

ẢNH HƯỞNG CỦA CHÍNH SÁCH VỐN LƯU ĐỘNG ĐẾN HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Ngày nhận bài: 03/12/2014
Ngày nhận lại: 27/03/2015
Ngày duyệt đăng: 19/05/2015

Tô Thị Thanh Trúc¹
Nguyễn Đình Thiên²

TÓM TẮT

Bài báo này nhằm nghiên cứu mối quan hệ giữa hiệu quả hoạt động với chính sách quản lý vốn lưu động của các công ty dựa trên dữ liệu từ báo cáo tài chính của 564 công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2006 – 2013. Phương pháp hồi quy theo mô hình tác động cố định và ngẫu nhiên dựa vào dữ liệu bảng không cân bằng đã được các tác giả sử dụng trong nghiên cứu này. Các kiểm định cho thấy mô hình tác động cố định giải thích mối quan hệ giữa các biến độc lập với hiệu quả hoạt động của công ty tốt hơn. Kết quả nghiên cứu cho thấy tồn tại mối quan hệ ngược chiều giữa khả năng sinh lợi của doanh nghiệp được đo lường qua tỷ suất lợi nhuận trên tài sản (ROA) và các số ngày luân chuyển vốn lưu động, gồm số ngày tồn kho bình quân, số ngày thu tiền bình quân, số ngày thanh toán khoản phải trả và chu kỳ luân chuyển tiền. Ngoài ra, vòng quay tài sản ngắn hạn và tỷ lệ tài sản ngắn hạn trong tổng tài sản cũng có quan hệ cùng chiều với ROA. Kết quả này hàm ý rằng các nhà quản lý các công ty niêm yết Việt Nam có thể gia tăng hiệu quả hoạt động của công ty thông qua một chính sách vốn lưu động hợp lý.

Từ khóa: Công ty niêm yết, Hiệu quả hoạt động, Vốn lưu động.

ABSTRACT

This paper aims to study the relationship between the firm's performance and working capital management policy, based on the data of 564 companies listed on the Vietnamese Stock Market over the period from 2006 to 2013. The Fixed effects model and Random effects model regressions are employed for unbalanced – panel data in this research. The tests indicate that the fixed effects model explain better the relationship between the independent variables and the firm's profitability. The findings show statistically significant negative relationships between the profitability measured as ROA and days of working capital conversion as inventory conversion period, average collection period, payables deferral period and cash conversion cycle. Besides, the positive association between the current assets turnover, the level of current assets in total assets (as percentage of total assets) and ROA are also documented. The implication is that the managers of Vietnamese listed firms should pursue a proper working capital policy to enhance the performance.

Keywords: Listed firm, Performance, Working Capital.

¹ ThS, Trường Đại học Kinh tế - Luật, Đại học Quốc Gia TP.HCM.

² ThS, Trường Đại học Kinh tế - Luật, Đại học Quốc Gia TP.HCM.

1. Giới thiệu

Quản trị vốn lưu động cùng với các quyết định đầu tư và tài trợ dài hạn là các quyết định tài chính quan trọng của một doanh nghiệp. Các quyết định quản lý vốn lưu động gắn liền với hoạt động sản xuất kinh doanh, được đưa ra hàng ngày nhằm đảm bảo cho doanh nghiệp có đủ nguồn lực hoạt động một cách liên tục và có đủ dòng tiền để đáp ứng các nghĩa vụ trả nợ ngắn hạn và các chi phí hoạt động trong tương lai. Về lý thuyết, chính sách vốn lưu động ảnh hưởng đến rủi ro và lợi nhuận từ đó ảnh hưởng đến giá trị của doanh nghiệp. Một mức đầu tư tài sản lưu động rộng rãi giúp doanh nghiệp duy trì khả năng thanh toán tốt và đảm bảo đạt được mức lợi nhuận dự kiến tốt hơn nhưng tỷ suất lợi nhuận đạt được thường không cao do doanh nghiệp phải đầu tư nhiều vốn, và ngược lại một chính sách đầu tư tài sản lưu động thắt chặt có thể mang lại một tỷ suất lợi nhuận cao nhưng đi cùng là rủi ro thanh khoản và sự bất định lớn về mức lợi nhuận dự kiến (Horne và Wachowicz, 2008).

Đã có nhiều nghiên cứu trên thế giới về mối quan hệ giữa quản lý vốn lưu động và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Hầu hết kết quả nghiên cứu đều cho thấy chính sách quản lý vốn lưu động của doanh nghiệp có tác động đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp theo cách các chính sách vốn lưu động mạo hiểm (aggressive working capital policies) làm tăng khả năng sinh lợi của các công ty (Pedro Juan Garcia-Teruel và Pedro Martinez-Solano, 2007).

Bài báo này nhằm kiểm chứng *mối quan hệ giữa chính sách vốn lưu động và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp* tại Việt Nam thông qua nghiên cứu các công ty phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, dựa trên các số liệu tài chính trong giai đoạn từ năm 2006 – 2013.

Bài nghiên cứu được cấu trúc như sau: mục 2 trình bày tổng quan lý thuyết và các nghiên cứu thực nghiệm; dữ liệu nghiên cứu và các biến được trình bày ở mục 3; mục 4 là các thống kê mô tả các biến; mô hình và kết quả nghiên cứu được trình bày ở mục 5 và cuối cùng là kết luận.

2. Tổng quan lý thuyết và các nghiên cứu thực nghiệm

Quản lý vốn lưu động liên quan đến việc hoạch định và kiểm soát các khoản mục tài sản lưu động và nợ ngắn hạn của doanh nghiệp. Doanh nghiệp có thể theo đuổi các chính sách vốn lưu động khác nhau và do đó đạt được mức sinh lợi cũng như đối mặt với rủi ro khác nhau, các nhà quản lý cần xem xét sự đánh đổi giữa lợi nhuận với rủi ro dự kiến trước khi quyết định một mức vốn lưu động tối ưu, là mức vốn lưu động tối đa hóa giá trị doanh nghiệp, không phải là mức vốn lưu động tối thiểu.

Chính sách vốn lưu động thường được đánh giá thông qua mức độ đầu tư vào các tài sản lưu động của doanh nghiệp. Một chính sách vốn lưu động cân trọng (conservative) duy trì một lượng lớn hàng tồn kho, mở rộng tín dụng cho khách hàng cùng với nợ ngắn hạn thấp, kết quả là số ngày tồn kho bình quân và kỳ thu tiền bình quân và do đó chu kỳ luân chuyển tiền (Cash Conversion Cycle) của các doanh nghiệp đó dài hơn, theo quan điểm truyền thống, một chính sách vốn lưu động như vậy thường dẫn đến suất sinh lợi thấp và rủi ro thanh khoản cũng như biến động lợi nhuận thấp. Tình huống ngược lại là một chính sách mạo hiểm (aggressive) duy trì lượng hàng tồn kho thấp, chính sách tín dụng thu hẹp và nợ ngắn hạn cao, kết quả là số ngày tồn kho và kỳ thu tiền bình quân và do đó chu kỳ luân chuyển tiền ngắn, doanh nghiệp theo đuổi chính sách này có thể đạt được mức sinh lợi cao nhưng cũng đối mặt với nguy cơ thiếu hụt hàng, mất khách hàng và không đạt được mức lợi nhuận dự kiến (Horne và Wachowicz, 2008).

Mặt khác, trái ngược với quan điểm truyền thống, đầu tư lớn vào vốn lưu động (một chính sách cân trọng) có thể mang lại tỷ suất lợi nhuận cao. Chẳng hạn như duy trì một mức tồn kho cao giảm được các chi phí liên quan đến gián đoạn sản xuất do thiếu vật liệu, mất khách hàng do thiếu hụt hàng và hạn chế được ảnh hưởng của biến động giá trên thị trường. Cung cấp tín dụng cho khách hàng giúp công ty xây dựng một mối quan hệ tốt với khách hàng, có được sự trung thành của khách hàng, và tiêu thụ được hàng hóa trong những thời điểm nhu cầu xuống thấp. Nếu những lợi ích này lớn hơn những sụt giảm lợi nhuận do tăng đầu tư vào tài sản lưu động, công ty có

thể đạt được tỷ suất lợi nhuận cao hơn khi theo đuổi một chính sách vốn lưu động cẩn trọng (Pedro Juan Garcia-Teruel và Pedro Martinez-Solano, 2007).

Nhiều nghiên cứu thực nghiệm về mối quan hệ giữa quản lý vốn lưu động và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp đã được thực hiện ở nhiều quốc gia khác nhau, hầu hết các nghiên cứu đều cho thấy có mối quan hệ ngược chiều giữa khả năng sinh lợi và chu kỳ luân chuyển tiền cũng như số ngày tồn kho và kỳ thu tiền. Các kết quả nghiên cứu cũng cho thấy các công ty sinh lợi thấp thường thanh toán tiền mua hàng chậm hơn. Một số nghiên cứu điển hình có thể được nhắc đến như: Deloof (2003) nghiên cứu các công ty lớn của Bỉ trong giai đoạn 1992 – 1996; Lazaridis và Tryphonidis (2006) nghiên cứu 131 công ty trên sở giao dịch chứng khoán Athen trong giai đoạn 2001- 2004; Garcia-Turuel và Martinez-Solano (2007) nghiên cứu các doanh nghiệp nhỏ và vừa của Tây Ban Nha trong giai đoạn 1996-2002; Huỳnh Phương Đông (2010) nghiên cứu 130 công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2006 – 2008.

Hầu hết các nghiên cứu về mối quan hệ giữa quản lý vốn lưu động với khả năng sinh lợi của doanh nghiệp đều chọn tỷ suất lợi nhuận gộp (Doanh thu – Giá vốn hàng bán) / (Tổng tài sản – Tài sản tài chính) làm đại diện cho khả năng sinh lời; thời gian tồn kho bình quân, kỳ thu tiền bình quân, chu kỳ luân chuyển tiền làm đại diện cho chính sách vốn lưu động; các biến quy mô và đòn bẩy tài chính thường được đưa vào như là biến kiểm soát, trong đó quy mô được đo bằng logarit (doanh thu) và đòn bẩy tài chính được đo bằng tỷ số Tổng nợ/Tổng tài sản.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu

Dữ liệu cho nghiên cứu này là dữ liệu thứ cấp, được tổng hợp từ báo cáo tài chính của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2006 – 2013. Tổng số quan sát ban đầu là 3.825. Tuy nhiên, phân tích dữ liệu sơ bộ cho thấy các công ty

ngành bất động sản có số ngày trả nợ người bán quá dài do đặc thù của ngành bất động sản ở Việt Nam là huy động vốn góp của các nhà đầu tư để thực hiện dự án, khoản phải trả của các công ty phần lớn là các khoản nhận trước từ khách hàng chứ không phải là các khoản nợ người bán bị ảnh hưởng bởi chính sách quản lý vốn lưu động. Đưa các công ty bất động sản vào phân tích kết quả sẽ bị sai lệch nên các quan sát này đã được loại ra, tổng số quan sát thuộc ngành bất động sản và một số quan sát thuộc ngành xây dựng có chu kỳ luân chuyển tiền dài bất thường, bị loại ra khỏi bộ dữ liệu là 145. Dữ liệu cuối cùng được đưa vào phân tích là dữ liệu bảng không cân bằng (Unbalanced Panel Data) với tổng số quan sát là 3.678.

3.2. Các biến

Để nghiên cứu tác động của quản lý vốn lưu động đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, các biến được sử dụng bao gồm:

Biến phụ thuộc: Hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp với ROA-Tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản (Return on Total Assets) làm đại diện.

Biến độc lập bao gồm các chỉ tiêu thể hiện chính sách quản lý vốn lưu động của doanh nghiệp:

INV: Số ngày tồn kho bình quân (Inventory conversion period)

AR: Số ngày thu tiền bình quân (Average collection period)

AP: Số ngày thanh toán khoản phải trả (Payables deferral period)

CCC: Chu kỳ luân chuyển tiền (Cash Conversion Cycle)

CATO: Vòng quay tài sản ngắn hạn (Current Assets Turnover)

CR: Tỷ số thanh khoản hiện hành (Current Ratio)

Cùng với các biến trên, các biến kiểm soát đo lường cơ cấu tài sản, chính sách tài trợ vốn lưu động và quy mô của doanh nghiệp cũng được đưa vào, gồm các biến: SB, LB, CAR, LnS.

Cách đo lường các biến và dự kiến xu hướng ảnh hưởng đến biến độc lập được thể hiện trong Bảng 1 dưới đây.

Bảng 1. Tổng hợp cách tính các biến và dấu dự kiến trong mô hình

STT		Tên biến	Cách tính	Dấu dự kiến
1	Y	ROA	(Doanh thu- chi phí hoạt động) / Tổng tài sản	Biến phụ thuộc
2	X1	INV	Hàng tồn kho/ Giá vốn hàng bán bình quân ngày	-
3	X2	AR	Khoản phải thu/Doanh thu bình quân ngày	-
4	X3	AP	Khoản phải trả/Giá vốn hàng bán bình quân ngày	+
5	X4	CCC	DHO + DSO - DPO	-
6	X5	CATO	Doanh thu/ Tài sản ngắn hạn	+
7	X6	CR	Tài sản ngắn hạn/ Nợ ngắn hạn	-
8	X7	SB	Vay ngắn hạn/ Vốn lưu động thuần	- hoặc +
9	X8	LB	Vay dài hạn/Vốn lưu động thuần	-hoặc +
10	X9	CAR	Tài sản ngắn hạn/ Tổng tài sản	-hoặc +
11	X10	Size	Logarit (doanh thu)	-hoặc +

• INV: Thời gian trung bình để doanh nghiệp bán hết hàng tồn kho, thể hiện chính sách quản lý hàng tồn kho, về lý thuyết số ngày tồn kho càng lớn, vốn doanh nghiệp đầu tư vào hàng tồn kho càng nhiều dẫn đến tỷ suất lợi nhuận thấp.

• AR: Thời gian trung bình kể từ khi bán hàng cho đến khi thu được tiền, thể hiện chính sách quản lý khoản phải thu, thời gian này càng dài, vốn nằm trong khoản phải thu càng cao và do đó tỷ suất lợi nhuận thấp.

• AP: Thời gian trung bình kể từ khi mua hàng tồn kho đến khi thanh toán tiền cho nhà cung cấp, thời gian này càng dài, số vốn doanh nghiệp chiếm dụng càng cao và vì thế vốn đầu tư của doanh nghiệp vào tài sản ngắn hạn càng thấp dẫn đến tỷ suất lợi nhuận cao.

• CCC: Thời gian từ khi doanh nghiệp chi tiền ra thanh toán nhà cung cấp cho đến khi thu được tiền từ khách hàng, thời gian này càng dài vốn doanh nghiệp phải ứng ra càng lớn và do vậy tỷ suất lợi nhuận càng thấp.

• CATO: Đo lường tốc độ luân chuyển tài sản ngắn hạn, thông thường, trong điều kiện bình thường doanh nghiệp có lợi nhuận hoạt động dương, tốc độ luân chuyển tài sản sản càng cao, tỷ suất lợi nhuận càng lớn.

• CR: Đo lường thanh khoản của doanh

ngiệp, về lý thuyết tỷ suất sinh lời thường có tương quan nghịch với thanh khoản, doanh nghiệp thanh khoản tốt thường có quá nhiều tài sản sinh lời thấp hoặc không sinh lời do đó tỷ suất lợi nhuận thường thấp.

Các biến nghiên cứu được tính toán dựa trên số liệu báo cáo tài chính của các công ty niêm yết. Sau đó, bảng dữ liệu tính toán được phân tích bằng phần mềm R. Các phân tích được thực hiện bắt đầu bằng thống kê mô tả các biến, sau đó tương quan giữa các biến được đánh giá và cuối cùng là phân tích hồi quy để đánh giá tác động của các biến độc lập đến biến phụ thuộc.

4. Thống kê mô tả

Các chỉ tiêu đánh giá vốn lưu động không chỉ chịu tác động của chính sách quản lý mà còn bị quy định bởi đặc trưng ngành mà công ty hoạt động. *Bảng 2* dưới đây cung cấp một bức tranh về ROA và các chỉ tiêu vốn lưu động theo ngành. Các công ty hoạt động trong ngành Hóa chất có tỷ suất lợi nhuận cao nhất với tỷ suất trung bình là 11.24% tiếp theo là các công ty hoạt động trong ngành In ấn và Thực phẩm, các công ty thuộc lĩnh vực Vận tải thủy và Viễn thông có tỷ suất lợi nhuận thấp nhất, chỉ 2.93% và 5%.

Về số ngày luân chuyển các khoản mục

vốn lưu động, nhìn tổng thể ngành Dịch vụ có các số ngày thấp nhất với số ngày tồn kho bình quân là 32.88 ngày, số ngày cho khách hàng nợ là 37.13 và số ngày nợ người bán là 26.99 ngày, số ngày cao nhất ở các công ty ngành Viễn thông, với con số trung bình lần lượt là 109.56, 106.49 và 61.19 ngày. Một chỉ tiêu

khác đo lường đặc trưng vốn lưu động là vòng quay tài sản ngắn hạn, Bảng 2 cho thấy các con số phù hợp với đặc trưng các ngành, đó là ngành Bán lẻ có số vòng quay cao nhất, 4.42 vòng trong khi đó ngành Viễn thông và ngành Điện có số vòng quay thấp nhất chỉ 1.56 và 1.97 vòng.

Bảng 2. Giá trị trung bình theo ngành

Ngành	n	ROA	AR	INV	AP	CCC	CAR	CATO	CR
Bán lẻ	468	6.45	48.48	59.79	41.42	66.85	70.25	4.42	1.75
Khai khoáng	719	6.94	61.51	102.19	59.03	104.68	53.27	2.51	1.78
Thực phẩm	456	9.05	37.33	79.13	24.87	91.59	63.42	2.70	1.94
Vận tải thủy	145	2.93	41.30	18.52	40.88	18.94	27.46	3.34	1.66
Vận tải khác	258	7.90	67.52	65.81	40.15	93.19	52.69	2.99	2.60
Hóa chất	436	11.24	58.58	91.18	35.20	114.56	65.65	2.23	2.59
In ấn	266	9.11	49.07	78.70	52.12	75.66	64.84	2.64	2.31
Dịch vụ	158	8.71	37.13	32.88	26.99	43.03	46.75	2.85	2.60
Viễn Thông	254	5.00	106.49	109.56	61.19	154.87	70.32	1.56	2.11
Điện	118	8.17	64.98	35.19	73.27	26.90	31.61	1.97	2.97
Khác	400	7.84	67.74	82.26	50.53	99.47	59.22	2.29	2.46

Nguồn: Tính toán của tác giả

Bảng 3 cung cấp các chỉ tiêu thống kê mô tả các biến cho toàn bộ dữ liệu gồm 3.678 quan sát. Các công ty trong mẫu nghiên cứu trong giai đoạn 2006 – 2013 có trung bình của tỷ suất lợi nhuận trên tài sản là 9.27%; số ngày tồn kho bình quân là 78.55 ngày, thời gian khách hàng nợ bình quân là 58.33 ngày và thời

gian nợ nhà cung cấp là 45.6 ngày; thời gian trung bình kể từ khi chi tiền trả nhà cung cấp đến khi thu được tiền về từ khách hàng là 91.28 ngày; số vòng quay tài sản ngắn hạn bình quân 2.73 vòng; tỷ số thanh toán ngắn hạn trung bình là 2.15 lần; tỷ lệ vốn lưu động thuần được tài trợ từ nợ dài hạn trung bình là 26%.

Bảng 3. Thống kê mô tả các biến

	vars	n	mean	sd	median	trimmed	mad	min	max	range	skew	kurtosis
ROA	1	3690	7.79	9.27	6.25	7.00	6.58	-46.00	80.8	126.8	0.93	6.10
AR	2	3690	58.33	66.50	39.98	46.36	34.79	0.01	760.4	760.4	3.90	23.82
INV	3	3690	78.55	82.69	57.84	64.38	52.93	0.01	793.5	793.5	3.05	15.03
AP	4	3690	45.60	65.94	29.21	33.41	25.72	0.00	848.8	848.8	5.40	40.81
CCC	5	3690	91.28	106.66	71.18	79.16	69.21	-496.53	958.4	1454.9	1.83	11.11
CAR	6	3690	58.83	22.89	61.81	60.05	25.04	1.89	100.0	98.1	-0.41	-0.69
CATO	7	3690	2.73	2.62	2.12	2.30	1.28	0.03	36.9	36.8	5.19	44.82
CR	8	3690	2.15	2.65	1.45	1.68	0.70	0.11	55.2	55.0	7.89	104.62
SB	9	3690	2.41	19.37	1.07	1.57	1.69	-217.61	356.7	574.3	5.28	105.00
LB	10	3690	0.26	8.03	0.03	0.17	0.22	-98.63	117.1	215.7	3.14	89.08
Size	11	3690	26.44	1.51	26.43	26.43	1.56	21.19	31.9	10.7	0.07	0.04

Nguồn: Tính toán của tác giả

Bảng 4 cho thấy ma trận hệ số tương quan giữa các biến được đưa vào nghiên cứu. Nhìn chung có mối tương quan âm giữa tỷ suất lợi nhuận trên tài sản (ROA) và các chỉ tiêu về số ngày luân chuyển vốn lưu động, kể cả số ngày thanh toán khoản phải trả. Điều này cho thấy rằng đầu tư hàng tồn kho càng ít và thời gian cấp tín dụng cho khách hàng càng ngắn càng làm tăng ROA, tương tự như vậy rút ngắn thời gian nợ người bán cũng làm tăng ROA. Hơn nữa, hệ số tương quan âm giữa CCC và ROA cho thấy rút ngắn chu kỳ luân chuyển tiền làm tăng khả năng sinh lợi, điều này cho thấy tác động tích cực của chính sách quản lý vốn lưu động đến khả năng sinh lợi. Mối tương quan dương giữa ROA với vòng quay tài sản ngắn hạn được ghi nhận, nghĩa là tài sản ngắn hạn của công ty quay vòng càng nhanh, càng tạo ra nhiều lợi nhuận và tăng khả năng sinh lợi của công ty. Tính thanh khoản, được đo lường qua CR, đúng theo lý thuyết, có mối tương quan nghịch với ROA, các tỷ lệ nợ

ngắn hạn và dài hạn trên vốn lưu động thuần đều có tương quan âm với ROA. Tỷ lệ tài sản ngắn hạn trong tổng tài sản và quy mô có tương quan thuận với ROA, cho thấy rằng nắm giữ nhiều tài sản lưu động hơn và đạt được doanh thu cao hơn làm tăng khả năng sinh lợi của công ty.

Về hệ số tương quan giữa các biến độc lập, có mối tương quan dương lớn giữa số ngày tồn kho và số ngày thu tiền với chu kỳ luân chuyển tiền (0.64 và 0.53), điều này là hiển nhiên vì chu kỳ luân chuyển tiền được tính từ hai chỉ tiêu trước, cũng tồn tại tương quan dương khá lớn giữa số ngày tồn kho bình quân với số ngày thanh toán khoản phải trả (0.44), số ngày thanh toán khoản phải trả với số ngày thu tiền (0.6), tỷ lệ nợ ngắn hạn/vốn lưu động thuần với tỷ lệ nợ dài hạn/vốn lưu động thuần (0.82). Các hệ số tương quan cao này sẽ được tính đến khi phân tích hồi quy sau này để tránh hiện tượng đa cộng tuyến.

Bảng 4. Hệ số tương quan giữa các biến

	ROA	AR	INV	AP	CCC	CAR	CATO	CR	SB	LB	Size	VIF
ROA	1.0000											
AR	-0.2376	1.0000										1.44
INV	-0.1864	0.2928	1.0000									1.26
AP	-0.2013	0.4651	0.30804	1.0000								1.4
CCC	-0.1693	0.5642	0.77050	-0.08316	1.0000							1.32
CAR	0.1482	0.1379	0.19677	-0.03677	0.2611	1.0000						1.15
CATO	0.0134	-0.3307	-0.34146	-0.22699	-0.3320	-0.1747	1.0000					1.28
CR	0.1781	0.0493	0.01289	-0.09620	0.0995	0.1019	-0.1528	1.0000				1.12
SB	-0.0306	0.0162	0.04311	0.01051	0.0371	0.0968	-0.0243	-0.0349	1.0000			1.4
LB	0.0109	0.0101	0.00519	-0.00966	0.0162	0.0272	-0.0237	0.0105	0.5242	1.0000		1.38
Size	0.0409	-0.2491	-0.14875	-0.19175	-0.1531	0.1232	0.2457	-0.2351	0.0654	0.02448	1.0000	1.23

Nguồn: Tính toán của tác giả

5. Mô hình và kết quả nghiên cứu

Bảng 4 trình bày ma trận hệ số tương quan cho thấy có tương quan lớn giữa các số ngày luân chuyển vốn lưu động, nên tác động của các biến INV, AR, INV, CCC đến ROA sẽ được đánh giá tách biệt trong các mô hình khác nhau (4 mô hình). Mặc dù không có hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến nhưng có sự tương quan lớn giữa hai biến LB và SB nên nghiên cứu sẽ lựa chọn biến SB hoặc LB để

đưa vào đánh giá. Kết quả hồi quy OLS sơ bộ ban đầu cho thấy hệ số của LB không có ý nghĩa thống kê trong cả 4 mô hình nên biến này được loại ra.

Các mô hình hồi quy được sử dụng để nghiên cứu mối quan hệ giữa quản lý vốn lưu động và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp gồm:

$$ROA_{it}=INV_{it} + CATO_{it} + CR_{it} + SB_{it} + CAR_{it} + LnS_{it} +\epsilon_{it}$$

(1)

$$ROA_{it} = AR_{it} + CATO_{it} + CR_{it} + SB_{it} + CAR_{it} + LnS_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$ROA_{it} = AP_{it} + CATO_{it} + CR_{it} + SB_{it} + CAR_{it} + LnS_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$ROA_{it} = CCC_{it} + CATO_{it} + CR_{it} + SB_{it} + CAR_{it} + LnS_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

Phần mềm R đã được dùng để phân tích dữ liệu, chạy hồi quy và thực hiện các kiểm định. Hồi quy OLS được thực hiện đầu tiên, kết quả hồi quy cho thấy hệ số của biến CATO (vòng quay tài sản ngắn hạn) không có ý nghĩa thống kê trong cả bốn mô hình và dấu của hệ số này trong các mô hình không nhất quán. Kiểm định đa cộng tuyến cũng được thực hiện đối với các mô hình và kết quả cho thấy các hệ số VIF đều có giá trị nhỏ hơn 5

nên có thể kết luận không có hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến trong mô hình.

Phương pháp tác động cố định (Fixed effects model) và tác động ngẫu nhiên (Random effects model) để hồi quy biến độc lập theo biến phụ thuộc đã được thực hiện cùng với kiểm định Hausman để kiểm tra liệu có mối tương quan giữa các biến không quan sát của các công ty có ảnh hưởng đến các biến giải thích với các biến giải thích hay không, kết quả kiểm định cho thấy các P-value < 0.05 nên giả thiết H_0 bị bác bỏ, và mô hình hồi quy tốt hơn là mô hình tác động cố định.

Dưới đây là kết quả hồi quy theo phương pháp tác động cố định của các mô hình nghiên cứu:

Bảng 5. Kết quả hồi quy mô hình 1

Coefficients :

	Estimate	Std. Error	t-value	Pr(> t)
INV	-0.025969	0.002204	-11.78	< 2e-16 ***
CATO	0.562864	0.099289	5.67	1.6e-08 ***
CR	0.037456	0.056965	0.66	0.51
SB	-0.000847	0.006900	-0.12	0.90
LB	0.009728	0.016449	0.59	0.55
CAR	0.190752	0.011664	16.35	< 2e-16 ***
Size	-0.241786	0.232600	-1.04	0.30

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Total Sum of Squares: 137000

Residual Sum of Squares: 121000

R-Squared : 0.122

Adj. R-Squared : 0.103

F-statistic: 61.659 on 7 and 3107 DF, p-value: <2e-16

Nguồn: Tính toán của tác giả

Kết quả hồi quy mô hình 1 cho thấy có mối quan hệ âm có ý nghĩa thống kê giữa số ngày tồn kho bình quân (INV) và ROA, điều này nhất quán với lý thuyết và các nghiên cứu trước rằng số ngày tồn kho bình quân càng ngắn, nghĩa là hàng tồn kho được quản lý tốt và luân chuyển nhanh, làm gia tăng hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Kết quả cũng cho

thấy có mối quan hệ dương có ý nghĩa thống kê giữa ROA với vòng quay tài sản ngắn hạn (CATO), tỷ lệ tài sản ngắn hạn trong tổng tài sản (CAR) và quy mô của doanh nghiệp (LnS). Tỷ lệ vốn lưu động thuần được tài trợ từ vay ngắn hạn (LB) và tỷ số thanh khoản (CR) có mối quan hệ âm với ROA nhưng không có ý nghĩa thống kê.

Bảng 6. Kết quả hồi quy mô hình 2

Coefficients :

	Estimate	Std. Error	t-value	Pr(> t)
AR	-0.03367	0.00273	-12.36	< 2e-16 ***
CATO	0.54805	0.09916	5.53	3.5e-08 ***
CR	0.05463	0.05682	0.96	0.34
SB	-0.00423	0.00688	-0.61	0.54
LB	0.01741	0.01640	1.06	0.29
CAR	0.18276	0.01163	15.71	< 2e-16 ***
Size	-0.21564	0.23128	-0.93	0.35

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Total Sum of Squares: 137000
Residual Sum of Squares: 120000
R-Squared : 0.126
Adj. R-Squared : 0.106
F-statistic: 63.8187 on 7 and 3107 DF, p-value: <2e-16

Nguồn: Tính toán của tác giả

Bảng 6 trên đây là kết quả hồi quy mô hình 2. Dấu của hệ số các biến CATO, CR, SB, CAR, LnS tương tự như kết quả mô hình 1, cũng tương tự mô hình 1, hệ số các biến CR và SB không có ý nghĩa thống kê. Kết quả trên cho thấy có mối quan hệ âm có ý nghĩa thống kê giữa ROA và AR. Điều này có nghĩa là công ty thu tiền khách hàng càng sớm càng làm tăng khả năng sinh lợi của công ty, điều này cũng nhất quán với lý thuyết và các nghiên cứu trước rằng một chính sách tín dụng thắt chặt sẽ làm tăng tỷ suất lợi nhuận của doanh nghiệp miễn là chính sách đó không làm tổn thất doanh thu.

Bảng 7. Kết quả hồi quy mô hình 3

Coefficients :

	Estimate	Std. Error	t-value	Pr(> t)
AP	-0.01791	0.00284	-6.31	3.2e-10 ***
CATO	0.62883	0.10097	6.23	5.4e-10 ***
CR	0.00320	0.05844	0.05	0.96
SB	-0.00334	0.00700	-0.48	0.63
LB	0.01549	0.01670	0.93	0.35
CAR	0.18196	0.01185	15.35	< 2e-16 ***
Size	0.06045	0.23483	0.26	0.80

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Total Sum of Squares: 137000
Residual Sum of Squares: 124000
R-Squared : 0.0943
Adj. R-Squared : 0.0797
F-statistic: 46.2343 on 7 and 3107 DF, p-value: <2e-16

Nguồn: Tính toán của tác giả

Bảng 7 là kết quả hồi quy mô hình 3, kết quả này cho thấy có mối quan hệ âm giữa ROA và số ngày thanh toán khoản phải trả (AP). Về mặt lý thuyết, AP càng lớn hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp được đo lường qua tỷ suất lợi nhuận trên vốn đầu tư (ROIC) và tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) càng cao. “Điều này là do (1)”: số ngày thanh toán khoản phải trả càng dài, nguồn tài trợ tự phát không tốn phí từ nhà cung cấp tài trợ cho tài sản ngắn hạn càng lớn, giúp doanh nghiệp giảm nguồn tài trợ huy động từ các nhà đầu tư nên tỷ suất lợi nhuận trên vốn đầu tư sẽ tăng lên; (2) mặt khác, giảm nguồn tài trợ huy

động có thể giảm được chi phí lãi vay và do đó tăng tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu. Tuy nhiên, do biến phụ thuộc trong nghiên cứu này là ROA được tính bằng cách lấy lợi nhuận hoạt động chia cho tổng tài sản nên tác động của gia tăng khoản phải trả đến giảm nguồn tài trợ huy động và tăng lợi nhuận sau thuế không được tính đến, dẫn đến kết quả hồi quy không thể hiện quan hệ âm giữa ROA và AP. Quan hệ ngược chiều giữa ROA và AP có thể được diễn giải rằng các công ty có hiệu quả hoạt động thấp thường không sẵn sàng thanh toán sớm các khoản nợ nhà cung cấp.

Bảng 8. Kết quả hồi quy mô hình 4

Coefficients :					
	Estimate	Std. Error	t-value	Pr(> t)	
CCC	-0.02383	0.00176	-13.52	< 2e-16	***
CATO	0.57595	0.09830	5.86	5.1e-09	***
CR	0.10844	0.05669	1.91	0.056	.
SB	-0.00206	0.00685	-0.30	0.764	
LB	0.01216	0.01633	0.74	0.457	
CAR	0.19309	0.01159	16.66	< 2e-16	***
Size	-0.23083	0.22978	-1.00	0.315	
Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1					

Total Sum of Squares: 137000

Residual Sum of Squares: 119000

R-Squared : 0.134

Adj. R-Squared : 0.113

F-statistic: 68.519 on 7 and 3107 DF, p-value: <2e-16

Nguồn: Tính toán của tác giả

Bảng 8 cho thấy hệ số biến độc lập CCC mang dấu âm và có ý nghĩa thống kê, nghĩa là doanh nghiệp càng rút ngắn chu kỳ luân chuyển tiền, tỷ suất lợi nhuận trên tài sản càng cao. Hệ số của các biến CATO, CAR, LnS có dấu nhất quán với 3 mô hình trước và có ý nghĩa thống kê, cho thấy số vòng quay tài sản ngắn hạn càng lớn, tỷ số tài sản ngắn hạn trong tổng tài sản càng cao và doanh thu càng lớn khả năng sinh lợi của doanh nghiệp càng cao.

6. Kết luận

Tài sản lưu động là một bộ phận quan trọng tạo ra lợi nhuận cho doanh nghiệp, trung bình chiếm 58% tổng tài sản của các công ty niêm yết trong giai đoạn 2006 – 2013, tương

tự như vậy các khoản phải trả là một nguồn tài trợ quan trọng của các doanh nghiệp Việt Nam nói chung và các công ty niêm yết nói riêng trong điều kiện thị trường vốn chưa phát triển như Việt Nam. Chính sách đầu tư và quản lý tài sản lưu động cũng như sử dụng các khoản phải trả có ảnh hưởng quan trọng đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Nghiên cứu này được thực hiện trên dữ liệu tài chính của 564 công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán TP. HCM, trong giai đoạn 2006 - 2013 nhằm cung cấp một bằng chứng thực nghiệm về ảnh hưởng của chính sách quản lý vốn lưu động đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp Việt Nam. Kết quả

nghiên cứu cho thấy, mức độ đầu tư của các công ty vào tài sản lưu động tương ứng với một mức độ hoạt động nhất định càng lớn (thể hiện qua số ngày tồn kho bình quân (INV), số ngày thu tiền bình quân (AR), chu kỳ luân chuyển tiền (CCC)) tỷ suất lợi nhuận trên tài sản càng thấp, và ngược lại kiểm soát tốt các khoản tài sản lưu động, rút ngắn số ngày tồn kho bình quân, số ngày thu tiền và chu kỳ luân chuyển tiền sẽ làm gia tăng tỷ suất lợi nhuận trên tài sản. Mặt khác, mối quan hệ ngược chiều giữa số ngày thanh toán khoản phải trả (AP) và ROA cũng được ghi nhận, cho thấy các công ty có hiệu quả hoạt động thấp có khuynh hướng thanh toán các khoản phải trả

chậm hơn. Các kết quả này nhất quán với kết quả của các nghiên cứu được thực hiện trước đây ở các nước khác, như nghiên cứu của Deloof, 2003; Ionnis và Lazaridis, 2006; Pedro Juan Garcia – Teruel và Pedro Martinez – Solano, 2007; Huynh Phuong Dong, 2010 và Sam Ngwenya, 2012. Nghiên cứu cũng cho thấy số vòng quay tài sản ngắn hạn, tỷ lệ tài sản ngắn hạn có ảnh hưởng thuận chiều đến ROA.

Kết quả này hàm ý rằng, các nhà quản lý công ty nên cố gắng gia tăng hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, tạo ra giá trị gia tăng cho nhà đầu tư thông qua một chính sách vốn lưu động hợp lý.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Deloof, M. (2003). Does working capital management affect profitability of Belgian firms? *Journal of Business, Finance and Accounting*, No. 3&4, 2003, pp 573-587.
- Huynh Phuong Dong (2010). The relationship between Working capital management and Profitability: A Vietnam case. *Internatinal Research Journal of Finance and Economics*, Issue 49, 2010.
- Ibrahim, A., Fahema, J. (2013). Working capital management, Liquidity and Profitability of the Manufacturing Sector in Palestine: Panel Co – Integration and causalit. *Modern Economy*, 2013, Vol. 4, pp 662 – 671.
- Lazaridis, I. and Tryfonidis, D.(2006). Relationship between working capital management and profitability of listed companies in the Athens Stock exchange. *Journal of Financial Management and Analysis*, Jan – Jun 2006, pp 19.
- Horne, J. C. V., and Wachowicz, J. M.(2008). *Fundamentals of financial management* (13th Edition). Prentice Hall.
- Reyna, O. T. *Getting Started in Fixed/Random Effects Models using R*, <http://dss.princeton.edu/training/>.
- García-Teruel, P. J. and Martínez-Solano, P. (2007). Effects of working capital management on SME profitability. *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 3 No. 2, 2007, pp 165- 177.
- Ngwenya, S. (2012). The Relationship Between Working Capital Management and Profitability of Companies listed on the Johannesburg Stock Exchange. *Journal of modern Accounting and Auditing*, 2012, Vol. 8, No. 8, pp 1204 – 1213.