

Tác động của chu kỳ chuyển đổi tiền mặt đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp trong ngành xây dựng

The impact of the cash conversion cycle on the profitability of enterprises in the construction industry

Võ Minh Long^{1*}, Lê Thị Thanh Hằng²

¹Trường Đại học Mở Thành phố Hồ Chí Minh, Việt Nam

²Công ty TNHH Kiểm toán và Tư vấn A&C, Việt Nam

*Tác giả liên hệ, Email: long.vm@ou.edu.vn

THÔNG TIN

DOI: 10.46223/HCMCOUJS.
econ.vi.17.4.1452.2022

Ngày nhận: 25/02/2021

Ngày nhận lại: 14/05/2021

Duyệt đăng: 14/08/2021

TÓM TẮT

Bài viết nghiên cứu tác động của chu kỳ chuyển đổi tiền mặt (CCC) đến khả năng sinh lời của 58 doanh nghiệp ngành xây dựng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2014 - 2018. Nghiên cứu sử dụng các phương pháp hồi quy, như: Pooled OLS, REM, FEM và cuối cùng là GLS sau khi thực hiện các kiểm định. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng: Thời gian thu tiền trung bình (ACP), số ngày tồn kho (INT), chu kỳ chuyển đổi tiền mặt (CCC) và đòn bẩy tài chính (LEV) có tác động ngược chiều đến khả năng sinh lời với độ tin cậy cao, được đại diện qua hai chỉ tiêu, gồm: Lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA) và lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) nhưng biến quy mô doanh nghiệp (SIZE) cho kết quả ngược lại. Tuy nhiên, thời gian thanh toán trung bình (APP) lại có tác động cùng chiều với ROE và có ý nghĩa thống kê cao nhưng lại không có ý nghĩa thống kê với ROA.

Ngoài ra, kết quả nghiên cứu cũng cho thấy: Chưa có đủ bằng chứng khoa học về sự ảnh hưởng của khả năng thanh toán ngắn hạn (CR) đến khả năng sinh lời.

Từ khóa:

chu kỳ chuyển đổi tiền mặt;
doanh nghiệp ngành xây dựng;
khả năng sinh lời

ABSTRACT

This article is to study the effects of the Cash Conversion Cycle (CCC) on the profitability of 58 Joint Stock construction Companies now listed on the Vietnam stock exchange for the period 2014 - 2018. This study uses regression methods, such as Pooled OLS, REM, REM, and finally GLS after performing the test data. The study results showed that: Average Collection Period (ACP), Inventory Period (INT), Cash Conversion Cycle (CCC), and Financial Leverage (LEV) have opposite effects on profitability with high reliability, represented by two criteria, including Return on Assets (ROA) and Return on Equity (ROE) but firm size (SIZE) gives the opposite result. However, the Average Payout Period (APP) has a significant positive impact on ROE but is not statistically significant on ROA.

Keywords:

cash conversion cycle;
construction company;
profitability

In addition, the research results also showed that: There is not enough scientific evidence about the impact of the Current Ratio (CR) on profitability.

1. Giới thiệu

Những năm gần đây, thị trường xây dựng tại Việt Nam tăng trưởng tương đối tốt sau giai đoạn khủng hoảng kinh tế, so với cùng kỳ năm trước, năm 2018 giá trị sản xuất xây dựng ngành này tăng 9.2% với giá trị đạt khoảng 358,684 tỷ đồng, đóng góp khoảng 5.94% vào cơ cấu GDP của cả nước với các nguyên nhân chính: Nhu cầu về việc xây dựng của các doanh nghiệp khu vực trong và ngoài nhà nước, đặc biệt nguồn đầu tư lớn từ FDI cũng như nhu cầu cao về việc xây dựng của người dân. Tuy nhiên, phần lớn các doanh nghiệp trong ngành xây dựng đang gặp nhiều khó khăn và thử thách: Ngân hàng đang siết chặt tín dụng bất động sản và điều này cũng ảnh hưởng lớn đến ngành xây dựng, sự cạnh tranh ngày càng gay gắt với doanh nghiệp trong và ngoài nước, giá cả nguyên vật liệu với xu hướng biến động khó lường. Vì mục tiêu tồn tại và phát triển, họ phải tăng cường tìm kiếm nguồn đầu vào giá rẻ nhưng chất lượng vẫn đảm bảo, mở rộng hình thức sản phẩm, dịch vụ với mức giá hợp lý, đẩy nhanh vòng quay hàng hóa cùng với các dịch vụ cung cấp, thường xuyên kiểm soát, giám sát tình hình thu tiền đối với các khoản nợ phải từ người mua. Vì vậy, Raheem và Qaisar (2013) cho biết: Chu kỳ chuyển đổi tiền mặt là chỉ tiêu được dùng rộng rãi nhất để nhận định và đo lường cả về rủi ro cũng như lợi nhuận có liên quan đến quản lý thanh khoản và nó là cách để doanh nghiệp duy trì và cải thiện lợi nhuận, do đó các đơn vị phải theo dõi các thành phần có tác động đáng kể đến lợi nhuận và đây là chỉ tiêu mà các nhà quản lý rất quan tâm trong quá trình quản trị doanh nghiệp.

Hiện tại, các nghiên cứu khoa học ở Việt Nam về sự tác động của CCC đến khả năng sinh lời vẫn còn rất ít, đặc biệt là đối với các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực xây dựng. Do đặc thù của ngành nghề, các doanh nghiệp xây dựng ghi nhận doanh thu theo tiến độ hoàn thành, bàn giao từng phần theo biên bản nghiệm thu, dẫn đến công nợ phải thu tiền từ người mua hàng, phải thanh toán tiền cho người bán hàng hóa, dịch vụ được ghi nhận tùy vào tiến độ thực hiện và nghiệm thu bàn giao, nên các doanh nghiệp trong ngành nghề này có khoản tiền phải thu đối với người mua hàng, hàng hóa chưa bán được chiếm tỷ lệ rất lớn trong tổng tài sản, khoản mục phải trả bằng tiền cho người cung cấp chiếm tỷ trọng rất lớn trong tổng nợ phải trả. Ngoài ra, các kết quả nghiên cứu cũng chưa có sự thống nhất về sự tác động này.

Với một số lý do trên, nghiên cứu này mong muốn cung cấp thêm bằng chứng khoa học về mối quan hệ giữa chu kỳ chuyển đổi tiền mặt và khả năng sinh lời của các công ty trong ngành xây dựng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, nhằm giúp cho nhà quản lý đưa ra các hàm ý quản trị trong quá trình hoạch định chu kỳ chuyển đổi tiền mặt để nâng cao khả năng sinh lời.

2. Thiết kế nghiên cứu

2.1. Cơ sở lý thuyết

2.1.1. Chu kỳ chuyển đổi tiền mặt

Theo Yakubu, Alhassan, và Fuseini (2017), chu kỳ chuyển đổi tiền mặt (CCC) là khoảng thời gian mà doanh nghiệp mất để chuyển đổi nguồn lực của công ty mình thành dòng tiền, CCC được đo lường bằng tổng số ngày phải thu và thời gian lưu giữ hàng tồn kho trừ tổng thời gian phải trả tiền cho người bán. Theo Amarjit và Charul (2012), tiền mặt là thành phần quan trọng nhằm mục đích duy trì và phát triển doanh nghiệp. Sự tăng hay giảm của dòng tiền mặt thường được sử dụng như là thước đo rủi ro của một doanh nghiệp hoặc ngành, nếu một công ty liên tục điều chỉnh nắm giữ tiền mặt, để theo đuổi mức tiền mặt tối ưu thì sẽ có sự gia tăng tương ứng trong khả năng sinh lời và giá trị doanh nghiệp (Shipe, 2015). Ngoài ra, Marco (2014), khẳng định: CCC là công cụ hữu hiệu phục vụ cho kiểm tra mức độ quản lý vốn của một tổ chức sản xuất. Các doanh nghiệp luôn phải cân nhắc đánh đổi giữa việc giữ số dư tiền mặt lớn để bảo đảm duy trì tính thanh

khoản hay dùng tiền mặt để đầu tư mở rộng quy mô, phát triển sản xuất kinh. Okpe và Duru (2016), chỉ ra rằng: Các doanh nghiệp thu hồi các khoản phải thu khách hàng càng nhanh càng có lợi, trong khi đó, đối với số tiền phải trả cho việc mua hàng hóa, dịch vụ nên gia hạn đến hết mức có thể. Bên cạnh đó, Raheem và Qaisar (2013) cho rằng: CCC có ý nghĩa lớn với mọi công ty vì nó cung cấp thông tin hữu ích cho nhà quản lý trong việc tìm ra thời gian nắm giữ hàng tồn kho hợp lý, được phản ánh bởi tổng số ngày thu nợ khách hàng trong một chu kỳ kinh doanh, từ lúc sản xuất hàng hóa cho đến khi bán hàng hóa đó. Chu kỳ tiền mặt là yếu tố rất cần thiết để theo dõi xem vốn lưu động của đơn vị kinh doanh có được quản lý tốt hay không. U. T. Tran (2018), cho rằng: CCC cho biết thời gian kể từ khi doanh nghiệp thanh toán tiền cho nguyên liệu đầu vào cho tới khi thu được tiền từ khách hàng. Theo Roberta và Paola (2019), CCC là công cụ hữu ích trong việc đánh giá khả năng thanh khoản của một doanh nghiệp.

2.1.2. Khả năng sinh lời

Theo Nur (2018), khả năng sinh lời có thể được tính toán thông qua lợi nhuận của một doanh nghiệp. Lợi nhuận là mục tiêu vô cùng quan trọng, vì vậy, nếu doanh nghiệp không có lợi nhuận, họ sẽ khó có thể tiếp tục hoạt động và nghiên cứu cũng cho biết: Khả năng sinh lời của doanh nghiệp bị tác động bởi các chỉ tiêu đặc thù của doanh nghiệp về tỷ lệ nợ và lợi nhuận sau thuế trên tổng tài sản (ROA). Để tăng khả năng sinh lời, các đơn vị kinh doanh cần quản lý hiệu quả tổng nợ và tổng tài sản, theo đó, doanh nghiệp cần giữ một tỷ lệ nợ phù hợp, đảm bảo năng lực trả nợ cho nhà cung cấp, đồng thời giảm thiểu các chi phí không thực sự cần thiết, tăng cường các biện pháp đẩy mạnh doanh thu. Paul (1960), cho rằng: Khả năng sinh lời tùy thuộc vào lợi nhuận của các hàng hóa kinh doanh và các giai đoạn của việc kinh doanh, gồm nhiều yếu tố, như: Khối lượng hàng bán, bộ phận hoặc chức năng kiểm soát chi phí, lợi nhuận vốn có của sản phẩm, lợi tức đầu tư và một số yếu tố khác. Camelia (2011), cho rằng: Khả năng sinh lời của tổ chức kinh doanh sẽ tăng lên bằng cách đẩy nhanh tốc độ luân chuyển vốn tự có. Một tác động khá lớn làm tăng khả năng sinh lời là giảm chi phí hoạt động. Theo Abdallah (2014), khả năng sinh lời từ việc cung cấp hàng hóa, dịch vụ được biểu hiện qua khả năng tạo ra lợi nhuận, cũng như năng lực đầu tư kinh doanh để tăng doanh thu thuần và khi công ty giảm chi phí, kể cả chi phí phục vụ cho bán hàng, chi phí phân bổ sản xuất chung, hay chi phí phục vụ công tác quản lý sẽ đóng góp vào việc gia tăng lợi nhuận. Vì vậy, khả năng sinh lời được coi như một chỉ số về hiệu quả quản lý, làm tăng nhu cầu cổ phiếu của các nhà đầu tư, dẫn đến tăng giá trị thị trường và lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE), được xem là một chỉ số về khả năng sinh lời. Beby và Muslim (2019), cho rằng: Khả năng sinh lời là thước đo hiệu suất của công ty, được mô tả bằng khả năng tạo ra lợi nhuận thông qua tất cả khả năng và nguồn lực của công ty, như: Hoạt động bán hàng, tiền mặt, vốn, số lượng nhân viên, số lượng chi nhánh, ... Khả năng sinh lời có thể cho thấy triển vọng của công ty trong việc duy trì hoặc phát triển kinh doanh trong tương lai.

2.1.3. Mối quan hệ giữa chu kỳ chuyển đổi tiền mặt và khả năng sinh lời

Amarjit và Charul (2012), cho rằng: Tiền mặt là tài sản có tính thanh khoản cao nhất, nó là thước đo khả năng thanh toán đúng hạn của doanh nghiệp. Nắm giữ tiền mặt có ý nghĩa rất quan trọng vì nó cung cấp thanh khoản cho công ty, cho phép năng lực có thể trả hết nợ, không bị quá hạn thanh toán, kể cả khi tình hình kinh doanh của công ty không được tốt như mong đợi. Để tăng doanh số và lợi nhuận, doanh nghiệp cần xây dựng chính sách dự trữ tiền mặt, bằng cách đảm bảo rằng thời gian tiền mặt chuyển động tạo ra dòng tiền dương tích cực. Theo Takon (2013): Chu kỳ chuyển đổi tiền mặt dài làm tăng lợi nhuận vì doanh nghiệp có thể thúc đẩy doanh số bán hàng tăng cao. Với nghiên cứu của Yakubu và cộng sự (2017), họ cho rằng: Duy trì CCC phù hợp là cần thiết trong duy trì thanh khoản. Tuy nhiên, các công ty có thể đánh mất cơ hội đầu tư khi họ

nắm giữ vốn lưu động dư thừa, còn với U. Muhammad, Sarfaraz, và Shahbaz (2017), cho biết: Khi công ty sở hữu hàng tồn kho lớn, có thể tăng cường sản xuất, thúc đẩy gia tăng doanh số bán hàng và lợi nhuận, tương tự, sự gia tăng số ngày phải thu đối với khách hàng cũng sẽ tăng nhu cầu mua hàng từ phía người mua, kết quả làm tăng lợi nhuận. Tuy nhiên, khi tình hình kinh doanh trong giai đoạn phục hồi, việc doanh nghiệp sở hữu hàng tồn kho lớn, số ngày thu tiền đối với khách hàng ở ngưỡng cao, sẽ làm cho công ty mắc kẹt trong cuộc khủng hoảng tín dụng, dẫn tới doanh nghiệp giảm hoạt động, giảm thiểu sản xuất, doanh số bán hàng giảm và lợi nhuận giảm dần. Ngoài ra, U. T. Tran (2018) khẳng định: CCC càng ngắn, hiệu quả của các doanh nghiệp thực phẩm niêm yết càng cao và nó được ủng hộ của Roberta và Paola (2019). Do đó, các công ty cần chú trọng đến việc giảm thời gian tồn kho cũng như thời gian thu tiền khách hàng như Chuke, Elias, và Christian (2018) đưa ra kết luận: CCC có tác động tiêu cực đáng kể đến ROA, do đó, CCC ở mức thấp, khả năng sinh lời sẽ tăng lên.

2.2. Các nghiên cứu thực nghiệm

Cho đến nay, có khá nhiều nghiên cứu về mối quan hệ giữa chu kỳ chuyển đổi tiền mặt và khả năng sinh lời của các công ty, tuy nhiên, đa số là nghiên cứu thực hiện ở nước ngoài với các kết quả hoàn toàn trái ngược nhau với sự khác nhau về ngành nghề, số mẫu nghiên cứu, không gian và thời gian.

- Với các nghiên cứu trong nước: Nghiên cứu của Nguyen và To (2017) về mối quan hệ giữa quản lý dòng tiền và lợi nhuận: Trường hợp của các doanh nghiệp xây lắp ở Việt Nam với chỉ tiêu ROA và ROE làm biến phụ thuộc, biến độc lập gồm: Chu kỳ chuyển đổi tiền mặt, tỷ số thanh toán ngắn hạn, đòn bẩy tài chính, tỷ lệ gia tăng doanh thu. Kết quả nghiên cứu cho thấy: CCC không có tác động đến ROA, nhưng có tác động cùng chiều đến ROE. Đồng thời nghiên cứu cũng đưa ra kết luận: Tỷ số thanh toán ngắn hạn và tỷ lệ tăng doanh thu có tác động cùng chiều đến biến ROE nhưng đòn bẩy tài chính có tác động ngược chiều đến biến ROE, trong khi đó, đòn bẩy tài chính và tỷ lệ tăng doanh thu và tỷ số thanh toán ngắn hạn có tác động ngược chiều đến ROA. Ngoài ra, T. T. T. Tran và Le (2018), nghiên cứu: Chu kỳ chuyển đổi tiền mặt và khả năng sinh lời của các doanh nghiệp về các doanh nghiệp giày da ở Việt Nam, đã đưa ra kết luận: CCC có tác động ngược chiều đối với khả năng sinh lời với hai biến phụ thuộc: ROE và ROA. Với kết quả nghiên cứu đó, họ đưa ra hàm ý chính sách: Các doanh nghiệp trong ngành này có thể tăng khả năng sinh lời bằng cách giữ CCC ở mức tối thiểu hợp lý;

- Với các nghiên cứu ngoài nước: Ali (2009), nghiên cứu với dữ liệu các doanh nghiệp ở Thổ Nhĩ Kỳ về mối quan hệ của CCC và quy mô doanh nghiệp với khả năng sinh lời. Kết quả nghiên cứu cho biết: Có mối tương quan ngược chiều giữa CCC và quy mô doanh nghiệp với ROA nhưng không có mối tương quan giữa CCC và ROE. Raheem và Qaisar (2013) với nghiên cứu về chu kỳ chuyển đổi tiền mặt và khả năng sinh lời của các công ty sản xuất niêm yết trên thị trường chứng khoán Pakistan. Kết quả nghiên cứu cho thấy: Có mối quan hệ ngược chiều giữa CCC và khả năng sinh lời với 02 biến đại diện: ROA và ROE. Điều này cho thấy CCC ở mức thấp, thời gian phải thu nợ và số ngày tồn kho của các công ty giảm sẽ dẫn đến tăng lợi nhuận của các công ty sản xuất, còn số ngày tồn kho và thời gian phải thu của các công ty dài, tức là CCC cao, thì lợi nhuận sẽ biến động theo hướng giảm xuống. Hơn nữa, các khoản thanh toán trước cho các chủ nợ sẽ dẫn đến giảm lợi nhuận của các công ty sản xuất, trong khi thời gian thanh toán kéo dài cho các chủ nợ sẽ dẫn đến tăng lợi nhuận của các công ty trong ngành sản xuất. Tharshiga (2013) với nghiên cứu: Ảnh hưởng của chu kỳ chuyển đổi tiền mặt đến lợi nhuận: Các doanh nghiệp trồng rừng niêm yết ở Sri Lanka. Kết quả nghiên cứu khẳng định: Có mối quan hệ ngược chiều giữa CCC với ROA và ROE. Nghiên cứu của Y. Muhammad, Abdul, và Zahid (2014): Chu kỳ chuyển

đổi tiền mặt và tác động của nó đến hiệu suất của công ty: Bằng chứng từ ngành công nghiệp xi măng của Pakistan. Họ cho rằng: Thời gian chuyển đổi khoản phải thu, thời gian chuyển đổi hàng tồn kho có tác động ngược chiều với ROA nhưng thời gian thanh toán phải trả lại cho kết quả ngược lại, có nghĩa: Nếu giảm thời gian thu nợ phải thu, thu hẹp số ngày tồn kho, tăng thời gian thanh toán khoản phải trả gây ra thay đổi tích cực đến ROA. Kết quả cũng cho thấy CCC tác động ngược chiều đến ROA, điều này có nghĩa là khoảng thời gian của CCC càng thấp, lợi nhuận của công ty sẽ càng cao. Nghiên cứu của Habeeb (2016) về chu kỳ chuyển đổi tiền mặt và khả năng sinh lời: Bằng chứng từ các doanh nghiệp kinh doanh du lịch và khách sạn niêm yết ở Sri Lanka. Tác giả chỉ ra rằng: CCC có mối quan hệ cùng chiều và đáng kể đến khả năng sinh lời. Với kết quả này, tác giả đưa ra hàm ý chính sách: Để tăng khả năng sinh lời, các công ty trong mẫu nghiên cứu này có xu hướng cho phép nợ tín dụng ở mức cao đối với khách hàng của họ (các khoản phải thu thương mại) và có thời gian chuyển đổi hàng tồn kho ở mức thấp. Ngoài ra, nghiên cứu cũng kết luận rằng: Số ngày thanh toán khoản phải trả không có tác động đáng kể đến khả năng sinh lời. Teryima và Yunusa (2016), với nghiên cứu: Quản lý tính thanh khoản và khả năng sinh lời của các công ty thực phẩm và nước giải khát được niêm yết ở Nigeria. Kết quả cho biết: CCC có tác động ngược chiều và không đáng kể đến ROE nhưng lại đáng kể đến hiệu quả tài chính được đo lường bởi EPS. Với kết quả nghiên cứu, họ đưa ra hàm ý chính sách: Các doanh nghiệp cần rút ngắn thời gian chuyển đổi hàng tồn kho và thu tiền khách hàng. Chuke và cộng sự (2018) với nghiên cứu: Ảnh hưởng của chu kỳ chuyển đổi tiền mặt đến lợi nhuận của công ty bảo hiểm niêm yết, đưa ra kết luận rằng: CCC có tác động tiêu cực và đáng kể đến khả năng sinh lời (ROA), do đó, CCC thấp sẽ góp phần làm tăng khả năng sinh lời. Đồng thời, nghiên cứu cũng cho thấy có mối quan hệ cùng chiều giữa khả năng sinh lời của doanh nghiệp và các biến: Tỷ số thanh toán ngắn hạn, tỷ lệ tài sản thuê tài chính trên tổng tài sản, tỷ lệ nợ, tốc độ tăng trưởng GDP nhưng và có mối quan hệ ngược chiều với quy mô doanh nghiệp. Kaushalya (2018), nghiên cứu về mối quan hệ giữa chu kỳ chuyển đổi tiền mặt và khả năng sinh lời của doanh nghiệp: Trường hợp các doanh nghiệp sản xuất trên Sở giao dịch chứng khoán Colombo, cho thấy có mối quan hệ cùng chiều giữa thời gian lưu giữ hàng tồn kho và khả năng sinh lời của doanh nghiệp nhưng kết quả ngược lại với thời gian phải thu khách hàng, thời gian thanh toán khoản phải trả và CCC. Beby và Muslim (2019) với nghiên cứu: Ảnh hưởng của quy mô và chu kỳ chuyển đổi tiền mặt đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp, đưa ra kết luận: Quy mô công ty không ảnh hưởng đến ROA nhưng CCC có tác động đáng kể đối với khả năng sinh lời. Hay nghiên cứu của Roberta và Paola (2019): Bằng chứng cho việc sử dụng chu kỳ chuyển đổi tiền mặt để kiểm tra mối quan hệ với lợi nhuận của công ty: Thực nghiệm các công ty dệt có quy mô vừa và nhỏ ở nước Ý. Kết quả cho biết: CCC có tác động tiêu cực đến khả năng sinh lời của công ty và các tác giả khẳng định: CCC là một công cụ hữu ích đánh giá tính thanh khoản của một công ty, đặc biệt là đối với các công ty nhỏ.

Tóm lại, với các lược khảo về kết quả nghiên cứu trong và ngoài nước về sự tác động của chu kỳ chuyển đổi tiền mặt đến khả năng sinh lời, bài viết có thể nhận định: Có nghiên cứu cho rằng: CCC có tác động tiêu cực đến khả năng sinh lời hay ngược lại hoặc chưa tìm thấy đủ bằng chứng khoa học về sự tác động này với các mẫu nghiên cứu không giống nhau về ngành nghề, không gian và thời gian. Từ các nghiên cứu lý thuyết cũng như thực nghiệm, bài viết sẽ cung cấp thêm bằng chứng thực nghiệm cho thấy chu kỳ chuyển đổi tiền mặt ảnh hưởng thế nào đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp trong ngành xây dựng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2014 - 2018.

2.3. Giả thuyết và mô hình nghiên cứu

Từ cơ sở lý thuyết và bằng chứng thực nghiệm về tác động của chu kỳ chuyển đổi tiền mặt đến khả năng sinh lời đã cho biết: Có các cơ sở khoa học đáng tin cậy về sự tác động của chu kỳ chuyển đổi tiền mặt đến khả năng sinh lời. Ngoài ra, bài viết cũng kế thừa một số ý tưởng từ các nghiên cứu trước cũng như có sự điều chỉnh để bài viết đưa ra các giả thuyết và mô hình nghiên cứu.

2.3.1. Giả thuyết nghiên cứu

Thời gian thu tiền trung bình (ACP): Cho biết mất bao lâu để một công ty thu hồi công nợ từ khách hàng của mình. Thời gian thu tiền trung bình càng lâu, doanh nghiệp có thể bị chiếm dụng vốn hay mất cơ hội sử dụng vốn cũng như gia tăng rủi ro thu hồi công nợ. Vì vậy, nếu doanh nghiệp càng kéo dài thời gian thu tiền khách hàng sẽ làm giảm khả năng sinh lời. Ngoài ra, theo kết quả nghiên cứu trước của các tác giả: U. T. Tran (2018), H. V. Tran (2015), Raheem và Qaisar (2013), Y. Muhammad và cộng sự (2014), họ cho thấy: Thời gian thu tiền trung bình có tác động ngược chiều đến ROA. Nghiên cứu trước của Raheem và Qaisar (2013) kết luận: Thời gian thu tiền trung bình có tác động ngược chiều đến ROE. Do đó, bài viết đưa ra giả thuyết H1 như sau:

H1: Thời gian thu tiền trung bình có tác động ngược chiều đến khả năng sinh lời

Thời gian thanh toán khoản phải trả trung bình (APP): Cho biết công ty mất bao lâu để thanh toán các khoản nợ nhà cung cấp. Thời gian thanh toán trung bình càng lớn, nghĩa là nguồn vốn chiếm dụng được từ bên ngoài càng lâu, được sử dụng cho hoạt động sản xuất kinh doanh tạo ra lợi nhuận, do đó thời gian thanh toán trung bình càng lớn, lợi nhuận của doanh nghiệp càng lớn và điều này giúp cải thiện khả năng sinh lời. Bên cạnh đó, một số nghiên cứu trước đã kết luận: Thời gian thanh toán trung bình có tác động cùng chiều đến khả năng sinh lời với một số tác giả tiêu biểu, như: Raheem và Qaisar (2013), Y. Muhammad và cộng sự (2014), H. V. Tran (2015), U. T. Tran (2018). Vì vậy, bài viết đưa ra giả thuyết H2 như sau:

H2: Thời gian thanh toán khoản phải trả trung bình có tác động cùng chiều đến khả năng sinh lời

Số ngày tồn kho (INT): Cho biết doanh nghiệp có thể chuyển đổi hàng tồn kho của mình thành doanh thu trong thời gian bao lâu. Nếu vòng quay hàng tồn kho cao, doanh nghiệp càng đẩy nhanh tốc độ tiêu thụ hàng hóa, chứng tỏ nguồn lực của doanh nghiệp đang được sử dụng hiệu quả, lợi nhuận được cải thiện và điều này giúp cải thiện khả năng sinh lời. Ngoài ra, nghiên cứu các tác giả, như: Raheem và Qaisar (2013), Y. Muhammad và cộng sự (2014), U. T. Tran (2018), H. V. Tran (2015) chỉ ra rằng: Số ngày tồn kho có tác động ngược chiều đến khả năng sinh lời. Do đó, bài viết đề xuất giả thuyết H3 như sau:

H3: Số ngày tồn kho có tác động ngược chiều đến khả năng sinh lời

Chu kỳ chuyển đổi tiền mặt (CCC): Có ý nghĩa lớn đối với mọi công ty vì nó đóng vai trò quan trọng trong việc tìm ra thời gian nắm giữ hàng tồn kho hợp lý cũng như phản ánh bởi tổng số ngày thu hồi công nợ của một công ty trong chu kỳ hoạt động kinh doanh, bắt đầu từ khi sản xuất hàng tồn kho cho đến bán hàng tồn kho đó (Raheem & Qaisar, 2013) và cũng phản ánh thời gian trả tiền cho nhà cung cấp. Trên thực tế, nếu doanh nghiệp quản lý tốt CCC, bằng cách thu hẹp thời gian thu hồi khoản phải thu ở mức hợp lý, đẩy nhanh tốc độ bán hàng thể hiện qua việc số ngày tồn kho giảm, đồng thời, kéo dài thời gian thanh toán khoản phải trả sẽ giúp cải thiện lợi nhuận và điều này giúp cải thiện khả năng sinh lời. Các tác giả, như: U. T. Tran (2018), H. V. Tran (2015), Raheem và Qaisar (2013), Y. Muhammad và cộng sự (2014), Nazish và Shehla

(2017), Takon (2013), Tharshiga (2013), Chuke và cộng sự (2018), Beby và Muslim (2019), Roberta và Paola (2019), bằng nghiên cứu thực nghiệm đã cho thấy: CCC tác động ngược chiều đến ROA. Nghiên cứu trước của các tác giả Raheem và Qaisar (2013), Tharshiga (2013) đưa ra kết luận: CCC có tác động ngược chiều đến ROE. Trên cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu trước, nghiên cứu đề xuất giả thuyết H4 như sau:

H4: Chu kỳ chuyển đổi tiền mặt có tác động ngược chiều đến khả năng sinh lời

Ngoài các biến liên quan đến chu kỳ chuyển đổi tiền mặt, bài viết đưa thêm một số biến kiểm soát vào trong mô hình nhằm có thể giải thích tốt hơn kết quả nghiên cứu, như vậy, các nhóm biến, gồm: (1) Nhóm biến liên quan đến chu kỳ chuyển đổi tiền mặt, gồm: ACP; APP; INT và CCC. (2) Nhóm biến thanh khoản: CR: Đo lường bằng tài sản ngắn hạn/nợ ngắn hạn. (3) Nhóm biến liên quan đến đặc điểm doanh nghiệp, gồm: SIZE đo lường bởi logarit doanh thu thuần doanh nghiệp; LEV đo lường bằng tỷ lệ tổng nợ/tổng nguồn vốn. Bên cạnh đó, nhóm biến liên quan đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp, gồm: ROA đo lường bởi lợi nhuận sau thuế trên tài sản bình quân; và ROE đo lường bởi lợi nhuận sau thuế trên vốn chủ sở hữu.

2.3.2. Mô hình nghiên cứu

Mô hình 1:

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 * ACP_{it} + \beta_2 * APP_{it} + \beta_3 * INT_{it} + \beta_4 * SIZE_{it} + \beta_5 * LEV_{it} + \beta_6 * CR_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Mô hình 2:

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 * ACP_{it} + \beta_2 * APP_{it} + \beta_3 * INT_{it} + \beta_4 * SIZE_{it} + \beta_5 * LEV_{it} + \beta_6 * CR_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Mô hình 3:

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 * CCC_{it} + \beta_2 * SIZE_{it} + \beta_3 * LEV_{it} + \beta_4 * CR_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Mô hình 4:

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 * CCC_{it} + \beta_2 * SIZE_{it} + \beta_3 * LEV_{it} + \beta_4 * CR_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

3. Phương pháp nghiên cứu

Bài viết dùng phương pháp nghiên cứu định lượng với dữ liệu thứ cấp từ các báo cáo tài chính của các doanh nghiệp có tỷ trọng doanh thu lĩnh vực xây dựng chiếm trên 50% tổng doanh thu thuần đã được kiểm toán với mục đích đo lường mức độ tác động của chu kỳ chuyển đổi tiền mặt đến khả năng sinh lời với các nội dung: Phân tích thống kê mô tả nhằm mô tả bức tranh tổng quát nhất về mẫu nghiên cứu; hệ số tương quan Pearson để xem xét sự phù hợp của các biến nghiên cứu khi đưa vào mô hình hồi quy và cuối cùng thực hiện các hồi quy: Pooled OLS, REM, FEM và GLS cũng như thực hiện các kiểm định: F, LM, Hausman, hiện tượng phương sai thay đổi, đa cộng tuyến, và tự tương quan với 58 doanh nghiệp trong lĩnh vực xây dựng được niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn từ năm 2014 đến năm 2018 - Đây là giai đoạn các doanh nghiệp trong ngành xây dựng tăng trưởng mạnh sau khi bị ảnh hưởng nặng nề của khủng hoảng kinh tế thế giới nói chung và Việt Nam nói riêng. Vì vậy, bài viết có 290 mẫu nghiên cứu và được hồi quy bằng phần mềm Stata 15.1.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Thống kê mô tả

Bảng 1

Thống kê mô tả các biến

Biến	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
ROA	0.027037	0.02981	-0.05221	0.109807
ROE	0.090389	0.084181	-0.10819	0.296713
ACP	169.0594	98.21648	35.59245	673.3427
APP	87.37211	51.1991	6.339993	292.1997
INT	140.919	94.84794	19.97046	458.8782
CCC	222.6063	138.0989	35.58438	840.0212
SIZE	26.83775	1.389959	23.81923	30.49826
LEV	0.687836	0.154014	0.2001	0.896991
CR	1.521284	1.410756	0.813233	11.01446

Nguồn: Kết quả phân tích từ phần mềm STATA 15.1

Kết quả thống kê mô tả cho thấy khoảng cách giữa giá trị trung bình của ROA và ROE so với độ lệch chuẩn của các doanh nghiệp trong lĩnh vực xây dựng tương đối thấp. Các chỉ số về thời gian thu tiền khách hàng trung bình (ACP), thời gian thanh toán trung bình (APP), số ngày tồn kho (INT) và chu kỳ chuyển đổi tiền mặt của các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu tương đối lớn. Nguyên nhân chính là do đặc thù của ngành xây dựng, việc ghi nhận doanh thu và công nợ phải thu được ghi từng phần theo biên bản nghiệm thu, nên thời gian thu tiền khách hàng tùy thuộc vào tiến độ thi công và bàn giao, dẫn đến thời gian thu tiền khách hàng trung bình ở mức khá cao, các doanh nghiệp thuộc ngành nghề này thường có xu hướng kéo dài thời gian thanh toán công nợ cho người bán, đồng thời, thời gian thực hiện các công trình xây dựng và các dự án thường rất lớn, có thể kéo dài nhiều năm và thời gian xây dựng các công trình chịu sự chi phối, tác động từ nhiều yếu tố và rủi ro bên ngoài như thời tiết, giấy phép xây dựng, kế hoạch bàn giao, các doanh nghiệp hoạt động kinh doanh trong lĩnh vực xây dựng có thời gian lưu giữ hàng tồn kho lớn, điều này dẫn đến chu kỳ chuyển đổi tiền mặt của các công ty trong ngành xây dựng lớn.

4.2. Phân tích hệ số tương quan

Bảng 2

Kết quả hệ số tương quan Pearson (r)

	ACP	APP	INT	CCC	SIZE	LEV	CR
ACP	1.0000						
APP	0.7088	1.0000					
INT	0.5558	0.6184	1.0000				
CCC	0.8480	0.5718	0.8639	1.0000			
SIZE	-0.2830	0.0046	-0.1276	-0.2954	1.0000		
LEV	0.0148	0.2394	0.2998	0.1286	0.4065	1.0000	
CR	0.0081	-0.0591	-0.0772	-0.0254	-0.2005	-0.4042	1.0000

Nguồn: Kết quả phân tích từ phần mềm STATA 15.1

Kết quả cho thấy: Giữa các cặp biến độc lập có mối tương quan rất thấp. Tuy nhiên, hệ số tương quan giữa cặp biến ACP với CCC và INT với CCC tương đối cao với lý do: ACP và INT chính là một phần của CCC nên có thể xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến. Vì vậy, nghiên cứu này tách chu kỳ chuyển đổi tiền mặt tác động đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp với một mô hình là biến độc lập CCC tác động đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp và mô hình khác là biến độc lập ACP, APP, INT tác động đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp.

4.3. Kết quả phân tích hồi quy

Kết quả hồi quy bằng các phương pháp như: Pooled OLS, FEM và REM và có thể thực hiện hồi quy khác sau khi thực hiện các kiểm định nhằm lựa chọn mô hình phù hợp.

4.3.1. Mô hình hồi quy 1: Biến phụ thuộc là ROA và các biến độc lập: ACP, INT, APP, SIZE, LEV, CR

Bảng 3

Kết quả hồi quy bằng phương pháp: Pooled OLS, FEM và REM

Tên biến	Pooled OLS		FEM		REM	
	Hệ số β	P-Value	Hệ số β	P-Value	Hệ số β	P-Value
ACP	-0.0000527	0.142	-0.0001723	0.006	-0.00007	0.069
APP	0.0000182	0.801	0.0003552	0.008	0.0000431	0.584
INT	-0.0000623	0.059	-0.0000163	0.749	-0.0000564	0.107
SIZE	0.009012	0.000	0.0461764	0.000	0.0095257	0.001
LEV	-0.1010712	0.000	-0.2859867	0.000	-0.1089552	0.000
CR	-0.002644	0.019	-0.0022984	0.062	-0.0024491	0.028
_cons	-0.1251838	0.048	-1.01163	0.001	-0.1339143	0.060
Prob>F	0.0000		0.0000		0.0000	
R-squared	0.1856		0.2001		0.3446	
Kiểm định lựa chọn mô hình						
F-test	0.0011					
Hausman test			0.0000			

Nguồn: Kết quả phân tích từ phần mềm STATA 15.1

Kết luận: Kết quả Bảng 3 cho thấy mô hình FEM là phù hợp hơn. Tuy nhiên, mô hình FEM sẽ kiểm tra các khuyết tật bằng các kiểm định như: Hiện tượng phương sai thay đổi, tự tương quan và đa cộng tuyến và nếu có khuyết tật thì sẽ khắc phục bằng phương pháp GLS.

- Kiểm tra khuyết tật của mô hình

Bảng 4

Kết quả kiểm định hiện tượng phương sai thay đổi, đa cộng tuyến và tự tương quan

Kiểm định	Kết quả	Kết luận
Phương sai thay đổi	Prob > chi2 = 0.0000	Có hiện tượng phương sai thay đổi
Đa cộng tuyến	VIF < 10	Không có hiện tượng đa cộng tuyến
Tự tương quan	Prob > F = 0.4937	Không có hiện tượng tự tương quan

Nguồn: Kết quả phân tích từ phần mềm STATA 15.1

Với kết quả kiểm định thể hiện trên Bảng 4: Mô hình có hiện tượng phương sai thay đổi nên bài viết sẽ thực hiện hồi quy bằng phương pháp GLS để khắc phục các khuyết tật này.

4.3.2. Mô hình hồi quy 2: Biến phụ thuộc ROE và các biến độc lập: ACP, APP, INT, SIZE, LEV và CR

Bảng 5

Kết quả hồi quy bằng phương pháp: Pooled OLS, FEM và REM

Tên biến	Pooled OLS		FEM		REM	
	Hệ số β	P-Value	Hệ số β	P-Value	Hệ số β	P-Value
ACP	-0.000275	0.013	-0.0008234	0.000	-0.000275	0.012
APP	0.000169	0.447	0.0014288	0.001	0.000169	0.447
INT	-0.0003175	0.002	-0.0001521	0.353	-0.0003175	0.002
SIZE	0.02791	0.000	0.1184102	0.001	0.02791	0.000
LEV	-0.0853259	0.216	-0.8585604	0.000	-0.0853259	0.214
CR	-0.0025949	0.452	-0.0052573	0.181	-0.0025949	0.451
_cons	-0.5195559	0.008	-2.453131	0.009	0.5195559	0.007
Prob>F	0.0000		0.0000		0.0000	
R-squared	0.2147		0.2506		0.4842	
Kiểm định lựa chọn mô hình						
F-test	0.0477					
Hausman test			0.0000			

Nguồn: Kết quả phân tích từ phần mềm STATA 15.1

Kết luận: Kết quả Bảng 5 cho thấy mô hình FEM là phù hợp hơn. Tuy nhiên, mô hình FEM sẽ kiểm tra các khuyết tật bằng các kiểm định như: Hiện tượng phương sai thay đổi, tự tương quan và đa cộng tuyến và nếu có khuyết tật thì sẽ khắc phục bằng phương pháp GLS.

- Kiểm tra khuyết tật của mô hình

Bảng 6

Kết quả kiểm định hiện tượng phương sai thay đổi, đa cộng tuyến và tự tương quan

Kiểm định	Kết quả	Kết luận
Phương sai thay đổi	Prob > chi2 = 0.0000	Có hiện tượng phương sai thay đổi
Đa cộng tuyến	VIF < 10	Không có hiện tượng đa cộng tuyến
Tự tương quan	Prob > F = 0.0000	Có hiện tượng tự tương quan

Nguồn: Kết quả phân tích từ phần mềm STATA 15.1

Với kết quả kiểm định thể hiện trên Bảng 6: Mô hình có hiện tượng phương sai thay đổi và tự tương quan nên bài viết sẽ thực hiện hồi quy bằng phương pháp GLS để khắc phục các khuyết tật này.

4.3.3. Mô hình hồi quy 3: Biến phụ thuộc ROA và các biến độc lập: CCC, SIZE, LEV và CR

Bảng 7

Kết quả hồi quy bằng phương pháp: Pooled OLS, FEM và REM

Tên biến	Pooled OLS		FEM		REM	
	Hệ số β	P-Value	Hệ số β	P-Value	Hệ số β	P-Value
CCC	-0.000066	0.000	-0.0000308	0.339	-0.0000679	0.000
SIZE	0.0087428	0.000	0.0442853	0.000	0.0093856	0.001
LEV	-0.103919	0.000	-0.24305	0.000	-0.1082057	0.000
CR	-0.0026809	0.017	-0.0024052	0.054	-0.0024645	0.026
_cons	-0.1173474	0.057	-0.9837769	0.001	-0.1315489	0.057
Prob > F	0.0000		0.0000		0.0000	
R-squared	0.1843		0.2382		0.3446	
Kiểm định lựa chọn mô hình						
F-test	0.0059					
Hausman test						0.0008

Nguồn: Kết quả phân tích từ phần mềm STATA 15.1

Kết luận: Kết quả Bảng 7 cho thấy mô hình FEM là phù hợp hơn. Tuy nhiên, mô hình FEM sẽ kiểm tra các khuyết tật bằng các kiểm định, như: Hiện tượng phương sai thay đổi, tự tương quan và đa cộng tuyến và nếu có khuyết tật thì sẽ khắc phục bằng phương pháp GLS.

- Kiểm tra khuyết tật của mô hình

Bảng 8

Kết quả kiểm định hiện tượng phương sai thay đổi, đa cộng tuyến và tự tương quan

Kiểm định	Kết quả	Kết luận
Phương sai thay đổi	Prob > chi2 = 0.0000	Có hiện tượng phương sai thay đổi
Đa cộng tuyến	VIF < 10	Không có hiện tượng đa cộng tuyến
Tự tương quan	Prob > F = 0.7574	Không có hiện tượng tự tương quan

Nguồn: Kết quả phân tích từ phần mềm STATA 15.1

Với kết quả kiểm định thể hiện trên Bảng 8: Mô hình có hiện tượng phương sai thay đổi nên bài viết sẽ thực hiện hồi quy bằng phương pháp GLS để khắc phục các khuyết tật này.

4.3.4. Mô hình hồi quy 4: Biến phụ thuộc ROE và các biến độc lập: CCC, SIZE, LEV và CR

Bảng 9

Kết quả hồi quy bằng phương pháp: Pooled OLS, FEM và REM

Tên biến	Pooled OLS		FEM		REM	
	Hệ số β	P-Value	Hệ số β	P-Value	Hệ số β	P-Value
CCC	-0.0003235	0.000	-0.0002571	0.014	-0.0003235	0.000
SIZE	0.0270163	0.000	0.1136022	0.002	0.0270163	0.000
LEV	-0.0957454	0.144	-0.7002693	0.000	-0.0957454	0.143
CR	-0.0027237	0.428	-0.0057412	0.152	-0.0027237	0.427
_cons	-0.4926451	0.010	-2.410802	0.011	-0.4926451	0.009
Prob > F	0.0000		0.0000		0.0000	
R-squared	0.2132		0.3232		0.4629	
Kiểm định lựa chọn mô hình						
F-test	0.2444					
Largrange	1.0000					
Hausman test			0.0016			

Nguồn: Kết quả phân tích từ phần mềm STATA 15.1

Kết luận: Kết quả Bảng 9 cho thấy mô hình Pooled OLS là phù hợp hơn. Tuy nhiên, mô hình Pooled OLS sẽ kiểm tra các khuyết tật bằng các kiểm định như: Hiện tượng phương sai thay đổi, đa cộng tuyến và nếu có khuyết tật thì sẽ khắc phục bằng phương pháp GLS.

- Kiểm tra khuyết tật của mô hình

Bảng 10

Kết quả kiểm định hiện tượng phương sai thay đổi, đa cộng tuyến và tự tương quan

Kiểm định	Kết quả	Kết luận
Phương sai thay đổi	Prob > chi2 = 0.0000	Có hiện tượng phương sai thay đổi
Đa cộng tuyến	VIF < 10	Không có hiện tượng đa cộng tuyến

Nguồn: Kết quả phân tích từ phần mềm STATA 15.1

Với kết quả kiểm định thể hiện trên Bảng 10: Mô hình có hiện tượng phương sai thay đổi và tự tương quan nên bài viết sẽ thực hiện hồi quy bằng phương pháp GLS để khắc phục các khuyết tật này.

4.3.5. Kết quả hồi quy bằng phương pháp GLS

Bảng 11

Kết quả hồi quy bằng phương pháp GLS

Tên biến	Khả năng sinh lời (biến độc lập ACP, APP, INT, SIZE, LEV, CR)		Khả năng sinh lời (biến độc lập CCC, SIZE, LEV, CR)	
	ROA	ROE	ROA	ROE
Hệ số β				
ACP	-0.0000341***	-0.0002875***		
APP	-0.0000157	0.0002613***		
INT	-0.0000463***	-0.0002395***		
CCC			-0.00005***	-0.0002561***
SIZE	0.0083703***	0.0282504***	0.0078579***	0.0268574***
LEV	-0.0905724***	-0.1180922***	-0.0942383***	-0.1168542***
CR	-0.0012237	-0.0011158	-0.0012258	-0.0021717
_cons	-0.1216019***	-0.5263739***	-0.1069869***	-0.4905653***

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

Nguồn: Kết quả phân tích từ phần mềm STATA 15.1

Để làm rõ kết quả nghiên cứu, bài viết đi vào thảo luận kết quả nghiên cứu.

4.4. Thảo luận kết quả nghiên cứu

Để làm rõ sự tác động của các biến trong mô hình tác động như thế nào đến khả năng sinh lời, bài viết chia thành các nhóm.

4.4.1. Nhóm 1: Nhóm các biến có tác động tích cực đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp

Bảng 12

Bảng tổng hợp kết quả các biến tác động tích cực đến khả năng sinh lời

Tên biến	Khả năng sinh lời (biến độc lập ACP, APP, INT, SIZE, LEV, CR)		Khả năng sinh lời (biến độc lập CCC, SIZE, LEV, CR)	
	ROA	ROE	ROA	ROE
Hệ số β				
APP		0.0002613***		
SIZE	0.0083703***	0.0282504***	0.0078579***	0.0268574***

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

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

Thời gian thanh toán trung bình (APP): Khi các doanh nghiệp trì hoãn thời gian trả tiền trung bình cho nhà cung cấp, doanh nghiệp có thể sử dụng nguồn vốn này để cung cấp cho nhu cầu vốn ngắn hạn, mà thông thường số vốn này thường không tốn chi phí sử dụng vốn, do đó, họ tiết kiệm được một khoản chi phí sử dụng vốn để tạo ra doanh thu cũng như lợi nhuận và từ đó tăng khả năng sinh lời. Vì vậy, khi thời gian thanh toán trung bình tăng góp phần làm tăng khả năng sinh lời. Với kết quả nghiên cứu cho thấy: Giả thuyết H2 được chấp nhận với độ tin cậy cao (99%). Phát hiện này phù hợp kết quả nghiên cứu thực nghiệm của Raheem và Qaisar (2013).

Quy mô doanh nghiệp (SIZE): Khi quy mô doanh nghiệp lớn, họ dễ thu hút được sự quan tâm và đầu tư của nhiều đối tác kể cả trong và ngoài nước thông qua hình thức liên doanh, liên kết => Các doanh nghiệp sẽ có thêm các tài sản, đặc biệt tài sản cố định với công nghệ hiện đại nhằm nâng cao chất lượng và hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh, dẫn đến doanh nghiệp tăng khả năng cạnh tranh trên thị trường => Doanh thu thuần tăng và nó góp phần nâng cao khả năng sinh lời. Kết quả nghiên cứu cho thấy biến SIZE có tác động cùng chiều đến khả năng sinh lời và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Phát hiện này được sự ủng hộ của một số tác giả, như: U. T. Tran (2018), H. V. Tran (2015), Chuke và cộng sự (2018), Nazish và Shehla (2017), Raheem và Qaisar (2013).

4.4.2. Nhóm 2: Nhóm các biến có tác động tiêu cực đến khả năng sinh lời

Bảng 13

Bảng tổng hợp kết quả các biến tác động tiêu cực đến khả năng sinh lời

Tên biến	Khả năng sinh lời (biến độc lập ACP, APP, INT, SIZE, LEV, CR)		Khả năng sinh lời (biến độc lập CCC, SIZE, LEV, CR)	
	ROA	ROE	ROA	ROE
Hệ số β				
ACP	-0.0000341***	-0.0002875***		
INT	-0.0000463***	-0.0002395***		
CCC			-0.00005***	-0.0002561***
LEV	-0.0905724***	-0.1180922***	-0.0942383***	-0.1168542***

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

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

Thời gian thu tiền trung bình (ACP): Đối với các công ty hoạt động trong lĩnh vực xây dựng, thời gian thu tiền trung bình càng dài, các doanh nghiệp mất đi cơ hội sử dụng nguồn vốn để phục vụ cho hoạt động kinh doanh đem lại doanh thu, đồng thời gia tăng rủi ro về thu hồi công nợ, do đó, dòng tiền của doanh nghiệp bị ảnh hưởng theo chiều hướng tiêu cực do bị chiếm dụng nguồn vốn => Khả năng sinh lời giảm. Kết quả nghiên cứu này chỉ ra rằng biến ACP tác động ngược chiều đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Với kết quả nghiên cứu cho thấy giả thuyết H1 được chấp nhận với độ tin cậy cao (99%). Kết quả nghiên cứu này được sự ủng hộ của một số tác giả, như: U. T. Tran (2018), H. V. Tran (2015), Raheem và Qaisar (2013), Y. Muhammad và cộng sự (2014).

Số ngày tồn kho (INT): Khi các doanh nghiệp kéo dài số ngày tồn kho, đồng nghĩa với việc hàng hóa bị tồn đọng, nguồn vốn đầu tư vào các dự án chưa thể thu hồi được để tiếp tục quay vòng. Ngoài ra, khi doanh nghiệp kéo dài thời gian tồn kho, họ sẽ tốn kém rất nhiều chi phí có liên quan, như: Bảo quản công trình, bảo hiểm, ... và có cả chi phí cơ hội và điều này sẽ dẫn đến khả năng

sinh lời giảm. Kết quả nghiên cứu này chỉ ra rằng: Biến INT tác động ngược chiều đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Với kết quả nghiên cứu cho thấy giả thuyết H3 được chấp nhận với độ tin cậy cao (99%). Kết quả nghiên cứu này phù hợp với kết quả nghiên cứu thực nghiệm của một số tác giả, như: Raheem và Qaisar (2013), Y. Muhammad và cộng sự (2014), U. T. Tran (2018), H. V. Tran (2015).

Chu kỳ chuyển đổi tiền mặt (CCC): Khi chu kỳ chuyển đổi tiền mặt của các công ty trong ngành xây dựng tăng, nghĩa là thời gian thu hồi nợ của khách hàng cao, thời gian lưu giữ hàng tồn kho tăng, đồng thời thời gian trả tiền cho nhà cung cấp giảm, làm cho nguồn vốn của doanh nghiệp bị chiếm dụng, vốn đã đầu tư vào các dự án bị tổn động, có thể doanh nghiệp phải trả chi phí lớn cho việc huy động nguồn vốn từ bên ngoài, dẫn đến khả năng sinh lời giảm. Kết quả nghiên cứu này chỉ ra rằng: Biến CCC tác động ngược chiều đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Với kết quả nghiên cứu cho thấy: Giả thuyết H4 được chấp nhận với độ tin cậy cao (99%). Kết quả nghiên cứu này phù hợp với kết quả nghiên cứu thực nghiệm của một số tác giả, như: Raheem và Qaisar (2013), Takon (2013), Tharshiga (2013), Y. Muhammad và cộng sự (2014), H. V. Tran (2015), Nazish và Shehla (2017), U. T. Tran (2018), Chuke và cộng sự (2018), Beby và Muslim (2019), Roberta và Paola (2019).

Đòn bẩy tài chính (LEV): Khi doanh nghiệp sử dụng nợ sẽ mang lại lợi ích của lá chắn thuế nhưng ngược lại doanh nghiệp sẽ bị một gánh nặng rất lớn, đó là chi phí kiệt quệ tài chính và nó cũng có thể là nguyên nhân làm cho khả năng sinh lời của doanh nghiệp giảm hay đẩy doanh nghiệp rơi vào tình trạng khó khăn cũng như xác suất bị phá sản sẽ tăng lên. Căn cứ vào kết quả nghiên cứu, các doanh nghiệp trong ngành xây dựng càng tăng LEV dẫn đến kết quả làm giảm khả năng sinh lời và điều này cho thấy: Lợi ích của lá chắn thuế từ việc dùng nợ thấp hơn chi phí kiệt quệ tài chính. Kết quả này phù hợp với một số nghiên cứu của một số tác giả như: H. V. Tran (2015), U. T. Tran (2018).

4.4.3. Nhóm 3: Nhóm các biến không tác động đến khả năng sinh lời

Bảng 14

Bảng tổng hợp kết quả các biến không tác động đến khả năng sinh lời

Tên biến	Khả năng sinh lời (biến độc lập ACP, APP, INT, SIZE, LEV, CR)		Khả năng sinh lời (biến độc lập CCC, SIZE, LEV, CR)	
	ROA	ROE	ROA	ROE
Hệ số β				
APP	-0.0000157			
CR	-0.0012237	-0.0011158	-0.0012258	-0.0021717

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

Chưa có bằng chứng khoa học về sự tác động của biến APP đến biến phụ thuộc là ROA và cũng như biến CR đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp trong ngành xây dựng.

5. Kết luận, hàm ý chính sách và hạn chế

5.1. Kết luận

Kết quả nghiên cứu cho thấy chu kỳ chuyển đổi tiền mặt với 03 biến: ACP, INT, CCC và biến kiểm soát LEV có tác động ngược chiều đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp và có ý nghĩa thống kê cao. Tuy nhiên, biến SIZE lại cho kết quả ngược lại; còn biến CR thì không có ý nghĩa

thống kê, biến APP có tác động cùng chiều đến khả năng sinh lời được đại diện bởi ROE, nhưng không có ý nghĩa thống kê đối với khả năng sinh lời được đại diện bởi ROA.

5.2. Hàm ý chính sách

Từ kết quả nghiên cứu, bài viết đề xuất một số hàm ý chính sách như sau:

Thứ nhất, giảm số ngày lưu giữ hàng tồn kho. Do đặc trưng của ngành xây dựng, giá trị hàng tồn kho của các công ty trong lĩnh vực xây dựng thông thường chiếm tỷ lệ rất lớn so với tổng tài sản, nếu hàng tồn kho tồn đọng lâu, không chỉ ảnh hưởng lớn đến dòng tiền của doanh nghiệp mà còn ảnh hưởng đến khả năng sinh lời cho những dự án khác trong tương lai. Vì vậy, đối với các dự án dở dang, doanh nghiệp nên chú trọng đẩy nhanh tiến độ thực hiện, giảm thời gian lưu trữ hàng tồn kho, sẽ giúp tăng khả năng sinh lời của doanh nghiệp;

Thứ hai, giảm thời gian thu tiền trung bình. Do đặc trưng của ngành xây dựng, doanh thu được ghi nhận tùy thuộc vào tiến độ hoàn thành và biên bản nghiệm thu giữa các bên, dẫn đến các khoản công nợ phải thu được ghi nhận tùy vào tiến độ thực hiện và nghiệm thu bàn giao, nên các doanh nghiệp trong ngành nghề này có số dư nợ phải thu thường chiếm tỷ trọng lớn trong chỉ tiêu tổng tài sản. Do đó, các doanh nghiệp cần thực hiện các chính sách siết chặt nợ phải thu, giảm số ngày ân hạn nợ để nguồn vốn không bị chiếm dụng, giúp tăng khả năng sinh lời;

Thứ ba, tăng thời gian thanh toán khoản phải trả. Đặc thù của ngành xây dựng, chi phí để xây dựng và đầu tư vào các công trình, dự án thường rất lớn, các doanh nghiệp cần thương lượng với đối tác, tranh thủ tận dụng các ưu đãi về gia hạn nợ để có thể sử dụng nguồn lực chiếm dụng được phục vụ cho các hoạt động kinh doanh, từ đó chi phí sử dụng vốn phục vụ cho các dự án được huy động từ bên ngoài giảm, khả năng sinh lời được cải thiện;

Thứ tư, giảm chu kỳ chuyển đổi tiền mặt. Khi CCC ở mức thấp, tức là số ngày thu hồi tiền của một công ty trong chu kỳ hoạt động kinh doanh, bắt đầu từ khi sản xuất hàng tồn kho cho đến bán hàng tồn kho đó giảm, doanh nghiệp không bị chiếm dụng nguồn vốn, giúp doanh nghiệp có thể sử dụng nguồn vốn đó để tiếp tục cho các hoạt động kinh doanh, mở rộng cơ hội đầu tư, khả năng sinh lời của doanh nghiệp sẽ tăng. Ngược lại, nếu CCC của công ty tăng, nguồn vốn của công ty bị chiếm dụng hoặc bị tồn đọng vốn lớn trong các dự án, có khả năng công ty đánh mất cơ hội đầu tư, cũng như mất cơ hội sử dụng nguồn vốn đã bị chiếm dụng để tạo ra lợi nhuận cho chu kỳ sản xuất kinh doanh mới, khả năng sinh lời của công ty sẽ bị giảm. Chính vì nguyên nhân trên, các công ty hoạt động kinh doanh trong ngành xây dựng cần thực hiện các chính sách nhằm giảm CCC, như: Thực hiện các chính sách chiết khấu thanh toán ở tỷ lệ phù hợp nhằm khuyến khích khách hàng trả tiền sớm, đẩy nhanh tốc độ hoàn thành các dự án dở dang, đẩy mạnh chính sách bán hàng, đồng thời gia hạn số ngày thanh toán các khoản phải trả nhà cung cấp;

Thứ năm, tăng cường các biện pháp và chính sách nhằm mở rộng quy mô doanh nghiệp. Khi các doanh nghiệp trong ngành xây dựng tăng quy mô, đồng nghĩa với việc doanh thu tăng => Góp phần tăng lợi nhuận => Khả năng sinh lời của các doanh nghiệp được cải thiện. Một số giải pháp đề xuất nhằm phát triển quy mô doanh nghiệp, đẩy mạnh doanh thu, như: Đa dạng hóa hình thức sản phẩm, dịch vụ kinh doanh theo nhu cầu của thị trường, mở rộng ngành nghề, phát huy ngành nghề là thế mạnh của doanh nghiệp, tăng cường các chính sách ưu đãi bán hàng;

Thứ sáu, hạn chế sử dụng đòn bẩy tài chính. Hiện nay, tình hình sử dụng nợ để tài trợ cho các hoạt động kinh doanh đối với các doanh nghiệp trong ngành xây dựng ở mức khá cao, do đó, chi phí sử dụng vốn mà các doanh nghiệp phải chi trả khá cao. Tuy nhiên, hiệu quả mang lại từ sử dụng nguồn vốn vay không cao, do đó, khả năng sinh lời giảm. Vì thế, để tăng khả năng sinh lời, các công ty trong ngành xây dựng nên hạn chế việc sử dụng vốn vay để tài trợ cho các dự án.

5.3. Hạn chế và đề nghị

Do hạn chế về thời gian và nguồn lực nên bài viết chỉ tập trung nghiên cứu về chu kỳ chuyển đổi tiền mặt và khả năng sinh lời của các công ty xây dựng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2014 - 2018. Vì vậy, tác giả mong muốn các nghiên cứu sau nên mở rộng phạm vi nghiên cứu đối với tất cả các doanh nghiệp với các ngành niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam và thời gian có thể dài hơn để tăng khả năng khái quát kết quả nghiên cứu.

Tài liệu tham khảo

- Abdallah, B. (2014). The impact of financial structure, financial leverage and profitability on industrial companies shares value (Applied study on a sample of Saudi industrial companies). *Research Journal of Finance and Accounting*, 5(1), 55-66.
- Ali, U. (2009). The relationship of cash conversion cycle with firm size and profitability: An empirical investigation in Turkey. *International Research Journal of Finance and Economics*, 24, 186-193.
- Amarjit, G., & Charul, S. (2012). Determinants of corporate cash holdings: Evidence from Canada. *International Journal of Economics and Finance*, 4(1), 70-79.
- Beby, R. T., & Muslim, A. (2019). Effect of size and cash conversion cycle on company profitability. *Journal of Applied Managerial Accounting*, 3(1), 155-165.
- Camelia, B. (2011). Factors influencing the companies' profitability. *Annales Universitatis Apulensis Series Oeconomica*, 13(2), 215-224.
- Chuke, N., Elias, I. A., & Christian, I. L. (2018). Effect of cash conversion cycle on the profitability of public listed insurance companies. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 8(1), 111-117.
- Habeeb, M. N. (2016). Cash conversion cycle, its properties and profitability: Evidence from listed hotel companies in Sri Lanka. *Research Journal of Finance and Accounting*, 7(1), 23-30.
- Kaushalya, S. (2018). The relationship between cash conversion cycle and firm profitability: Special reference to the manufacturing companies in Colombo stock exchange. *Journal of Economics and Finance*, 9(6), 38-47.
- Marco, M. (2014). Cash conversion cycle and firm's profitability: An empirical analysis on a sample of 4,226 manufacturing smes of Italy. *International Journal of Business and Management*, 9(5), 25-32.
- Muhammad, U., Sarfaraz, A. S., & Shahbaz, K. (2017). Impact of working capital management on firm profitability: Evidence from Scandinavian countries. *Journal of Business Strategies*, 11(1), 99-112.
- Muhammad, Y., Abdul, M., & Zahid, Y. (2014). Cash conversion cycle and its impact upon firm performance: An evidence from cement industry of Pakistan. *Global Business and Management Research: An International Journal*, 6(2), 139-149.
- Nazish, B., & Shehla, A. (2017). The relationship between liquidity and firms' profitability: A case study of Karachi Stock Exchange. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 9(1), 54-64.
- Nguyen, H. T. T., & To, P. L. (2017). Enterprise evaluation through the study of the relationship between cash flow management and profitability: The case of construction enterprises in Vietnam. *Nghiên cứu Khoa học kiểm toán*, 119, 44-52.

- Nur, A. B. R. (2018). Factors determining profitability: A study on Whitbread Plc Hotel in United Kingdom. *Bepress*, 5(27), 1-27.
- Okpe, I. I., & Duru, A. N. (2016). Cash conversion cycle management on the financial performance of building materials/chemical and paint manufacturing companies in Nigeria. *IOSR Journal of Humanities and Social Science*, 21(7), 62-69.
- Paul, E. H. (1960). What is profitability accounting? *Quarterly*, 6(3), 2-11.
- Raheem, A., & Qaisar, A. M. (2013). Cash conversion cycle and firms' profitability - A study of listed manufacturing companies of Pakistan. *IOSR Journal of Business and Management*, 8(2), 82-87.
- Roberta, P., & Paola, S. (2019). Evidence for using the cash conversion cycle to test the relationship with the corporate profitability: An empirical analysis on a sample of textile Italian SMEs. *Economics and Business Research*, 18(4), 499-512.
- Shipe, S. (2015). *Volatility of cash holdings and firm value* (Job Market Paper). Truy cập ngày 10/01/2021 tại <https://www.usf.edu/business/documents/departments/finance/conference/2015-volatility-of-cash-holdings.pdf>
- Takon, S. M. (2013). Does cash conversion cycle have impact on return on assets of Nigerian firms? *Research Journal of Finance and Accounting*, 4(14), 34-42.
- Teryima, S. O., & Yunusa, A. (2016). Liquidity management and profitability of listed food and beverages companies in Nigeria. *Journal of Business and Management*, 18(2), 167-176.
- Tharshiga, M. (2013). Effect of cash conversion cycle on profitability: Listed plantation companies in Sri Lanka. *Research Journal of Finance and Accounting*, 4(18), 132-137.
- Tran, H. V. (2015). Impact of working capital management on firm profitability: The case of listed manufacturing firms on Ho Chi Minh stock exchange. *Asian Economic and Financial Review*, 5(5), 779-789.
- Tran, T. T. T., & Le, H. T. (2018). A study of Vietnam's leather footwear companies: Focus on cash conversion cycle and firms' profitability. In *The 5th IBSM International Conference on Business, Management and Accounting 19-21 April 2018* (pp. 523-532). Hanoi, Vietnam: Hanoi University of Industry.
- Tran, U. T. (2018). Impact of working capital management on profitability of food companies listed on Vietnam stock exchange. *Tạp chí Khoa học ĐHQGHN: Kinh tế và Kinh doanh*, 34(3), 1-14.
- Yakubu, I. N., Alhassan, M. M., & Fuseini, A. A. (2017). The impact of working capital management on corporate performance: Evidence from listed non-financial firms in Ghana. *European Journal of Accounting*, 5(3), 68-75.

