

Ý nghĩa của dòng tiền ròng đối với kiệt quệ tài chính của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam

Bùi Kim Dung

Đại học Ngân hàng Thành phố Hồ Chí Minh

Lê Hoàng Vinh

Vũ Thị Anh Thư

Đại học Ngân hàng Thành phố Hồ Chí Minh

Bài viết kiểm định ý nghĩa của dòng tiền ròng trong việc giải thích cho kiệt quệ tài chính của các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết tại Việt Nam, mẫu nghiên cứu là 542 doanh nghiệp trong giai đoạn 2014- 2018 với dữ liệu thứ cấp được tiếp cận từ báo cáo tài chính đã kiểm toán của các doanh nghiệp. Kết quả phân tích hồi quy theo GLS cho thấy, dòng tiền ròng trong cùng kỳ không có ý nghĩa thống kê trong việc giải thích cho kiệt quệ tài chính của các doanh nghiệp, trong khi đó dòng tiền ròng kỳ trước đảm bảo ý nghĩa thống kê và giải thích ngược chiều cho kiệt quệ tài chính của các doanh nghiệp.

Từ khóa: doanh nghiệp phi tài chính, kiệt quệ tài chính, dòng tiền ròng.

1. Giới thiệu

Quyết định lựa chọn tài trợ bằng nợ mang

đến cơ hội giảm chi phí vốn, tiết kiệm thuế... nhưng doanh nghiệp cũng phải đối mặt với nguy cơ kiệt quệ tài chính

The meaning of net cash flow in explanation for financial distress of firms listed in Vietnam

Abstract: This paper examines the meaning of net cash flow as the explanation for financial distress of the non-financial firms listed in Vietnam. Research data is collected from audited financial statements of 542 non-financial firms in the period of 2014-2018. Regression analysis with GLS shows that net cash flow in the same period has no significant in explanation for financial distress's firms, while net cash flow in the previous period has a significant negative explanation for financial distress's firms.

Keywords: non-financial firms, financial distress, net cash flow.

Dung Kim Bui

Email: dungbk@buh.edu.vn

Vinh Hoang Le

Email: vinhlh@buh.edu.vn

Thu Thị Anh Vu

Email: thuvta@buh.edu.vn

Organization of all: The Banking University of Ho Chi Minh City

Ngày nhận: 02/04/2020

Ngày nhận bản sửa: 24/04/2020

Ngày duyệt đăng: 19/05/2020

(financial distress). Kiệt quệ tài chính là tình trạng doanh nghiệp không đủ khả năng thực hiện cam kết với chủ nợ hoặc có thể thực hiện nhưng khó khăn (Brealey và các cộng sự, 2008). Đây có thể chỉ là tình trạng tạm thời và dẫn đến phát sinh một số rắc rối cho doanh nghiệp như chủ nợ không tiếp tục tài trợ, một số dự án khả thi bị trì hoãn hoặc bỏ qua... nhưng kiệt quệ tài chính cũng có thể dẫn đến phá sản doanh nghiệp (Brealey và các cộng sự, 2008; Arnold, 2013).

Tiền được xem như là máu để nuôi sống doanh nghiệp (Lee, 1986; Atrill và McLaney, 2004). Lý thuyết về thanh khoản cho rằng tiền là cơ sở để doanh nghiệp đảm bảo khả năng chi trả các khoản nợ vay đến hạn, chi trả lãi vay, hay các trách nhiệm tài chính khác (Arnold, 2013, Tavor và cộng sự, 2018). Dòng tiền ròng (net cash flow) phản ánh chênh lệch giữa tiền thu và tiền chi trong cùng kỳ, cho biết doanh nghiệp thặng dư hay thâm hụt tiền trong kỳ, và từ đó giải thích cho xu hướng gia tăng hay sụt giảm số dư tiền được doanh nghiệp nắm giữ. Trong bài viết này, nhóm tác giả *kiểm định khả năng giải thích cho tình trạng kiệt quệ tài chính bởi dòng tiền ròng* của các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam, kết quả nghiên cứu sẽ làm sáng tỏ ý nghĩa của dòng tiền ròng và gợi ý giảm thiểu kiệt quệ tài chính cho các doanh nghiệp.

2. Cơ sở lý thuyết và nghiên cứu thực nghiệm có liên quan

Dưới góc độ quản lý tài chính, nợ là nguồn tài trợ có thời hạn hoàn trả và doanh nghiệp có trách nhiệm thanh toán nợ gốc và tiền lãi không tùy thuộc vào kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh (Ngô Kim Phượng, Lê

Hoàng Vinh và các cộng sự, 2018), đây là những đặc trưng cơ bản của nợ và cũng là mâu thuẫn cơ bản dẫn đến doanh nghiệp phải đối mặt với rủi ro kiệt quệ tài chính. Vì vậy, nhận diện và đánh giá khả năng thanh toán nợ gốc và khả năng đảm bảo lãi vay thường được quan tâm bởi nhiều chủ thể khi doanh nghiệp có sử dụng nợ. Lý thuyết đánh đổi về cơ cấu vốn (The Trade-off theory of capital structure) cho rằng, doanh nghiệp duy trì mức độ sử dụng nợ thấp thì rủi ro kiệt quệ tài chính có thể không đáng kể và giá trị hiện tại của chi phí kiệt quệ tài chính nhỏ hơn giá trị hiện tại của khoản tiết kiệm thuế từ lãi vay, dẫn đến sự gia tăng giá trị doanh nghiệp (Brealey và các cộng sự, 2008; Arnold, 2013). Tuy nhiên, chi phí kiệt quệ tài chính sẽ cao hơn khi gia tăng mức độ sử dụng nợ, nếu giá trị hiện tại của chi phí kiệt quệ tài chính bằng giá trị hiện tại biên tế của khoản tiết kiệm thuế thì giá trị doanh nghiệp đạt mức cao nhất. Nếu doanh nghiệp tiếp tục gia tăng mức độ sử dụng nợ thì giá trị doanh nghiệp sẽ giảm xuống bởi giá trị hiện tại của chi phí kiệt quệ tài chính tăng nhiều hơn giá trị hiện tại của khoản tiết kiệm thuế từ lãi vay (Brealey và các cộng sự, 2008; Arnold, 2013).

Dòng tiền thể hiện sự dịch chuyển giá trị tăng lên hoặc giảm xuống của tiền trong một thời kỳ (Nagle và Connor, 2010). Dòng tiền ròng (Net cash flow, NCF) là chỉ tiêu tổng hợp, phản ánh khoản chênh lệch giữa tiền thu với tiền chi trong cùng kỳ. Trường hợp $NCF > 0$ cho thấy doanh nghiệp có thặng dư tiền trong kỳ, điều này góp phần gia tăng mức nắm giữ tiền và gia tăng khả năng thực hiện các nghĩa vụ, trách nhiệm với cổ đông và chủ nợ, hoặc để doanh nghiệp mở rộng đầu tư trong tương lai. Ngược lại, trường hợp $NCF \leq 0$ cho thấy doanh nghiệp không có thặng dư tiền trong kỳ, và trường hợp $NCF < 0$

còn thể hiện rằng doanh nghiệp rơi vào tình trạng thiếu hụt tiền, dẫn đến suy giảm mức nắm giữ tiền và làm suy giảm khả năng đáp ứng các nhu cầu chi tiêu trong tương lai, doanh nghiệp có thể sẽ phụ thuộc nhiều hơn vào các khoản tài trợ từ bên ngoài.

Lý thuyết ưa thích thanh khoản (Liquidity Preference Theory) của Keynes (1936) xác định những động cơ nắm giữ tiền của các doanh nghiệp bao gồm động cơ giao dịch, động cơ phòng ngừa và động cơ đầu tư; theo đó, bản chất doanh nghiệp luôn phải đối mặt với sự không tương thích giữa tiền thu và tiền chi trong kỳ, và khi đó số dư tiền nắm giữ sẽ rất cần thiết, như một tấm đệm an toàn để doanh nghiệp có thể tiếp tục hoạt động, doanh nghiệp có thể giảm thiểu khả năng xảy ra kiệt quệ tài chính (Arnold, 2013; Tavor và cộng sự, 2018). Như vậy, Lý thuyết ưa thích thanh khoản của Keynes (1936) ủng hộ quan điểm rằng doanh nghiệp có dòng tiền ròng thặng dư sẽ góp phần cải thiện thanh khoản, giảm thiểu khả năng xảy ra kiệt quệ tài chính và ngược lại; mối quan hệ này còn được khẳng định qua Mô hình lý thuyết quản trị tiền Baumol (1952), doanh nghiệp có dòng tiền ròng thặng dư sẽ góp phần tăng số dư tiền nắm giữ, qua đó giảm thiểu khả năng xảy ra kiệt quệ tài chính cho doanh nghiệp (Brealey và các cộng sự, 2008; Arnold, 2013, Tavor và cộng sự, 2018).

Các nghiên cứu thực nghiệm cũng đã khẳng định khả năng giải thích của dòng tiền ròng cho tình trạng kiệt quệ tài chính của các doanh nghiệp, tuy nhiên sự khác nhau về thời gian, không gian và cách xử lý biến trong mô hình nghiên cứu cũng như phương pháp nghiên cứu dẫn đến kết quả không hoàn toàn thống nhất nhau. Các chỉ số tài chính hình thành dựa vào dòng

tiền có khả năng giải thích cho tình trạng kiệt quệ tài chính của các doanh nghiệp, các nghiên cứu trước sử dụng các chỉ số tài chính liên quan đến ý nghĩa cũng như khả năng thanh toán, thanh khoản của doanh nghiệp dựa vào dòng tiền. Chẳng hạn kết quả nghiên cứu thực nghiệm của Jooste (2007) cho rằng một doanh nghiệp có khả năng thanh khoản và lợi nhuận tăng nhưng phải đối diện với các vấn đề nghiêm trọng về dòng tiền, doanh nghiệp này sẽ đối mặt với tình trạng kiệt quệ tài chính; vì vậy tác giả đã chỉ ra rằng tỷ lệ dòng tiền trên nợ là chỉ số phản ánh tốt nhất để giải thích tình trạng kiệt quệ tài chính của các doanh nghiệp, khi doanh nghiệp có dòng tiền càng cao góp phần làm gia tăng tỷ lệ dòng tiền trên nợ thì nguy cơ kiệt quệ tài chính càng thấp và ngược lại. Nghiên cứu thực nghiệm của Fawzi (2015) cũng kết luận thống nhất với Jooste (2007) về ý nghĩa giải thích của dòng tiền thể hiện qua tỷ lệ dòng tiền trên nợ cho tình trạng kiệt quệ tài chính của các doanh nghiệp, tuy nhiên tác giả này còn bổ sung rằng dòng tiền thể hiện qua tỷ lệ dòng tiền trên doanh thu cũng quan trọng trong việc nhận diện kiệt quệ tài chính của các doanh nghiệp. Nghiên cứu thực nghiệm của Sayari và Mugan (2013) cũng khẳng định ý nghĩa giải thích của dòng tiền ròng trong cùng kỳ và kỳ trước cho tình trạng kiệt quệ tài chính của các doanh nghiệp.

Căn cứ vào cơ sở lý thuyết và nghiên cứu thực nghiệm có liên quan, bài viết sẽ kiểm định ý nghĩa giải thích của dòng tiền ròng cho kiệt quệ tài chính đối với trường hợp các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết tại Việt Nam, bao gồm tiếp cận dòng tiền ròng kỳ trước và trong cùng kỳ. Bài viết sẽ cung cấp bằng chứng thực nghiệm cũng như thông tin hữu ích cho các doanh

ngành trong việc thực hiện mục tiêu giảm thiểu kiệt quệ tài chính dựa trên cơ sở quản trị dòng tiền.

3. Mô hình nghiên cứu

Căn cứ cơ sở lý thuyết và các bằng chứng thực nghiệm, bài viết căn cứ vào nghiên cứu thực nghiệm của Sayari và Mugan (2013) và kiểm định khả năng giải thích của dòng tiền ròng cho kiệt quệ tài chính của các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết tại Việt Nam với hai mô hình nghiên cứu cụ thể như sau:

$$(1) FD_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 * NCF_{i,t} + \alpha_2 * AGE_{i,t} + \alpha_3 * SIZE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$(2) FD_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 * NCF_{i,t-1} + \beta_2 * AGE_{i,t} + \beta_3 * SIZE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Trong đó:

- FD là kiệt quệ tài chính.
- NCF là dòng tiền ròng trong cùng kỳ đối với mô hình thứ nhất và kỳ trước đối với mô hình thứ hai.
- AGE là biến kiểm soát, thể hiện độ tuổi của doanh nghiệp.
- SIZE là biến kiểm soát, thể hiện quy mô doanh nghiệp.
- α_0, β_0 là hệ số chặn.
- $\alpha_{1,2,3}$ và $\beta_{1,2,3}$ lần lượt là hệ số hồi quy của các biến độc lập và biến kiểm soát.
- i và t tương ứng với từng doanh nghiệp và theo từng năm.
- ε là sai số ngẫu nhiên.

Giải thích các biến và giả thiết nghiên cứu

Biến phụ thuộc FD đo lường theo Mô hình Zmijewski's (Sayari và Mugan, 2013) với cách xác định như sau:

$$FD = -4,803 - 3,6 \times \frac{NI}{TA} + 5,4 \times \frac{TL}{TA} - 0,1 \times \frac{CA}{CL}$$

Trong đó:

- FD có giá trị âm cho thấy sức khỏe tài chính tương đối mạnh hơn, ít khả năng xảy ra kiệt quệ tài chính, trong khi đó FD có giá trị dương cho kết quả ngược lại; hay khái quát rằng FD càng tăng cho thấy khả năng xảy ra kiệt quệ tài chính càng cao.
- NI là lợi nhuận sau thuế, TA là tổng tài sản, TL là tổng nợ phải trả, CA là tài sản ngắn hạn và CL là nợ ngắn hạn.

Biến độc lập NCF được đo lường bởi tỷ lệ dòng tiền ròng trên tổng tài sản. NCF cùng kỳ trong Mô hình thứ nhất sẽ giải thích cùng chiều hay ngược chiều cho kiệt quệ tài chính của các doanh nghiệp tùy vào sự cấu thành nên tình trạng thặng dư hay thâm hụt dòng tiền ròng bởi dòng tiền hoạt động kinh doanh, dòng tiền hoạt động đầu tư hay dòng tiền hoạt động tài trợ (Sayari và Mugan, 2013; Jooste, 2007; Kordestani, Biglari và Bakhtiari, 2011; Shamsudin và Kamaluddin, 2015); trong khi đó, NCF kỳ trước trong Mô hình thứ hai sẽ giải thích ngược chiều cho kiệt quệ tài chính theo mô hình Lý thuyết quản trị tiền Baumol (1952) cũng như Lý thuyết ưu thích thanh khoản của Keynes (1936) (Tavor và cộng sự, 2018, Brealey và các cộng sự, 2008; Arnold, 2013).

Ngoài ra, các mô hình nghiên cứu còn có 2 biến kiểm soát, bao gồm: (i) Biến kiểm soát AGE được tính từ khi doanh nghiệp

được thành lập và hoạt động theo hình thức công ty cổ phần cho đến năm nghiên cứu, (ii) Biến kiểm soát SIZE được đo lường bởi logarithm của doanh thu thuần. Biến kiểm soát AGE và SIZE kỳ vọng cùng chiều với FD, điều này có nghĩa là quy mô doanh nghiệp và độ tuổi doanh nghiệp càng lớn thì nguy cơ kiệt quệ tài chính càng thấp, và ngược lại (Sayari và Mugan, 2013).

4. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

Xuất phát từ tổng thể các doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh và Hà Nội, bài viết lựa chọn 542 doanh nghiệp đưa vào mẫu nghiên cứu khi thỏa mãn đồng thời các tiêu chí sau: (i) Không phải là những doanh nghiệp thuộc ngành tài chính (ngân hàng, chứng khoán, bảo hiểm), (ii) Cổ phiếu của doanh nghiệp vẫn còn niêm yết trên thị trường tính đến thời điểm kết thúc năm tài chính 2018, (iii) Có đầy đủ báo cáo tài chính từ năm 2014 đến năm 2018, và (iv) Tất cả báo cáo tài chính được kiểm toán và báo cáo kiểm toán cho ý kiến chấp nhận tính hợp lý và trung thực theo nguyên tắc trọng yếu. Bài viết sử dụng dữ liệu thứ cấp từ báo cáo tài chính đã kiểm toán của các doanh nghiệp thông qua hệ thống dữ liệu FiinPro do FiinGroup cung cấp.

Bài viết sử dụng phương pháp nghiên cứu

định lượng để xác định kết quả nghiên cứu, bao gồm các phương pháp xử lý cụ thể như sau: thống kê mô tả (Descriptive statistics), phân tích tương quan (Correlation analysis) và phân tích hồi quy dữ liệu bảng (Panel data regression) theo mô hình hồi quy gộp (Pooled OLS), mô hình các yếu tố ảnh hưởng cố định (FEM) và mô hình các yếu tố ảnh hưởng ngẫu nhiên (REM). Nếu có xảy ra các khuyết tật (đa cộng tuyến nghiêm trọng, phương sai sai số thay đổi hay tự tương quan) thì kết quả hồi quy sẽ được xác định theo phương pháp bình phương nhỏ nhất tổng quát (GLS).

5. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

5.1. Thống kê mô tả

Thống kê mô tả các biến trong mô hình nghiên cứu được trình bày tại Bảng 1. FD có giá trị trung bình là -2,6393, cho thấy các doanh nghiệp có sức khỏe tài chính tương đối mạnh hơn, ít có nguy cơ kiệt quệ tài chính. Tuy nhiên có sự phân hóa khá rõ nét về khả năng xảy ra kiệt quệ tài chính thể hiện qua FD dao động từ mức thấp nhất là -11,1519 đến mức cao nhất là 0,5707, qua đây, cũng cho thấy sự tồn tại của doanh nghiệp có sức khỏe tài chính tương đối yếu, phải đối mặt với nguy cơ kiệt quệ tài chính cao. NCF trung bình tính cùng kỳ và kỳ trước lần lượt là 0,0041 và 0,0082 cho thấy các doanh nghiệp có

Bảng 1. Thống kê mô tả các biến

Biến	Trung bình	Lớn nhất	Nhỏ nhất	Độ lệch chuẩn	Số quan sát
FD	-2,6393	0,5707	-11,1519	1,5465	2710
NCF	0,0041	0,9816	-0,7933	0,0933	2710
NCF(-1)	0,0082	0,9816	-0,4539	0,0913	2710
SIZE	5,7685	7,8600	4,1599	0,6604	2710
AGE	11,2749	25,0000	2,0000	3,3670	2710

Nguồn: Tác giả xử lý dữ liệu từ EViews 10.0

thặng dư tiền, tuy nhiên có xu hướng giảm mức thặng dư và điều này làm hạn chế gia tăng mức nắm giữ tiền và có thể tăng thêm khả năng xảy ra kiệt quệ tài chính. Thống kê mô tả các biến kiểm soát cho thấy sự đa dạng quy mô doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu và độ tuổi trung bình của các doanh nghiệp (hơn 11 năm).

5.2. Phân tích tương quan

Kết quả xác định hệ số tương quan giữa các biến có đính kèm theo bên dưới từng hệ số tương quan là mức ý nghĩa, được trình bày thể hiện tại Bảng 2.

NCF cùng kỳ và kỳ trước đều có tương quan âm với FD, gợi ý rằng biến động dòng tiền ròng tương quan ngược chiều với biến động khả năng kiệt quệ tài chính, nhưng mối tương quan không đảm bảo ý nghĩa thống kê; trong khi đó biến động khả năng kiệt quệ tài chính ngược chiều với biến động tuổi của doanh nghiệp và cùng chiều với biến động quy mô doanh nghiệp.

5.3. Phân tích hồi quy

Bảng 2. Ma trận tương quan giữa các biến

	FD	NCF	NCF(-1)	SIZE	AGE
FD	1,0000 -----				
NCF	-0,0067 0,7258	1,0000 -----			
NCF(-1)	-0,0245 0,2017	-0,1968*** 0,0000	1,0000 -----		
SIZE	0,3134*** 0,0000	-0,0202 0,2923	0,0202 0,2932	1,0000 -----	
AGE	-0,0729*** 0,0001	-0,0452** 0,0186	-0,0233 0,2247	-0,0224 0,2444	1,0000 -----

*** Mức ý nghĩa 1%, ** Mức ý nghĩa 5%

Nguồn: Tác giả xử lý dữ liệu từ EViews 10.0

Kết quả hồi quy theo Pooled OLS, FEM và REM của hai mô hình, kèm theo là kết quả kiểm định để lựa chọn giữa các phương pháp ước lượng, được tổng hợp và trình bày tại Bảng 3.

Để lựa chọn kết quả hồi quy, bài viết thực hiện các kiểm định, bao gồm: Redundant Fixed Effects để lựa chọn giữa FEM và Pooled OLS, kiểm định Breusch-Pagan để lựa chọn giữa REM và Pooled OLS và kiểm định Hausman để lựa chọn giữa FEM và REM. Kết quả từ các kiểm định này cho thấy REM là phù hợp nhất. Ngoài ra, để đảm bảo sự vững chắc cho kết quả nghiên cứu, bài viết tiếp tục thực hiện kiểm định các vi phạm cơ bản của hồi quy tuyến tính như đa cộng tuyến và phương sai sai số thay đổi.

Kiểm định đa cộng tuyến

Dựa vào ma trận tương quan tại Bảng 2, xem xét hệ số tương quan giữa biến độc lập và các biến kiểm soát với nhau, giá trị tuyệt đối của hệ số tương quan đối với các trường hợp này đều nhỏ hơn 0,8, cho thấy không có tương quan mạnh giữa các biến này với nhau, qua đó có thể cho thấy rằng không có đa cộng tuyến nghiêm trọng (Gujarati, 2011). Ngoài ra, kết quả này còn được khẳng định bởi hệ số phóng đại phương sai (VIF- Variance-inflating factor) tại Bảng 4, theo đó tất cả các trường hợp đều có $VIF < 10$ (Gujarati, 2011).

Kiểm định phương sai sai số thay đổi

Bài viết sử dụng kiểm định

Bảng 3. Kết quả hồi quy

Biến	Chỉ tiêu	Mô hình 1			Mô hình 2		
		Pooled OLS	FEM	REM	Pooled OLS	FEM	REM
NCF	Hệ số β	-0,0567	0,0666	0,0622			
	<i>P-value</i>	0,8513	0,5619	0,5874			
NCF(-1)	Hệ số β				-0,5490*	-0,3157***	-0,3134***
	<i>P-value</i>				0,0753	0,0082	0,0085
SIZE	Hệ số β	0,7303***	1,0070***	0,8454***	0,7319***	1,0168***	0,8497***
	<i>P-value</i>	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
AGE	Hệ số β	-0,0304***	-0,0573***	-0,0475***	-0,0306***	-0,0590***	-0,0488***
	<i>P-value</i>	0,0003	0,0000	0,0000	0,0003	0,0000	0,0000
C	Hệ số β	-6,5092	-7,8026	-6,9804	-6,5115	-7,8366	-6,9874
	<i>P-value</i>	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Kiểm định Breusch-Pagan		0,0000			0,0000		
Kiểm định Redundant Fixed Effects		0,0000			0,0000		
Kiểm định Hausman				0,0897		0,0509	

(***) Mức ý nghĩa 1%, và (*) Mức ý nghĩa 10%

Nguồn: Tác giả xử lý dữ liệu từ EViews 10.0

White để nhận biết phương sai sai số thay đổi, kết quả tại Bảng 5 cho thấy các mô hình đều có phương sai sai số thay đổi và do đó bài viết sẽ thực hiện hồi quy theo GLS để khắc phục tại Bảng 6.

Kết quả hồi quy tại Bảng 6 cho thấy biến độc lập NCF có hệ số hồi quy là -0,0200 nhưng không đảm bảo ý nghĩa thống kê, trong khi đó biến độc lập NCF(-1) có hệ số hồi quy là -0,2978 và đảm bảo mức ý nghĩa thống kê 5%; ngoài ra, các biến kiểm soát SIZE và AGE trong hai mô hình đều đảm bảo mức ý nghĩa thống kê 1%; và mức độ phù hợp của kết quả hồi quy đối với cả hai mô hình gần 46%.

5.4. Thảo luận

Thứ nhất, dòng tiền ròng giải thích cho kiệt quệ tài chính của các doanh nghiệp

Bảng 4. Hệ số phóng đại phương sai

Biến	Mô hình 1	Mô hình 2
NCF	1,0025	
NCF(-1)		1,0009
SIZE	1,0010	1,0009
AGE	1,0026	1,0010

Nguồn: Tác giả xử lý dữ liệu từ EViews 10.0

Kết quả hồi quy của mô hình thứ nhất theo GLS khẳng định dòng tiền ròng cùng kỳ không đảm bảo ý nghĩa thống kê để giải thích cho kiệt quệ tài chính của các doanh nghiệp. Kết quả này không ủng hộ kỳ vọng của bài viết cũng như kết quả nghiên cứu thực nghiệm của Sayari và Mugan (2013), Jooste (2007), Kordestani, Biglari và Bakhtiari (2011), Shamsudin và Kamaluddin (2015). Kết quả không ý nghĩa này có thể do dòng tiền ròng là tổng hợp của dòng tiền ròng hoạt động

Bảng 5. Kết quả kiểm định phương sai sai số thay đổi

Chỉ tiêu	Mô hình 1	Mô hình 2
F-statistic	11,9802	19,4477
Obs*R-squared	104,0655	164,9823
Scaled explained SS	136,1112	212,1635
Prob. F(9,2700)	0,0000	0,0000
Prob. Chi-Square(9)	0,0000	0,0000
Prob. Chi-Square(9)	0,0000	0,0000

Nguồn: Tác giả xử lý dữ liệu từ EViews 10.0

Bảng 6. Kết quả hồi quy theo GLS

Biến	Mô hình 1		Mô hình 2	
	Hệ số β	P-value	Hệ số β	P-value
NCF	-0,0200	0,8983		
NCF(-1)			-0,2978**	0,0233
SIZE	0,7381***	0,0000	0,7382***	0,0000
AGE	-0,0265***	0,0000	-0,0268***	0,0000
C	-6,5578***	0,0000	-6,5502***	0,0000
---	R2 = 0,4565		R2 = 0,4588	

*** Mức ý nghĩa 1%, và ** Mức ý nghĩa 5%

Nguồn: Tác giả xử lý dữ liệu từ EViews 10.0

kinh doanh, dòng tiền ròng hoạt động đầu tư và dòng tiền ròng hoạt động tài trợ. Vì vậy, để đảm bảo ý nghĩa giải thích cho kiệt quệ tài chính bởi dòng tiền ròng cùng kỳ, cần phân tích từng trường hợp kết hợp cụ thể giữa các dòng tiền với nhau, khi đó tính hiệu quả cũng như tính hợp lý giữa sử dụng tiền và nguồn tiền sẽ được xác định và có thể giải thích cho kiệt quệ tài chính của các doanh nghiệp.

Kết quả hồi quy của mô hình thứ hai theo GLS khẳng định dòng tiền ròng kỳ trước đảm bảo ý nghĩa thống kê và giải thích ngược chiều cho kiệt quệ tài chính của các doanh nghiệp. Kết quả này phù hợp với kỳ vọng cũng như ủng hộ lập luận về động cơ nắm giữ tiền theo Mô hình lý thuyết Baumol (1952) với giải thích rằng doanh nghiệp có dòng tiền thặng dư sẽ góp

phần tăng mức nắm giữ tiền, là cơ sở để doanh nghiệp đảm bảo khả năng thanh toán tốt hơn trong kỳ tiếp theo (theo Brealey và các cộng sự, 2008; Arnold, 2013, Tavor và cộng sự, 2018) và theo đó, giảm khả năng xảy ra kiệt quệ tài chính; hay kết quả này bổ sung minh chứng cho ý nghĩa của tiền đối với doanh nghiệp, theo đó tiền được ví như là máu để nuôi sống doanh nghiệp, là điều kiện để hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp được thuận lợi, là cơ sở đảm bảo thanh toán các khoản nợ đến hạn theo lý thuyết về động cơ nắm giữ tiền và Lý thuyết ưa thích thanh khoản của Keynes (1936).

Thứ hai, các yếu tố khác có ý nghĩa giải thích cho kiệt quệ tài chính của các doanh nghiệp

Kết quả hồi quy theo GLS khẳng định rằng khả năng xảy ra kiệt quệ tài chính của các doanh nghiệp được giải thích bởi ảnh hưởng cùng chiều của quy mô doanh nghiệp. Kết quả này ủng hộ Lý thuyết bất lợi kinh tế vì quy mô (Diseconomies of scale) với lý giải rằng sự mở rộng quy mô doanh nghiệp dẫn đến sự gia tăng chi phí trong dài hạn và gia tăng khả năng xảy ra tình trạng kiệt quệ tài chính, hay doanh nghiệp có thể có tình trạng kiệt quệ tài chính cao hơn cùng với gia tăng quy mô theo giả định doanh nghiệp “quá lớn để đổ vỡ”- “too-big-to-fail” (Roe, 2014; Larsen, Ackere và Osorio, 2018), các doanh nghiệp không kiểm soát tốt rủi ro khi mở rộng quy mô dẫn đến tăng trưởng quá nhanh, tăng trưởng nóng và gây ra tình trạng thiếu hụt tiền do phải chi nhiều tiền cho dự trữ tồn kho

hay gia tăng bán chịu, dẫn đến gia tăng khả năng xảy ra kiệt quệ tài chính.

Kết quả hồi quy theo GLS cũng khẳng định rằng khả năng xảy ra kiệt quệ tài chính của các doanh nghiệp được giải thích bởi ảnh hưởng ngược chiều của độ tuổi doanh nghiệp. Kết quả này có thể được lý giải rằng một doanh nghiệp có thâm niên hoạt động càng lâu sẽ tích lũy nhiều kinh nghiệm hơn trong quản lý tài chính nói chung và quản lý rủi ro kiệt quệ tài chính nói riêng, qua đó giảm thiểu khả năng xảy ra tình trạng kiệt quệ tài chính, và ngược lại.

Theo kết quả hồi quy dựa vào GLS, kiệt quệ tài chính của các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết tại Việt Nam được giải thích ngược chiều bởi dòng tiền ròng kỳ trước, bởi vì yếu tố này sẽ cấu thành nên số dư tiền nắm giữ nhằm đáp ứng các nhu cầu chi tiêu của doanh nghiệp. Trong khi đó dòng tiền ròng cùng kỳ không có ý nghĩa giải thích cho kiệt quệ tài chính, bởi lẽ phải phân tích chi tiết từng dòng tiền và mối quan hệ kết hợp giữa các dòng tiền cụ thể thì việc giải thích cho kiệt quệ tài chính sẽ đảm bảo độ tin cậy hơn.

Theo kết quả này, với mục tiêu giảm thiểu khả năng xảy ra kiệt quệ tài chính

6. Kết luận và gợi ý

xem tiếp trang 84

Tài liệu tham khảo

1. Arnold, G. (2013), *Corporate financial management (Fifth edition)*, Pearson Education Limited, pp 518-23, 793-8.
2. Atrill, P. và McLaney, E. (2004), *Accounting and finance for non-specialists, 4th ed.* placeEssex: FT Prentice Hall, page 124.
3. Brealey R. A., và các cộng sự (2008), *Principles of Corporate Finance (Ninth edition)*, Mc Graw- Hill International Edition, pp 503-517, 830-836
4. Fawzi, N. S. và các cộng sự (2015), *Monitoring Distressed Companies through Cash Flow Analysis, 7th International conference on financial criminology 2015*, www.sciencedirect.com.
5. FiinGroup (2019), *Dữ liệu báo cáo tài chính các doanh nghiệp*, <http://fiingroup.vn>.
6. Gujarati, D. N (2011), *Econometrics by Example, Paperback*, Chương 10: *Vấn đề đa cộng tuyến và cỡ mẫu nhỏ*, Bản dịch của Chương trình giảng dạy kinh tế Fulbright, <http://www.fetp.edu.vn/cache/MPP04-522-R02V-2012-05-30-08580840.pdf> [truy cập 10/12/2019]
7. Jooste, L. (2007), *An evaluation of the usefulness of cash flow ratios to predict financial distress*, *Acta Commercii* 2007
8. Kordestani, G. và các cộng sự (2011), *Ability of combinations of cash flow components to predict financial distress*, *Verslas: Teorija ir Praktika Business: Theory and practice*, ISSN 1648-0627 print / ISSN 1822-4202 online 2011, 12(3): 277–285.
9. Larsen, E. R., Ackere, A. và Osorio, S. (2018), *Can electricity companies be too big to fail?*, <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0301421518303021> [truy cập ngày 09/12/2019]
10. Lee, T. A. (1986), *Towards a Theory and Practice of Cash Flow Accounting*, Garland Publishing, Inc. New York and London, page 28.
11. Nagle, C. và Connor, J. O. (2010), *Cash is King, Managing Cash Flow*, <https://www.crowleysdfk.ie/wp-content/uploads/2010/03/Managing-Cash-Flow-Edited-Presentation-for-Website.pdf> [truy cập ngày 10/12/2019]
12. Ngô Kim Phượng, Lê Hoàng Vinh và các cộng sự (2018), *Giáo trình Phân tích tài chính doanh nghiệp*, Nhà xuất bản Kinh tế TP. Hồ Chí Minh, trang 184-221.
13. Roe, M. J. (2014), *Structural corporate degradation due to too-big-to-fail finance*, *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 162, 1419-1464.
14. Sayari, N. và Muga, F. N. C. S. (2013), *Cash Flow Statement as an Evidence for Financial Distress*, *Universal Journal of Accounting and Finance* 1(3): 95-103, 2013 <http://www.hrpub.org>.
15. Shamsudin, A. và Kamaluddin, A. (2015), *Impeding bankruptcy: Examining cash flow pattern of distress and healthy firm*, *Procedia Economic & Finance* 31 (2015) 766-767
16. Tavor, T. và cộng sự (2018). *The Modified Baumol Equation: Theory and Evidence*. *Review of European Studies*, 10(1), 25.

Monetary Economics, 70, pp.100-115.

12. Illing, M. and Liu, Y. (2006). *Measuring financial stress in a developed country: An application to Canada*. *Journal of Financial Stability*, 2(3), pp.243-265.

13. Le, H. and Pfau, W. (2008). *VAR Analysis of the Monetary Transmission Mechanism in Vietnam*. *Applied Econometric and International Development*, 9(1), pp.165-179.

14. Li, F. and St-Amant, P. (2010). *Financial stress, monetary policy, and economic activity*. *Bank of Canada Working Paper 2010-12*. May 2010. Available at: <https://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2010/05/wp10-12.pdf>.

15. Mittnik, S. and Semmler, W. (2013). *The real consequences of financial stress*. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 37(8), pp.1479-1499.

16. Nguyen, K. and Nguyen, D. (2013). *The relationship between macroeconomic factors and stock market volatility: empirical evidence from the Vietnam stock market*. *Science and Technology Development Journal*, 16(3), pp.86-100.

17. Paries, M.D., Sorensen, C.K., Rodriguez-Palenzuela, D., 2011. *Macroeconomic propagation under different regulatory regimes: evidence from an estimated DSGE model for the euro area*. *International Journal of Central Banking*, vol. 7(4), pages 49-113

18. Park, C. and Mercado, R., 2014. *Determinants of financial stress in emerging market economies*. *Journal of Banking & Finance*, 45, pp.199-224.

19. Pradhan, R., Tripathy, S., Chatterjee, D., Zaki, D. and Mukhopadhyay, B. (2014). *Development of banking sector and economic growth: the ARF experience*. *Decision*, 41(3), pp.245-259.

20. Saldias, M. (2017). *The nonlinear interaction between monetary policy and financial stress*. *IMF Working Paper 17/184*.

21. Sims, C. A., & Zha, T. (1995). *Error bands for impulse responses*. *Working Paper No.95-6*, Federal Reserve Bank of Atlanta.

22. Tng, B. and Kwek, K. (2015). *Financial stress, economic activity and monetary policy in the ASEAN-5 economies*. *Applied Economics*, 47(48), pp.5169-5185.

23. Tsay, R. S. (1998). *Testing and modeling multivariate threshold models*. *Journal of the American Statistical Association* 93, 1188-1202

24. Van Roye, B. (2013). *Financial stress and economic activity in Germany*. *Empirica*, 41(1), pp.101-126.

25. Vo, X. (2015). *Foreign ownership and stock return volatility – Evidence from Vietnam*. *Journal of Multinational Financial Management*, 30, pp.101-109.

26. Vo, X. (2017). *Do foreign investors improve stock price informativeness in emerging equity markets? Evidence from Vietnam*. *Research in International Business and Finance*, 42, pp.986-991.

27. Vo, X. and Nguyen, P. (2016). *Monetary Policy Transmission in Vietnam: Evidence from a VAR Approach*. *Australian Economic Papers*, 56(1), pp.27-38.

28. Vo, X., Nguyen, H. and Pham, K. (2016). *Financial structure and economic growth: the case of Vietnam*. *Eurasian Business Review*, 6(2), pp.141-154.

tiếp theo trang 73

trong tương lai, các doanh nghiệp hiện tại cần tăng cường các biện pháp nhằm đảm bảo khả năng tạo tiền, kiểm soát chặt chẽ mối quan hệ cân đối giữa sử dụng tiền và nguồn tiền, chủ động lập kế hoạch dòng tiền làm nền tảng tích cực cho việc khai thác nội lực và hiệu quả khi sử dụng các nguồn tài trợ từ bên ngoài nhằm tạo nên khoản thặng dư tiền trong kỳ, qua đó tăng số dư tiền nắm giữ. Ngoài ra, kết quả nghiên cứu còn gợi ý rằng các doanh nghiệp cần kiểm soát chặt chẽ quy mô doanh nghiệp, duy trì quy mô doanh nghiệp phù hợp với khả năng kiểm soát rủi

ro của bản thân doanh nghiệp; đồng thời các doanh nghiệp cần tăng cường học tập và tích lũy kinh nghiệm quản lý tài chính cũng như quản lý rủi ro kiệt quệ tài chính từ các doanh nghiệp có thâm niên hơn ■