

ẢNH HƯỞNG CỦA QUẢN TRỊ TÀI CHÍNH ĐẾN HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG DOANH NGHIỆP

Ngày nhận bài: 19/07/2013

Ngày nhận lại: 15/10/2013

Ngày duyệt đăng: 01/11/2013

Nguyễn Minh Kiều¹

Nguyễn Thị Hồng Huệ²

TÓM TẮT

Ở các nước phát triển từ lâu người ta đã tìm thấy được sự ảnh hưởng của quản trị tài chính đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Thế nhưng, từ khi các lý thuyết quản trị tài chính du nhập vào Việt Nam, các nhà nghiên cứu và nhà quản trị thực hành chưa có nhiều nghiên cứu và bằng chứng cho thấy có sự ảnh hưởng của quản trị tài chính đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp ở Việt Nam. Chính vì thế, việc thực hiện nghiên cứu ảnh hưởng của quản trị tài chính đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp bằng dữ liệu thu thập được ở Việt Nam là rất cần thiết.

Có rất nhiều yếu tố tác động đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, bao gồm các yếu tố thuộc bên ngoài như các chính sách tài chính, lạm phát, lãi suất ngân hàng, yếu tố thị trường và các yếu tố bên trong thuộc về bản thân công ty như quy mô công ty, trình độ quản lý, chiến lược kinh doanh, công tác quản trị vốn lưu động, quản trị tài chính, quyết định lựa chọn cơ cấu nguồn vốn. Tất cả những yếu tố này đều có tác động đến hiệu quả hoạt động của công ty theo các mức độ khác nhau. Tuy nhiên, nghiên cứu này chỉ tập trung vào các yếu tố bên trong thuộc về bản thân công ty, cụ thể là quản trị tài chính và mức tác động của quản trị tài chính đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh giai đoạn 2008-2011.

Từ khóa: quản trị tài chính, hiệu quả hoạt động doanh nghiệp, cơ cấu vốn, rủi ro tài chính.

ABSTRACT

In developed countries, there have been many research and theories of the impact of financial management on the efficiency of business operations for a long time. However, since these theories have been introduced into Vietnam, researchers and practitioners realized that there was not too many research and evidence to show the relationship between financial management and business performance in Vietnam. Therefore, conducting a research on the impact of financial management on business performance with the data collected from businesses in Vietnam is needed.

The literature reveals that there are many factors influencing on the business performance, including the external factors such as financial policies, inflation, interest rates, market factors, and the internal factors such as company size, administrative qualifications, business strategies, working capital management, financial management, and capital structure. All of these factors act and impact on the company performance with the different extents.

¹ PGS.TS, Trường Đại học Mở TP.HCM.

² ThS, Trường Đại học Mở TP.HCM.

However, this research only focuses on determining the relation between the internal factors, namely financial management, and profitability of the companies listed in Ho Chi Minh City Stock Exchanges (HOSE) with data collected from period of 2008 to 2011.

Keywords: financial management, business performance, firm profitability, effectiveness of activity, capital structure, financial risk management.

1. GIỚI THIỆU

Quản trị tài chính rất quan trọng trong hoạt động của doanh nghiệp. Chính vì vậy, các nhà quản trị doanh nghiệp cần phải xây dựng cơ chế quản lý tài chính nhằm phòng ngừa rủi ro cho doanh nghiệp, đồng thời hạn chế và xử lý tốt nhất các tổn thất và những hậu quả không mong muốn khi rủi ro xảy ra, nhanh chóng phục hồi, ổn định và phát triển sản xuất kinh doanh.

Nghiên cứu này được thực hiện nhằm xác định tác động của quản trị tài chính đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp tại Việt Nam. Nghiên cứu sử dụng dữ liệu từ báo cáo tài chính của các công ty niêm yết trên sàn chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE). Với 179 công ty có đầy đủ số liệu trong khoảng thời gian từ năm 2008-2011, đề tài đã xác định được ảnh hưởng của quản trị tài chính và đánh giá mức độ ảnh hưởng của các yếu tố quản trị tài chính đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Các yếu tố quản trị tài chính được xác định và đo lường thông qua các chỉ số bao gồm: Tỷ số khả năng thanh toán nhanh, tỷ số khả năng thanh toán bằng tiền mặt, vòng quay khoản phải thu, vòng quay

hàng tồn kho, vòng quay phải trả, vòng quay vốn lưu động, hệ số tổng nợ trên tổng tài sản và hệ số nợ dài hạn trên tổng tài sản. Nghiên cứu này đã tìm ra rằng vòng quay hàng tồn kho và nợ dài hạn trên tổng tài sản có tác động ngược chiều trong khi các chỉ số còn lại có tác động cùng chiều đến hiệu quả hoạt động.

Từ kết quả nghiên cứu, đề tài cho thấy tầm quan trọng của quản trị tài chính trong hoạt động của doanh nghiệp, đồng thời cũng cho thấy một cái nhìn khác trong việc quản lý vòng quay hàng tồn kho và vòng quay khoản phải trả so với các quan điểm trước đây.

2. CƠ SỞ LÝ THUYẾT

Theo Brigham và Houston (2003), quản trị tài chính liên quan đến việc thực hiện các quyết định liên quan đến đầu tư tài sản của công ty, quyết định nguồn tài trợ cho những tài sản đó, và quản lý cũng như sử dụng tài sản để đạt được mục tiêu đề ra là tối đa hóa giá trị công ty. Để đánh giá hiệu quả của quản trị tài chính, các nhà nghiên cứu trước đã từng sử dụng tổng hợp các nhóm chỉ tiêu tài chính sau đây:

Bảng 1. Các chỉ tiêu đo lường hiệu quả của quản trị tài chính

Nhóm chỉ tiêu	Tên chỉ tiêu	Mục đích
Khả năng thanh toán	Tỷ số thanh toán hiện thời	Đo lường sức mạnh tài chính của doanh nghiệp. Mối quan hệ giữa kết quả kinh doanh với khả năng chi trả như thế nào? Tình hình thanh toán của doanh nghiệp ra sao?
	Tỷ số thanh toán nhanh	
	Tỷ số thanh toán bằng tiền	
Quản lý tài sản	Vòng quay hàng tồn kho	Đo lường hiệu quả quản lý tài sản của công ty, đánh giá khả năng sử dụng tài sản để tạo ra lợi nhuận của doanh nghiệp. Các chỉ tiêu này cũng được dùng để đánh giá năng lực điều hành, quản lý của ban quản trị.
	Vòng quay khoản phải thu	
	Vòng quay khoản phải trả	
	Vòng quay vốn lưu động	
	Vòng quay TSCĐ	
Cơ cấu nguồn vốn và khả năng trả nợ	Tỷ số nợ trên tổng tài sản	Cho thấy nguồn tài trợ cho hoạt động của công ty, từ nguồn vốn chủ sở hữu cho đến nguồn tài trợ ngắn và dài hạn. Thông qua cấu trúc vốn, nhà phân tích có thể thấy được mức độ sử dụng nợ của doanh nghiệp và khả năng trả nợ của họ. Subramanyam và Wild (2008) xem việc phân tích cấu trúc vốn là để đo lường rủi ro.
	Tỷ số nợ trên vốn chủ sở hữu	
	Tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản	
	Tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng nợ	
	Tỷ lệ nguồn vốn dài hạn so với tài sản dài hạn	
	Khả năng trang trải lãi vay	
	Tỷ số dòng tiền so với nhu cầu trả nợ	
	Tỷ lệ dòng tiền vào với dòng tiền ra	

Lợi nhuận là nguồn trả nợ quan trọng của công ty. Vì vậy, phân tích lợi nhuận để thấy được khả năng kiếm lời của công ty, khả năng thanh khoản và trả nợ của doanh nghiệp. Hơn nữa, qua việc phân tích sẽ đánh giá được khả năng quản lý của ban quản trị (Brigham và Houston, 2003). Subramanyam và Wild (2008) cho rằng để phân tích thành quả công ty đòi hỏi phân tích kết hợp và đánh giá một thước đo trong mối liên quan với một thước đo khác. Các tác giả dùng thước đo mối quan hệ giữa thu nhập và vốn đầu tư, hay tỷ suất sinh lợi trên vốn đầu tư (ROI – Return on Investment) để đánh giá hiệu quả hoạt động của công ty. Thước đo này cho phép so sánh sự thành

công của các công ty trong việc sử dụng vốn đầu tư và đánh giá tỷ suất sinh lợi công ty trong mối quan hệ tương quan với rủi ro đầu tư vốn. Lợi nhuận trên vốn đầu tư được xác định như sau:

$$ROI = \frac{\text{Lợi nhuận}}{\text{Vốn đầu tư}}$$

Khả năng sinh lợi cần được phân tích dựa trên tài sản mà công ty đang sở hữu, vốn của cổ đông đầu tư,... Do vậy, chỉ số sinh lợi trên tổng tài sản (ROA - Return on Asset) và lợi nhuận trên vốn cổ phần thường (ROE - Return on Equity) được sử dụng phổ biến nhất trong phân tích lợi nhuận và đánh giá hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Bảng 2. Chỉ tiêu đo lường hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp

Chỉ tiêu	Cách tính	Mục đích
ROA	$\frac{\text{Lợi nhuận trước thuế và lãi vay}}{\text{Tổng tài sản}}$	Đánh giá tỷ suất sinh lợi của một công ty trên góc độ tổng nguồn vốn đầu tư hình thành nên tổng tài sản.
ROE	$\frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Vốn cổ phần}}$	Đo lường tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu.

Nguồn: Tác giả tổng hợp

Theo Wahlen và ctg (2011), với nhà phân tích quan tâm đến lợi nhuận và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp thì thước đo ROA được cho là quan trọng hơn hết. Trong khi đó với quan điểm của cổ đông thì thước đo ROE quan trọng hơn vì nó đo lường mức sinh lợi của cổ đông sau khi trừ tất cả các chi phí và thuế, kể cả chi trả cho cổ phần ưu đãi.

Có nhiều nghiên cứu về ảnh hưởng của quản trị tài chính đến lợi nhuận của doanh nghiệp, được thực hiện với nhiều phương pháp khác nhau, ở các quốc gia khác nhau vào những giai đoạn khác nhau. Khảo sát trên cơ sở lý thuyết thấy rằng các nhà nghiên cứu đi trước đã chỉ ra những phát hiện sau đây:

- Padachi (2006) nghiên cứu xu hướng trong quản lý vốn lưu động và tác động của nó đến lợi nhuận của các doanh nghiệp vừa và nhỏ (SMEs). Nghiên cứu thực nghiệm này dựa trên một mẫu 58 công ty sản xuất nhỏ từ các ngành công nghiệp thực phẩm và đồ uống, quần áo da, các sản phẩm giấy, sản phẩm kim loại đúc sẵn và đồ gỗ nội thất trong khoảng thời gian 6 năm từ 1998 – 2003. Bằng các phương pháp thống kê mô tả, kiểm định, nghiên cứu hồi quy, kết quả cho thấy đầu tư cao trong hàng tồn kho và các khoản phải thu làm cho lợi nhuận thấp hơn và tổng nợ tăng so với tổng

tài sản cũng làm cho lợi nhuận thấp hơn.

- Reimoo (2008) khi nghiên cứu về yếu tố quyết định cấu trúc vốn, với dữ liệu 173 công ty niêm yết ở Vương quốc Anh giai đoạn 1998 – 2007 đã thấy kết quả rằng cơ hội phát triển và lợi nhuận của công ty tỷ lệ nghịch với mức độ vay nợ và tỷ lệ thuận với khả năng thanh khoản.
- Nagy (2009) nghiên cứu những yếu tố xác định lợi nhuận công ty, cụ thể là những yếu tố ảnh hưởng đến ROA của công ty tại Mỹ, và đã thấy rằng các yếu tố bao gồm doanh thu thuần, chi phí nghiên cứu và phát triển (R & D), chi phí bán hàng, khả năng thanh toán hiện hành, tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu, chi phí vốn, tỷ lệ tái đầu tư, và lợi nhuận giữ lại tác động đáng kể đến ROA. Mặt khác, nghiên cứu cũng tìm thấy bằng chứng cho rằng dòng tiền tự do, thuế, chi phí quảng cáo, và doanh thu hàng tồn kho của một công ty dường như không có tác động đến ROA của công ty.
- Gill và ctg (2010) nghiên cứu về mối quan hệ giữa quản lý vốn lưu động và khả năng sinh lợi của công ty. Mẫu nghiên cứu gồm 88 công ty được lựa chọn

từ 300 công ty sản xuất của Mỹ được niêm yết trên sàn chứng khoán, trong thời gian 3 năm từ 2005 - 2007. Nghiên cứu sử dụng phương pháp định lượng và kết quả cho thấy có mối quan hệ ngược chiều giữa khoản phải thu và lợi nhuận hoạt động của doanh nghiệp, nghĩa là thời gian thu hồi các khoản phải thu tăng kéo theo việc giảm lợi nhuận. Nghiên cứu này không thấy có mối tương quan trái chiều giữa số ngày phải trả trung bình, số ngày tồn kho trung bình với khả năng gia tăng lợi nhuận của công ty như các nghiên cứu trước. Ngoài ra, các nghiên cứu trước dự đoán có mối tương quan trái chiều giữa vòng quay tiền mặt với khả năng sinh lợi. Tuy nhiên, nghiên cứu này lại thấy có mối tương quan cùng chiều giữa vòng quay tiền mặt và lợi nhuận gộp.

- Kharuddin và ctg (2010) nghiên cứu về hệ thống thông tin và hiệu quả của doanh nghiệp nhỏ và vừa ở Malaysia, sử dụng dữ liệu bảng với mẫu là 205 doanh nghiệp trong khoảng thời gian từ năm 2004 đến 2008. Kết quả nghiên cứu cho thấy tổng tài sản đo lường bởi quy mô doanh nghiệp và tỷ lệ nợ có tác động trái chiều đến ROA. Phát hiện này chứng tỏ quy mô doanh nghiệp càng lớn và doanh nghiệp sử dụng đòn bẩy tài chính càng cao thì hiệu quả sẽ giảm xuống.
- Afeef (2011) nghiên cứu đưa ra quan điểm rằng quản lý vốn lưu động có tác động quan trọng đối với lợi nhuận của công ty. Mẫu nghiên cứu này gồm 40 SMEs niêm yết trên thị trường chứng khoán Karachi trong giai đoạn từ 2003 đến 2008. Nghiên cứu tập trung đo lường hiệu quả sử

dụng vốn, lợi nhuận và tính thanh khoản của công ty. Sau khi chạy mô hình, kết quả phân tích cho thấy như sau: Thứ nhất, ma trận tương quan thể hiện mối quan hệ ngược chiều giữa thời gian chu chuyển tồn kho và thuận chiều giữa vòng quay khoản phải thu với lợi nhuận hoạt động. Thứ hai, nghiên cứu đã chỉ ra mối quan hệ nghịch biến giữa yếu tố thời gian chu chuyển tồn kho và thời gian thu các khoản phải thu đối với lợi nhuận hoạt động. Do đó, có thể thấy rằng việc quản lý hiệu quả vốn hoạt động có tác động đáng kể đến lợi nhuận của SMEs niêm yết trên sàn chứng khoán Karachi.

- Rub (2012) nghiên cứu về các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của 28 công ty ở Palestine giai đoạn 2006-2010 với dữ liệu được thiết kế theo dạng bảng (panel data). Với các biến phụ thuộc là ROA và ROE, các biến độc lập là nợ ngắn hạn trên tổng tài sản, nợ dài hạn trên tổng tài sản, tổng nợ trên tổng tài sản, và tổng nợ trên tổng vốn chủ sở hữu.

Tóm lại, quản trị tài chính thường được xác định và đo lường bằng ba nhóm chỉ tiêu đó là nhóm tỷ số về khả năng thanh khoản, nhóm tỷ số về quản lý tài sản hay tỷ số về hiệu quả hoạt động và nhóm tỷ số cơ cấu vốn hay tỷ lệ nợ và khả năng trả nợ. Kết quả về tác động cùng chiều hay ngược chiều của các yếu tố kể trên đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ở các quốc gia khác nhau là không đồng nhất. Tác động còn tùy thuộc vào các điều kiện kinh tế đặc thù của từng vùng, từng quốc gia trong mỗi giai đoạn nghiên cứu nhất định.

3. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

3.1. Mô hình nghiên cứu

Với mục đích tìm hiểu ảnh hưởng của quản trị tài chính đến hiệu quả hoạt động

của doanh nghiệp, dựa trên các lý thuyết đã khảo sát và kế thừa mô hình nghiên cứu của các tác giả đi trước, trong phạm vi bài báo này mô hình nghiên cứu đề xuất bao gồm các biến sau đây:

$ROE = f(TT_NHANH, TT_TMAT, VQ_PTHU, VQ_HTK, VQ_PTRA, VQ_VLD, TONGNO_TTS, TONGNO_VCSH, NODH_TONGNO)$

Trong đó:

ROE: biến phụ thuộc (Tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu).

TT_NHANH (Tỷ số khả năng thanh toán nhanh). Kỳ vọng mang dấu (+)

TT_TMAT (Tỷ số khả năng thanh toán bằng tiền mặt). Kỳ vọng mang dấu (+)

VQ_PTHU (Vòng quay khoản phải thu). Kỳ vọng mang dấu (+)

VQ_HTK (Vòng quay hàng tồn kho). Kỳ vọng mang dấu (+)

VQ_PTRA (Vòng quay khoản phải trả). Kỳ vọng mang dấu (-)

VQ_VLD (Vòng quay vốn lưu động). Kỳ vọng mang dấu (+)

TONGNO_TTS (Hệ số tổng nợ trên tổng tài sản). Kỳ vọng mang dấu (+)

TONGNO_VCSH (Hệ số tổng nợ trên vốn chủ sở hữu). Kỳ vọng mang dấu (-)

NODH_TONGNO (Hệ số nợ dài hạn trên tổng nợ). Kỳ vọng mang dấu (-)

3.2. Dữ liệu nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu được thu thập từ các bảng báo cáo tài chính của các công ty niêm yết trên sàn chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE). Mẫu được chọn là các doanh nghiệp có đầy đủ số liệu cần quan tâm trong khoảng thời gian 2008 - 2011, không xem xét các doanh nghiệp thuộc nhóm có cấu trúc tài chính đặc thù như ngân hàng, bảo hiểm, các công ty chứng khoán trên sàn chứng khoán Việt Nam.

Thống kê đến ngày 31/12/2011 trên sàn HOSE có 283 công ty niêm yết không thuộc nhóm có cấu trúc tài chính đặc thù như ngân hàng, bảo hiểm, các công ty chứng khoán trên sàn chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh. Dựa vào các tiêu chí chọn mẫu như đã trình bày ở phần đối tượng nghiên cứu thì có 45 công ty bị loại bỏ. Sử dụng phương pháp loại bỏ những outlier thì có 39 outlier được loại ra khỏi mẫu xem xét. Kết quả sau khi loại trừ những công ty không phù hợp thì mẫu còn lại là 179 công ty.

3.3. Phương pháp xử lý dữ liệu

Nhằm mục đích tìm hiểu ảnh hưởng của quản trị tài chính đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, nghiên cứu này áp dụng mô hình kinh tế lượng để đo lường mức độ ảnh hưởng của quản trị tài chính đến hiệu quả của doanh nghiệp. Nghiên cứu tiến hành ước lượng mô hình hồi quy với dữ liệu bảng cân bằng (balanced panel) trong hai trường hợp là mô hình hồi quy với phương pháp tác động cố định (Fixed Effects Model – FEM) và mô hình hồi quy với phương pháp tác động ngẫu nhiên (Random Effects Model – REM). Kiểm định Hausman sẽ được sử dụng để tìm ra mô hình ước lượng phù hợp nhất cho bộ dữ liệu.

4. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

Trước khi tiến hành xác định kết quả hồi quy từ mô hình trên, nghiên cứu thực hiện một số kiểm định cơ bản để xem trong mô hình lựa chọn có tồn tại một số khuyết tật nào hay không.

Theo tác giả Gujarati (2004) gợi ý thì đề tài tiến hành một số kiểm định như đa cộng tuyến, phương sai thay đổi, tự tương quan và mô hình có biến không cần thiết không. Với những kiểm định này, Gujarati (2004) cho rằng không có các quy tắc bắt di bất dịch để phát hiện ra khuyết tật, mà chỉ có một vài quy tắc kinh nghiệm. Dưới đây là những cách thức kiểm định mà đề tài đã sử dụng.

4.1. Kiểm định đa cộng tuyến

Với hiện tượng đa cộng tuyến, đề tài tiến hành kiểm soát bằng ma trận hệ số tương quan và nhân tử phóng đại phương sai (VIF – variance-inflation factor). Kết quả kiểm định cho thấy cặp biến TONGNO_TTS và TONGNO_VCSH có khả năng xảy ra đa cộng tuyến cao. Vì thế, đề tài tiến hành loại bỏ biến TONGNO_VCSH ra khỏi mô hình.

4.2. Kiểm định phương sai thay đổi

Đối với hiện tượng phương sai thay đổi, để kiểm định liệu rằng trong mô hình có tồn tại hiện tượng phương sai thay đổi hay không, đề tài tiến hành kiểm định White. Kết quả kiểm định như trình bày ở Bảng 3.

Bảng 3. Kiểm định phương sai của sai số không đổi

Kiểm định White			
R-squared	0,101	Mean dependent var	59,595
Adjusted R-squared	0,042	S,D, dependent var	134,052
F-statistic	1,705	Durbin-Watson stat	1,697
Prob(F-statistic)	0,004		

Nguồn: Kết quả tính toán của tác giả

Từ bảng kết quả ở Bảng 3 thu được giá trị p (F -statistic) = 0,004 < 5%, với mức ý nghĩa 5% cho thấy mô hình xem xét có hiện tượng phương sai thay đổi. Vì thế, để kiểm soát hiện tượng phương sai thay đổi trong mô hình, đề tài sử dụng “White cross section” như gợi ý của tác giả Reimoo (2008).

4.3. Kết quả hồi quy

Bảng kiểm định Hausman, kết quả cho giá trị Chi – bình phương là 15,861 với xác suất 0,044. Với mức ý nghĩa 5%, mô hình thích hợp để phân tích tác động của các yếu tố độc lập lên hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp là mô hình hồi

quy với phương pháp tác động cố định. Điều này có nghĩa là các yếu tố cụ thể của từng công ty tạo ra sự khác biệt trong hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp là không được xác định một cách ngẫu nhiên, mà đã được lồng ghép vào chính các tỷ số tài chính dùng để phân tích hoạt động của các công ty ở các ngành nghề khác nhau.

Thêm vào đó, bộ dữ liệu phân tích sử dụng trong nghiên cứu này là các tỷ số tài chính, tính toán số tỷ lệ chứ không phải là số tuyệt đối nên đã giảm thiểu sự khác biệt đáng kể giữa các công ty có quy mô và ngành nghề khác nhau.

Bảng 4. Kết quả kiểm định Hausman

Kiểm định Hausman			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	15,861	8,000	0,044

Nguồn: Kết quả tính toán của tác giả

Kết quả kiểm định này cũng hoàn toàn phù hợp với lý thuyết thống kê mà tác giả Gujarati (2004) đã đưa ra. Với đặc điểm của mẫu là các doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán Thành phố Hồ

Chí Minh có đầy đủ dữ liệu cần quan tâm, thì đây được xem là mẫu thuận tiện và tác giả cho rằng mô hình hồi quy với phương pháp tác động cố định là thích hợp hơn.

Bảng 5. Kết quả hồi quy sử dụng phương pháp khắc phục phương sai và sai số chuẩn không đồng nhất của White

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4,465	1,828	2,442	0,015
TT_NHANH	1,442**	0,640	2,253	0,025
TT_TMAT	1,559	1,040	1,499	0,134
VQ_PTHU	0,133***	0,036	3,751	0,000
VQ_HTK	(0,042)*	0,023	(1,807)	0,071
VQ_PTRA	0,046***	0,014	3,212	0,001
VQ_VLD	1,784***	0,672	2,655	0,008
TONGNO_TTS	0,121***	0,035	3,451	0,001
NODH_TTS	(0,127)*	0,066	(1,910)	0,057
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0,581	Mean dependent var	15,422	
Adjusted R-squared	0,433	S.D. dependent var	11,884	
F-statistic	3,937	Durbin-Watson stat	2,112	
Prob(F-statistic)	0,000			

Ghi chú: *, **, *** tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.

Nguồn: Kết quả tính toán của tác giả

Thêm vào đó, với giá trị thống kê Durbin-Watson thu được trong mô hình là 2,112 cho phép nói rằng không có hiện tượng tự tương quan trong mô hình.

Cuối cùng, kiểm định Wald đối với những biến có hệ số hồi quy khác 0 không có ý nghĩa thống kê, cụ thể là biến số TT_TMAT để xem biến này có thật sự cần thiết đưa vào mô hình hay không. Kết quả kiểm định cho thấy khả năng thanh toán bằng tiền mặt có tác động đến ROE của doanh nghiệp.

Hệ số hồi quy của biến TT_NHANH mang dấu dương và có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 5% (1,442; $p=0,025$) cho thấy mối tương quan cùng chiều giữa hệ số khả năng thanh toán nhanh với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Với hệ số hồi quy là 1,442, cao thứ hai trong nhóm tỷ số khả năng thanh khoản, cho thấy mức độ ảnh hưởng rất lớn của biến này đến ROE.

Hệ số hồi quy lớn nhất trong nhóm tỷ số thanh khoản, cho thấy mức độ tác động không nhỏ của chỉ số TT_TMAT đến ROE trong các chỉ tiêu xem xét. So sánh về độ lớn của hệ số hồi quy giữa TT_TMAT và TT_NHANH, trong điều kiện các biến khác không đổi, thì để cải thiện ROE, khi doanh nghiệp tác động tăng 1 đơn vị biến TT_TMAT sẽ mang đến hiệu quả hơn là tăng 1 đơn vị biến TT_NHANH.

Hệ số hồi quy của biến VQ_PTHU mang dấu dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% (0,133; $p = 0,000$) cho thấy vòng quay phải thu có mối tương quan thuận với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, nghĩa là vòng quay khoản phải thu càng nhanh thì hiệu quả doanh nghiệp càng lớn.

Hệ số hồi quy của biến số VQ_HTK mang dấu âm với mức ý nghĩa 10% (-0,042; $p = 0,071$) cho thấy mối tương quan ngược chiều. Kết quả này hoàn toàn trái ngược

với các nghiên cứu trước như Gill và ctg (2010), Padachi (2006). Tuy nhiên, kết quả này được lý giải bằng tình hình thực tế của Việt Nam trong những năm vừa qua. Tỷ lệ lạm phát ở Việt Nam giai đoạn 2008 – 2011 lần lượt là 19,89%, 6,52%, 11,75% và 18,13%. Điều này cho thấy giá cả của một số mặt hàng tăng mạnh. Do đó các doanh nghiệp sẽ có lợi thế hơn nếu có lượng tồn kho nhiều hơn nhờ vào chi phí sản xuất của thành phẩm trước đó thấp trong khi giá bán có khuynh hướng tăng theo lạm phát. Điều đó làm cho lợi nhuận gộp của doanh nghiệp tăng.

Vòng quay hàng tồn kho càng lớn càng tốt trong điều kiện nền kinh tế ổn định, lạm phát vừa phải, giá cả hàng hóa không tăng đột biến. Thế nhưng, với tình hình lạm phát như giai đoạn vừa qua, những doanh nghiệp nhanh nhạy nắm bắt thông tin, dự đoán tình hình tốt, có tiềm lực tài chính mạnh, dự trữ hàng tồn kho nhiều lại mang đến lợi nhuận cao cho doanh nghiệp. Dữ liệu của nghiên cứu này cũng nằm trong giai đoạn lạm phát đó, vì thế đây có thể là một trong những nguyên nhân dẫn đến tác động ngược chiều của vòng quay hàng tồn kho lên ROE như kết quả hồi quy ở bảng 5.

Hệ số hồi quy của vòng quay phải trả lớn hơn 0 với mức ý nghĩa 1% (0,046; $p = 0,001$) cho thấy một mối tương quan cùng chiều giữa vòng quay phải trả và ROE. Kết quả này cho thấy rằng các doanh nghiệp thanh toán càng tốt các khoản nợ cho nhà cung cấp thì hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp càng cao. Đi sâu vào phân tích chỉ tiêu vòng quay khoản phải trả thì doanh số mua hàng tác động cùng chiều đến chỉ tiêu này. Do đó, khi doanh số mua hàng tăng thì vòng quay khoản phải trả có xu hướng tăng. Điều này cũng cho thấy rằng, các doanh nghiệp có tình hình hoạt động sản xuất kinh doanh càng tốt thì doanh số mua hàng càng cao, dẫn đến vòng quay phải trả càng lớn. Thêm vào đó, với doanh số mua hàng cao, doanh nghiệp sẽ nhận được nhiều khoản chiết khấu thương

mại ưu đãi trong khâu mua hàng, giảm bớt chi phí đầu vào; cộng với việc thanh toán nhanh và tốt các khoản nợ, doanh nghiệp cũng nhận được chiết khấu ưu đãi trong khâu thanh toán, góp phần làm tăng hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Bên cạnh đó, khi doanh nghiệp thanh toán tốt nghĩa vụ cho nhà cung cấp thì uy tín trên thương trường càng tăng, nhà cung cấp sẽ không ngần ngại khi cung cấp hàng hóa và dịch vụ. Doanh nghiệp nên lựa chọn thời điểm và phương thức thanh toán hợp lý để mang lại hiệu quả cao nhất cho doanh nghiệp. Kết quả của nghiên cứu này cũng là một minh chứng cho thấy với xu thế mới, các doanh nghiệp không chỉ tạo ra lợi nhuận đơn thuần mà còn quan tâm đến việc tạo dựng thương hiệu, uy tín trên thương trường. Trong điều kiện nền kinh tế thị trường cạnh tranh gay gắt thì những giá trị vô hình này lại đến lợi ích rất lớn cho doanh nghiệp.

Hệ số tương quan giữa vòng quay vốn lưu động và ROE mang dấu dương với mức ý nghĩa 1% (1,784; $p = 0,008$) cho thấy kết quả của nghiên cứu này cũng phù hợp với kết quả của các nghiên cứu trước, vòng quay vốn lưu động có tương quan cùng chiều với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Hệ số hồi quy của biến số Tổng Nợ/Tổng tài sản mang dấu dương với mức ý nghĩa 1% (0,121; $p = 0,001$) cho thấy Tổng Nợ/Tổng tài sản có tương quan thuận với ROE. Kết quả này cũng đồng nhất với nghiên cứu của tác giả Rub (2012) cho rằng sử dụng nợ vay như là lá chắn thuế cho doanh nghiệp, vì thế hệ số Tổng Nợ/Tổng tài sản và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp có quan hệ cùng chiều. Mức độ sử dụng nợ để tài trợ cho hoạt động của công ty với một góc nhìn khác còn gọi là đòn bẩy tài chính. Đòn bẩy sẽ khuếch đại cả thành công (lời) lẫn thất bại (lỗ) cho công ty.

Hệ số tương quan của biến số Nợ dài hạn/Tổng nợ mang dấu âm với mức ý nghĩa

10% (-0,127; $p = 0,057$) cho thấy Nợ dài hạn/Tổng nợ có tác động ngược chiều với ROE. Kết quả nghiên cứu phù hợp với tình hình nền kinh tế Việt Nam trong giai đoạn 2008 – 2011, đây là những năm nền kinh tế gặp rất nhiều khó khăn, lạm phát cao. Các ngân hàng chạy đua lãi suất huy động, kéo theo lãi suất cho vay tăng từng ngày, điều này khiến cho việc tiếp cận vốn vay của các doanh nghiệp đã khó lại càng khó hơn. Việc tiếp cận vốn vay đã khó, cộng vào đó là lãi suất quá cao, doanh nghiệp không thể hoạt động có lợi nhuận cao đủ bù đắp chi phí lãi vay. Đặc biệt vay dài hạn thì càng bất lợi cho các doanh nghiệp rất nhiều trong giai đoạn lãi suất đang tăng cao.

5. KẾT LUẬN

Thông qua ba nhóm chỉ tiêu thường được dùng trong quản trị tài chính của doanh nghiệp, nghiên cứu đã cho thấy được ảnh hưởng của quản trị tài chính tác động lên hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp Việt Nam nói chung và doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh nói riêng. Bằng phương pháp định lượng, sử dụng mô hình hồi quy với dữ liệu bảng, nghiên cứu thực nghiệm tìm thấy sự tác động cùng chiều của chỉ tiêu như hệ số khả năng thanh toán nhanh, vòng quay khoản phải thu, vòng

quay khoản phải trả, vòng quay vốn lưu động, hệ số Tổng Nợ/Tổng tài sản; và tác động trái chiều của chỉ số Nợ dài hạn/Tổng nợ và vòng quay hàng tồn kho đến ROE.

Việc sử dụng tốt các nguồn vốn ngắn hạn là điều quan trọng để làm gia tăng lợi nhuận. Để nguồn vốn vay ngắn hạn, các khoản phải trả và vốn lưu động ròng sử dụng một cách hiệu quả thì nhà quản trị doanh nghiệp sử dụng các nguồn vốn này vào quá trình tạo ra doanh thu, không nên dùng nguồn vốn này để đầu tư vào tài sản cố định. Thêm vào đó, thu hồi công nợ nhanh sẽ làm cho lợi nhuận của doanh nghiệp sẽ tăng đáng kể. Vì vậy, doanh nghiệp cần quan tâm sát sao hơn việc thu hồi các khoản nợ trong bán hàng cho thanh toán sau. Thêm vào đó, bằng việc thanh toán tốt các nghĩa vụ với nhà cung cấp, bên cạnh việc doanh nghiệp có thể nhận được các khoản chiết khấu thanh toán thì doanh nghiệp còn xây dựng được uy tín cho mình, góp phần mang lại lợi ích cho doanh nghiệp.

Qua việc quan sát và phân tích kết quả của các chỉ tiêu trên cho thấy, trong giai đoạn 2008 - 2011 của nền kinh tế Việt Nam thì việc sử dụng nguồn vốn ngắn hạn để tạo ra lợi nhuận cho doanh nghiệp sẽ hiệu quả hơn so với việc vay nợ dài hạn để đầu tư dài hạn.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Afeef, M. (2011), “Analyzing the Impact of Working Capital Management on the Profitability of SME’s in Pakistan”. *International Journal of Business and Social Science*, Vol. 2, No. 22.
2. Brigham E.F. và Houston J.F. (2003), “*Fundamentals of Financial Management*”, (10th Edition), South-Western College Pub, pp 592 – 744.
3. Gill.A, Biger.N và Mathur.N (2010), “The Relationship Between Working Capital Management And Profitability: Evidence From The United States”. *Business and Economics Journal*, Volume 2010.
4. Gujarati, D. (2004), “*Basic Econometrics*”, (4th Edition), Tata McGraw Hill Pub, pp 714 – 806.
5. Kharuddin, Ashari và ctg (2010), “An empirical analysis of factors associated with

- the profitability of Small and medium - enterprises in Nigeria”. *African Journal of Business Management*, Vol.2 (x), pp 195-200.
6. Nagy, N. (2009), “Determinants of Profitability: What factors play a role when assessing a firm’s return on assets?”. *The University of Arkon 2009*.
 7. Padachi, K. (2006), “Trends in Working Capital Management and its Impact on Firms’ Performance: An Analysis of Mauritian Small Manufacturing Firms”. *International Review of Business Research Papers*, Vol.2, No. 2, pp. 45 -58.
 8. Reimoo, Z. (2008), Determinants of Capital Structure: Evidence from UK Panel Data.
 9. Rub, N.A. (2012), “Capital Structure and Firm Performance; Evidence from Palestine Stock Exchange”, *Journal of Money, Investment and Banking*.
 10. Subramanyam K.R và Wild J.J (2008), “*Financial Statement Analysis*”, 10th Edition, McGraw-Hill/Irwin, trang 445 – 827.
 11. Wahlen J.M., Baginski S.P. và Bradshaw M.T. (2011), “*Financial Reporting, Financial Statement Analysis, and Valuation: A Strategic Perspective*”, 7th Edition, South-Western College Pub, pp 246 – 532.