

QUẢN TRỊ VỐN LƯU ĐỘNG VÀ KHẢ NĂNG SINH LỢI – THỰC TIỄN CÁC DOANH NGHIỆP NGÀNH CÔNG NGHIỆP NIÊM YẾT TRÊN SÀN GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN HỒ CHÍ MINH

Võ Xuân Vinh*

Quản trị vốn lưu động đóng vai trò quan trọng đối với sự thành công hay thất bại của doanh nghiệp. Nghiên cứu này đánh giá ảnh hưởng quản trị vốn lưu động đến khả năng sinh lợi doanh nghiệp, cụ thể là các doanh nghiệp ngành công nghiệp. Nghiên cứu sử dụng dữ liệu của 80 doanh nghiệp ngành công nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán Hồ Chí Minh giai đoạn 2007– 2011. Kết quả cho thấy có sự tác động có ý nghĩa của thời gian thu tiền, thời gian tồn kho, chu kỳ luân chuyển tiền đến khả năng sinh lợi doanh nghiệp ngành công nghiệp. Do đó, nhà quản trị có thể tăng khả năng sinh lợi bằng việc kiểm soát các thành phần quản trị vốn lưu động ở mức thích hợp.

Từ khóa: vốn lưu động, khả năng sinh lợi, ngành công nghiệp Việt Nam.

1. Giới thiệu

Mọi hoạt động của doanh nghiệp đều hướng đến mục tiêu tối đa hóa lợi nhuận. Karaduman và các cộng sự (2011) cho rằng quản trị vốn lưu động là lĩnh vực quan trọng trong tài chính doanh nghiệp, tác động đến tính thanh khoản, rủi ro và khả năng sinh lợi của doanh nghiệp.

Các nghiên cứu trước trên thế giới đều cho thấy các doanh nghiệp ngành khác nhau có nhu cầu vốn lưu động khác nhau, mức độ tác động đến khả năng sinh lợi của doanh nghiệp khác nhau. Nghiên cứu này giới hạn mẫu dữ liệu là các doanh nghiệp thuộc các ngành công nghiệp. Một trong những lý do chính là các doanh nghiệp ngành công nghiệp thường đầu tư nhiều hơn vào vốn lưu động, nhìn chung phải đối mặt với các vấn đề về chính sách vốn lưu động. Do vậy, việc nghiên cứu ảnh hưởng quản trị vốn lưu động đến khả năng sinh lợi doanh nghiệp ngành công nghiệp nhằm giúp nhà quản trị có nhiều giải pháp tăng khả năng sinh lợi, tạo lợi ích cho cổ đông.

2. Cơ sở lý thuyết

Quản trị vốn lưu động là một chủ đề lớn trong

quản trị tài chính doanh nghiệp, liên quan đến quan hệ giữa tài sản ngắn hạn và nợ ngắn hạn. Mục tiêu của quản trị vốn lưu động là đảm bảo doanh nghiệp có thể vận hành và có khả năng đảm bảo hoàn trả nợ đến hạn và các chi phí vận hành trước mắt. Quản trị vốn lưu động bao hàm quản trị tồn kho, phải trả, phải thu và tiền mặt.

Trên thế giới có rất nhiều công trình nghiên cứu về ảnh hưởng quản trị vốn lưu động đến khả năng sinh lợi doanh nghiệp.

Deloof (2003) cho rằng hầu hết các doanh nghiệp đầu tư một lượng lớn tiền vào vốn lưu động, do đó nếu quản trị vốn lưu động hiệu quả sẽ tác động tích cực đến khả năng sinh lợi của những doanh nghiệp này. Kết quả phân tích số liệu thứ cấp từ 1009 doanh nghiệp theo phân loại ngành NACE ngoại trừ doanh nghiệp thuộc ngành năng lượng và nước, ngân hàng, tài chính và dịch vụ giai đoạn 1992-1996 cho thấy rằng có mối quan hệ nghịch biến giữa số ngày thu tiền, số ngày tồn kho, thời gian trả tiền và khả năng sinh lợi doanh nghiệp. Tuy nhiên, kết quả tìm thấy mối quan hệ nghịch biến giữa chu kỳ luân chuyển tiền và khả năng sinh lợi nhưng không có ý nghĩa

thống kê ở mức ý nghĩa 5%.

Padachi (2006) tiến hành nghiên cứu trên doanh nghiệp sản xuất nhỏ ở Mauritius giai đoạn 1998-2003, tác giả sử dụng kỹ thuật hồi quy dữ liệu bảng, kiểm định Hausman để lựa chọn mô hình tác động cố định hay mô hình tác động ngẫu nhiên, kết quả kiểm định chọn mô hình tác động cố định. Tác giả sử dụng ROA để đo lường khả năng sinh lợi. Kết quả cho thấy khoản phải thu, khoản phải trả, chu kỳ luân chuyển tiền có mối tương quan nghịch chiều có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 5% đến ROA. Tuy nhiên, mối tương quan dương giữa thời gian tồn kho và khả năng sinh lợi không có ý nghĩa đáng kể.

Garcia-Teruel và Martinez-Solano (2007) nghiên cứu ảnh hưởng quản trị vốn lưu động đến khả năng sinh lợi doanh nghiệp vừa và nhỏ ở Tây Ban Nha, thu thập dữ liệu bảng của 8872 doanh nghiệp vừa và nhỏ giai đoạn 1996-2002. Tác giả sử dụng ROA để đo lường khả năng sinh lợi. Kết quả cho thấy giảm thời gian tồn kho và thời gian thu tiền sẽ có tác động tích cực đến giá trị doanh nghiệp, cũng như giảm chu kỳ luân chuyển tiền sẽ tăng khả năng sinh lợi doanh nghiệp, mối quan hệ nghịch biến giữa thời gian trả tiền và khả năng sinh lợi không có ý nghĩa đáng kể.

Falope và Ajilore (2009) nghiên cứu ảnh hưởng của quản trị vốn lưu động đến khả năng sinh lợi của 50 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên sàn chứng khoán Nigeria giai đoạn 1996-2005, sử dụng phân tích hồi quy pool dữ liệu bảng. Kết quả tìm thấy mối quan hệ nghịch biến giữa khả năng sinh lợi và thời gian thu tiền, thời gian tồn kho, thời gian trả tiền, chu kỳ luân chuyển tiền.

Nobanee và AlHajjar (2009) nghiên cứu ảnh hưởng quản trị vốn lưu động đến khả năng sinh lợi doanh nghiệp ở Nhật Bản trên 2123 doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán Tokyo giai đoạn 1990 – 2004, sử dụng tỷ suất sinh lợi tài sản (ROA) đo lường khả năng sinh lợi. Kết quả chỉ ra rằng thời gian thu tiền, thời gian tồn kho, chu kỳ luân chuyển tiền ảnh hưởng nghịch biến đến khả năng sinh lợi trong khi thời gian trả tiền ảnh hưởng đồng biến đến khả năng sinh lợi.

Huynh Phuong Dong và Su (2010) cũng đã nghiên cứu về mối quan hệ giữa quản trị vốn lưu động và khả năng sinh lợi doanh nghiệp, tác giả nghiên cứu trên 130 công ty phi tài chính trừ ngành dịch vụ, cho thuê niêm yết trên thị trường chứng

khóa Việt Nam giai đoạn 2006–2008 trong tổng số 390 mẫu quan sát. Kết quả chỉ ra rằng có mối quan hệ nghịch biến giữa chu kỳ luân chuyển tiền, thời gian thu tiền, thời gian tồn kho và khả năng sinh lợi doanh nghiệp. Bên cạnh đó, mối quan hệ đồng biến giữa kỳ trả tiền và khả năng sinh lợi doanh nghiệp.

Raheman và các cộng sự (2010) nghiên cứu ảnh hưởng của quản trị vốn lưu động đến hoạt động của doanh nghiệp sản xuất ở Pakistan, sử dụng số liệu của 204 công ty sản xuất niêm yết trên sàn chứng khoán Karachi (KSE) giai đoạn 1998-2007. Kết quả cho thấy chu kỳ luân chuyển tiền, số ngày tồn kho ảnh hưởng nghịch chiều với khả năng sinh lợi ngành sản xuất, mối quan hệ đồng biến giữa thời gian thu tiền, thời gian trả tiền và khả năng sinh lợi không có ý nghĩa ở mức 5%.

Hayajneh và Yassine (2011) nghiên cứu về tác động của hiệu quả quản trị vốn lưu động đến khả năng sinh lợi của 53 doanh nghiệp sản xuất niêm yết trên sàn chứng khoán Amman (AEM) giai đoạn 2000-2006. Kết quả cho thấy mối quan hệ nghịch biến giữa thời gian thu tiền, số ngày tồn kho, thời gian trả tiền, chu kỳ luân chuyển tiền và khả năng sinh lợi.

Kaddumi và Ramadan (2012) nghiên cứu khả năng sinh lợi và quản trị vốn lưu động ở Jordanian. Sử dụng dữ liệu bảng không cân đối của 49 doanh nghiệp công nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán Amman giai đoạn 2005-2009. Bằng kỹ thuật phân tích hồi quy mô hình tác động cố định và mô hình pool OLS, kết quả cho thấy có mối quan hệ nghịch biến giữa thời gian thu tiền, thời gian tồn kho, chu kỳ luân chuyển tiền và khả năng sinh lợi, mối quan hệ đồng biến giữa thời gian trả tiền và khả năng sinh lợi.

3. Phương pháp nghiên cứu

Dựa trên các nghiên cứu trước về mối quan hệ giữa quản trị vốn lưu động và khả năng sinh lợi doanh nghiệp, bài báo sử dụng phương pháp định lượng nhằm kiểm định các giả thuyết nghiên cứu sau: H1: Thời gian thu tiền ảnh hưởng nghịch biến đến khả năng sinh lợi doanh nghiệp. H2: Thời gian tồn kho ảnh hưởng nghịch biến đến khả năng sinh lợi doanh nghiệp. H3: Thời gian trả tiền ảnh hưởng đồng biến đến khả năng sinh lợi doanh nghiệp. H4: Chu kỳ luân chuyển tiền ảnh hưởng nghịch biến đến khả năng sinh lợi doanh nghiệp.

Để kiểm định các giả thuyết nghiên cứu, bài báo

sử dụng dữ liệu thứ cấp của 80 doanh nghiệp được thu thập từ báo cáo tài chính hợp nhất đã kiểm toán hằng năm của các doanh nghiệp ngành công nghiệp niêm yết trên sàn HOSE theo phân ngành VSIC 2007 trong khoảng thời gian từ 2007- 2011 (www.hsx.vn) tạo thành dữ liệu bảng cân bằng với 400 quan sát. Chúng tôi sử dụng mô hình nghiên cứu:

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1(WCM_{it}) + \beta_2(CR_{it}) + \beta_3(DR_{it}) + \beta_4(LOS_{it}) + \varepsilon_{it}$$

trong đó WCM là đại diện cho quản trị vốn lưu động, bao gồm: thời gian thu tiền (AR), thời gian tồn kho (INV), thời gian trả tiền (AP), chu kỳ luân chuyển tiền (CCC).

ROA được sử dụng trong nghiên cứu này như biến phụ thuộc đo lường khả năng sinh lợi, được đo lường bằng lãi ròng/ tổng tài sản.

AR là thời gian thu tiền, cho biết việc quản trị khoản phải thu của doanh nghiệp, được đo lường bằng (Khoản phải thu/ Doanh thu)*365. INV là thời gian tồn kho, cho biết việc quản trị hàng tồn kho của doanh nghiệp, được đo lường bằng (Hàng tồn kho/ Giá vốn hàng bán)* 365. AP là thời gian trả tiền, cho biết việc quản trị khoản phải trả của doanh nghiệp, được đo lường bằng (Khoản phải trả/ Giá vốn hàng bán)* 365. CCC là chu kỳ luân chuyển tiền, cho thấy hiệu quả quản trị vốn lưu động của doanh

nh nghiệp, được đo lường bằng (AR + INV – AP).

Bên cạnh biến độc lập chính, biến kiểm soát cũng ảnh hưởng đến khả năng sinh lợi. Tài sản ngắn hạn/ nợ ngắn hạn được sử dụng đo lường tỷ lệ thanh khoản, tổng nợ/ tổng tài sản đo lường tỷ lệ nợ và Ln (Doanh thu) được sử dụng đo lường quy mô doanh nghiệp.

4. Kết quả và thảo luận

4.1. Thống kê mô tả

Bảng 1 trình bày thống kê mô tả của 80 doanh nghiệp ngành công nghiệp giai đoạn 2007 – 2011, tổng quan sát là 400. Bảng thống kê mô tả trình bày giá trị trung bình, độ lệch chuẩn, giá trị nhỏ nhất, giá trị lớn nhất của các biến số trong nghiên cứu: ROA dùng để đo lường khả năng sinh lợi của doanh nghiệp, được tính bằng lãi ròng trên tổng tài sản, AR đo thời gian thu tiền được tính bằng (bình quân khoản phải thu/ doanh thu)*365, INV đo lường thời gian tồn kho, được tính bằng (bình quân hàng tồn kho/ giá vốn hàng bán)* 365, AP đo lường thời gian trả tiền được tính bằng (bình quân khoản phải trả/ giá vốn hàng bán)* 365, CR đo tỷ lệ thanh khoản, tính bằng tài sản ngắn hạn trên nợ ngắn hạn, DR đo tỷ lệ nợ được tính bằng tổng nợ trên tổng tài sản, LOS đo lường quy mô doanh nghiệp được tính bằng ln(doanh thu), sale là doanh thu.

4.2. Ma trận hệ số tương quan

Bảng 1: Thống kê mô tả

Biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
ROA	400	0.104858	0.089350	-0.259600	0.574800
AR	400	63.40441	54.54110	1.640600	352.2373
INV	400	86.20019	74.88035	1.183300	335.5757
AP	400	51.86260	36.81005	2.810100	348.4370
CCC	400	97.77030	91.35695	-240.8107	359.2644
CR	400	2.467779	1.614300	0.110700	23.11430
DR	400	0.445747	0.464900	0.000100	0.991200
LOS	400	13.57316	13.56920	8.935000	17.04910
SALE (10 ⁶)	400	1,705,671	781,702	7,593	25,370,247

Bảng 2: Ma trận tương quan giữa các biến

	ROA	AR	INV	AP	CCC	CR	DR	LOS
ROA	1.000000							
AR	-0.255047***	1.000000						
INV	-0.232558***	0.245338***	1.000000					
AP	-0.140982***	0.367387***	0.315860***	1.000000				
CCC	-0.228930***	0.556098***	0.644871***	-0.253977***	1.000000			
CR	0.318887***	0.068834**	-0.109024**	-0.182459***	0.097612**	1.000000		
DR	-0.415708***	0.171740***	0.119172***	0.121210***	-0.112865**	-0.650282***	1.000000	
LOS	0.137970***	-0.361651***	-	-0.264168***	-0.166857***	-0.149055***	0.296932***	1.000000

“***, **, *” hệ số tương quan có ý nghĩa thống kê tương ứng mức ý nghĩa 1%, 5%, 10%. AR: thời gian thu tiền, INV: thời gian tồn kho, AP: thời gian trả tiền, CCC: chu kỳ luân chuyển tiền, CR: tỷ lệ thanh khoản, DR: tỷ lệ nợ, LOS: quy mô doanh nghiệp.

Phân tích ma trận hệ số tương quan nhằm xác định mối quan hệ giữa khả năng sinh lợi với các biến độc lập và các biến kiểm soát khác. Trong trường hợp này, nghiên cứu mối quan hệ giữa khả năng sinh lợi được đo lường bằng ROA với các biến độc lập: thời gian thu tiền, thời gian tồn kho, thời gian trả tiền, chu kỳ luân chuyển tiền và các biến kiểm soát: tỷ lệ thanh khoản, tỷ lệ nợ, logarit doanh thu.

4.3. Kết quả hồi quy

Đầu tiên, xem xét kết quả mô hình hồi quy pool OLS. Qua kết quả bảng 3, có thể thấy tất cả các biến đều mang dấu đúng như giả định ban đầu. Tuy nhiên, biến AP (thời gian trả tiền) ở mô hình 3 và biến CR (tỷ lệ thanh khoản) ở cả 4 mô hình đều không có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 10% và giá trị Durbin - Watson ở cả 4 mô hình đều thấp hơn 2. Do đó, nghiên cứu tiếp tục tiến hành kiểm định Hausman. Trong 4 mô hình đều có xác suất nhỏ hơn 5% nên mô hình tác động chéo cố định thì phù hợp hơn cho cả 4 mô hình.

Qua kết quả hồi quy FEM nhận thấy nhìn chung mô hình hồi quy tác động cố định cải thiện được giá trị Durbin-Watson ở mức chấp nhận được so với trường hợp hồi quy pool. Bên cạnh đó, R² điều chỉnh cũng tăng lên đáng kể có nghĩa là với giá trị R² điều chỉnh cả 4 mô hình hồi quy tác động cố định xấp xỉ 57% cho thấy các biến độc lập như thời gian thu tiền, thời gian tồn kho, thời gian trả tiền, chu kỳ luân chuyển tiền, tỷ lệ thanh khoản, tỷ lệ nợ, quy mô

doanh nghiệp giải thích được khoảng 57% sự thay đổi trong khả năng sinh lợi nhiều hơn so với mô hình hồi quy pool và hồi quy tác động ngẫu nhiên. Do đó, có thể nhận thấy mô hình hồi quy tác động cố định là mô hình hồi quy phù hợp nhất để thảo luận. Như vậy, nghiên cứu sẽ tập trung thảo luận vào các kết quả thu được từ mô hình hồi quy tác động cố định.

4.4. Mối quan hệ giữa thời gian thu tiền (AR) và khả năng sinh lợi (ROA)

Kết quả mô hình 1 cho thấy biến AR có hệ số hồi quy là -0.000359 cho thấy thời gian thu tiền có mối tương quan âm với khả năng sinh lợi doanh nghiệp và có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 5%. Mối tương quan âm chỉ ra rằng thời gian thu tiền càng ngắn thì khả năng sinh lợi càng nhiều. Điều này phù hợp với các doanh nghiệp ở Việt Nam, thời gian thu tiền đóng vai trò quan trọng ảnh hưởng đến khả năng sinh lợi khi bộ phận kinh doanh thường có xu hướng lợi lỏng đối với các khoản bán hàng trả chậm để đạt mục tiêu doanh số dẫn đến doanh thu cao, nhưng khả năng tiền mặt kém do thời hạn trả chậm bị kéo dài và có khả năng không thu hồi được nợ dẫn đến giảm giá trị vốn cố đông. Kết quả ngụ ý rằng nhà quản trị có thể cải thiện khả năng sinh lợi bằng cách giảm thời hạn tín dụng cho khách hàng.

Kết quả của nghiên cứu hoàn toàn tương thích với các nghiên cứu trước. Deloof (2003) giải thích thời gian thu tiền ảnh hưởng nghịch biến đến khả năng sinh lợi là do khách hàng muốn kéo dài thời gian thu

Bảng 3: Kết quả hồi quy

Biến	Pool OLS				FEM			
	Mô hình 1	Mô hình 2	Mô hình 3	Mô hình 4	Mô hình 1	Mô hình 2	Mô hình 3	Mô hình 4
AR	-0.000560***				-0.000359**			
INV		-0.000241***				-0.000391***		
AP			0.000002				0.000133	
CCC				-0.000328***				-0.000375***
CR	0.001884	0.002204	0.002396	0.002895	0.004496**	0.004494**	0.005634**	0.004442**
DR	-0.201857***	-0.181498***	-0.190297***	-0.193732***	-0.194763***	-0.180863***	-0.190996***	-0.206563***
LOS	0.015085***	0.020038***	0.022397***	0.019457***	0.032294***	0.036013***	0.044001***	0.038662***
R ² điều chỉnh	0.307374	0.258401	0.242407	0.302397	0.568422	0.573759	0.561992	0.587277
Durbin-Watson	1.179814	1.102361	1.091203	1.144463	2.341685	2.368277	2.313531	2.3901862
Thống kê F	45.26708***	35.75659***	32.91693***	44.23954***	7.331488***	7.470979***	7.167987***	7.840366***
Hausman					0.0048	0.0053	0.0002	0.0119
Số quan sát	400	400	400	400	400	400	400	400

Ký hiệu: *, **, *** chỉ ra mối tương quan có ý nghĩa thống kê tại các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%. Trong đó, AR: thời gian thu tiền, INV: thời gian tồn kho, AP: thời gian trả tiền, CCC: chu kỳ luân chuyển tiền, CR: tỷ lệ thanh khoản, DR: tỷ lệ nợ, LOS: quy mô doanh nghiệp.

tiền để họ có nhiều thời gian đánh giá chất lượng của sản phẩm mua từ công ty dẫn đến giảm khả năng sinh lợi. Lazaridis và Tryfonidis (2006) đề nghị nhà quản trị có thể cải thiện khả năng sinh lợi bằng việc áp dụng chính sách tín dụng nghiêm ngặt hơn nhằm giảm thời gian khách hàng trả tiền. Garcia-Teruel và Martinez-Solano (2007) cho rằng hạ thấp tiêu chuẩn bán chịu có thể kích thích được nhu cầu dẫn tới gia tăng doanh thu và lợi nhuận, nhưng vì bán chịu sẽ làm phát sinh khoản phải thu và bao giờ cũng có chi phí đi kèm theo khoản phải thu. Nếu bán chịu hàng hóa quá nhiều thì chi phí cho khoản phải thu tăng có nguy cơ phát sinh các khoản nợ khó đòi do đó rủi ro không thu hồi được nợ cũng gia tăng. Giá trị p là 0.0142 cho phép đề tài chấp nhận giả thuyết H₁ với mức ý nghĩa 5%, có mối tương quan âm giữa thời gian thu tiền và khả năng sinh lợi.

4.5. Mối quan hệ giữa thời gian tồn kho (INV) và khả năng sinh lợi (ROA)

Kết quả phân tích hồi quy tác động cố định mô hình 2 với hệ số tương quan giữa thời gian tồn kho

và khả năng sinh lợi là -0.000391 với giá trị p là 0.0016 cho thấy mối tương quan âm có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 1%. Trên thực tế, giai đoạn nghiên cứu 2007 – 2011 là giai đoạn lạm phát rất cao. Theo lý thuyết kinh tế, trong thời kỳ lạm phát cao, càng giữ nhiều hàng tồn kho thì càng có lợi. Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu cho thấy thời gian tồn kho càng ngắn thì khả năng sinh lợi càng cao, có thể do thực tế tại Việt Nam, các doanh nghiệp phải vay ngân hàng nhiều để bổ sung vốn lưu động cho hàng tồn kho, năm 2007-2011 lạm phát cao dẫn đến lãi suất vay rất cao. Do đó, về nguyên tắc trừ nhiều hàng hóa trong giai đoạn này thì tốt nhưng dùng nguồn vốn vay lãi suất cao để trừ hàng hóa thì lợi bất cập hại. Nhiều doanh nghiệp đang gặp khó khăn do dòng tiền bị ách tắc vì hàng tồn kho, nợ khó đòi tăng, các khoản đầu tư đã bỏ vốn mà chưa mang lại lợi nhuận.

Mối tương quan âm này phù hợp với kết quả hầu hết các nghiên cứu trước DeLoof (2003), Nobanee và AlHajjar (2009), Hayajneh và Yassine (2011),

Karaduman và các cộng sự (2011), Kaddumi và Ramadan (2012) nghĩa là thời gian tồn kho càng ngắn thì khả năng sinh lợi sẽ càng cao. Do đó, với giá trị p là 0.0018 cho phép đề tài chấp nhận giả thuyết H_2 ở mức ý nghĩa 1%, có mối tương quan âm giữa thời gian tồn kho và khả năng sinh lợi.

4.6. Mối quan hệ giữa thời gian trả tiền (AP) và khả năng sinh lợi (ROA)

Kết quả hồi quy tác động cố định mô hình 3 cho thấy hệ số tương quan của thời gian trả tiền và khả năng sinh lợi là 0.000133 với p là 0.2455 cho thấy mối tương quan dương nhưng không có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 10%. Kết quả tìm thấy không hỗ trợ cho lý thuyết về quản trị vốn lưu động ảnh hưởng đến khả năng sinh lợi về mặt thống kê nhưng lại có ý nghĩa về mặt kinh tế theo giải thích của Raheman và các cộng sự (2010) cho rằng thời gian doanh nghiệp trả cho nhà cung ứng càng kéo dài thì doanh nghiệp sẽ có sẵn tiền dự trữ trong vốn lưu động nhằm đầu tư sinh lợi và cải thiện khả năng sinh lợi. Mối tương quan dương của thời gian trả tiền và khả năng sinh lợi nhưng không có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 10% có thể được lý giải những doanh nghiệp giảm vốn lưu động bằng việc kéo dài khoản phải trả thì phải trả thêm lãi suất tín dụng thương mại. Do đó, đối với một số doanh nghiệp, việc trả thêm lãi này quá đắt so với lợi thu được từ kéo dài thời gian trả tiền. Vì vậy, với những doanh nghiệp có thể có lợi nhuận với rủi ro thấp sẽ có xu hướng giảm thay vì tăng thời gian trả tiền để tránh chi phí lãi vay.

Điều này nói lên một thực tế rằng thời gian trả tiền của những doanh nghiệp ngành công nghiệp tại thị trường chứng khoán Việt Nam trong những năm nghiên cứu chưa được xem là một yếu tố thực sự quan trọng ảnh hưởng đến khả năng sinh lợi doanh nghiệp. Raheman và các cộng sự (2010) cũng tìm thấy kết quả tương tự biến thời gian trả tiền có mối tương quan dương đến khả năng sinh lợi nhưng không có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 10%. Với giá trị p là 0.2455 đề tài chưa đủ cơ sở chấp nhận giả thiết H_3 với mức ý nghĩa 10% hay thời gian trả tiền không là yếu tố giải thích cho khả năng sinh lợi của các doanh nghiệp ngành công nghiệp trên sàn Hose trong những năm nghiên cứu.

4.7. Mối quan hệ giữa chu kỳ luân chuyển tiền (CCC) và khả năng sinh lợi (ROA)

Chu kỳ luân chuyển tiền cũng đóng góp mạnh

cho lý thuyết về sự ảnh hưởng quản trị vốn lưu động đến khả năng sinh lợi. Theo lý thuyết cũng như các nghiên cứu trước như Deloof (2003), Padachi (2006), Garica-Teruel và Martinez-Solano (2007), Falope và Ajilore (2009), Hayajneh và Yassine (2011), Karaduman và các cộng sự (2011), Kaddumi và Ramadan (2012) chu kỳ luân chuyển tiền có mối tương quan âm với khả năng sinh lợi. Trong nghiên cứu của doanh nghiệp ngành công nghiệp trên sàn Hose cũng cho kết quả tương tự với hệ số tương quan là -0.000375. Điều này phù hợp với lý thuyết cũng như một số nghiên cứu trước, khi chu kỳ luân chuyển tiền ngắn thì khả năng sinh lợi sẽ càng tăng. Mối tương quan âm này có thể được giải thích tối thiểu hóa đầu tư vào tài sản ngắn hạn có thể thúc đẩy khả năng sinh lợi. Tiền có tính thanh khoản không được để quá lâu trong kinh doanh mà nên sử dụng cho mục đích sinh lợi cho doanh nghiệp. Những doanh nghiệp có chu kỳ luân chuyển tiền ngắn hơn thì quản trị vốn lưu động hiệu quả hơn và tiết kiệm chi phí.

Kết quả có ý nghĩa thống kê với giá trị p là 0.0000 càng cho thấy chu kỳ luân chuyển tiền mang một ý nghĩa rất quan trọng đối với những doanh nghiệp ngành công nghiệp ở Việt nam nhằm gia tăng khả năng sinh lợi. Do đó, với giá trị p là 0.0000 cho phép đề tài chấp nhận giả thuyết H_4 ở mức ý nghĩa 1%, có mối tương quan âm giữa chu kỳ luân chuyển tiền và khả năng sinh lợi.

4.8. Mối quan hệ giữa các biến kiểm soát và khả năng sinh lợi (ROA)

Cả 4 mô hình tỷ lệ thanh khoản (CR), tỷ lệ nợ (DR), quy mô doanh nghiệp (LOS) đều được sử dụng làm biến kiểm soát. Ở mức ý nghĩa 1%, tỷ lệ nợ có mối tương quan âm với khả năng sinh lợi. Mối tương quan này được giải thích là do các doanh nghiệp với tỷ lệ nợ thấp sẽ có khả năng sinh lợi cao hơn doanh nghiệp có tỷ lệ nợ cao. Điều này phù hợp về mặt thực tế, những doanh nghiệp có tỷ lệ nợ cao được đánh giá rủi ro cao hơn những doanh nghiệp có tỷ lệ nợ thấp trong cùng ngành. Do đó, tỷ lệ nợ làm tăng rủi ro cho doanh nghiệp và tác động đến hiệu quả vốn lưu động. Bên cạnh đó, kết quả hồi quy cũng cho thấy mối tương quan dương rất có ý nghĩa giữa quy mô doanh nghiệp và khả năng sinh lợi hay nói cách khác doanh nghiệp có quy mô càng lớn thì khả năng sinh lợi càng cao. Thực tế ở Việt Nam những doanh nghiệp có quy mô lớn thường có rủi ro phá sản thấp, khả năng gặp vấn đề tài chính

thấp hơn, doanh nghiệp quy mô lớn có thể thành công hơn trong việc thương lượng thời gian trả nợ dài hơn so với doanh nghiệp nhỏ do đó khả năng sinh lợi cao hơn. Và điều này hoàn toàn phù hợp bởi những doanh nghiệp có quy mô nhỏ thường có dòng tiền biến động hơn những doanh nghiệp có quy mô lớn. Vì vậy, việc quản trị vốn lưu động đặc biệt rất quan trọng đối với doanh nghiệp quy mô nhỏ. Kế tiếp là tỷ lệ thanh khoản có mối tương quan dương với khả năng sinh lợi ở mức ý nghĩa 5%.

5. Kết luận

Dựa vào kết quả của mô hình hồi quy nghiên cứu tìm thấy sự tác động có ý nghĩa của thời gian thu tiền, thời gian tồn kho, chu kỳ luân chuyển tiền, tỷ lệ thanh khoản, tỷ lệ nợ, quy mô doanh nghiệp đến khả năng sinh lợi doanh nghiệp.

Cụ thể là những doanh nghiệp có thời gian thu tiền ngắn, thời gian tồn kho ngắn, chu kỳ luân chuyển tiền ngắn sẽ có khả năng sinh lợi cao. Việc các biến này có ý nghĩa với độ tin cậy thấp nhất là 95% cho thấy việc quản trị vốn lưu động thực sự có ảnh hưởng đến khả năng sinh lợi doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu. Điều đáng lưu ý ở đây là thời gian trả tiền không có tác động rõ rệt đến khả năng sinh lợi doanh nghiệp ở mức ý nghĩa 10% cho thấy các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu chưa thực sự quan tâm đến việc quản trị khoản phải trả nhằm tăng khả năng sinh lợi cho doanh nghiệp.

Ngoài ra, kết quả cho thấy các biến giải thích

chính trong 3 mô hình thời gian thu tiền, thời gian tồn kho, chu kỳ luân chuyển tiền đều cho tác động ngược chiều với khả năng sinh lợi và có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 5%. Do đó, khi giá trị các biến giải thích giảm đồng nghĩa với khả năng sinh lợi tăng.

Kết quả nghiên cứu có một số hàm ý cho việc thiết lập chính sách quản trị vốn lưu động ở các doanh nghiệp. Thứ nhất, các nhà quản trị cần coi trọng việc quản trị vốn lưu động vì nó có tác động đến khả năng sinh lợi của doanh nghiệp. Coi trọng việc này bao gồm có chính sách quản trị vốn lưu động và tổ chức con người để thực thi chính sách. Thứ hai, chính sách này phải hài hòa vừa đảm bảo cho khách hàng nợ để khuyến khích bán hàng tăng doanh thu vừa đảm bảo thời gian thu tiền ngắn, thời gian tồn kho ngắn, chu kỳ luân chuyển tiền ngắn để vừa đảm bảo lợi nhuận cho doanh nghiệp. Sau khi bán hàng các bộ phận liên quan trong doanh nghiệp cần quan tâm đôn đốc khách hàng trả nợ đúng hạn. Thứ ba, chính sách này phải đảm bảo lượng hàng tồn kho tối ưu vừa đảm bảo không chậm trễ trong việc bán hàng và bàn giao hàng hóa cho khách hàng vừa đảm bảo lượng hàng tồn kho không quá nhiều. Thứ tư, chính sách quản trị vốn lưu động cần cụ thể hóa việc khuyến khích khách hàng trả nợ nhanh hoặc trước hạn như chiết khấu, thưởng, giảm giá bán. □

Tài liệu tham khảo:

- Deloof, M. (2003), "Does Working Capital Management Effect Profitability of Belgian firms?", *Journal of Business Finance and Accounting*, 30 (3-4), 573-588.
- Falope, O. và Ajilore, O. (2009), "Working Capital Management and Corporate Profitability: Evidence from Panel Data Analysis of Selected Quoted Companies in Nigeria", *Journal of Business Management*, 3 (3), 73-84.
- Garcia-Teruel, P.J. và Martinez-Solano, P. (2007), "Effects of Working Capital Management on SME Profitability", *International Journal of Managerial Finance*, vol.3 (2), 164-177.
- Hayajneh, O. và Yassine, F. (2011), "The Impact of Working Capital Efficiency on Profitability - an Empirical Analysis on Jordanian Manufacturing Firms", *Journal of Finance and Economics*, 66, 67-76.
- Huynh Phuong Dong và Su, J. (2010), "The Relationship Between Working Capital Management and Profitability: A Vietnam Case", *International Research Journal of Finance and Economics*, 49, 59-67.
- Kaddumi, T. A. và Ramadan, I. Z. (2012), "Profitability and Working Capital Management: The Jordanian Case", *International Journal of Economics and Finance*, vol.4 (4), 217-226.
- Karaduman, H., Akbas, H., Caliskan, A. và Durer, S. (2011), "The Relationship between Working Capital Management and Profitability: Evedence from an Emerging Market", *International Research Journal of finance and*

economics, 62, 61-67.

- Lazaridis, I. và Tryfonidis, D. (2006), “The Relationship between Working Capital Management and Profitability of Listed Companies in the Athens Stock Exchange”, *The Journal of Financial Management and Analysis*, 19 (1), 26 -35.
- Nobanee, H. và Alhajjar, M. (2009), *A Note on Working Capital Management and Coporate Profitability of Japanese Firms*, [http://ssrn.com//abstract=1433243, truy cập ngày 15 tháng 7 năm 2012].
- 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 (2), 45-58.
- Raheman, A., Afza, T., Quayyum, A. và Bodla, M. A. (2010), “Working Capital Management and Corporate Performance of Manufacturing Sector in Pakistan”, *International Research Journal of Finance and Economics*, 47, 151-163.

Working Capital Management and Firm Profitability: Evidence from Industrial firms listed on Ho Chi Minh City stock exchange

Abstract

Working capital management plays an important role in the success of a business and this topic has been attracting attention from many scholars. This paper investigates the impact of working capital management on corporate profitability employing a sample of industrial firms. This study employed data collected from 80 firms listed on Ho Chi Minh city stock exchange for the period from 2007 to 2011. The results indicate that firm profitability is affected by account receivables, inventory, and cash conversion cycle. The findings from the paper stress the importance of controlling aspects of working capital management at an appropriate level to maximize profitability.

Thông tin tác giả:

***Võ Xuân Vinh, Tiến sỹ**

- Nơi công tác: Khoa Ngân hàng Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh

- Lĩnh vực nghiên cứu chính: Kinh tế vĩ mô, Tài chính, Ngân hàng

- Một số tạp chí đã đăng tải công trình nghiên cứu: *Global Finance Journal, Research in International Business and Finance, Applied Financial Economics, Applied Economics, International Review of Financial Analysis, Journal of Emerging Trade and Finance; Tạp chí Phát triển Kinh tế, Tạp chí Phát triển khoa học và công nghệ, Tạp chí Kinh tế và Phát triển*

Email: vxvinh@yahoo.com