

TÁC ĐỘNG CỦA QUẢN TRỊ VỐN LƯU ĐỘNG ĐẾN KHẢ NĂNG SINH LỜI: BẰNG CHỨNG TỪ CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN SÀN CHỨNG KHOÁN HỒ CHÍ MINH

Trần Mạnh Dũng

Viện Kế toán – Kiểm toán, Trường Đại học Kinh tế quốc dân

Email: tmdungktoan@yahoo.com

Nguyễn Huy Cường

Đại học Kinh tế và Luật, Berlin, Cộng hòa Liên bang Đức

Email: nguyenhuycuong15061991@gmail.com

Ngày nhận: 7/7/2016

Ngày nhận bản sửa: 28/7/2016

Ngày duyệt đăng: 25/12/2016

Tóm tắt:

Nghiên cứu này được thực hiện nhằm đánh giá sự tác động của “quản trị vốn lưu động” lên “khả năng sinh lời” của công ty niêm yết trên sàn chứng khoán Hồ Chí Minh. Dữ liệu được thu thập từ báo cáo tài chính đã được kiểm toán của các công ty cổ phần niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh từ năm 2006 đến 2014. Kết quả cho thấy quản trị vốn lưu động giúp công ty giải quyết những gánh nặng về tài chính trong ngắn hạn và tăng cường tính hiệu quả bằng việc cải thiện chuỗi cung ứng hoặc chính sách tín dụng, nhưng chúng lại không ảnh hưởng đến “khả năng sinh lời” của công ty trong mẫu.

Từ khóa: Quản trị vốn lưu động; khả năng sinh lời; thị trường chứng khoán Hồ Chí Minh

Impacts of working capital management on firms' profitability: Evidence from listed firms in Ho Chi Minh's stock exchange

Abstract:

This paper is conducted to evaluate the effects of “working capital management” on “profitability” of listed firms on Ho Chi Minh's Stock Exchange. Data were collected from audited financial statements of the listed firms in the Ho Chi Minh's Stock Exchange from 2006 to 2014. The results show that “working capital management” helps listed firms solve the short-term obligations and improve the efficiency by improving the supply chain and credit policies, however there is no correlation between working capital management and firms' profitability.

Keywords: Working capital management; firms' profitability; Ho Chi Minh's stock exchange.

1. Giới thiệu

Theo nghĩa chung, vốn lưu động (hay vốn hoạt động) là sự khác biệt giữa tài sản ngắn hạn và nợ ngắn hạn hay đơn giản là một thước đo cho tính thanh khoản. Tuy nhiên, nếu xem xét kỹ lưỡng hơn thì vốn lưu động là khái niệm để đo không chỉ tính thanh khoản, mà nó còn là thước đo cho tính hiệu quả trong sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp. Do vậy, khi cần phải đưa ra các quyết định liên quan đến đầu tư cần sử dụng các chỉ số tài chính, trong đó, các chỉ số về vốn lưu động đóng vai trò quan trọng mang tính then chốt trong việc đưa ra quyết định. Hơn nữa, quản trị vốn lưu động còn có thể giúp công

ty phục hồi lại năng suất cho cả công ty.

Bằng việc phân tích công tác quản trị vốn lưu động của doanh nghiệp, người sử dụng báo cáo tài chính có thể biết về khả năng thanh toán nợ trong ngắn hạn, hiệu quả của chuỗi cung ứng, và chính sách tín dụng của công ty đó. Ví dụ dễ nhận ra nhất đó chính là khi công ty muốn bắt đầu kinh doanh, hầu hết sẽ phải bắt đầu bằng việc mua sắm tài sản cố định (TSCĐ) và TSCĐ luôn đi kèm với nhiều vấn đề cần phải lưu tâm như trong quá trình sử dụng chúng, sau khi công ty nhận tài sản sẽ phải lắp đặt, chạy thử, và tiếp theo là hàng loạt các chi phí cho việc vận hành tài sản như chi phí nguyên vật liệu, các chi phí

cố định có liên quan... Hơn nữa, để có thể đạt được các chỉ tiêu về lợi nhuận và yêu cầu của khách hàng, một số lượng nhất định của nguyên liệu đầu vào và sản phẩm phải luôn cần được lưu trữ để hoạt động kinh doanh không bị gián đoạn. Vì vậy, tiền đóng vai trò rất quan trọng bảo đảm cho hoạt động kinh doanh được diễn ra bình thường.

Bên cạnh đó, chính sách tín dụng cũng là một phần quan trọng khi nó quyết định số lượng các khoản phải thu mà công ty cần phải thu hồi. Nếu công ty có chính sách tín dụng chặt chẽ và hữu hiệu thì các khoản phải thu sẽ được thu hồi nhanh chóng, và tránh khỏi việc vướng vào các khoản phải thu khó đòi hay không có khả năng thu hồi, nhưng chính điều đó lại có thể khiến cho lượng hàng bán ra bị hạn chế. Ngoài ra, khoảng thời gian mà công ty trả các khoản nợ cũng quan trọng không kém trong hoạt động sản xuất kinh doanh; nếu công ty trì hoãn việc trả nợ trong một khoảng thời gian vừa đủ, thì điều này sẽ khiến cho công ty có thêm nhiều nguồn lực hơn để tạo ra nhiều hàng hóa, có thể dẫn tới tăng doanh thu và lợi nhuận. Nhưng với tính hai mặt của một vấn đề, nhà cung cấp sẽ không thích khi họ bán hàng mà mãi không thu được tiền, đặc biệt là khi khoảng thời gian đó vượt quá giới hạn chịu đựng của họ; điều đó có thể ảnh hưởng lớn tới chuỗi cung cấp hàng hóa sau này, dẫn tới sự gián đoạn trong hoạt động kinh doanh. Do đó phải thật thận trọng trong việc chiếm dụng vốn của đối tác để làm lợi cho hoạt động kinh doanh của chính mình. Vì lẽ đó, quản trị vốn lưu động (vốn hoạt động) có thể ảnh hưởng không nhỏ tới “khả năng sinh lời” của doanh nghiệp, thông qua những tác động của nó tới việc giải quyết gánh nặng tài chính trong ngắn hạn và hiệu quả hoạt động của công ty. Do đó mà nhóm tác giả thực hiện nghiên cứu xem liệu quản trị vốn lưu động có ảnh hưởng như thế nào tới “khả năng sinh lời” của doanh nghiệp. Theo đó, nghiên cứu này sử dụng dữ liệu từ các công ty đại chúng, được niêm yết trên sàn chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh để xác định rõ mối quan hệ giữa “quản trị vốn lưu động” và “khả năng sinh lời” của các doanh nghiệp.

Ngoài ra, nhiều nghiên cứu trước đã chứng minh được rằng các yếu tố khác như là: “đòn bẩy tài chính”, “tốc độ tăng trưởng”, “tài sản cố định”, “quy mô”, “ngành công nghiệp” và “yếu tố vĩ mô” có ảnh hưởng trực tiếp tới “khả năng sinh lời” của doanh nghiệp. Vì vậy, sẽ là một thiếu sót lớn nếu nghiên cứu không tập hợp các yếu tố này bên cạnh “quản trị vốn lưu động”. Do đó, các biến đại diện cho các chỉ tiêu này đã được thêm vào cùng với đại diện của “quản trị vốn lưu động” để tăng thêm độ tin cậy của kết quả nghiên cứu.

2. Tổng quan nghiên cứu

Nhiều nghiên cứu đã chỉ ra rằng “khả năng sinh lời” bị ảnh hưởng bởi rất nhiều yếu tố khác nhau, và vốn lưu động cũng đã được chứng minh là có ảnh hưởng nhất định đến “khả năng sinh lời”. Vốn lưu động là khái niệm để đo lường tính thanh khoản và hiệu quả hoạt động của công ty. Nói cách khác, nó không chỉ là thước đo cho sức khỏe về tài chính trong ngắn hạn, mà còn là câu trả lời cho câu hỏi về hiệu quả trong hoạt động của công ty.

Đã có nhiều nghiên cứu được thực hiện để tìm ra ảnh hưởng của “quản trị vốn lưu động” tới “khả năng sinh lời” của công ty, và hầu hết đều kết luận rằng có tồn tại mối quan hệ giữa “quản trị vốn lưu động” và “khả năng sinh lời” của công ty. Tuy nhiên, mối quan hệ này lại thể hiện khác nhau với các ngữ cảnh quốc gia khác nhau và các thị trường khác nhau.

Có nhiều nghiên cứu chỉ ra “quản trị vốn lưu động” ảnh hưởng tích cực tới “khả năng sinh lời” như trong nghiên cứu của Asaduzzaman (2014) ở Bangladesh. Trong nghiên cứu này, tác giả đã xây dựng nghiên cứu dựa trên dữ liệu thu thập từ các công ty dệt may tại Bangladesh và họ phát hiện thấy giữa “quản trị vốn lưu động” và “khả năng sinh lời” có mối liên hệ đáng tin cậy. Các chỉ số được sử dụng đại diện cho “quản trị vốn lưu động” là Chu kỳ thu hồi các khoản phải thu (*DSO: Day of Sales Outstanding*), Chu kỳ quay vòng hàng tồn kho (*DSI: Day Sales of Inventories*), Chu kỳ thanh toán nợ phải trả (*DPO: Day of Payables Outstanding*), và Chu kỳ tiền mặt (*CCC: Cash Conversion Cycle*). Trong số bốn đại diện này, chỉ có “DPO” là cho thấy liên hệ tiêu cực với “khả năng sinh lời”, với các đại diện còn lại là mối quan hệ tích cực với “khả năng sinh lời”. Tương tự như vậy, Osundina (2014) đã thực hiện nghiên cứu dựa trên các công ty niêm yết trong ngành thực phẩm và nước giải khát tại Nigeria, và cũng tìm ra rằng “quản trị vốn lưu động” có liên hệ tích cực với “khả năng sinh lời”. Một nghiên cứu khác từ Nigeria được thực hiện bởi Lawrence (2015) cũng chỉ ra mối liên hệ tích cực giữa “quản trị vốn lưu động” và “khả năng sinh lời”. Bên cạnh đó, Richard & cộng sự (2013) cũng đã tìm hiểu về mối quan hệ này dựa trên dữ liệu từ các công ty đại chúng ở Ghana và cũng đưa ra kết luận có mối quan hệ tích cực giữa “quản trị vốn lưu động” đến “khả năng sinh lời”.

Ngược lại, với việc sử dụng bốn chỉ số đại diện tương tự cho “quản trị vốn lưu động” như các nghiên cứu trên, Snober & Velontrasina (2014) đã tìm ra mối liên hệ tiêu cực giữa “quản trị vốn lưu động” và “khả năng sinh lời” trong nghiên cứu của họ. Tương

tự như vậy, Charles & cộng sự (2014) đã xây dựng một nghiên cứu dựa trên dữ liệu từ các công ty đại chúng ở Nigeria và nhận được kết quả về một mối quan hệ tiêu cực giữa “quản trị vốn lưu động” và “khả năng sinh lời”.

Ngoài ra, Rafiu & John (2014) tìm thấy những ảnh hưởng khác nhau của “quản trị vốn lưu động” đến “khả năng sinh lời” khi thay đổi đại diện của “quản trị vốn lưu động”. Một kết quả bao gồm nhiều mối liên hệ giữa từng đại diện của “quản trị vốn lưu động” với “khả năng sinh lời” cũng được tìm thấy trong nghiên cứu của John (2014).

Trong nghiên cứu của Tristan & Huy Cuong (2015), các yếu tố: “đòn bẩy tài chính”, “tốc độ tăng trưởng”, “tài sản cố định”, “quy mô”, “ngành công nghiệp” và “yếu tố vĩ mô” đã được tìm thấy là có ảnh hưởng không nhỏ tới “khả năng sinh lời”. Do vậy, sẽ là thiếu sót và giảm bớt độ tin cậy của kết quả nếu nghiên cứu không bao quát cả những yếu tố này bên cạnh yếu tố “quản trị vốn lưu động”.

3. Thu thập dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu được xây dựng dựa trên dữ liệu về các công ty niêm yết trên sàn chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh trong khoảng thời gian từ 2006 đến 2014. Tất cả các công ty trong nghiên cứu đều phải có báo cáo tài chính (BCTC) được kiểm toán bởi các công ty kiểm toán độc lập. Dữ liệu không bao gồm các công ty hoạt động trong lĩnh vực tài chính vì những đặc điểm đặc thù khác biệt của nhóm ngành này với các nhóm ngành khác, đặc biệt là loại hình kinh doanh của các công ty trong ngành tài chính. Kết quả là có 127 công ty niêm yết được thỏa mãn trong mẫu nghiên cứu cho chuỗi thời gian trên.

Dựa vào nghiên cứu của Tristan & Huy Cuong (2015), nhóm tác giả xây dựng mô hình hồi quy như sau:

$$P = \beta_0 + \beta_1 TT + \beta_2 DBTC + \beta_3 TSCĐ + \beta_4 QM + \beta_5 QTVLĐ + \varepsilon \quad (1)$$

$$P = \beta_0 + \beta_1 TT + \beta_2 DBTC + \beta_3 TSCĐ + \beta_4 QM + \beta_5 QTVLĐ + YTVM + NCN + \varepsilon \quad (2)$$

Trong đó:

P đại diện cho “Khả năng sinh lời”, được đánh giá bằng tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA), và tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) với:

$$ROA = \frac{\text{Lợi nhuận ròng} + \text{lãi vay}}{\text{Tổng tài sản}}$$

Lợi nhuận ròng

$$ROE = \frac{\text{Lợi nhuận ròng}}{\text{Vốn chủ sở hữu}}$$

ĐBTC đại diện cho “Đòn bẩy tài chính”, được đánh giá bằng chỉ số hệ số nợ phải trả với:

$$ĐBTC = \frac{\text{Tổng nợ phải trả}}{\text{Tổng tài sản}}$$

TSCĐ đại diện cho “Tài sản cố định”, được đánh giá bằng chỉ số TSCĐ trên tổng tài sản với:

$$TSCĐ = \frac{\text{Tổng tài sản cố định thuần}}{\text{Tổng tài sản}}$$

QM đại diện cho “Quy mô” được đánh giá bởi logarit tự nhiên của doanh thu.

TT đại diện cho “Tốc độ tăng trưởng” được đánh giá bởi tỷ lệ thay đổi của doanh thu thuần.

“Quản trị vốn lưu động” đại diện bởi QTVLĐ, được đánh giá bằng chu kỳ thu hồi khoản phải thu (DSO), chu kỳ vòng quay hàng tồn kho (DSI), chu kỳ thanh toán nợ phải trả (DPO), và chu kỳ tiền mặt (CCC) với:

$$DSO = \frac{\text{Các khoản phải thu}}{\text{Tổng doanh thu bán chịu}} \times 365$$

$$DSI = \frac{\text{Hàng tồn kho bình quân}}{\text{Giá vốn hàng bán}} \times 365$$

$$DPO = \frac{\text{Nợ phải trả}}{\text{Giá vốn hàng bán}} \times 365$$

$$CCC = DSO + DSI - DPO$$

“Yếu tố vĩ mô” (YTVM) từ 2006 đến 2014 được đại diện bởi 9 biến phân loại, từ Y_{06} đến Y_{14} lần lượt cho năm 2006 đến năm 2014.

“Yếu tố ngành công nghiệp” (NCN) được đánh giá thông qua 15 biến phân loại từ NCN_1 đến NCN_{15} , lần lượt đại diện cho 15 ngành công nghiệp của các công ty trong dữ liệu nghiên cứu. Gồm có các ngành: Cao su, Công nghệ cao, Khai thác dầu khí, Điện, Du lịch, Dược, Giáo dục, Khai thác mỏ, Công nghiệp nhựa, Chế tạo-Sản xuất, Thép, Thực phẩm, Thương mại, Thủy sản, Vận chuyển. Cuối cùng, ε là phần sai số.

Với việc xây dựng nghiên cứu dựa trên các nghiên cứu tương tự của các quốc gia có tình trạng kinh tế tương đồng với Việt Nam, các tác giả hi vọng sẽ

Bảng 1: Mô tả các chỉ số

| Chỉ tiêu | Số quan sát (*) | Nhỏ nhất | Lớn nhất | Trung bình | Độ lệch chuẩn |
|----------|-----------------|----------|-----------|------------|---------------|
| ROA | 1.143 | -0,362 | 0,730 | 0,112 | 0,082 |
| ROE | 1.143 | -0,970 | 1,780 | 0,180 | 0,189 |
| ĐBTC | 1.143 | 0,008 | 0,978 | 0,454 | 0,214 |
| TT | 1.143 | -0,706 | 6,672 | 0,227 | 0,529 |
| TSCĐ | 1.143 | 0,000 | 0,939 | 0,314 | 0,207 |
| QM | 1.143 | 7,809 | 17,370 | 13,545 | 1,319 |
| CCC | 1.143 | -358,048 | 2.803,052 | 117,731 | 195,285 |
| DSO | 1.143 | 1,356 | 993,251 | 55,040 | 75,612 |
| DSI | 1.143 | 0,000 | 2.683,887 | 101,310 | 171,433 |
| DPO | 1.143 | 1,223 | 1.530,680 | 38,637 | 65,905 |

Nguồn: Tác giả tự tính toán dựa trên BCTC của các công ty trong mẫu.

Chú thích : (): 127 quan sát trong 9 năm là 1.143 quan sát*

Bảng 2: Mô hình (1) sử dụng chu kỳ thu hồi khoản phải thu (DSO)

| | ROA | ROE |
|----------------|-----------|-----------|
| (Hằng số) | 0,057 | 0,043 |
| TT | ***0,027 | ***0,067 |
| ĐBTC | ***-0,136 | ***-0,102 |
| TSCĐ | ***-0,036 | ***-0,112 |
| QM | ***0,010 | ***0,016 |
| DSO | ***0,000 | ***0,000 |
| R ² | 0,171 | 0,087 |
| Trị số F | ***48,173 | ***22,651 |

*Chú thích: ***/**/* thể hiện mức ý nghĩa tương ứng tại 1%, 5% và 10%*

tìm thấy được kết quả như (i) tồn tại mối quan hệ giữa “quản trị vốn lưu động” và “khả năng sinh lời”; (ii) Các yếu tố ảnh hưởng khác như “tốc độ tăng trưởng”, “quy mô”, “đòn bẩy tài chính”, “tài sản cố định” và mối liên hệ chặt chẽ giữa “yếu tố vĩ mô”, “ngành công nghiệp” và “khả năng sinh lời”.

4. Kết quả nghiên cứu

Bảng 1 là thông tin tổng quan về các chỉ số được sử dụng làm dữ liệu cho nghiên cứu này. Nhìn chung, qua 9 năm chỉ số ROA và ROE trung bình ở mức chấp nhận được nhưng nếu so sánh chúng với dữ liệu về giá trị sổ sách trên giá trị thị trường bình quân thì rõ ràng mức ROA và ROE này chưa đáp ứng được kỳ vọng của các nhà đầu tư. Trong khi đó, tỷ lệ tăng trưởng bình quân của nhóm các công ty trong mẫu lại đạt ở mức rất cao với 22,8%, và tỷ lệ nợ trên tổng tài sản rất an toàn bình quân ở 45,5%. Bên cạnh đó, hệ số TSCĐ trên tổng tài sản

của các công ty trong mẫu ở mức 31,5% bình quân, mức 0% nhỏ nhất được giải thích trong thuyết minh BCTC của Hamico rằng họ đã dùng toàn bộ TSCĐ để chuyển thành khoản đầu tư vào công ty khác. Ngoài ra, quy mô bình quân của các công ty ở mức 13,545. Cuối cùng, về “quản trị vốn lưu động”: DSO bình quân đạt 55,04 ngày, DSI bình quân đạt 101,31 ngày, DPO bình quân đạt 38,6 ngày, CCC bình quân đạt 117,73 ngày, chỉ số 0 ở DSI thuộc về công ty trong lĩnh vực vận chuyển, những công ty thuộc khối ngành này thường không có hàng tồn kho.

Chạy mô hình cho mỗi đại diện của “quản trị vốn lưu động” bằng cách sử dụng mô hình (1) cho DSO, DSI, DPO và CCC. Hơn nữa để tăng thêm độ tin cậy của kết quả, các tác giả đã sử dụng CCC như là đại diện tổng quan nhất về “quản trị vốn lưu động” và áp dụng nó vào mô hình (2) với thêm 2 nhân tố của “ngành công nghiệp” và “yếu tố vĩ mô”. Bảng 2 cung cấp thông tin về kết quả khi áp dụng mô hình

Bảng 3: Mô hình (1) sử dụng chu kỳ quay vòng hàng tồn kho (DSI)

| | ROA | ROE |
|----------------|-----------|-----------|
| (Hằng số) | 0,023 | 0,000 |
| TT | ***0,028 | ***0,068 |
| ĐBTC | ***-0,138 | ***-0,102 |
| TSCĐ | ***-0,034 | ***-0,114 |
| QM | ***0,012 | ***0,019 |
| DSI | ***0,000 | ***0,000 |
| R ² | 0,152 | 0,078 |
| Trị số F | ***42,063 | ***20,233 |

Chú thích: ***/**/* thể hiện mức ý nghĩa tương ứng tại 1%, 5% và 10%

Bảng 4: Mô hình (1) sử dụng chu kỳ thanh toán nợ phải trả (DPO)

| | ROA | ROE |
|----------------|-----------|-----------|
| (Hằng số) | 0,016 | -0,050 |
| TT | ***0,028 | ***0,070 |
| ĐBTC | ***-0,136 | ***-0,109 |
| TSCĐ | ***-0,029 | ***-0,097 |
| QM | ***0,012 | ***0,022 |
| DPO | ***0,000 | ***0,000 |
| R ² | 0,151 | 0,072 |
| Trị số F | ***41,500 | ***18,715 |

Chú thích: ***/**/* thể hiện mức ý nghĩa tương ứng tại 1%, 5% và 10%

Bảng 5: Mô hình (1) sử dụng chu kỳ tiền mặt (CCC)

| | ROA | ROE |
|----------------|-----------|-----------|
| (Hằng số) | 0,035 | 0,026 |
| TT | ***0,027 | ***0,067 |
| ĐBTC | ***-0,138 | ***-0,104 |
| TSCĐ | ***-0,038 | ***-0,122 |
| QM | ***0,011 | ***0,018 |
| CCC | ***0,000 | ***0,000 |
| R ² | 0,158 | 0,084 |
| Trị số F | ***43,851 | ***21,937 |

Chú thích: ***/**/* thể hiện mức ý nghĩa tương ứng tại 1%, 5% và 10%

(1) cho chu kỳ thu hồi các khoản phải thu (DSO).

Từ kết quả thu được tại bảng 2, phương trình được thể hiện như sau:

$$ROA = 0,057 + (0,027).TT + (-0,136).ĐBTC + (-0,036).TSCĐ + (0,010).QM + (0,000).QTVLĐ$$

$$ROE = 0,043 + (0,067).TT + (-0,102).ĐBTC + (-0,112).TSCĐ + (0,016).QM + (0,000).QTVLĐ$$

Kết quả chỉ ra rằng không tồn tại mối liên hệ giữa

DSO và “khả năng sinh lời”, khi mà hệ số liên hệ giữa chúng là 0 với mức ý nghĩa 1%. Điều đó có ý nghĩa rằng sự chuyển động của ROA và ROE không phụ thuộc vào sự di chuyển của DSO. Trong khi đó, các nhân tố còn lại nhận được kết quả tương tự với các nghiên cứu trước với mức ý nghĩa tại 1%. Tổng quan, mô hình có ý nghĩa tại 1% và giải thích cho 17,1% và 8,7% tất cả các biến động của ROA và

Bảng 6: Mô hình (2) sử dụng chu kỳ tiền mặt (CCC)

| | ROA | ROE |
|-------------------|-----------|-----------|
| (Hằng số) | -0,002 | -0,027 |
| TT | ***0,023 | ***0,056 |
| ĐBTC | ***-0,128 | ***-0,090 |
| TSCĐ | ***-0,056 | ***-0,115 |
| QM | ***0,014 | ***0,021 |
| CCC | ***0,000 | ***0,000 |
| NCN ₁ | ***0,057 | ***0,103 |
| NCN ₂ | ***-0,028 | ***0,139 |
| NCN ₃ | 0,009 | ***0,071 |
| NCN ₄ | 0,004 | -0,004 |
| NCN ₅ | ** -0,033 | -0,070 |
| NCN ₆ | -0,005 | 0,000 |
| NCN ₇ | ** -0,051 | ***-0,156 |
| NCN ₈ | ***0,044 | *0,045 |
| NCN ₉ | 0,000 | -0,015 |
| NCN ₁₀ | -0,006 | -0,021 |
| NCN ₁₁ | ** -0,022 | -0,027 |
| NCN ₁₂ | 0,011 | -0,004 |
| NCN ₁₃ | ***-0,027 | *-0,030 |
| NCN ₁₄ | -0,003 | -0,023 |
| NCN ₁₅ | -0,002 | *-0,029 |
| Y ₀₆ | **0,015 | **0,059 |
| Y ₀₇ | **0,015 | ***0,038 |
| Y ₀₈ | -0,005 | -0,010 |
| Y ₀₉ | **0,016 | ***0,046 |
| Y ₁₀ | 0,007 | 0,000 |
| Y ₁₁ | 0,002 | -0,021 |
| Y ₁₂ | -0,009 | ***-0,034 |
| Y ₁₃ | ** -0,016 | ***-0,034 |
| Y ₁₄ | ** -0,026 | ***-0,044 |
| R ² | 0,253 | 0,193 |
| Trị số F | ***20,710 | ***14,592 |

Chú thích: ***/**/* thể hiện mức ý nghĩa tương ứng tại 1%, 5% và 10%

ROE. Bảng 3 cung cấp thông tin về kết quả khi áp dụng mô hình (1) cho DSI.

Từ kết quả thu được tại bảng 3, phương trình dưới đây được chỉ ra:

$$ROA = 0,023 + (0,028).TT + (-0,138).ĐBTC + (-0,034).TSCĐ + (0,012).QM + (0,000).QTVLĐ$$

$$ROE = 0,000 + (0,068).TT + (-0,102).ĐBTC + (-0,114).TSCĐ + (0,019).QM + (0,000).QTVLĐ$$

Kết quả cho thấy hệ số liên hệ giữa DSI với ROA

và ROE đều là 0 với mức ý nghĩa tại 1%. Điều này cho thấy rằng sự thay đổi của DSI không tạo ra tác động nào đáng kể ảnh hưởng có thể dẫn đến sự thay đổi của ROA và ROE. Tương tự như bảng 2, các nhân tố còn lại đều nhận được một kết quả tương tự và giống với các nghiên cứu trước đó. Cuối cùng, mô hình có mức ý nghĩa 1% và giải thích cho 15,2% và 7,8% cho các sự dịch chuyển của ROA và ROE. Bảng 4 cung cấp thông tin về kết quả khi áp dụng mô hình (1) cho DPO.

Từ kết quả thu được tại bảng 4, phương trình được diễn tả như sau:

$$ROA = 0,016 + (0,028).TT + (-0,136).ĐBTC + (-0,029).TSCĐ + (0,012).QM + (0,000).QTVLĐ$$

$$ROE = -0,050 + (0,070).TT + (-0,109).ĐBTC + (-0,097).TSCĐ + (0,022).QM + (0,000).QTVLĐ$$

Theo như kết quả thu được, hệ số liên hệ giữa DPO với ROA và ROE đều là 0 với mức ý nghĩa 1%. Điều này thể hiện rằng không có mối liên hệ nào giữa DPO với ROA hay ROE. Đối với các nhân tố còn lại, chúng nhận được kết quả tương tự như tại bảng 2 và các nghiên cứu trước đây. Về tổng quan, mô hình có mức ý nghĩa tại 1% và giải thích cho 15,1% và 7,2% tất cả sự biến động của ROA và ROE. Bảng 5 cung cấp thông tin về kết quả khi áp dụng mô hình (1) cho CCC.

Từ kết quả thu được tại bảng 5, phương trình được trình bày lại như sau:

$$ROA = 0,035 + (0,028).TT + (-0,138).ĐBTC + (-0,038).TSCĐ + (0,011).QM + (0,000).QTVLĐ$$

$$ROE = 0,026 + (0,067).TT + (-0,104).ĐBTC + (-0,122).TSCĐ + (0,018).QM + (0,000).QTVLĐ$$

Từ kết quả có thể kết luận rằng sự thay đổi của CCC không gây ảnh hưởng tới sự thay đổi của ROA và ROE, do hệ số liên hệ giữa CCC với ROA và ROE đều là 0 với mức ý nghĩa 1%. Với các biến còn lại, mô hình cho ra kết quả tương tự với kết quả tại bảng 2 và các nghiên cứu trước đó. Về tổng quan, mô hình giải thích cho 15,8% và 8,4% sự dao động của ROA và ROE với mức ý nghĩa 1%. Bảng 6 cung cấp thông tin về kết quả khi áp dụng mô hình (2) sử dụng CCC.

Bằng việc thêm vào yếu tố của “ngành công nghiệp” và “yếu tố vĩ mô”, mô hình đã được củng cố một cách đáng kể. Mô hình giờ đã chịu trách nhiệm giải thích cho 25,3% và 19,3% sự dao động của ROA và ROE, với mức ý nghĩa tại 1%. Tuy nhiên hệ số liên hệ giữa CCC với ROA và ROE vẫn là 0 với mức ý nghĩa 1%, với các chỉ số còn lại: “TT”, “QM”, “TSCĐ”, và “ĐBTC” vẫn nhận kết quả tương tự như tại Bảng 2 và các nghiên cứu trước đó. Với yếu tố “ngành công nghiệp”, các ngành Cao su, Công nghệ cao, Giáo dục, Khai thác mỏ, và Thương mại có ảnh hưởng quan trọng tới cả ROA và ROE. Tuy nhiên, ngành Khai thác dầu khí, và Vận chuyển chỉ có ảnh hưởng đáng kể tới ROE, trong khi các ngành Du lịch và Thép lại có ảnh hưởng đáng kể tới ROA. Bên cạnh đó, các năm 2006, 2007, 2009, 2013 và 2014 có ảnh hưởng quan trọng tới cả ROA và ROE, trong khi năm 2012 lại chỉ có ảnh hưởng

đáng kể đến ROE.

5. Thảo luận

5.1. Quản trị vốn lưu động

Kết quả thu được cho thấy một khía cạnh khá thú vị đối với quản trị vốn lưu động. Tất cả các biến đại diện cho quản trị vốn lưu động đều chỉ ra rằng không tồn tại mối liên hệ giữa việc quản trị vốn lưu động và khả năng sinh lời đối với các công ty trong mẫu. Kết quả này có thể được lý giải rằng: mặc dù quản trị vốn lưu động là rất quan trọng trong doanh nghiệp, nhưng quản trị vốn lưu động cũng chỉ là một điều kiện để đáp ứng các nghĩa vụ tài chính trong ngắn hạn, hay là cải thiện hiệu quả trong hoạt động của doanh nghiệp thông qua việc quản lý chuỗi cung ứng hàng hóa, hay sản xuất, hoặc thông qua các chính sách về tín dụng trong doanh nghiệp. Do vậy, các tác giả cho rằng quản trị vốn lưu động có thể giúp cho doanh nghiệp giải quyết các gánh nặng tài chính trong ngắn hạn, và cải thiện hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, nhưng nó không hề có tác động lên khả năng sinh lời của doanh nghiệp.

5.2. Tăng trưởng

Đã có rất nhiều nghiên cứu về tác động của tăng trưởng đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp và đưa ra kết luận rằng tăng trưởng có ảnh hưởng tích cực tới khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Do khả năng tăng trưởng ở mức cao cũng đồng thời là thước đo của việc sử dụng hiệu quả các nguồn lực hiện có với chi phí bỏ ra ở mức thấp. Do đó có thể thấy rằng kết quả của nghiên cứu này đồng nhất với các kết quả từ các nghiên cứu trước với mối quan hệ tích cực giữa tốc độ tăng trưởng và khả năng sinh lời.

5.3. Đòn bẩy tài chính

Đòn bẩy tài chính có ảnh hưởng tiêu cực tới khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Kết quả này có thể là hệ quả của mối quan hệ giữa chủ sở hữu và người sử dụng vốn trong doanh nghiệp, dẫn tới việc doanh nghiệp sử dụng quá đà các công cụ tài chính. Một lý do khác có thể là do sự yếu kém trong khả năng thẩm định tín dụng trong hệ thống Ngân hàng của Việt Nam, khi mà trong thời điểm các dữ liệu của cuộc nghiên cứu được chọn, nợ xấu trong hệ thống ngân hàng tại Việt Nam đang ở mức rất cao.

5.4. Tài sản cố định

TSCĐ thể hiện mối quan hệ tiêu cực đối với khả năng sinh lời trong doanh nghiệp. Lý do có thể là do việc các doanh nghiệp đầu tư quá nhiều vào TSCĐ, nhưng với khả năng hạn chế họ đã không thể tận dụng và sử dụng hiệu quả số tài sản này. Mặt khác, TSCĐ có tốc độ chu chuyển chậm, chủ yếu qua khấu hao.

5.5. Quy mô doanh nghiệp

Khả năng sinh lời của doanh nghiệp có liên hệ tích cực với quy mô doanh nghiệp. Kết quả này đồng nhất với các nghiên cứu trước đó. Vì khi quy mô của công ty càng lớn thì lợi nhuận họ đạt được sẽ ngày càng cao do họ có cơ hội tiếp cận, sử dụng, và thiết lập các phương pháp quản lý tốt hơn, cũng như họ có thể giảm thiểu rủi ro kinh doanh tới mức thấp nhất có thể bằng việc đa dạng các khoản đầu tư, và đặc biệt với các công ty lớn trong cùng một ngành, họ rõ ràng có nhiều sức mạnh về kinh tế hơn hẳn.

5.6. Ngành nghề

Ngành công nghiệp liên quan đến khai thác tài nguyên, khoáng sản là một phần quan trọng trong cơ cấu nền kinh tế. Do đó có thể dễ hiểu khi thấy các ngành như Cao su, Khai thác mỏ, Dầu khí, đều có liên hệ chặt chẽ và tích cực tới khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Không chỉ vậy, các ngành Công nghệ cao, Du lịch, Thép, Giáo dục, Thương mại, và Vận chuyển đều có ảnh hưởng tích cực và quan trọng đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp.

Các năm 2006, 2007 và 2009 đều có ảnh hưởng quan trọng tới khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Lý do cho việc này có thể là do cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu xảy ra năm 2008, cũng dễ hiểu khi các năm này là thời điểm trước và sau cuộc khủng hoảng tài chính, với năm 2006 và 2007 là điều

thường xảy ra trước các cuộc khủng hoảng với các chính sách thúc đẩy tăng trưởng nóng, và năm 2009 là những nỗ lực, chính sách của chính phủ để hồi phục lại nền kinh tế. Vào thời kỳ từ 2012 đến 2014, Chính phủ đã đưa ra các thay đổi trong chính sách phát triển kinh tế nhằm hướng tới một nền kinh tế tăng trưởng ổn định bền vững thay vì tăng trưởng nóng và bất ổn, điều này có thể là lý do cho kết quả đối với thời kỳ này. Cuối cùng, yếu tố “Ngành công nghiệp” và “Yếu tố vĩ mô” có ảnh hưởng quan trọng tới “khả năng sinh lời” của doanh nghiệp.

Dựa vào kết quả của nghiên cứu này, một số hàm ý có thể đưa ra như:

Thứ nhất, quản trị vốn lưu động một cách chặt chẽ thông qua việc sử dụng có hiệu quả tài sản ngắn hạn (tiền, phải thu, hàng tồn kho...) và xem xét ở mức hợp lý trong việc chiếm dụng nợ ngắn hạn của doanh nghiệp (phải trả người bán, vay nợ...).

Thứ hai, tiết kiệm chi phí ở mức tối đa và chỉ chi những khoản chi cần thiết cho hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp. Theo đó, chi phí thực tế có liên quan sẽ giảm xuống thì kéo theo lợi nhuận tăng lên.

Thứ ba, tiếp tục tìm kiếm thị trường, nâng cao chất lượng sản phẩm, đa dạng hóa sản phẩm, tăng cường kênh phân phối, chính sách tín dụng hợp lý... để đáp ứng được nhu cầu của khách hàng.

Tài liệu tham khảo

- Asaduzzaman, T. C. (2014), ‘Effect of Working Capital Management on Firm Profitability: Empirical Evidence from Textiles Industry of Bangladesh’, *Research Journal of Finance and Accounting*, 5 (8), 175-184.
- Charles, K. Y., Kirui, J. K., & Chepkutto, W. (2014), ‘Working Capital Management and Corporate Financial Performance: Evidence from Panel Data Analysis of Selected Quoted Tea Companies in Kenya’, *Research Journal of Finance and Accounting*, 5(5), 53-62.
- John, K. M. M. (2014), ‘Working Capital Management and Profitability of Firms: A Study of Listed Manufacturing Firms in Ghana’, *Research Journal of Finance and Accounting*, 5(22), 122-133.
- Lawrence, I. (2015), ‘Working Capital Management and Performance of Food and Beverage Industry in Nigeria’, *Research Journal of Finance and Accounting*, 6(4), 196-205.
- Osundina, J. A. (2014), ‘Working Capital Management and Profitability: Evidence from Quoted Food and Beverages Manufacturing Firms in Nigeria’, *Research Journal of Finance and Accounting*, 5(4), 101-107.
- Rafiu, O. S., & John, A. A. (2014), ‘Working Capital Management and the Performance of Selected Quoted Manufacturing Companies in Nigeria (2000-2009)’, *Research Journal of Finance and Accounting*, 5(14), 80-92.
- Richard, K.A., Dadson, A. V., & Peter, L. A. (2013), ‘Working Capital Management and profitability: Evidence from Ghanaian listed manufacturing firms’, *Journal of Economics and International Finance*, 5(9), 373-379.
- Snober, J., & Velontrasina, P. M. Z. (2014), ‘Impact of Working Capital Policy on Firm’s Profitability: A Case of Pakistan Cement Industry’, *Research Journal of Finance and Accounting*, 5(5), 182-191.
- Tristan, N., & Huy-Cuong, N. (2015), ‘Capital Structure and Firms’ Performance: Evidence from Vietnam’s Stock Exchange’, *International Journal of Economics and Finance*, 7(12), 1-10.