
**ẢNH HƯỞNG CỦA QUẢN TRỊ VỐN LUÂN CHUYỂN VÀ CẤU TRÚC TÀI CHÍNH
ĐẾN HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG CỦA DOANH NGHIỆP CHẾ BIẾN NIÊM YẾT TRÊN
SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH**

Vũ Thị Thanh Thủy

Trường Đại học Lao động - Xã hội

Email: thuyhuong7879@gmail.com

Nguyễn Văn Đán

Trường Đại học Ngân hàng Thành phố Hồ Chí Minh

Email: Dannv@hub.edu.vn

Hoàng Thị Hạnh

Trường Đại học Lao động - Xã hội (Cơ sở II - Thành phố Hồ Chí Minh)

Email: hanhht@ldxh.edu.vn

Mã bài: JED-1261

Ngày nhận bài: 01/06/2023

Ngày nhận bài sửa: 11/08/2023

Ngày duyệt đăng: 13/09/2023

DOI: 10.33301/JED.VI.1261

Tóm tắt

Nghiên cứu kiểm định mức độ và chiều hướng tác động của quản trị vốn luân chuyển và cấu trúc tài chính đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp chế biến niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (HoSE). Nghiên cứu sử dụng dữ liệu bảng được thu thập trong giai đoạn từ 2014 - 2021 của 18 doanh nghiệp. Phương pháp được sử dụng là REM và Pooled OLS. Kết quả nghiên cứu cho thấy cấu trúc tài chính có tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động, ngoài ra, kết quả cũng chỉ ra mối tương quan âm giữa quản trị vốn luân chuyển (thông qua chu kỳ chuyển đổi tiền mặt) và hiệu quả hoạt động của các công ty. Từ kết quả nghiên cứu, nhóm tác giả đề xuất một số kiến nghị nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp chế biến.

Từ khóa: Hiệu quả hoạt động, vốn luân chuyển, cấu trúc tài chính.

Mã JEL: D22, G31, G32

Effects of working capital management and financial structure on the performance of listed processing enterprise Ho Chi Minh Stock Exchange
Abstract

The primary objective of this study is to examine the extent and direction of the influence exerted by working capital management and financial structure on the operational efficiency of processing firms listed on the Ho Chi Minh City Stock Exchange (HoSE). Utilizing panel data encompassing 18 companies over the period from 2014 to 2021, the research employs two statistical methodologies: Pooled Ordinary Least Squares (OLS) and the Random Effects Model (REM). The results indicate a positive impact of financial structure on operational efficiency, alongside an inverse relationship between working capital management (specifically, the cash conversion cycle) and the operational effectiveness of these companies. These findings culminate in a set of recommendations proposed by the researchers to enhance the operational efficiency of processing firms.

Keywords: Company performance, working capital, financial structure.

JEL Codes: D22, G31, G32

1. Giới thiệu

Sau nhiều năm đàm phán và theo đuổi Việt Nam đã ký hiệp định thương mại tự do Việt Nam – EU (EVFTA), lĩnh vực nông nghiệp (bao gồm trồng trọt, chăn nuôi, thủy sản và lâm nghiệp) là lĩnh vực chịu ảnh hưởng lớn trong đó mang lại nhiều cơ hội nhưng cũng tạo ra không ít thách thức. Trước bối cảnh trên, Chính phủ đang đẩy mạnh chương trình tái cơ cấu toàn diện ngành nông nghiệp phát triển theo hướng thương mại đa dạng, đáp ứng nhu cầu trong nước và thế giới. Không thể phủ nhận rằng, để đạt được mục tiêu như trên trong bối cảnh hội nhập và môi trường cạnh tranh quốc tế ngày càng khốc liệt thì vai trò của các doanh nghiệp chế biến (DNCB) trong các lĩnh vực trên lại trở nên vô cùng quan trọng, quyết định đến giá trị gia tăng của sản phẩm. Việc làm thế nào để phát triển khối DNCB trong lĩnh vực này một cách bền vững đang nhận được sự quan tâm của nhiều chủ thể. Doanh nghiệp muốn tồn tại và phát triển thì trước hết phải đạt được hiệu quả trong kinh doanh. Hiệu quả hoạt động (HQHĐ) là một tiêu chí quan trọng để đánh giá hoạt động doanh nghiệp cùng với đó cần tìm ra những nhân tố then chốt tác động đến HQHĐ trong đó bao gồm quản trị vốn luân chuyển (VLC) và cấu trúc tài chính (CTTC).

Về bối cảnh học thuật, khi phân tích về các yếu tố ảnh hưởng đến HQHĐ của doanh nghiệp đã có những hướng tiếp cận khác nhau. Hướng thứ nhất, phân tích ảnh hưởng của CTTC đến HQHĐ của doanh nghiệp như Huang & Song (2006), Bùi Văn Thụy & Nguyễn Thị Ngọc Diệp (2016), Trần Trọng Huy & Nguyễn Thị Ngọc Hân (2020); hướng còn lại quan tâm đến tác động của quản trị VLC đến HQHĐ (Mathuva, 2010; Arunkumar & Radharamanan, 2012). Mặc dù đây là những khía cạnh đơn lẻ nhưng khi xét trong mối quan hệ tổng thể của công tác quản trị tài chính thì chúng lại có mối quan hệ rất mật thiết với nhau. Các DNCB trong mẫu có đặc điểm, cơ cấu tỷ lệ nợ ngắn hạn trong tổng nguồn vốn cao hơn nhiều so với tỷ lệ nợ dài hạn, tức nguồn vốn ngắn hạn là chủ đạo trong cơ cấu nợ vay. Trong khi đó, xét về cân bằng tài chính, tài sản ngắn hạn sẽ được bù đắp chủ yếu bằng nợ ngắn hạn. Vì vậy, nếu chỉ xem xét ảnh hưởng của CTTC nói chung đến HQHĐ mà bỏ qua vai trò của công tác quản trị VLC thì việc đánh giá công tác quản trị tài chính sẽ bị nhiều hạn chế. Ngoài ra, theo nghiên cứu của Filbeck & cộng sự (2007), sự thiếu hụt VLC có thể gây trực tiếp cho hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Nếu đầu tư quá nhiều vào VLC thì giúp làm giảm rủi ro thanh khoản, nhưng sẽ làm tăng chi phí cơ hội của đầu tư, đặc biệt khi doanh nghiệp dùng nguồn vốn từ bên ngoài để tài trợ cho VLC.

Có rất ít nghiên cứu phân tích đồng thời cả hai khía cạnh trên trong cùng một chủ đề. Với đóng góp làm giàu cho bằng chứng thực nghiệm được nghiên cứu với bộ dữ liệu của Việt Nam, chỉ có nghiên cứu của Bùi Đan Thanh (2017) về các doanh nghiệp quy mô vừa và nhỏ. Nghiên cứu này tuy đã cung cấp bằng chứng về các doanh nghiệp có cùng đặc điểm là quy mô vốn, nhưng lại chưa giải quyết được các khía cạnh khác nhau, đặc biệt là đặc điểm ngành nghề. Cụ thể, có thể các doanh nghiệp không có sự khác biệt nhiều về quy mô nhưng đặc thù ngành nghề khác nhau sẽ có CTTC khác nhau và xu hướng về quản trị VLC cũng khác nhau. Từ những lý do trên, nhóm tác giả đã phân tích trong nội dung nghiên cứu của mình: Ảnh hưởng của quản trị vốn luân chuyển và cấu trúc tài chính đến hiệu quả hoạt động của một số doanh nghiệp chế biến niêm yết trên HoSE. Kết quả nghiên cứu sẽ là căn cứ khoa học và hữu ích giúp nhóm tác giả đưa ra một số đề xuất góp phần nâng cao HQHĐ của các DNCB.

2. Cơ sở lý luận và bằng chứng thực nghiệm về mối quan hệ giữa quản trị VLC, CTTC và hiệu quả hoạt động

2.1. Khái niệm về cấu trúc tài chính, VLC và hiệu quả hoạt động

2.1.1. Khái niệm cấu trúc tài chính

CTTC là đề cập đến sự pha trộn giữa nợ và vốn chủ sở hữu mà một doanh nghiệp sử dụng để tài trợ cho các hoạt động của doanh nghiệp đó (Tuovila, 2023). Trong phạm vi nghiên cứu của nhóm tác giả, CTTC được hiểu là tổng nợ bao gồm nợ ngắn hạn và nợ dài hạn. Khác với một số nghiên cứu khi dùng thuật ngữ cấu trúc vốn thì chỉ lựa chọn phân tích về nguồn vốn nợ dài hạn.

2.1.2. Khái niệm vốn luân chuyển

VLC được hiểu là: giá trị của toàn bộ tài sản ngắn hạn, những tài sản gắn liền với chu kỳ kinh doanh của doanh

nghiệp được chuyển hóa qua tất cả các dạng – tồn tại từ tiền mặt đến hàng tồn kho, khoản phải thu và trở về trạng thái ban đầu là tiền mặt (Richards & Laughlin, 1980).

Theo Richards & Laughlin (1980), với khái niệm VLC thì chỉ tiêu đo lường của VLC là chu kỳ chuyển đổi tiền mặt (Cash Conversion Cycle - CCC). Chu kỳ luân chuyển tiền mặt được tính toán theo công thức như sau:

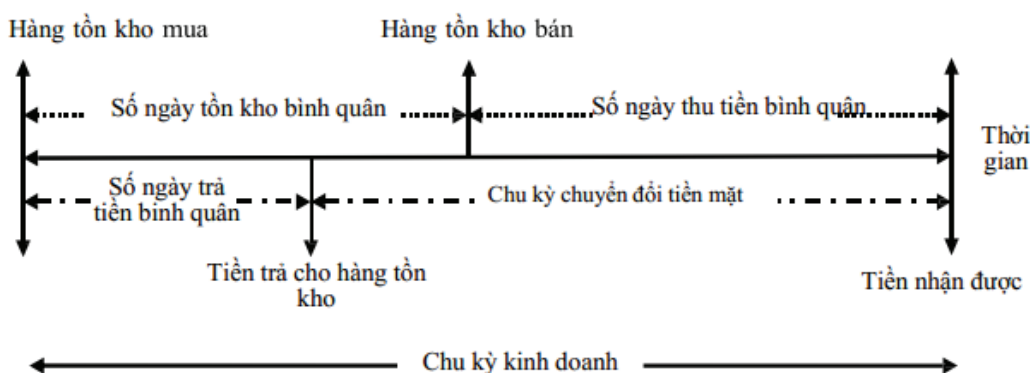
$$CCC = ACP + ICP - APP$$

Trong đó:

- CCC: Chu kỳ luân chuyển tiền mặt
- ACP: Kỳ thu tiền bình quân
- ICP: Kỳ lưu kho bình quân
- APP: Kỳ trả tiền bình quân

Theo Bùi Đan Thanh (2017), các thành phần của VLC là: các khoản phải thu, hàng tồn kho và các khoản phải trả; nên việc duy trì một sự cân bằng tối ưu giữa các thành phần này là mục tiêu chính của quản trị VLC. Trong bài nghiên cứu này, nhóm tác giả sử dụng yếu tố CCC mặt như một thước đo đối với quản trị VLC.

Hình 1: Chu kỳ kinh doanh và CCC



Nguồn: Richards & Laughlin (1980).

2.1.3. Khái niệm hiệu quả hoạt động

Theo Chakravarthy (1986), khái niệm của HQHĐ trên phương diện tài chính là tối đa hoá thu nhập, tối thiểu hoá chi phí, từ đó làm tối đa hoá lợi nhuận trên tổng tài sản doanh nghiệp và tối đa hoá lợi nhuận mang lại cho các cổ đông góp vốn của doanh nghiệp.

Việc đo lường HQHĐ có thể bị tác động bởi mục tiêu của công ty, được đo lường thông qua các chỉ tiêu kế toán và HQHĐ thị trường như: chỉ số Tobin's Q, tỷ suất lợi nhuận tổng tài sản (ROA), tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu (ROE). Trong đó, có rất nhiều nghiên cứu chọn hai chỉ tiêu ROA và ROE đại diện cho HQHĐ (Margaritis & Psillaki, 2007). Nhóm tác giả chọn chỉ tiêu ROA và ROE đại diện cho HQHĐ trong nghiên cứu của mình.

2.2. Mối quan hệ giữa CTTC và quản trị VLC với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp

2.2.1. Mối quan hệ giữa CTTC và HQHĐ

Khi nói đến lý thuyết về mối quan hệ giữa CTTC và HQHĐ có một số quan điểm sau:

(i) Mức độ đòn bẩy cao cũng thúc đẩy HQHĐ của doanh nghiệp thông qua việc giảm mâu thuẫn lợi ích giữa cổ đông và nhà quản lý liên quan đến dòng tiền tự do (Jensen, 1986). Lý thuyết đánh đổi động được đưa ra bởi Fischer & cộng sự (1989), theo lý thuyết này, doanh nghiệp có lợi nhuận càng cao thì việc hưởng lợi từ lá chắn thuế càng lớn khi họ vay nợ càng nhiều. Chính vì vậy, doanh nghiệp nên hoạt động với đòn bẩy cao hơn để tận dụng ưu thế của lá chắn thuế. Những nghiên cứu của Roden & Lewellen (1995); Hadlock & James (2002); Berger & Patti (2006); Bùi Đan Thanh (2017) là các minh chứng cho mối quan hệ thuận chiều giữa

CTTC và HQHĐ.

(ii) Theo lý thuyết trật tự phân hạng Myers & Majluf (1984), doanh nghiệp tạo ra lợi nhuận cao có khuynh hướng sử dụng nguồn lợi nhuận giữ lại để tài trợ cho nhu cầu đầu tư. Vì vậy, mối quan hệ giữa sử dụng nợ và HQHĐ là ngược chiều. Nhiều nghiên cứu cũng đã đưa ra bằng chứng để chứng minh mối quan hệ ngược chiều này; Simerly & Li (2000); Fama & French (2002); Bùi Văn Thụy & Nguyễn Thị Ngọc Diệp (2016); Trần Trọng Huy & Nguyễn Thị Ngọc Hân (2020).

(iii) Theo Trần Ngọc Thơ & cộng sự (2007), doanh nghiệp nên gia tăng nợ cho đến khi giá trị hiện tại (tám lá chắn thuế) vừa đủ để bù trừ, ở mức cận biên, bằng gia tăng trong giá trị hiện tại (các chi phí kiệt quệ tài chính). Với mỗi phần trăm tỷ lệ nợ tăng thêm, trong khi lợi ích tám chắn thuế gia tăng thì chi phí kiệt quệ tài chính cũng gia tăng. Khi mỗi tỷ lệ nợ tăng thêm, giá trị hiện tại của lợi ích từ tám chắn thuế không cao hơn giá trị hiện tại chi phí kiệt quệ tài chính thì việc vay nợ không còn mang lại lợi ích cho doanh nghiệp, tức việc gia tăng nợ vay không làm gia tăng HQHĐ cho doanh nghiệp.

2.2.2. Mối quan hệ giữa quản trị VLC và hiệu quả hoạt động

Theo Richards & Laughlin (1980), với khái niệm VLC được đo lường bởi chu kỳ chuyển đổi tiền mặt (Cash Conversion Cycle - CCC) bao gồm các yếu tố cấu thành: kỳ thu tiền bình quân, kỳ lưu kho bình quân, kỳ trả tiền bình quân. Vì vậy, việc duy trì một sự cân bằng tối ưu giữa các thành phần này là mục tiêu chính của quản trị VLC. Do đó, tác động của quản trị VLC đến HQHĐ sẽ được xem xét dưới các khía cạnh: (i) ảnh hưởng của kỳ thu tiền bình quân, (ii) ảnh hưởng của kỳ lưu kho bình quân và (iii) ảnh hưởng của kỳ trả tiền bình quân đến HQHĐ. Các nghiên cứu chỉ ra mối tương quan ngược chiều giữa quản trị VLC (chu kỳ chuyển đổi tiền mặt) đến HQHĐ như: Jose & cộng sự (1996), Mathuva (2010), Arunkumar & Radharamanan (2011), Bùi Đan Thanh (2017).

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Mô hình nghiên cứu

Sau khi lược khảo các mô hình nghiên cứu thực nghiệm trước, căn cứ đặc điểm hoạt động và CTTC về ngành chế biến tại một đất nước đang phát triển, cũng như tính khả thi về mặt thu thập dữ liệu, nhóm tác giả kế thừa, hiệu chỉnh và đề xuất mô hình hồi quy để kiểm định sự tác động của quản trị VLC và CTTC đến HQHĐ của các DNCB. Cụ thể, nghiên cứu chính được nhóm tác giả kế thừa dựa trên Mathuva (2010).

Mô hình 1.a: $ROA = \beta_0 + \beta_1SDA + \beta_2LDA + \beta_3ACP + \beta_4ICP + \beta_5APP + \beta_6Size + \beta_7Age + u$

Mô hình 1.b: $ROA = \beta_0 + \beta_1DA + \beta_2CCC + \beta_3Size + \beta_4Age + u$

Mô hình 2.a: $ROE = \beta_0 + \beta_1SDA + \beta_2LDA + \beta_3ACP + \beta_4ICP + \beta_5APP + \beta_6Size + \beta_7Age + u$

Mô hình 2.b: $ROE = \beta_0 + \beta_1DA + \beta_2CCC + \beta_3Size + \beta_4Age + u$

Trong đó:

- Nhóm biến đại diện cho HQHĐ gồm: ROA là tỷ suất sinh lợi tổng tài sản và ROE là tỷ suất sinh lợi vốn chủ sở hữu;
- Nhóm biến đại diện cho CTTC gồm: SDA là tỷ lệ nợ ngắn hạn so với tổng tài sản, LDA là tỷ lệ nợ dài hạn so với tổng tài sản và DA là tỷ lệ tổng nợ so với tổng tài sản;
- Nhóm biến đại diện cho quản trị VLC gồm: ACP là kỳ thu tiền bình quân, ICP là kỳ lưu kho bình quân, APP là kỳ trả tiền bình quân và CCC.
- Nhóm biến kiểm soát gồm: Size là quy mô và Age là thời gian hoạt động của các doanh nghiệp.

3.2. Các giả thuyết nghiên cứu

3.2.1. Nợ vay

Nghiên cứu của Trần Trọng Huy & Nguyễn Thị Ngọc Hân (2020) đã kết luận rằng tỷ lệ tổng nợ trên tổng tài sản tỷ lệ nghịch với HQHĐ. Ngược lại, các nghiên cứu khác cho thấy mối tương quan thuận, (Arbabiyan & Safari, 2009), hoặc không có mối tương quan nào (Chang & cộng sự, 2014). Giai đoạn đầu nghiên cứu, mặt bằng lãi suất cho vay của các ngân hàng thương mại tại Việt Nam tương đối cao so với giai đoạn trước

khủng hoảng 2009; đồng thời, nhiều DNCB đối mặt với khó khăn về nguồn nguyên liệu đã đẩy chi phí lên cao dẫn đến HQHĐ bị ảnh hưởng. Với việc các doanh nghiệp phải đi vay vốn với chi phí cao trong khi HQHĐ nội tại của đơn vị thấp kết hợp với tỷ lệ sử dụng nợ vay nhiều có thể là tác nhân giảm hiệu quả của mình. Do đó, nghiên cứu đưa ra giả thuyết:

H1: CTTC của DNCB có sử dụng nợ vay sẽ tác động ngược chiều đến HQHĐ.

3.2.2. Nợ vay ngắn hạn

Các công ty sử dụng nợ ngắn hạn phải thường xuyên lặp lại chu kỳ trả nợ cũ và vay nợ mới. Nợ ngắn hạn nhạy cảm với lãi suất thị trường, gây mất ổn định trong việc sử dụng vốn. Abor (2005), đã tìm thấy mối tương quan thuận giữa tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản và HQHĐ. Trong khi đó, Chang & cộng sự (2010) đã thảo luận về tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản có liên quan tiêu cực đến ROE. Khan & Jain (2017) cho rằng tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản có liên quan yếu đến ROE. Trong điều kiện Việt Nam, với nghiên cứu của mình, giả thuyết cho vấn đề này là:

H2: Nợ vay ngắn hạn có mối quan hệ ngược chiều với HQHĐ của DNCB.

3.2.3. Nợ vay dài hạn

Abor (2005), Arbabiyan & Safari (2009) đã tìm thấy mối tương quan nghịch giữa tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản và HQHĐ. Chang & cộng sự (2014) đã chỉ ra tỷ lệ nợ dài hạn không có ý nghĩa thống kê đối với ROE. Khan & Jain (2017) cho rằng tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản có tương quan yếu đến ROE. Trong điều kiện Việt Nam, để xác định mối quan hệ giữa nợ dài hạn với HQHĐ, giả thuyết được xác lập:

H3: Nợ vay dài hạn có tác động ngược chiều đến HQHĐ của DNCB.

3.2.4. Kỳ thu tiền bình quân

Mathuva (2010) cho thấy hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp có quan hệ ngược chiều với kỳ phải thu khách hàng. Arunkumar & Radharamanan (2011), đã tìm thấy mối tương quan âm giữa kỳ thu tiền bình quân và tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA); Bùi Đan Thanh (2017) cũng đã tìm thấy bằng chứng về mối tương quan ngược chiều giữa kỳ thu tiền bình quân với ROA và ROE khi nghiên cứu về các doanh nghiệp vừa và nhỏ ở TP. Hồ Chí Minh. Do đó, đề tài đặt ra giả thuyết:

H4: Kỳ thu tiền bình quân có mối quan hệ ngược chiều với HQHĐ của DNCB.

3.2.5. Kỳ lưu kho bình quân

Kỳ lưu kho ngắn, tức là hàng tồn kho được luân chuyển nhanh hơn giúp tăng khả năng sinh lợi cao hơn. Tuy nhiên, có bằng chứng về mối quan hệ cùng chiều giữa kỳ lưu kho bình quân với HQHĐ và được giải thích rằng, các doanh nghiệp khi duy trì mức tồn kho cao sẽ giúp giảm bớt chi phí phát sinh do những gián đoạn tiềm năng trong quá trình sản xuất. Do đó, giúp ngăn ngừa thua lỗ trong kinh doanh do khan hiếm sản phẩm và giúp giảm chi phí cung ứng hàng hóa; đồng thời các doanh nghiệp được bảo vệ khỏi các biến động giá gây ra do các yếu tố kinh tế vĩ mô bất lợi, Mathuva (2010). Bùi Đan Thanh (2017) không tìm thấy bằng chứng cho thấy kỳ lưu kho tác động đến HQHĐ của doanh nghiệp. Do vậy, giả thuyết H5 là:

H5: Kỳ lưu kho bình quân có mối quan hệ ngược chiều với HQHĐ của DNCB.

3.2.6. Kỳ trả tiền bình quân

Doanh nghiệp nếu có khả năng thương lượng với nhà cung cấp trong việc kéo dài thời gian trả tiền sẽ giúp doanh nghiệp tăng hiệu quả quản trị VLC, qua đó góp phần làm gia tăng HQHĐ. Một số bằng chứng về mối quan hệ cùng chiều giữa kỳ trả tiền bình quân với HQHĐ của doanh nghiệp được tìm thấy trong nghiên cứu của Mathuva (2010) và Arunkumar & Radharamanan (2011).

H6: Kỳ trả tiền bình quân có mối quan hệ cùng chiều với HQHĐ của DNCB.

3.2.7. Chu kỳ luân chuyển tiền

CCC là là khoảng thời gian từ lúc thanh toán tiền hàng cho người bán tới lúc thu được tiền ở người mua. Do đó, HQHĐ của doanh nghiệp có thể bị suy giảm hay gia tăng vì CCC bị kéo dài hay được rút ngắn. Mối tương quan âm giữa CCC với HQHĐ của doanh nghiệp được tìm thấy trong các nghiên cứu của Mathuva (2010),

Arunkumar & Radharamanan (2011), Bùi Đan Thanh (2017). Do đó, đề tài đặt giả thuyết:

H7: Chu kỳ vốn lưu động có tác động ngược chiều với HQHĐ của DNCB.

Tóm tắt các biến số, phương pháp tính và dấu kỳ vọng trong mô hình nghiên cứu được thể hiện trong Bảng 1.

Bảng 1: Bảng tóm tắt các biến số, phương pháp tính và dấu kỳ vọng trong mô hình nghiên cứu

STT	Kí hiệu	Tên biến	Cách đo lường	Dấu kỳ vọng
1	ROA	Khả năng sinh lợi tổng Tài sản	LNTT/Tổng Tài sản bình quân	
2	ROE	Khả năng sinh lợi vốn CSH	LNTT/Vốn CSH bình quân	
3	SDA	Tỷ lệ nợ ngắn hạn so với tổng tài sản	Nợ ngắn hạn BQ/Tổng tài sản bình quân	-
4	LDA	Tỷ lệ nợ dài hạn so với tổng tài sản	Nợ dài hạn bình quân/Tổng tài sản bình quân	-
5	DA	Tỷ lệ nợ so với tổng tài sản	Tổng nợ bình quân/Tổng tài sản	-
6	ACP	Kỳ thu tiền bình quân	(Khoản phải thu bình quân x 365)/DTT	-
7	ICP	Kỳ tồn kho bình quân	(Hàng tồn kho bình quân x 365)/GVHB	-
8	APP	Kỳ trả tiền bình quân	(Khoản phải trả bình quân x 365)/GVHB	+
9	CCC	Chu kỳ vốn lưu động	Kỳ thu tiền + Kỳ tồn kho - Kỳ trả tiền	-
10	Size	Quy mô doanh nghiệp	Logarit của Tổng tài sản	+
11	Age	Tuổi của doanh nghiệp	Năm t - năm thành lập	+

Trong đó: dấu (+) là tác động cùng chiều; dấu (-) là tác động ngược chiều

Nguồn: Nhóm tác giả tổng hợp.

3.3. Dữ liệu và phương pháp xử lý

Dữ liệu thứ cấp được thu thập cho 18 DNCB niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh, theo năm trong giai đoạn từ 2014- 2021 của các DNCB thuộc lĩnh vực nông, lâm và thủy sản (theo tiêu chí hoạt động sản xuất chế biến mang lại giá trị lớn nhất trong tổng doanh thu) từ các website: cafef.vn và cophieu68.com. Cụ thể, dữ liệu được trích xuất từ Bảng cân đối kế toán và Báo cáo kết quả kinh doanh; độ tuổi của doanh nghiệp được trích xuất từ hồ sơ của doanh nghiệp.

Sau khi thực hiện thống kê mô tả dữ liệu, nhóm tác giả tiến hành ước lượng mô hình hồi quy với dữ liệu dạng bảng trong ba trường hợp Pooled OLS, FEM và REM. Tiếp theo, tác giả sử dụng các kiểm định để chọn ra mô hình phù hợp nhất trong 3 mô hình trên. Cụ thể, nghiên cứu sử dụng kiểm định F để lựa chọn mô hình phù hợp hơn giữa FEM và Pooled OLS, tiếp đó để kiểm định lựa chọn giữa OLS và REM tác giả dùng kiểm định Lagrange; cuối cùng, kiểm định Hausman được sử dụng để lựa chọn mô hình phù hợp hơn giữa FEM và REM. Sau khi lựa chọn được mô hình phù hợp nhất, nhóm tác giả tiếp tục thực hiện các kiểm định về đa cộng tuyến, phương sai sai số thay đổi và tự tương quan để xem xét mô hình có đạt được các kết quả ước lượng tin cậy và vững hay không.

4. Thảo luận kết quả nghiên cứu

Thống kê các thông số về giá trị trung bình, độ lệch chuẩn, giá trị lớn nhất, giá trị nhỏ nhất của các biến qua các năm của các công ty được tính toán và thể hiện trong Bảng 2.

Sau khi thực hiện phân tích hồi quy, các kiểm định để lựa chọn mô hình phù hợp cũng như để xem xét mô hình có đạt được các kết quả ước lượng tin cậy và vững hay không tác giả tổng hợp kết quả cuối cùng được lựa chọn để phân tích tại Bảng 3.

Kết quả ước lượng các hệ số hồi quy bằng mô hình REM và Pooled OLS tại bảng 3 và 4 cho thấy hầu hết

Bảng 2: Thống kê mô tả cơ bản các biến số

Tên biến	Số quan sát	Trung bình	Thấp nhất	Cao nhất	Std. Dev
ROA	143	0,079993	-0,3181166	0,3563373	0,0966697
ROE	143	0,1531574	-1,281785	0,9462969	0,2650993
SDA	143	0,454787	0,0341162	0,927104	0,199602
LDA	143	0,043165	0	0,2151188	0,0536371
DA	143	0,497952	0,0461838	0,9419117	0,2022802
ACP	143	61,46843	7,020689	2180,1386	40,72287
ICP	143	106,242	17,53522	638,5927	700,45823
APP	143	23,35531	2,301734	152,2671	24,73511
CCC	143	144,3551	20,94864	584,2544	71,83778
Size	143	3,124894	2,326889	4,239287	0,4512069
Age	143	24,64655	4	50	11,73716

Nguồn: Kết quả tính được trích xuất từ phần mềm Stata.

Bảng 3: Kết quả hồi quy phương pháp REM với biến phụ thuộc ROA

Biến phụ thuộc ROA	Mô hình 1.a	Mô hình 1.b
Constant	0,034987 [0,741]	0,027663 [0,767]
SDA	-0,1689894** [0,011]	
LDA	-0,4270399** [0,023]	
DA		-0,1599108*** [0,005]
ACP	-0,0004349 [0,163]	
ICP	-0,0003776** [0,040]	
APP	0,0007116 [0,226]	
CCC		-0,0003507** [0,014]
Size	0,060632** [0,050]	0,051911*** [0,054]
Age	0,0000178 [0,989]	0,0008003 [0,458]
Số quan sát	143	143
R-squared điều chỉnh	0,4160	0,3306
Largrange Prob > chi2	0,0138	
Hausman Prob > chi2		0,0860

Nguồn: Kết quả tính được trích xuất từ phần mềm Stata.

Bảng 4: Kết quả hồi quy phương pháp Pooled OLS với biến phụ thuộc ROE

Biến phụ thuộc ROE	Mô hình 2.a	Mô hình 2.b
Constant	0,230575 [0,551]	-0,055263 [0,873]
SDA	-0,5310841** [0,034]	
LDA	-1,106934 [0,185]	
DA		-0,621826*** [0,003]
ACP	-0,0017525 [0,138]	
ICP	-0,0025244*** [0,010]	
APP	0,006467** [0,013]	
CCC		-0,0012886** [0,030]
Size	0,1608091* [0,063]	0,2331509** [0,016]
Age	0,0074067 [0,110]	0,0031526 [0,402]
Số quan sát	143	143
R-squared điều chỉnh	0,3926	0,3321
Largrange Prob > chi2	0,0750	0,0620

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

Các số liệu trong [] là các giá trị p tương ứng.

Nguồn: Kết quả tính được trích xuất từ phần mềm.

các hệ số ước lượng đều có ý nghĩa thống kê.

Cụ thể, CTTC được đo lường bằng tỷ lệ nợ ngắn hạn, tỷ lệ nợ dài hạn, và tỷ lệ tổng nợ đều tác động tiêu cực đến HQHĐ. Kết quả nghiên cứu khẳng định các giả thuyết về mối quan hệ giữa CTTC và HQHĐ là mối quan hệ ngược chiều, tức các doanh nghiệp có tỷ lệ nợ trong tổng tài sản cao sẽ mang lại HQHĐ kém hơn. Kết quả này cũng phản ánh thực tiễn hoạt động của các doanh nghiệp, do nhu cầu thiếu hụt nguồn vốn các doanh nghiệp đã phải gia tăng vay nợ để giúp giảm bớt áp lực vốn cho quá trình hoạt động. Tuy nhiên, với đặc điểm tỷ trọng nợ ngắn hạn trong tổng nợ rất cao và là chủ đạo; trong khi đó, việc sử dụng nhiều nợ ngắn hạn với lãi suất cao đặc biệt là giai đoạn nửa đầu của thời gian nghiên cứu đã làm tăng chi phí tài chính từ đó không phát huy được lợi ích từ tầm lá chắn thuế của lãi vay cho doanh nghiệp mình. Như vậy, nếu tổng nợ tác động ngược chiều đến HQHĐ của các doanh nghiệp thì nợ ngắn đóng vai trò là chủ yếu.

Mối tương quan giữa CTTC với HQHĐ của nhóm DNCB còn được giải thích bởi lý thuyết đánh đổi về cấu trúc vốn (Trade-Off Theory of Capital Structure); đó là, có sự đánh đổi giữa lợi ích tầm lá chắn thuế và chi phí kiệt quệ tài chính trong việc lựa chọn một tỷ lệ tài trợ bằng nợ. Cụ thể, với mỗi phần trăm tỷ lệ nợ tăng thêm, trong khi lợi ích tầm lá chắn thuế gia tăng thì chi phí kiệt quệ tài chính cũng gia tăng. Đến khi với mỗi tỷ lệ nợ tăng thêm, hiện giá lợi ích từ tầm lá chắn thuế không cao hơn hiện giá chi phí kiệt quệ tài chính thì việc vay nợ không còn mang lại lợi ích cho doanh nghiệp. Kết quả trên ủng hộ cho các nghiên cứu của Simerly & Li (2000), Fama & French (2002), Bùi Văn Thụy & Nguyễn Thị Ngọc Diệp (2016), Trần Trọng Huy (2020).

Quản trị VLC được đo lường bởi CCC, kỳ lưu kho (ICP) tác động tiêu cực đến HQHĐ, trong khi đó, kỳ trả tiền (APP) tác động tích cực đến HQHĐ của các DNCB. Kết quả này ủng hộ cho các nghiên cứu của Mathuva (2010), Arunkumar & Radharamanan (2011), Từ Thị Kim Thoa & Nguyễn Thị Uyên Uyên (2014), Bùi Đan Thanh (2017). Đồng thời, kết quả cũng phù hợp với các giả thuyết được thiết lập. Có thể giải thích đối mối tương quan giữa ICP, APP và CCC đến HQHĐ như sau: mỗi chu kỳ kinh doanh, vốn của doanh nghiệp được chuyển hóa qua các dạng từ tiền mặt đến hàng tồn kho, khoản phải thu và trở về hình thái ban đầu là tiền mặt. Sự trục trặc trong quá trình luân chuyển vốn sẽ ảnh hưởng đến HQHĐ, hàm ý rằng, ICP, APP và CCC càng ngắn khả năng sinh lợi càng cao. ICP ngắn, tức là hàng tồn kho được luân chuyển nhanh hơn (giảm được chi phí cơ hội do đầu tư vốn vào hàng tồn kho) giúp gia tăng khả năng sinh lợi cao hơn. Cùng với đó, doanh nghiệp nếu có khả năng thương lượng với nhà cung cấp trong việc kéo dài thời gian trả tiền sẽ giúp rút ngắn CCC để tăng hiệu quả quản trị VLC, qua đó góp phần làm gia tăng HQHĐ. Trong công tác quản trị VLC, những nỗ lực nhằm rút ngắn chu kỳ vốn sẽ giúp tối thiểu hóa lượng vốn đầu tư vào nó, kéo theo tiết kiệm được chi phí cơ hội của việc sử dụng vốn. Kết quả là, cùng một lượng chi phí sử dụng vốn tính theo một kỳ kinh doanh của doanh nghiệp nhưng do vốn được luân chuyển liên tục sẽ tạo ra nhiều doanh thu và lợi nhuận hơn, nên xét về mặt HQHĐ sẽ gia tăng.

Tuy nhiên, khi phân tích đặc điểm của nhóm DNCB cũng như thực trạng về ACP và APP, dễ dàng nhận thấy các doanh nghiệp này mất tới 61,5 ngày để thu được tiền bán hàng và chỉ có 23,4 ngày để thanh toán tiền mua hàng cho nhà cung cấp, do đó, đây cũng là bất lợi trong việc cố gắng rút ngắn chu kỳ VLC.

Quy mô có tác động tích cực đến HQHĐ của các DNCB. Điều này ngụ ý các doanh nghiệp có quy mô lớn hơn đang hoạt động tốt hơn các doanh nghiệp nhỏ hơn. Kết quả nghiên cứu là phù hợp với giả thuyết và ủng hộ các nghiên cứu trước Bùi Văn Thụy & Nguyễn Thị Ngọc Diệp (2016), Trần Trọng Huy & Nguyễn Thị Ngọc Hân (2020).

5. Khuyến nghị và kết luận

Dựa trên kết quả phân tích về ảnh hưởng của quản trị VLC và CTTC đến HQHĐ, nhóm tác giả đưa ra một số đề xuất một số khuyến nghị như sau:

5.1. Về cấu trúc tài chính

Thứ nhất, vì tỷ lệ nợ vay tác động ngược chiều với HQHĐ, nên điều chỉnh CTTC theo hướng giảm tỷ lệ nợ vay nhằm nâng cao HQHĐ. Cụ thể, HQHĐ của DNCB chịu ảnh hưởng ngược chiều bởi tỷ số nợ dài hạn, tỷ số nợ ngắn hạn và tỷ số tổng nợ trên tổng tài sản. Do đó, để tăng ROA và ROE các doanh nghiệp cần gia tăng tỷ lệ vốn chủ sở hữu: (i) Chủ động khai thác nguồn vốn lợi nhuận để lại. (ii) Huy động vốn thông qua

hình thức phát hành cổ phần; chú trọng thu hút các nhà đầu tư tổ chức nước ngoài bằng việc phát hành cổ phần riêng lẻ. (iii) Đàm phán với các chủ nợ để chuyển đổi một phần nợ vay thành vốn cổ phần.

Thứ hai, cân bằng các nguồn nợ theo hướng kiểm soát rủi ro, đa dạng. Kết quả nghiên cứu cho thấy: CTTC của các DNCB, cụ thể là nợ ngắn hạn chiếm tỷ lệ cao trong cơ cấu nợ. Khi tỷ lệ nợ ngắn hạn cao gây áp lực lên khả năng thanh toán. Nếu các doanh nghiệp có nhu cầu vốn mới sẽ bị đánh giá rủi ro cao về khả năng thanh toán, điểm số xếp hạng tín dụng thấp, do đó, doanh nghiệp phải vay vốn với một chi phí cao hơn do các tổ chức cho vay đòi hỏi lãi suất cao để bù đắp cho rủi ro tín dụng, dẫn đến tăng chi phí tài chính và làm giảm HQHĐ. Các DNCB cần giảm dần tỷ lệ vay ngắn hạn và tăng dần tỷ lệ vay dài hạn trong cơ cấu vay nợ, đa dạng nguồn vốn vay huy động vốn bên cạnh hình thức vay ngân hàng. Đặc biệt, cần giới thiệu trái phiếu đến các nhà đầu tư nước ngoài, nhất là những nhà đầu tư lớn, rất ưa thích trái phiếu doanh nghiệp của các quốc gia đang phát triển như Việt Nam. Hoặc các DNCB có thể huy động thông qua thuê tài chính. Việc huy động vốn thông qua thuê tài chính có lợi thế rất tốt để tài trợ cho các dự án đầu tư dây chuyền công nghệ hay cải tiến máy móc, phù hợp với đặc điểm của DNCB.

5.2. Về quản lý vốn luân chuyển

Thứ nhất, quản trị kỳ thu tiền. Kỳ thu tiền lớn hơn rất nhiều so với kỳ phải trả làm giảm HQHĐ. Do vậy, (i) xây dựng và ban hành quy chế quản lý các khoản nợ phải thu, phân công và xác định rõ trách nhiệm của từng đối tượng trong việc theo dõi, thu hồi, thanh toán các khoản công nợ. Có biện pháp phòng ngừa rủi ro thanh toán. (ii) thực hiện chính sách bán chịu đúng đắn với từng khách hàng trên cơ sở xem xét khả năng thanh toán, vị thế tín dụng của khách hàng. (iii) định kỳ phân tích tuổi các khoản nợ, tìm ra nguyên nhân dẫn đến nợ quá hạn. Trong một số trường hợp cần thiết có thể bán nợ để thu hồi vốn.

Thứ hai, quản trị kỳ tồn kho. Kỳ tồn kho có tác động ngược chiều đến HQHĐ, Để nâng cao HQHĐ các DNCB cần giảm kỳ tồn kho bằng cách: (i) Tăng cường liên kết với đơn vị cung ứng nguồn nguyên vật liệu nhằm chủ động, ổn định về mặt chất lượng và khối lượng của nguyên liệu sản xuất, giúp giảm áp lực và các chi phí liên quan đến tồn kho mà vẫn đảm bảo ổn định sản xuất. (ii) Kết hợp kinh nghiệm quản lý thực tiễn với áp dụng các mô hình quản trị hàng tồn kho trong quản trị tài chính như EOQ góp phần hiệu quả vào việc xây dựng cho công ty các mức tồn kho và điểm đặt hàng tối ưu.

Thứ ba, quản trị kỳ trả tiền. (i) doanh nghiệp cần lựa chọn nhà cung cấp, để gia tăng cơ hội mua chịu hàng hóa hay dịch vụ. (ii) doanh nghiệp nên tích cực tăng cường uy tín, củng cố vị thế tín dụng bằng cách minh chứng năng lực tài chính và luôn có thiện chí trả nợ, từ đó sẽ dễ dàng trong việc đàm phán với nhà cung cấp.

5.3. Khuyến nghị khác

Các DNCB cần có phương án tăng quy mô hoạt động. Vì các công ty có quy mô lớn có lợi thế hơn trong việc đa dạng hóa rủi ro, có khả năng chống chọi với các cú sốc tài chính tốt hơn. Các DNCB có quy mô lớn có cơ hội hơn trong việc tiếp cận công nghệ kỹ thuật tiên tiến. doanh nghiệp có quy mô lớn thường có thương hiệu, uy tín trên thị trường nên việc tiếp cận các nguồn vốn từ bên ngoài với chi phí rẻ hơn cũng như thực hiện hoạt động bán hàng dễ dàng hơn. Do vậy, gia tăng quy mô sẽ thúc đẩy gia tăng HQHĐ.

6. Kết luận

Việc tìm ra nhân tố tác động đến HQHĐ thông qua quản trị vốn lưu động và cấu trúc tài chính không còn là chủ đề mới, song vấn đề này luôn cần nghiên cứu để tìm ra giải pháp trong từng bối cảnh của nền kinh tế và đặc biệt có ý nghĩa đối với các DNCB, bởi đây là nhóm ngành định hướng tiêu dùng sạch đảm bảo sức khỏe cho cộng đồng. Nghiên cứu cũng đã góp phần chỉ ra làm thế nào để các DNCB tăng HQHĐ tăng sức cạnh tranh với các doanh nghiệp nước ngoài.

Tài liệu tham khảo

- Abor, J. (2005), 'The effect of capital structure on profitability: an empirical analysis of listed firms in Ghana', *Journal of Risk Finance*, 6, 438-447.
- Arunkumar, O. N. & Radharamanan, T. R. (2011), 'Analysis of effects of working capital management on corporate profitability of Indian Manufacturing Firm', *International Journal of Business Insights & Transformation*, 5(1), 71-76.
- Arabiyani, Ali-Akbar & Safari, Mehdi (2009), 'The effects of capital structure and profitability in the listed firms in Tehran Stock Exchange', *Journal of Management Perspective*, 33, 159-175.
- Berger, Allen N. & Udell, Patti, Emilia Bonaccorsi (2006), 'Capital structure and firm performance: A new approach to testing agency theory and an application to the banking industry', *Journal of Banking and Finance*, 32, 1065-1102. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2005.05.015>.
- Bùi Đan Thanh (2017), 'Tác động của cấu trúc vốn và VLC đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp nhỏ và vừa', *Tạp chí Tài chính*, truy cập ngày 13 tháng 3 năm 2022, từ <<https://vjol.info.vn/index.php/TC/article/view/40079>>.
- Bùi Văn Thụy & Nguyễn Thị Ngọc Diệp (2016), 'Ảnh hưởng của cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam', *Tạp chí khoa học Lạc Hồng*, 5(2016), 95-100.
- Chakravarthy, B. S. (1986), 'Measuring Strategic Performance', *Strategic Management Journal*, 7, 437-458.
- Chang, F. M., Wang, Y., Lee, N. R., & La, D. T. (2014), 'Capital structure decisions and firm performance of Vietnamese Soes', *Asian Economic and Financial Review*, 4(11), 1545-1563.
- Margaritis, Dimitris & Psillaki, Maria (2007), 'Capital Structure and Firm Efficiency', *Journal of Business Finance & Accounting*, 34(9-10). DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2007.02056.x>.
- Fama, E. F. & French, K. R. (2002), 'Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt', *Review of Financial Studies*, 15(1), 1-33.
- Filbeck, G., Krueger, T., & Preece, D. (2007), 'CFO Magazin's Working Capital Survey: Do Selected Firms Work for Shareholders?', *Quarterly Journal of Business & Economics*, 46(2), 3-22.
- Fischer, E. O., Heinkel, R., & Zechner, J. (1989), 'Dynamic capital structure choice: Theory and tests', *The Journal of Finance*, 44, 19-41.
- Hadlock, C. & James, C. (2002), 'Do banks provide financial slack', *The Journal of Finance*, 57, 1383-420.
- Huang, S. & Song, F. M. (2006), 'The Determinants of Capital Structure: Evidence from China', *China Economic Review*, 17, 14-35.
- Jensen, M. C. (1986), 'Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers', *The American Economic Review*, 76, 323-329.
- Jose, M.L., Lancaster, C., & Stevens, J. L. (1996), 'Corporate Return and Cash Conversion Cycle', *Journal of Economics and Finance*, 20(1), 33-46.
- Khan, M.Y. & Jain, P.K. (2017), *Financial management, seventh edition*, McGraw Hill Education, New Delhi.
- Mathuva, D. M. (2010), 'The Influence of Working Capital Management Components on Corporate Profitability: A Survey on Kenyan Listed Firms', *Research Journal of Business Management*, 4(1), 1-11.
- Myers, S. C. & Majluf, N. S. (1984), 'Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have', *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Roden, D. M. & Lewellen, W. G. (1995), 'Corporate capital structure decisions: evidence from leveraged buyouts', *Financial Management*, 24(2), 76-87.
- Richards, V. D. & Laughlin, E. J. (1980), 'A Cash Conversion Cycle Approach to Liquidity Analysis', *Financial Management*, 9, 32-38.
- Simerly, R. L. & Li, M. (2000), 'Environmental dynamism, capital structure and performance: a theoretical integration

and an empirical test', *Strategic Management Journal*, 21(1), 31-49.

Trần Ngọc Thơ, Nguyễn Thị Ngọc Trang, Phan Thị Bích Nguyệt, Nguyễn Thị Liên Hoa & Nguyễn Thị Uyên Uyên (2007), *Tài chính doanh nghiệp hiện đại*, Nhà xuất bản Thống kê, Hà Nội.

Trần Trọng Huy & Nguyễn Thị Ngọc Hân (2020), 'Tác động của cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp trong ngành năng lượng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam', *Tạp chí Công thương*, truy cập ngày 18 tháng 02 năm 2023, từ <<https://tapchicongthuong.vn/bai-viet/tac-dong-cua-cau-truc-von-den-hieu-qua-hoat-dong-kinh-doanh-cua-cac-doanh-nghiep-trong-nganh-nang-luong-niem-yet-tren-thi-truong-chung-khoan-viet-nam-75900.htm>>.

Từ Thị Kim Thoa & Nguyễn Thị Uyên Uyên (2014), 'Mối quan hệ giữa quản trị vốn luân chuyển và khả năng sinh lợi: Bằng chứng thực nghiệm ở Việt Nam', *Tạp chí Phát triển và Hội nhập*, 14(24), 62-70.

Tuovila, Alicia (2023), *Capital Structure Definition, Types, Importance, and Examples*, last retrieved on June 16th, 2023, from <Investopedia.com/terms/c/capitalstructure.asp>.