài ra, thông tin về các khoản thu tiền và chi tiền của doanh nghiệp còn giúp chúng ta đánh giá khả năng thanh toán của doanh nghiệp, sự linh hoạt về chính sách tài chính của doanh nghiệp cũng như khả năng sinh lợi và rủi ro của doanh nghiệp. Dòng tiền trên báo cáo lưu chuyển tiền tệ được lập trên cơ sở kế toán tiền và được phân loại gồm:

(i) Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh được cấu thành bởi các khoản tiền thu và tiền chi liên quan đến các hoạt động thường xuyên trong quá trình hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp. Dòng tiền hoạt động kinh doanh dương cho thấy doanh nghiệp đảm bảo khả năng tạo tiền

và đây là cơ sở để doanh nghiệp thực hiện các nghĩa vụ tài chính, đầu tư và thanh toán. Trường hợp dòng tiền âm chứng tỏ doanh nghiệp không tạo ra tiền, cần phải huy động nguồn tài trợ bên ngoài do vậy gia tăng sự phụ thuộc về tài chính; mất khả năng thanh toán và khả năng phá sản cao.

(ii) Dòng tiền từ hoạt động đầu tư được cấu thành bởi các khoản tiền thu và tiền chi liên quan đến tài sản cố định, bất động sản đầu tư và các khoản đầu tư tài chính. Dòng tiền thuần từ hoạt động đầu tư âm thể hiện xu hướng mở rộng đầu tư, nếu doanh nghiệp đầu tư vào tài sản cố định sẽ nâng cao cơ sở vật chất và năng lực sản xuất kinh doanh, nếu doanh nghiệp mở rộng đầu tư các tài sản tài chính, bất động sản đầu tư sẽ không gia tăng năng lực sản xuất kinh doanh mà chỉ là giúp doanh nghiệp nâng cao hiệu quả sử dụng vốn nhàn rỗi. Ngược lại, doanh nghiệp có dòng tiền hoạt động đầu tư dương là dấu hiệu của thu hẹp đầu tư, thanh lý tài sản cố định sẽ khiến suy giảm năng lực sản xuất kinh doanh, thu hẹp quy mô hoạt động, dấu hiệu này cho thấy doanh nghiệp đang thiếu tiền.

(iii) Dòng tiền từ hoạt động tài trợ được cấu thành bởi các khoản thu và chi liên quan đến thay đổi nợ vay và vốn chủ sở hữu. Một doanh nghiệp có dòng tiền từ hoạt động tài trợ thặng dư sẽ gia tăng phụ thuộc vào các nguồn tài trợ bên ngoài như vay nợ hoặc gọi vốn. Ngược lại doanh nghiệp có dòng tiền từ hoạt động tài trợ âm chứng tỏ doanh nghiệp ít phụ thuộc vào các nguồn tài trợ bên ngoài. Trường hợp này được xem là doanh nghiệp đã thực hiện hoàn trả các khoản nợ gốc vay, trả lại vốn góp cho chủ sở hữu hoặc thực hiện chia lãi cho các chủ sở hữu. Ở trường hợp này, doanh nghiệp sẽ tăng khả năng tự chủ tài chính và qua đó doanh nghiệp sẽ giảm được rủi ro tài chính.

Trên thế giới đã có những công trình nghiên cứu và chứng minh lợi nhuận và dòng tiền là hai chỉ tiêu quan trọng trong báo cáo lưu chuyển tiền tệ của doanh nghiệp, giúp nhà đầu tư phân tích và đưa ra quyết định tài chính. Trong quá trình phân tích, nhà đầu tư cần phải có những tài liệu và thông tin chi tiết của từng chỉ tiêu, kết hợp các chỉ tiêu để có những nhận định đúng về tình hình tài chính của đơn vị. Ngoài ra, nghiên cứu chuyên sâu về dòng tiền nhằm giúp doanh nghiệp xác định khi nào lợi nhuận hay dòng tiền quan trọng, từ đó xác định rõ mục tiêu của doanh nghiệp trong ngắn hạn và dài hạn (Arnold et al., 1991). Trong phạm vi bài viết này, nhóm tác giả nghiên cứu các nhân tố tác động đến dòng tiền của doanh nghiệp như là những bằng chứng thực nghiệm để có biện pháp quản trị dòng tiền hiệu quả, nâng cao khả năng thanh khoản và an toàn tài chính của doanh nghiệp.

2. Cơ sở lý thuyết và tổng quan nghiên cứu

2.1. Cơ sở lý thuyết

Lý thuyết chi phí đại diện được khởi xướng bởi (Berle & Means, 1932) và được phát triển bởi (Jensen & Michael, 1976). Nội dung của lý thuyết này đề cập đến chi phí đại diện gia tăng do xung đột lợi ích giữa cổ đông và người quản lý, giữa cổ đông và chủ nợ. Nhà quản lý sẽ vì lợi ích cá nhân thay vì lợi ích của doanh nghiệp nên họ có xu hướng lựa chọn các dự án đầu tư ít rủi ro, tỷ lệ nợ thấp, lợi nhuận thấp để giảm nguy cơ phá sản. Để giải quyết xung đột thông qua cắt giảm chi phí đại diện, (Harris, 2011) đã chứng minh vay nợ như một cơ chế để giám sát và khuyến khích hoạt động của Ban giám đốc do mối quan hệ thuận chiều giữa tỷ lệ nợ vay và dòng tiền thuần của doanh nghiệp. Công ty có nguy cơ phá sản nếu không thể thanh toán các khoản nợ khi chủ nợ yêu cầu. Như vậy, thông qua việc giảm thiểu chi phí

đại diện, lý thuyết này ủng hộ việc sử dụng nợ vay, việc gia tăng nợ vay sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến dòng tiền của doanh nghiệp.

Lý thuyết cổ điển được xây dựng bởi (Durand, 1952), ông người đầu tiên đưa ra lý thuyết về cơ cấu vốn của doanh nghiệp. Ông cho rằng, nợ vay có chi phí vốn “rẻ” hơn so với vốn chủ sở hữu. Vì thế, nếu doanh nghiệp kết hợp sử dụng nhiều nợ vay sẽ làm giảm chi phí sử dụng vốn bình quân và gia tăng giá trị doanh nghiệp. Hơn nữa, khi tỷ lệ nợ trên tổng nguồn vốn tăng sẽ làm cho tỷ suất lợi nhuận của vốn chủ sở hữu tăng lên do chi phí vốn chủ sở hữu cao hơn nợ. Tuy nhiên, nếu doanh nghiệp tăng tỷ lệ nợ sẽ ảnh hưởng đến dòng tiền thuần của hoạt động tài chính. Do vậy, tác động của cơ cấu vốn đến dòng tiền phụ thuộc vào sự cân bằng giữa lợi ích của việc sử dụng nợ vay và vốn chủ sở hữu. Do vậy doanh nghiệp cần xây dựng cơ cấu vốn hợp lý để tối thiểu chi phí vốn bình quân và sử dụng dòng tiền hiệu quả.

Lý thuyết M & M của (Modigliani & Miller, 1958) nghiên cứu trong điều kiện thị trường hoàn hảo, không có cạnh tranh, không có thuế, không có phá sản, lãi suất không đổi và khẳng định tỷ lệ nợ không ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp, giá trị doanh nghiệp phụ thuộc vào khả năng tạo ra dòng tiền của công ty. Điều này trái với thực tế, do vậy, (Modigliani & Miller, 1963), tiếp tục đưa ra bằng chứng chi phí vốn ảnh hưởng đến cơ cấu vốn và do đó ảnh hưởng đến dòng tiền và giá trị của doanh nghiệp. Sử dụng nợ vay sẽ phát sinh chi phí lãi vay và chi phí này được khấu trừ một phần khi tính thuế thu nhập doanh nghiệp. Doanh nghiệp tiết kiệm được chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp do tận dụng lá chắn thuế, dẫn đến tối đa hóa giá trị doanh nghiệp. Lý thuyết của Modigliani và Miller đã đặt nền móng cho sự ra đời của các lý thuyết về cơ cấu vốn sau này.

Lý thuyết đánh đổi của (Kraus & Litzenberger, 1973), cơ cấu nợ phản ánh sự đánh đổi giữa lợi ích thuế và chi phí sử dụng vốn. Theo đó doanh nghiệp duy trì mức độ sử dụng nợ thấp và rủi ro kiệt quệ tài chính chưa đáng kể thì giá trị doanh nghiệp sẽ gia tăng nhờ đóng góp của khoản tiết kiệm thuế nhiều hơn và giá trị doanh nghiệp sẽ tiếp tục gia tăng cùng với gia tăng mức độ sử dụng nợ. Nếu chi phí kiệt quệ tài chính trở nên đáng kể, vượt trội hơn so với phần đóng góp của khoản tiết kiệm thuế từ lãi vay thì giá trị doanh nghiệp sẽ giảm, và giá trị doanh nghiệp sẽ tiếp tục giảm cùng với gia tăng mức độ sử dụng nợ (Arnold et al., 1991; Brealey et al., 2008).

Lý thuyết trật tự phân hạng của (Donaldson, 1961) về trật tự sử dụng nguồn vốn trong doanh nghiệp. (Myers & Majluf, 1984) đã làm sáng tỏ hơn trật tự ưu tiên khi sử dụng các nguồn tài trợ nội bộ và các nguồn tài trợ bên ngoài dựa trên khái niệm về thông tin bất cân xứng và chi phí giao dịch. Doanh nghiệp cân nhắc sử dụng ba loại nguồn vốn: Lợi nhuận giữ lại, nợ vay và vốn cổ phần, việc quyết định sử dụng nguồn vốn nào sẽ cho biết biến động của từng dòng tiền trong công ty. Khi công ty có nhu cầu huy động vốn, công ty sẽ hạn chế việc chi trả cổ tức bằng tiền mặt và ưu tiên sử dụng nguồn vốn lợi nhuận để lại. Khi biến động dòng tiền cao, doanh nghiệp không còn đủ nguồn vốn nội bộ cho hoạt động kinh doanh, cần huy động vốn thường xuyên từ thị trường bên ngoài. Do đó, các doanh nghiệp này sẽ gia tăng sử dụng đòn bẩy tài chính. Cuối cùng, nguồn vốn cổ phần sẽ được lựa chọn. Các doanh nghiệp có dòng tiền không ổn định thường có hoạt động kinh doanh khá biến động do bất cân xứng dòng tiền (Frank & Goyal, 2009). Theo lý thuyết trật tự phân hạng, công ty sẽ không xác định mức dự trữ tiền mặt mục tiêu mà sẽ điều chỉnh mức dự trữ

tiền mặt theo nhu cầu và cơ hội đầu tư. Thêm vào đó, các công ty sẽ không xác định tỷ lệ nợ mục tiêu mà việc huy động nợ của công ty dựa vào nhu cầu đầu tư và hoạt động kinh doanh của công ty.

2.2. Tổng quan nghiên cứu thực nghiệm

Trên thế giới đã có rất nhiều các công trình nghiên cứu thực nghiệm về việc phân tích những nhân tố ảnh hưởng đến dòng tiền ngân quỹ của doanh nghiệp, cụ thể:

(Usman et al., 2018) mục tiêu của bài nghiên cứu là điều tra ảnh hưởng của dòng tiền đến lợi nhuận của các công ty niêm yết trong lĩnh vực ô tô của Đức. Quy mô mẫu gồm các công ty lớn với phương pháp lấy mẫu ngẫu nhiên và nghiên cứu tình huống tại 5 công ty điển hình. Dữ liệu nghiên cứu là báo cáo thường niên và báo cáo tài chính đã được kiểm toán giai đoạn 2007-2016. Kết quả hồi quy chỉ ra rằng có mối quan hệ tích cực giữa dòng tiền tự do và khả năng sinh lời của các công ty niêm yết. Tuy nhiên, đòn bẩy có tác động tiêu cực ở mức nhỏ đến khả năng sinh lời được đo lường bằng chỉ tiêu ROA. Bên cạnh đó, nghiên cứu chỉ ra các nhân tố tác động đến dòng tiền gồm: đòn bẩy tài chính, khả năng thanh toán, các hệ số vòng quay, tỷ suất sinh lời trên tài sản, tỷ suất sinh lời trên vốn chủ, ngành nghề kinh doanh, năng lực của nhà quản trị, chính sách tín dụng thương mại của doanh nghiệp.

(Kamran et al., 2017), nghiên cứu nhằm xác định tầm quan trọng của dòng tiền đối với lợi nhuận của các công ty được niêm yết tại Karachi. Nghiên cứu được thực hiện trên 580 công ty niêm yết trong khoảng thời gian 5 năm (2010-2014), kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng dòng tiền tự do có tương quan đáng kể và tích cực với lợi nhuận của các công ty. Đây là bằng chứng cho thấy dòng tiền tự do là điều kiện tiên quyết quan trọng đối với lợi nhuận của công ty. Nghiên cứu

kết luận rằng dòng tiền tự do nâng cao hiệu quả hoạt động của công ty nhưng dòng tiền tự do dư thừa lại tạo ra vấn đề về người đại diện do xung đột lợi ích giữa chủ sở hữu và ban quản lý tăng lên và do xung đột đó mà hiệu quả hoạt động của công ty giảm xuống. Ngoài ra, kết quả nghiên cứu cũng chỉ ra mức độ tác động của các hệ số tài chính đến dòng tiền thuần ngân quỹ gồm hệ số nợ, khả năng thanh toán và các hệ số vòng quay của hàng tồn kho và phải thu khách hàng.

(HONG et al., 2012) được lấy dữ liệu dựa trên các công ty về bất động sản niêm yết trên sàn chứng khoán Thượng Hải và Thẩm Quyển từ 2006 -2010 khẳng định mối quan hệ của quản trị dòng tiền ở các doanh nghiệp và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp đó. Kết quả hồi quy tìm thấy từ nghiên cứu này cho thấy rằng mức độ dòng tiền dư thừa và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp được đo lường bằng tổng hợp các chỉ tiêu tài chính có mối quan hệ nghịch.

(Liao, 2008) cho thấy rằng tỷ suất lợi nhuận trên tài sản (ROA) và tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) có khuynh hướng vận hành ngược chiều với dòng tiền của doanh nghiệp, đặc biệt là đối với các doanh nghiệp không có nhiều cơ hội tăng trưởng.

(Adelegan, 2003) nghiên cứu mối quan hệ giữa sự thay đổi cổ tức và dòng tiền của 63 công ty tại Nigeria trong thời gian 1984 -1997. Sự kết hợp của dòng tiền với những thay đổi về cổ tức được kiểm định bằng Mô hình Lintner-Brittain với chuỗi dữ liệu thời gian. Kết quả cho thấy có mối quan hệ đáng kể giữa sự thay đổi cổ tức và dòng tiền không giống như các nghiên cứu trước đây, sự thay đổi phụ thuộc vào mức độ tăng trưởng, sự lựa chọn cơ cấu vốn, quy mô của từng doanh nghiệp và các chính sách kinh tế vĩ mô.

(Titman & Wessels, 1988) không tìm thấy mối quan hệ giữa biến động dòng tiền và đòn bẩy tài chính theo các cách đo lường khác nhau.

(Jensen, 1986) đã chỉ ra rằng cấu trúc quản lý doanh nghiệp có ảnh hưởng đến quản trị dòng tiền trong doanh nghiệp. Trong một cơ cấu quản lý, ví dụ như trường hợp có sự tham gia của các nhà đầu tư chủ động quản lý, giám sát sẽ giúp công ty hạn chế được phần nào việc sử dụng dòng tiền đầu tư vào các dự án có khả năng sinh lời thấp hơn.

(Bowen et al., 1986) đã điều tra các mối quan hệ thực nghiệm giữa thu nhập dồn tích và dòng tiền tại các DN ở Mỹ. Kết quả nghiên cứu chứng minh có mối tương quan chặt giữa dòng tiền truyền thống (dựa trên quỹ) và thu nhập nhưng mối tương quan lỏng giữa các thước đo dòng tiền “thay thế” và thu nhập. Nghiên cứu khẳng định mô hình dự đoán dòng tiền không ảnh hưởng đến lợi nhuận và dòng tiền trong tương lai. Ngoài ra kết quả của nghiên cứu cũng chỉ ra các nhân tố tác động đến dòng tiền gồm: Cấu trúc tài chính, khả năng thanh toán, vòng quay hàng tồn kho và các khoản phải thu, cấu trúc tài sản, cơ cấu cổ đông.

Như vậy, các nghiên cứu đều khẳng định dòng tiền có vai trò quan trọng đối với doanh nghiệp. Nhìn chung, các nhân tố tác động đến dòng tiền đều hội tụ ở các chỉ tiêu về hệ số tài chính (hệ số nợ, khả năng thanh toán, hệ số vòng quay, khả năng sinh lời) và các biến kiểm soát gồm quy mô doanh nghiệp, ngành nghề kinh doanh, thời gian hoạt động. Lợi nhuận có tác động đến dòng tiền trong một vài nghiên cứu. Kết quả của các nghiên cứu vừa có tính thống nhất, vừa mâu thuẫn điều này có thể giải thích bởi sự khác nhau về bối cảnh không gian và thời gian nghiên cứu gắn với thực tiễn hoạt động của các doanh nghiệp tại mỗi quốc gia, bên cạnh đó là sự khác nhau về cách xử lý biến trong mô hình nghiên cứu, phương pháp ước

lượng. Nghiên cứu này của tác giả kỳ vọng cung cấp thông tin hữu ích để chứng minh về tác động của các hệ số tài chính đến dòng tiền thuần của doanh nghiệp, chứng minh mối quan hệ lợi nhuận và dòng tiền. Khi xác định được những yếu tố có tác động đến dòng tiền của doanh nghiệp sẽ đưa ra được quy trình quản trị dòng tiền hợp lý, đảm bảo cho việc huy động và sử dụng vốn của doanh nghiệp có hiệu quả cao hơn, từ đó góp phần giúp doanh nghiệp phát triển bền vững.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Xây dựng thang đo

Thang đo sơ bộ được xây dựng dựa trên mục tiêu và nội dung nghiên cứu, kết hợp với việc tham khảo các thang đo của các nghiên cứu trước đây. Cụ thể, tác giả kế thừa mô hình và ý tưởng nghiên cứu của các tác giả (Adelegan, 2003; Bowen et al., 1986; Kamran et al., 2017; Usman et al., 2018), chúng tôi thực hiện phân tích từng công trình kết hợp đặc điểm doanh nghiệp Việt Nam, thể chế chính trị xã hội, con người cũng như mức độ phát triển kinh tế. Sau đó, nhóm tác giả tổng kết và đúc kết thành 5 nhóm nhân tố tác động như sau:

Hệ số nợ (HSN1): Nhân tố này được đo lường bằng cách lấy tổng nợ phải trả chia cho tổng tài sản của DN. Chỉ tiêu này phản ánh mức độ tài trợ tài sản của DN bởi các khoản nợ, từ đó biết được khả năng tự chủ tài chính của DN. Hệ số nợ càng cao thể hiện mức độ phụ thuộc của DN vào chủ nợ càng lớn, tính tự chủ của DN càng thấp và khả năng tiếp nhận các khoản vay nợ càng khó khi DN không thanh toán kịp thời các khoản nợ và hiệu quả hoạt động kém, rủi ro của DN sẽ ở mức độ cao. Hệ số nợ càng nhỏ thể hiện DN đi vay ít, khả năng tự chủ tài chính cao. Tuy nhiên, cũng có thể DN chưa biết cách khai thác đòn bẩy tài chính, chưa biết cách huy động vốn bằng hình thức đi

vay. Chỉ tiêu này bao gồm 4 chỉ số là:

HSN11: Hệ số nợ = Tổng nợ phải trả/Tổng tài sản

HSN12: Hệ số nợ ngắn hạn = Tổng nợ ngắn hạn/Tổng tài sản: Hệ số nợ ngắn hạn phản ánh mức độ tài trợ tài sản của DN bằng các khoản nợ ngắn hạn.

HSN13: Hệ số nợ dài hạn = Tổng nợ dài hạn/Tổng tài sản: Hệ số nợ dài hạn phản ánh mức độ tài trợ tài sản của DN, bằng các khoản nợ dài hạn.

HSN14: Hệ số tự tài trợ = Vốn chủ sở hữu/Tổng nguồn vốn

Ngoài ra, đòn bẩy tài chính được đo lường thêm bằng chỉ tiêu D/E, được tính bằng cách lấy nợ dài hạn có trả lãi chia cho vốn chủ sở hữu. Hệ số này càng lớn thì các nhà quản lý càng có động cơ điều chỉnh thu nhập của công ty phù hợp với những quy ước trong hợp đồng vay.

Khả năng thanh toán (KTT2): Khả năng thanh toán của DN là năng lực về tài chính mà DN có được để đáp ứng nhu cầu thanh toán các khoản nợ ngắn hạn cho các cá nhân, tổ chức có quan hệ cho DN vay hoặc nợ. Năng lực tài chính đó tồn tại dưới dạng tiền mặt, tiền gửi, các khoản phải thu, từ các cá nhân mắc nợ DN, các tài sản có thể chuyển đổi nhanh thành tiền như: Hàng hóa, thành phẩm, hàng gửi bán. Các khoản nợ của DN có thể là các khoản vay ngắn hạn ngân hàng, khoản nợ tiền hàng do xuất phát từ quan hệ mua bán các yếu tố đầu vào hoặc sản phẩm hàng hóa DN phải trả cho người bán hoặc người mua đặt trước, các khoản thuế chưa nộp ngân hàng nhà nước, các khoản chưa trả lương. Khả năng thanh toán của DN được đo lường qua chỉ tiêu tài sản ngắn hạn trên nợ ngắn hạn, chỉ tiêu này phản ánh khả năng thanh toán của DN trong ngắn hạn. Đây là chỉ tiêu được các nhà tín dụng quan tâm khi ra

quyết định để đảm bảo cho các khoản vay ngắn hạn của DN được thanh toán đúng hạn trong tương lai, chính điều này ảnh hưởng tới cấu trúc tài chính của DN.

Hệ số khả năng thanh toán tổng quát = Tổng tài sản/Tổng nợ phải trả: Hệ số này cho biết mối quan hệ giữa tổng tài sản mà doanh nghiệp đang quản lý, sử dụng với tổng số nợ phải trả (nợ ngắn hạn và nợ dài hạn), phản ánh một đồng vay nợ có mấy đồng tài sản đảm bảo. Khi giá trị của hệ số này nhỏ hơn 1 có nghĩa là tổng tài sản < tổng nợ, như vậy toàn bộ số tài sản hiện có của công ty không đủ để thanh toán các khoản nợ, chứng tỏ công ty mất khả năng thanh toán, gặp khó khăn trong tài chính. Ngược lại, nếu hệ số này lớn hơn 1 nghĩa là Tổng tài sản > Tổng nợ cho thấy công ty có khả năng thanh toán. Nhưng nếu quá cao thì cần phải xem lại vì khi đó việc sử dụng đòn bẩy tài chính của công ty không hiệu quả. Một số chỉ tiêu phản ánh khả năng thanh toán gồm:

KTT21: Hệ số khả năng thanh toán hiện thời = Tổng tài sản ngắn hạn/Tổng nợ ngắn hạn

KTT22: Hệ số khả năng thanh toán nhanh = (Tài sản ngắn hạn - Hàng tồn kho)/Tổng nợ ngắn hạn

KTT23: Hệ số khả năng thanh toán tức thời = Tiền và tương đương tiền/Tổng nợ ngắn hạn

KTT24: Hệ số khả năng thanh toán lãi vay = Lợi nhuận trước thuế và lãi vay/Lãi vay phải trả

Cấu trúc tài sản (CTS3): Có nhiều chỉ tiêu phản ánh cấu trúc tài sản của DN, thông thường cấu trúc tài sản được đo lường thông qua chỉ tiêu tỷ lệ tài sản dài hạn trên tổng tài sản. Đây là chỉ tiêu quan trọng trong cấu trúc tài chính của DN. Về lý thuyết, khi tỉ lệ tài sản cố định chiếm tỉ trọng lớn, DN có cơ hội thế chấp các tài sản này để tiếp cận các nguồn vốn bên ngoài. DN có thể vay với lãi suất thấp hơn nếu có tài sản thế chấp,

điều này làm giảm chi phí sử dụng vốn. Bên cạnh đó doanh nghiệp có thể sử dụng chỉ tiêu hệ số tài sản ngắn hạn, cụ thể như sau:

CTS31: Hệ số đầu tư tài sản ngắn hạn = Tài sản ngắn hạn/Tổng tài sản

CTS32: Hệ số đầu tư tài sản dài hạn = Tài sản dài hạn/Tổng tài sản

Hiệu suất hoạt động (HHD4): Hiệu quả sử dụng vốn luôn gắn liền với sự tồn tại và phát triển của doanh nghiệp. Do đó thông qua phân tích các chỉ tiêu phản ánh khả năng hoạt động cho biết trình độ sử dụng các nguồn lực đạt kết quả cao nhất với chi phí bỏ ra là thấp nhất.

HHD41: Hệ số vòng quay hàng tồn kho = Giá vốn hàng bán/Hàng tồn kho bình quân

Vòng quay hàng tồn kho là số lần mà hàng hóa tồn kho luân chuyển trong kỳ. Chỉ số này càng cao càng được đánh giá là tốt vì số tiền đầu tư cho hàng tồn kho thấp mà vẫn đạt hiệu quả cao tránh được tình trạng ứ đọng vốn. Nếu chỉ số này thấp phản ánh hàng tồn kho dự trữ nhiều, sản phẩm không tiêu thụ được do chất lượng thấp không đáp ứng yêu cầu thị trường.

HHD42: Kỳ luân chuyển hàng tồn kho = 360/Vòng quay hàng tồn kho

HHD43: Vòng quay các khoản phải thu = Doanh thu có thuế/Các khoản phải thu bình quân. Chỉ tiêu này phản ánh tốc độ chuyển các khoản phải thu ra tiền mặt. Vòng quay càng lớn càng chứng tỏ tốc độ thu hồi các khoản phải thu nhanh, vốn của doanh nghiệp ít bị chiếm dụng và không phải đầu tư nhiều vào việc thu hồi các khoản phải thu.

HHD44: Kỳ thu tiền trung bình = 360/Vòng quay các khoản phải thu

LNH5: *Lợi nhuận = Doanh thu - Chi phí*

Dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh (Dongtien) = Tiền thu - Tiền chi

3.2. Mô hình và giả thuyết nghiên cứu

Mô hình nghiên cứu

Kế thừa các mô hình nghiên cứu trước đây trong các nghiên cứu của (Adelegan, 2003; Bowen et al., 1986; Kamran et al., 2017; Usman et al., 2018), tác giả xây dựng mô hình nghiên cứu về các nhân tố tác động đến dòng tiền của các DN như sau:

$$\text{Dongtien}_{it} = \beta_0 + \beta_1 * \text{HSN1}_{it} + \beta_2 * \text{KTT2}_{it} + \beta_3 * \text{KTT2}_{it} + \beta_4 * \text{HHD4}_{it} + \beta_5 * \text{LNH5}_{it} + \varepsilon_{it}$$

Trong đó:

Biến độc lập: HSN1, KTT2, CTS3, HHD4, LNH5

Biến phụ thuộc: Dongtien

Các biến lợi nhuận và dòng tiền được lấy logarit nhằm làm trơn dữ liệu khi phân tích hồi quy

$\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5$: Hệ số hồi quy

ε_{it} : Phần dư

Giả thuyết nghiên cứu

H1: Hệ số nợ tác động đến dòng tiền

H2: Khả năng thanh toán tác động đến dòng tiền

H3: Cấu trúc tài sản tác động đến dòng tiền

H4: Hiệu suất hoạt động tác động đến dòng tiền

H5: Lợi nhuận tác động đến dòng tiền

3.3. Phương pháp nghiên cứu định lượng

Nghiên cứu được thực hiện bằng cách sử dụng dữ liệu thứ cấp là BCTC của 135 công ty niêm yết, năm 2020. Để đạt được mục tiêu nghiên cứu và tính đại diện của mẫu, chúng tôi phân nhóm đối tượng khảo sát theo các tiêu thức sản giao dịch, quy mô doanh nghiệp và thời gian hoạt động. Trong 135 mã chứng khoán được khảo sát có 79 mã chứng khoán đăng ký niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh, 56 mã chứng khoán đăng ký giao dịch trên sàn giao dịch chứng khoán Hà Nội. Về quy mô doanh nghiệp, chủ yếu là doanh nghiệp nhỏ và vừa với quy mô vốn điều lệ dưới 50 tỷ đồng, tổng số 67 mã chứng

khoán (chiếm 49.63%), tiếp đến là các doanh nghiệp có quy mô vốn trên 50 tỷ và trên 300 tỷ. Về thời gian hoạt động, đa số các công ty có thời gian hoạt động từ 10-30 năm (72 doanh nghiệp, chiếm 53,33%), công ty hoạt động trên 30 năm ít hơn số công ty hoạt động dưới 10 năm. Về lĩnh vực hoạt động chủ yếu là sản xuất, thương mại và dịch vụ của các doanh nghiệp phi tài chính, không bao gồm các doanh nghiệp tài chính, ngân hàng và bảo hiểm. Mẫu nghiên cứu khi thỏa mãn đồng thời các tiêu chí sau: (i) Cổ phiếu của doanh nghiệp niêm yết trên thị trường tính đến thời điểm kết thúc năm tài chính 2020, (ii) Có đầy đủ báo cáo tài chính được kiểm toán theo ý kiến chấp nhận tính hợp lý và trung thực theo nguyên tắc trọng yếu. Dữ liệu báo cáo tài chính của các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu được khai thác từ công ty FiinPro. Bài viết sử dụng phương pháp nghiên cứu định lượng để xác định kết quả nghiên cứu với sự hỗ trợ của phần mềm SPSS 20 với các nội dung cụ thể gồm: thống kê mô tả, phân tích tương quan, phân tích hồi quy tuyến tính đa biến, sử dụng các kiểm định của các hệ số hồi quy, mức độ phù hợp của mô hình, phân tích tương quan, hồi quy, phương sai phần dư để xác định các yếu tố và mức độ ảnh hưởng của các nhân tố.

4. Kết quả nghiên cứu và bàn luận

4.1. Kết quả thống kê mô tả về các biến trong mô hình

Biến hệ số nợ (HSN1) được thể hiện bằng 4 thang đo nói về hệ số nợ, hệ số nợ ngắn hạn, hệ số nợ dài hạn, hệ số tự tài trợ. Các biến này đều đạt giá trị trung bình từ 0.09-0.59. Biến hệ số tự tài trợ có giá trị cao nhất, chứng tỏ phần vốn chủ sở hữu chiếm đa số trong nguồn vốn, điều này cũng cho thấy tỷ lệ nợ của doanh nghiệp khá thấp.

Bảng 1: Kết quả thống kê mô tả

Nhân tố	Thang đo	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Kurtosis	
				Statistic	Std. Error
Hệ số nợ	HSN11	0.4635	0.2601	0.079	0.442
	HSN12	0.3715	0.2294	-0.355	0.442
	HSN13	0.0920	0.1562	4.155	0.442
	HSN14	0.5889	0.2601	0.079	0.442
Hệ số khả năng thanh toán	KTT21	2.7630	3.3682	9.368	0.442
	KTT22	1.5196	1.8525	9.368	0.442
	KTT23	0.3935	0.7012	21.603	0.442
	KTT24	15.1227	22.3852	1.978	0.442
Cấu trúc tài sản	CTS31	0.5928	0.2585	-0.780	0.442
	CTS32	0.4596	0.2585	-0.780	0.442
Hiệu suất hoạt động	HHD41	11.1662	4.0547	41.347	0.442
	HHD42	38.0189	7.4892	1.389	0.442
	HHD43	8.9329	3.2437	41.347	0.442
	HHD44	47.5236	9.3615	1.389	0.442
Lợi nhuận	LNH5	306,036,875,278	1,414,632,127,225	64.226	0.442
Dòng tiền	Dongtien	47,155,027,138	126,672,197,152	40.868	0.442

(Nguồn: Tổng hợp dữ liệu xử lý từ phần mềm SPSS)

Biến hệ số khả năng thanh toán (KTT2) được thể hiện bằng 4 thang đo: Hệ số khả năng thanh toán hiện thời, hệ số khả năng thanh toán nhanh, hệ số khả năng thanh toán tức thời, hệ số khả năng thanh toán lãi vay. Các biến này đều đạt giá trị trung bình từ 0.39-15.12. Trong đó, hệ số khả năng thanh toán lãi vay có giá trị trung bình lớn nhất, biến hệ số khả năng thanh toán tức thời có giá trị trung bình nhỏ nhất. Điều này chứng tỏ doanh nghiệp có hiệu quả kinh doanh cao đủ bù đắp các khoản chi phí, đặc biệt gấp 14 lần lãi vay. Tuy nhiên tiền và tương đương tiền của doanh nghiệp không nhiều nên khả năng thanh toán tức thời kém.

Biến cấu trúc tài sản (CTS3) thể hiện bằng 2 thang đo thể hiện cơ cấu của tài sản ngắn hạn, dài hạn trong tổng tài sản. Nhìn chung cơ cấu của các doanh nghiệp khá đều nhau với các hệ số 0.59 và 0.46.

Biến hiệu suất hoạt động (HHD4) gồm 4 thang đo phản ánh vòng quay hàng tồn kho, vòng quay nợ phải thu và số ngày 1 vòng quay. Kết quả cho thấy số vòng quay các khoản phụ chưa lớn 8,9 vòng, trong khi kỳ thu tiền trung bình là 47 ngày. Điều này cho thấy, doanh nghiệp đang bị lợi dụng vốn.

Biến lợi nhuận (LNH5) và dòng tiền (Dongtien) là những con số được tính bằng cách lấy số liệu trực tiếp trên báo cáo lưu chuyển tiền tệ.

4.2. Kết quả phân tích hồi quy đa biến

Phân tích tương quan

Kết quả phân tích tương quan xem xét mối quan hệ của các biến độc lập gồm: hệ số nợ (HSN1), hệ số khả năng thanh toán (KTT2), hệ số cấu trúc tài chính (CTS3), hệ số hiệu suất hoạt động (HHD4), lợi nhuận (LNH5) trong mối tương

quan với biến phụ thuộc (Dongtien). Kết quả cho thấy các biến độc lập (HSN1, KTT2, HHD4, LNH5) có tương quan với biến phụ thuộc, các biến độc lập không tương quan với nhau. Tuy nhiên biến CTS3 không tương quan với biến phụ thuộc. Biến KTT2, HHD4 có quan hệ ngược chiều, các biến còn lại có quan hệ thuận chiều với biến phụ thuộc. Kết quả tương quan phù hợp với các giả thuyết đặt ra ở phần trước. Tuy nhiên, hệ số pearson correlation giữa các biến tương đối thấp (<0,8) phản ánh mối tương quan không chặt chẽ giữa các biến độc lập và biến phụ thuộc.

Phân tích hồi quy

Thực hiện phân tích hồi quy tuyến tính bội giữa các biến độc lập với biến phụ thuộc nhằm đánh giá mức độ tác động của các nhân tố cho kết quả sau:

tiền được giải thích bởi các chỉ số tài chính. Phần còn lại 42.1% được giải thích bởi các biến ngoại vi và sai số ngẫu nhiên.

Tiếp theo, nhóm tác giả thực hiện phân tích hồi quy tuyến tính bội với thủ tục chọn biến bằng phương pháp Enter, các biến độc lập lần lượt được đưa vào mô hình và tự loại bỏ biến không phù hợp, kết quả như sau (bảng 3):

Trong bảng phân tích Anova trên cho thấy giá trị Sig. = 0.000 < 0.05, điều này cho kết luận mô hình hồi quy tuyến tính bội đã xây dựng là phù hợp.

Ngoài kiểm định sự phù hợp của mô hình, tác giả tiếp tục phân tích và kiểm định từng nhân tố trong mô hình có thực sự ảnh hưởng đến biến phụ thuộc không, được thể hiện qua bảng 4 dưới đây:

Kiểm tra các giả thuyết của mô hình hồi quy tuyến tính:

Bảng 2: Bảng mô hình tóm tắt (Model Summary^b)

Mô hình	R	R bình phương	R bình phương điều chỉnh	Lỗi ước tính tiêu chuẩn	Durbin-Watson
1	.685 ^a	.601	.589	1.29654	1.682

a. Dự đoán (bất định), LNH5, HHD4, KTT2, HSN1

b. Biến phụ thuộc: Dongtien

(Nguồn: Tổng hợp dữ liệu xử lý từ phần mềm SPSS)

Bảng tóm tắt mô hình trên cho thấy, giá trị R Square điều chỉnh = 0.579, nghĩa là 57.9% dòng

- Từ bảng trên cho thấy giá trị phóng đại phương sai (VIP) của 4 biến độc lập có giá trị từ

Bảng 3: Bảng phân tích ANOVA^a

Mô hình	Tổng bình phương	df	Ý nghĩa bình phương	F	Sig.	
1	Hồi quy	184.256	4	46.064	27.470	.000 ^b
	Thặng dư	211.285	126	1.677		
	Tổng cộng	395.540	130			

a. Biến phụ thuộc: Dongtien

b. Dự đoán (bất định), LNH5, HHD4, KTT2, HSN1

(Nguồn: Tổng hợp dữ liệu xử lý từ phần mềm SPSS)

Bảng 4: Bảng phương trình hồi quy bội (Coefficients^a)

Mô hình	Hệ số không chuẩn hóa		Hệ số chuẩn hóa	t	Sig.	Thống kê cộng tuyến	
	B	Lỗi tiêu chuẩn	Beta			Dung sai	VIF
(Bất định)	9.228	1.756		5.253	.000		
HSN1	.381	.095	.283	4.017	.000	.872	1.147
1 KTT2	-.001	.005	-.018	-.238	.022	.875	1.143
HHD4	.012	.011	.726	1.080	.049	.960	1.041
LNH5	.505	.059	.589	8.518	.000	.903	1.107

a. Biến phụ thuộc: Dongtien

(Nguồn: Tổng hợp dữ liệu xử lý từ phần mềm SPSS)

1.041 - 1.147 và đều nhỏ hơn 2 nên không xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến.

- Chỉ số Durbin - Waston = 1.673 cho biết không có hiện tượng tự tương quan.

Từ bảng mô hình hồi quy, ta viết được phương trình về các nhân tố ảnh hưởng đến việc vận dụng KTQT trong doanh nghiệp như sau:

$$\text{Dongtien} = 9.228 + 0.283 \cdot \text{HSN1} - 0.180 \cdot \text{KTT2} + 0.726 \cdot \text{HHD4} + 0.589 \cdot \text{LNH5}$$

4.3. Bàn luận về kết quả nghiên cứu

- Hệ số nợ (HSN1): Kết quả nghiên cứu chỉ ra hệ số nợ tỷ lệ thuận với dòng tiền của doanh nghiệp, hệ số ảnh hưởng là 0.283. Hệ số ảnh hưởng này có nghĩa là hệ số nợ càng lớn, càng tác động thuận chiều tới dòng tiền của doanh nghiệp. Kết quả này cũng phù hợp giả thuyết H1 mà nhóm tác giả đã đưa ra, đồng thời phù hợp với các nghiên cứu trước của các tác giả Leise và cộng sự (2006). Việc sử dụng đòn bẩy tài chính vừa có những ưu điểm và hạn chế vì vậy trong quá trình hoạt động của đơn vị cần kết hợp sử dụng vốn chủ sở hữu và vốn vay. Nếu doanh nghiệp kinh doanh có lãi nên sử dụng đòn bẩy tài chính lớn.

- Hệ số khả năng thanh toán (KTT2): Hệ số khả năng thanh toán được hình thành bởi 4 biến

quan sát phản khả năng thanh toán của doanh nghiệp từ tổng quát đến khả năng thanh toán nhanh, khả năng thanh toán tức và khả năng thanh toán lãi vay. Theo kết quả nghiên cứu, nhân tố này có ảnh hưởng ngược chiều với dòng tiền của doanh nghiệp, hệ số ảnh hưởng -0.18. Theo kết quả tính giá trị trung bình ở bảng trước cho thấy khả năng thanh toán lãi vay của doanh nghiệp khá lớn (14 lần). Tuy nhiên khả năng thanh toán tức thời của doanh nghiệp khá nhỏ, điều này chứng tỏ dự trữ tiền mặt của doanh nghiệp ít. Trong nhiều trường hợp doanh nghiệp cần chú trọng đến quản trị tiền mặt tại quỹ đủ cho các nhu cầu chi tiêu và khả năng thanh toán các khoản nợ đến hạn. Nghiên cứu này ngược với nghiên cứu của (Kamran et al., 2017; Usman et al., 2018). Các kết quả nghiên cứu phù hợp với giả thuyết H2.

- Hệ số về cấu trúc tài sản (CTS3): Nhân tố này được đo lường thông qua 2 biến quan sát là hệ số đầu tư tài sản ngắn hạn và hệ số đầu tư tài sản dài hạn. Trong các nghiên cứu trước của (Adelegan, 2003), các hệ số này có ảnh hưởng thuận chiều với dòng tiền ngân quỹ của doanh nghiệp. Tuy nhiên, trong nghiên cứu này nhân tố

này không phù hợp với mô hình nên bị loại bỏ. Vì thế, nó không có tác động tới dòng tiền.

- Hệ số hiệu suất hoạt động (HHD4): Kết quả nghiên cứu chỉ ra hiệu suất hoạt động tỷ lệ thuận với dòng tiền của doanh nghiệp, hệ số có ảnh hưởng lớn nhất, trị số 0.726. Hiệu suất hoạt động được xem xét là số vòng quay của hàng tồn kho và vòng quay các khoản phải thu. Kết quả này cũng phù hợp giả thuyết H4 đã xây dựng ở phần đầu, đồng thời phù hợp với các nghiên cứu trước của các tác giả. Đây là nhân tố tác động trực tiếp đến dòng tiền thu của doanh nghiệp. Mục tiêu của các doanh nghiệp là đẩy nhanh vòng quay hàng tồn kho nhưng cũng phải chú trọng công tác thu hồi công nợ.

- Lợi nhuận (LNH5): Kết quả nghiên cứu chỉ ra lợi nhuận tác động đến dòng tiền theo hướng thuận chiều với hệ số tác động là 0.589. Hệ số ảnh hưởng này có nghĩa là hệ số nợ càng lớn, càng tác động thuận chiều tới dòng tiền của doanh nghiệp. Kết quả này cũng phù hợp giả thuyết H5 mà nhóm tác giả đã xây dựng ở phần đầu, đồng thời phù hợp với các nghiên cứu trước của các tác giả (Kamran et al., 2017; Usman et al., 2018). Như vậy, vấn đề nâng cao lợi nhuận cũng là biện pháp để cải thiện dòng tiền của doanh nghiệp.

5. Kết luận và khuyến nghị

Kết quả nghiên cứu thực nghiệm cho trường hợp các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết tại Việt Nam đã chỉ ra 4 nhân tố tác động trực tiếp đến dòng tiền của doanh nghiệp, đồng thời khẳng định dòng tiền ngân quỹ có vai trò to lớn đối với các quyết định đầu tư của doanh nghiệp. Với mục tiêu quản trị dòng tiền hợp lý, kết quả nghiên cứu khuyến nghị các doanh nghiệp chú trọng đến quan hệ cân đối giữa tiền thu và tiền chi liên quan đến

sản xuất kinh doanh cũng như hiệu quả quản trị vốn lưu động nhằm đảm bảo khả năng tạo tiền, cân đối giữa rủi ro thanh toán với hiệu quả sử dụng vốn khi huy động nguồn tiền tài trợ từ bên ngoài, điều chỉnh xu hướng đầu tư tài sản cố định phù hợp với khả năng kiểm soát rủi ro. Trên cơ sở đó, tác giả đề xuất một số giải pháp nhằm giúp các doanh nghiệp quản trị dòng tiền hiệu quả hơn. Cụ thể như sau:

Một là, sử dụng nợ vay hợp lý. Doanh nghiệp cần lựa chọn thời điểm để sử dụng đòn bẩy tài chính hợp lý. Khi doanh nghiệp hoạt động hiệu quả, việc sử dụng thêm nợ vay sẽ giúp doanh nghiệp gia tăng giá trị nhanh. Tuy nhiên, việc sử dụng đòn bẩy tài chính cũng đi kèm với một số rủi ro, như tăng nguy cơ phá sản nếu không quản lý tốt nợ vay, gánh nặng lãi suất và áp lực trả nợ. Do đó, quản lý đòn bẩy tài chính hiệu quả là điều cần thiết để đảm bảo rằng doanh nghiệp có thể tận dụng lợi ích của việc sử dụng tiền vay một cách an toàn và bền vững.

Hai là, lập kế hoạch ngân sách: Doanh nghiệp cần lập kế hoạch ngân sách cho tất cả các hoạt động kinh doanh của mình. Quản lý chi phí một cách chặt chẽ giúp đảm bảo sự ổn định tài chính và giảm thiểu rủi ro. Trên cơ sở kết hợp ba quyết định chiến lược tối ưu: đầu tư, tài trợ và phân phối lợi nhuận, thực hiện phân tích tình huống/độ nhạy để kiểm tra sự sẵn có tiền mặt trong những hoàn cảnh khác nhau, đặc biệt là bối cảnh ngành và nền kinh tế gặp khó khăn. Từ đó, lập kế hoạch dòng tiền dài hạn cho phép doanh nghiệp điều chỉnh chiến lược kinh doanh và quản lý các hoạt động tài chính sao cho phù hợp với mục tiêu dòng tiền dài hạn; giúp định hình các quyết định đầu tư, chi tiêu và quản lý tài sản một cách chặt chẽ.

Ba là, theo dõi chu kì tiền mặt: Chu kì tiền mặt là khoảng thời gian doanh nghiệp chuyển đổi khoản tiền sử dụng để sản xuất hàng tồn kho thành tiền thu được từ hoạt động bán hàng. Các doanh nghiệp cần phải theo dõi chặt các khoản phải thu, các khoản phải trả và lượng hàng tồn kho để từ đó theo dõi dòng tiền ra và vào. Một vấn đề thường gặp của dòng tiền là khoảng cách giữa việc bán chịu sản phẩm cho khách hàng và việc phải thanh toán ngay cho các nhà cung cấp. Nếu các điều khoản thanh toán của các bên nợ lâu hơn so với của nhà cung cấp, các doanh nghiệp có thể sẽ phải dùng tiền dự trữ để chi trả. Điều này sẽ có thể dẫn đến dòng tiền xấu.

Nghiên cứu này đã chứng minh tồn tại mối quan hệ trực tiếp và tích cực giữa lợi nhuận và dòng tiền, chỉ ra các nhân tố tác động đến dòng tiền đồng thời khẳng định dòng tiền ngân quỹ là điều kiện tiên quyết quan trọng đối với lợi nhuận của một công ty. Hạn chế chính của nghiên cứu này là chỉ dựa trên dữ liệu thứ cấp tại một thời điểm và xem xét đến các ảnh hưởng là chỉ số tài chính. Các nghiên cứu trong tương lai có mở rộng quy mô mẫu theo không gian, thời gian và các biến số khác như yếu tố pháp luật, quy mô doanh nghiệp, ngành nghề kinh doanh, thời gian hoạt động... ♦

Tài liệu tham khảo:

- Adelegan, O. J. (2003). An Empirical Analysis of the Relationship between Cash Flow and Dividend Changes in Nigeria. *African Development Review*, 15(1), 35-49. <https://doi.org/10.1111/1467-8268.00061>
- Arnold, A. J., Clubb, C. D. B., Manson, S., & Wearing, R. T. (1991). The Relationship between Earnings, Funds Flows and Cash Flows: Evidence for the UK. *Accounting and Business Research*, 22(85), 13–19. <https://doi.org/10.1080/00014788.1991.9729413>
- Berle, A. A., & Means, W. H. (1932). The modern corporation and private property. In *The modern corporation and private property*. Transaction, New Brunswick, NJ.
- Bowen, R. M., Burgstahler, D., & Daley, L. A. (1986). Evidence on the Relationships between Earnings and Various Measures of Cash Flow. *The Accounting Review*, 61(4), 713-725.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2008). Brealey, Myers, and Allen on Valuation, Capital Structure, and Agency Issues*. *Journal of Applied Corporate Finance*, 20(4), 49–57. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2008.00203.x>
- Donaldson, G. (1961). *Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity*.
- Durand, D. (1952). Costs of debt and equity funds for business: Trends and problems of measurement. In *Conference on Research in Business Finance*, 215-262.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important? *Financial Management*.
- Harris, K. N. (2011). *The relationship between financial resources and graduation rates at public colleges and universities*. North Carolina State University.
- 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.

Jensen, M. C. (1986). *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers*. 76, 217-248.

Jensen, M. C., & Michael, W. H. (1976). *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. 3(4), 305-360.

Kamran, M. R., Zhao, Z., & Ambreen, S. (2017). *Free Cash Flow Impact on Firm's Profitability: An Empirical Indication of Firms listed in KSE, Pakistan*. 6(1), 146-156.

Keynes, J. M. (1937). The General Theory of Employment. *The Quarterly Journal of Economics*, 51(2), 209. <https://doi.org/10.2307/1882087>

Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). *A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage*. 911-922.

Liao, Y. M. (2008). *Do free cash flow and sale growth affect firm performance in Taiwan? Application of panel threshold model*.

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *The American Economic Review*, 433-443.

Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). *Corporate Financing and Investment Decisions When firms have information that investors do not have*. 13, 187-221.

Titman, S., & Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1-19.

Usman, A., Lida, O., & Faizan, A. (2018). Impact of Free Cash Flow on Profitability of the Firms in Automobile Sector of Germany. *Journal of Economics and Management Sciences*, 1(8), 57-67.

Van, H., J., & Wachowicz, J. (2008). Fundamentals of financial management. In *Fundamentals of financial management* (Moscow, Vil'yams Publ).

Summary

This research aims to show the impact of financial ratios on cash flow measured on the basis of cash accounting of Vietnamese enterprises. Quantitative research method through secondary data of 135 listed companies; perform correlation analysis, regression analysis, the results show that 4/5 factors have an impact on cash flow. In which profit is the most influential factor, solvency has the weakest effect, especially solvency coefficient has the opposite effect with cash flow. From the results of this study, the author analyzed and proposed suggestions for businesses in cash flow management. Managers can use this research result to plan more detailed cash flow solutions to gradually improve the management process they are operating in the unit.