

Mối quan hệ giữa quản trị vốn luân chuyển và khả năng sinh lợi: Bằng chứng thực nghiệm ở VN

THS. TỪ THỊ KIM THOA & TS. NGUYỄN THỊ UYÊN UYÊN

Trường Đại học Kinh tế TP.HCM

Bài nghiên cứu này sử dụng phân tích dữ liệu bảng gồm 208 công ty phi tài chính niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE) và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) trong giai đoạn 2006 đến 2012, bằng các phương pháp ước lượng bình phương tối thiểu (pooled OLS), mô hình hiệu ứng cố định (FEM) và bình phương tối thiểu tổng quát (GLS) kiểm định mối quan hệ giữa quản trị vốn luân chuyển và khả năng sinh lợi ở các doanh nghiệp VN. Kết quả cho thấy việc quản trị vốn luân chuyển hiệu quả bằng cách rút ngắn kỳ thu tiền và kỳ lưu kho sẽ gia tăng khả năng sinh lợi cho các doanh nghiệp. Nhóm tác giả còn nghiên cứu mối quan hệ này ở một số ngành khác nhau và kết quả cho thấy do đặc điểm ngành khác nhau mối quan hệ giữa quản trị vốn luân chuyển và khả năng sinh lợi giữa các ngành cũng khác nhau.

Từ khóa: *Quản trị vốn luân chuyển, chu kỳ luân chuyển tiền, khả năng sinh lợi, VN.*

1. Giới thiệu

Quản trị vốn luân chuyển mà cụ thể là quản trị tài sản ngắn hạn và quản trị nợ ngắn hạn hiệu quả là một trong những nội dung quan trọng trong thực tế quản trị tài chính của bất kỳ loại hình doanh nghiệp nào. Trên thế giới đã có rất nhiều công trình nghiên cứu cho thấy quản trị vốn luân chuyển hiệu quả tác động trực tiếp lên khả năng sinh lợi của các công ty (Shin & Soenen - 1998; Deloof - 2003; Lazaridis & Tryfonidis - 2006, Turuel & Solano - 2007; Nobanee et al, - 2011; Mansoori & Muhammad - 2012,...).

Ở VN, quản trị vốn luân chuyển là một chủ đề không quá mới, vấn đề này đã và đang được xem xét

hàng ngày trong các quyết định của giám đốc tài chính các công ty. Tuy nhiên, trong bối cảnh nền kinh tế đang gặp nhiều khó khăn, các doanh nghiệp VN đang phải đối mặt với những bất ổn và tiềm ẩn nhiều rủi ro như hiện nay thì việc nâng cao hiệu quả quản trị công ty trong đó có quản trị vốn luân chuyển lại trở thành một chủ đề thu hút sự quan tâm đặc biệt từ góc độ nhà quản trị doanh nghiệp. Đặc biệt, trong giai đoạn từ năm 2008 đến năm 2012, khi mà hàng loạt những doanh nghiệp VN phải ngừng sản xuất, đóng cửa hoặc rơi vào tình trạng khốn khó, đã đặt ra dấu hỏi lớn về sự hữu hiệu của các chiến lược tài chính trước những thách thức cam go của nền kinh

tế. Quản trị vốn luân chuyển như thế nào để gia tăng khả năng sinh lợi trong điều kiện kinh tế hiện nay vẫn là vấn đề nan giải đối với các doanh nghiệp, đặc biệt là các doanh nghiệp vừa và nhỏ.

2. Cơ sở lý thuyết

Vốn luân chuyển (Working Capital) được định nghĩa là chênh lệch giữa tài sản ngắn hạn và nợ ngắn hạn phải trả. Theo nghĩa rộng, vốn luân chuyển là giá trị của toàn bộ tài sản ngắn hạn, những tài sản gắn liền với chu kỳ kinh doanh của công ty. Trong mỗi chu kỳ kinh doanh, chúng chuyển hoá qua tất cả các dạng - tồn tại từ tiền mặt đến hàng tồn kho, khoản phải thu và trở về hình thái cơ bản ban đầu là

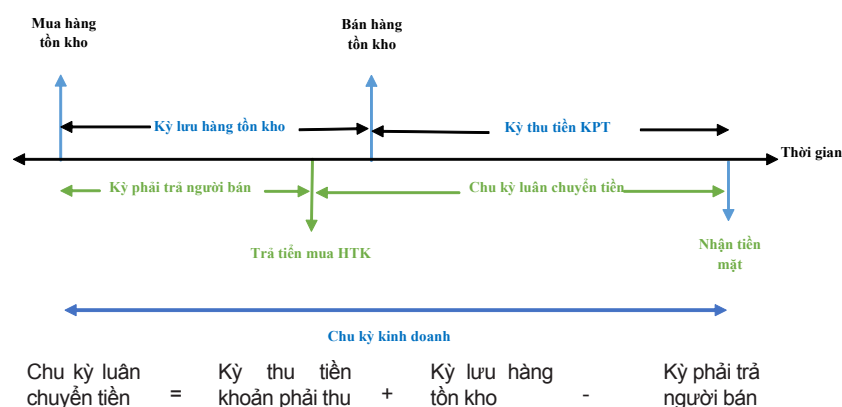
tiền mặt. Với sự chuyển hoá nhanh như vậy, các hoạt động quản trị vốn luân chuyển chiếm gần như phần lớn thời gian và tâm trí của các nhà quản trị tài chính. Quản trị vốn luân chuyển với mục tiêu chính là phải đảm bảo đủ dòng tiền để các công ty duy trì hoạt động kinh doanh một cách bình thường trên cơ sở giảm thiểu rủi ro mất khả năng đáp ứng các nghĩa vụ tài chính trong ngắn hạn. Do vậy, hiệu quả của quản trị vốn luân chuyển phụ thuộc vào sự cân đối giữa tính thanh khoản và khả năng sinh lợi của doanh nghiệp (Filbeck, Krueger & Preece - 2007; Faulender & Wang - 2006): sự thiếu hụt vốn luân chuyển có thể gây trục trặc cho hoạt động kinh doanh hàng ngày của doanh nghiệp nhưng đầu tư quá nhiều vào vốn luân chuyển thì lại làm giảm rủi ro thanh khoản, sẽ làm tăng chi phí cơ hội của đầu

đổi thành thành phẩm, bán sản phẩm và thu tiền khoản phải thu. Các doanh nghiệp có chu kỳ luân chuyển tiền ngắn hơn sẽ ít phải đầu tư vào vốn luân chuyển hơn và do vậy, chi phí tài trợ của những doanh nghiệp này thường thấp hơn.

Bằng cách sử dụng chu kỳ luân chuyển tiền, các nhà quản lý có thể theo dõi làm thế nào để quản lý vốn luân chuyển hiệu quả trong chu kỳ kinh doanh của họ. Chu kỳ luân chuyển tiền bắt đầu từ khi công ty mua các nguồn nguyên vật liệu, sản xuất, bán sản phẩm và đến khi nhận được tiền từ các sản phẩm bán ra. Nhìn chung, các công ty có chu kỳ luân chuyển tiền mặt ngắn hơn sẽ có lợi hơn và tạo ra nhiều giá trị hơn trong thời gian dài (Mansoori và Muhammad - 2012).

sinh lợi cho thấy rằng chu kỳ luân chuyển tiền khá dài sẽ có xu hướng làm giảm khả năng sinh lợi (Samiloglu và Demirgunes - 2008). Điều đó có nghĩa là giảm đầu tư vào vốn luân chuyển sẽ ảnh hưởng tích cực lên khả năng sinh lợi của công ty thông qua việc giảm tỷ trọng tài sản ngắn hạn trong tổng tài sản. Hầu hết các nghiên cứu trong lĩnh vực này cho thấy rằng các công ty có thể gia tăng khả năng sinh lợi bằng cách rút ngắn chu kỳ luân chuyển tiền bởi vì họ đã tìm thấy mối quan hệ nghịch biến mạnh mẽ giữa hai biến số này. Ở châu Âu và Mỹ, Shin và Soenen - 1998 sử dụng chu kỳ thương mại thuần – Net Trade Cycle¹ (NTC) trong nghiên cứu của mình đã tìm thấy mối quan hệ nghịch biến giữa chu kỳ kinh doanh thuần của công ty và khả năng sinh lợi. (Deloof, 2003) sử dụng chu kỳ luân chuyển tiền (CCC) làm thước đo quản trị vốn luân chuyển cho một mẫu nghiên cứu gồm 1.009 công ty phi tài chính lớn của Bỉ trong giai đoạn 1992 – 1996 đã tìm thấy mối quan hệ nghịch biến giữa lợi nhuận hoạt động gộp và kỳ thu tiền khoản phải thu, kỳ lưu hàng tồn kho và kỳ phải trả người bán. Lazaridis và Trifonidis (2006) cũng tìm thấy mối quan hệ nghịch biến giữa CCC và biên lợi nhuận gộp khi nghiên cứu 131 công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Athens từ năm 2001 – 2004. Chatterjee (2010) cũng tìm thấy mối tương quan âm đáng kể giữa tính thanh khoản và khả năng sinh lợi của các công ty ở Anh và mối quan hệ cùng chiều giữa quy mô

Hình 1: Chu kỳ luân chuyển tiền (CCC) và chu kỳ kinh doanh



tư, đặc biệt khi doanh nghiệp dùng nguồn vốn từ bên ngoài để tài trợ cho vốn luân chuyển.

Một trong những chỉ tiêu đo lường hiệu quả của quản trị vốn luân chuyển là chu kỳ luân chuyển tiền mặt (Cash Conversion Cycle - CCC) được đưa ra bởi Richards & Laughlin (1980). Chỉ tiêu này đề cập đến khoảng thời gian từ lúc mua nguyên vật liệu, chuyển

Tổng quan nghiên cứu trước đây

Tác động của quản trị vốn luân chuyển lên khả năng sinh lợi của công ty đã là chủ đề chính của rất nhiều nghiên cứu lý thuyết lẫn thực nghiệm trong nhiều năm qua ở nhiều nước khác nhau. Phương thức nghiên cứu truyền thống đối với mối tương quan giữa chu kỳ luân chuyển tiền và khả năng

¹ Net Trade Cycle = (Khoản phải thu + Hàng tồn kho - Phải trả người bán) * 365 / Doanh thu thuần

và khả năng sinh lợi của các công ty. Hơn nữa, cũng tồn tại tương quan âm đáng kể giữa nợ được sử dụng và khả năng sinh lợi của công ty. Gill, Biger & Neil (2010) cũng tìm thấy mối quan hệ này có ý nghĩa thống kê trên mẫu quan sát gồm 88 công ty niêm yết trên Sàn chứng khoán New York cho giai đoạn 3 năm 2005 – 2007. Garcia, Martins and Brandao (2011) đã nghiên cứu 2.974 công ty phi tài chính niêm yết trên 11 thị trường chứng khoán châu Âu trong 12 năm 1998 – 2009, kết quả phân tích hồi quy GLS và OLS cho rằng các công ty có thể gia tăng khả năng sinh lợi bằng cách giảm khoảng thời gian vốn luân chuyển mà công ty nắm giữ. Enqvist, Graham, và Nikkinen (2012) đã sử dụng một mẫu dữ liệu bảng gồm 1.136 năm doanh nghiệp Phần Lan niêm yết trên thị trường chứng khoán Nasdaq OMX Helsinki từ năm 1990 đến 2008. Họ khẳng định rằng quản trị vốn luân chuyển hiệu quả là cần thiết và có vai trò quan trọng trong hoạt động quản trị doanh nghiệp và do vậy nên được đưa vào kế hoạch tài chính của doanh nghiệp.

Ở châu Á, Nobanee; Abdullatif & Al Haijjar (2009) ở Nhật hay Azhar & Noriza (2010) ở Malaysia cũng tìm thấy mối quan hệ nghịch biến giữa chu kỳ luân chuyển tiền và khả năng sinh lợi của công ty. Vijay Kumar (2011) nghiên cứu ở Ấn Độ hoặc Mansoori & Muhammad (2012) cũng tìm thấy các kết quả tương tự.

Riêng ở VN, tác giả Dong, Huynh Phuong & Jyh-tay Su (2010) đã nghiên cứu mối quan hệ giữa chu kỳ luân chuyển tiền

và khả năng sinh lợi, được đo lường bằng tỷ lệ lợi nhuận hoạt động gộp trên một mẫu 130 công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán VN trong giai đoạn 2006 – 2008. Nhóm tác giả đã tìm ra mối quan hệ mạnh giữa khả năng sinh lợi và chu kỳ luân chuyển tiền và cho rằng ban quản trị có thể gia tăng giá trị tài sản cho cổ đông bằng cách xác định chu kỳ luân chuyển tiền phù hợp và duy trì từng thành phần của chu kỳ này ở mức tối ưu.

Tóm lại, tất cả các nghiên cứu trên đều có xu hướng chỉ ra rằng quản trị vốn luân chuyển có tác động lên khả năng sinh lợi của công ty. Bài nghiên cứu này kiểm chứng lại mối quan hệ trên trong một mẫu quan sát lớn hơn với thời gian nghiên cứu dài hơn cũng như nghiên cứu tác động trên một số ngành cụ thể.

3. Phương pháp nghiên cứu

Chúng tôi sẽ áp dụng hai phương pháp nghiên cứu: phân tích tương quan và phân tích hồi quy bằng các phương pháp Pooled OLS, GLS và FEM trên dữ liệu bảng.

Dữ liệu và mẫu

Dữ liệu nghiên cứu của đề tài lấy từ cơ sở dữ liệu của Vietstock

bao gồm các dữ liệu của báo cáo tài chính thuộc các công ty niêm yết trên 2 sàn chứng khoán HOSE và HNX. Mẫu nghiên cứu được lấy như sau: Trong tất cả các công ty niêm yết trên hai sàn HOSE và HNX, chúng tôi loại ra các công ty thuộc ngành tài chính như ngân hàng, bảo hiểm, chứng khoán, các quỹ do đặc thù của những ngành này không phù hợp cho mục tiêu nghiên cứu. Chúng tôi cũng loại các công ty không đủ dữ liệu cho suốt kỳ nghiên cứu và các công ty có số liệu bất thường. Để nghiên cứu tác động về ngành, chúng tôi loại ra những ngành có ít hơn 10 công ty.

Từ cách làm trên, chúng tôi có được một bảng dữ liệu gồm 208 công ty, trong vòng 7 năm từ 2006 - 2012, tạo thành bảng gồm 1.456 công ty - năm quan sát. Mẫu quan sát gồm các công ty thuộc 8 ngành khác nhau. Việc phân ngành dựa trên tiêu chí ngành sản xuất kinh doanh có tỷ trọng đóng góp vào doanh thu lớn nhất và theo hệ thống mã ngành chuẩn của VN VDIS.

Các biến sử dụng cho mô hình

Việc lựa chọn biến cơ bản dựa trên các nghiên cứu thực nghiệm đã thực hiện chủ yếu là từ công trình nghiên cứu của Garcia,

Bảng 1: Công thức của biến và từ viết tắt

Biến	Viết tắt	Công thức tính
Tỷ lệ lợi nhuận hoạt động gộp	GOP	(Doanh thu thuần – Giá vốn hàng bán)/ Tổng tài sản – Tài sản tài chính
Kỳ thu tiền	RP	(Khoản phải thu/Doanh thu thuần)*365
Kỳ lưu kho	IP	(Hàng tồn kho/Giá vốn hàng bán)*365
Kỳ phải trả	PP	(Phải trả người bán/Giá vốn hàng bán)*365
Chu kỳ luân chuyển tiền	CCC	RCP + ICP – PDP
Quy mô của công ty	SIZE	Logarit tự nhiên của tổng tài sản
Tỷ số nợ	DR	Tổng nợ/Tổng tài sản
Tỷ số tài sản tài chính	FAR	Tài sản tài chính/Tổng tài sản
Tỷ số thanh toán hiện hành	CR	Tài sản ngắn hạn/Nợ ngắn hạn

Martins and Brandao (2011).

Bảng 1 tóm tắt tất cả các biến được sử dụng trong bài nghiên cứu này, cùng với từ viết tắt và công thức tính toán các biến.

Tỷ lệ lợi nhuận hoạt động gộp (GOP) là biến phụ thuộc được dùng để đo lường khả năng sinh lợi của công ty. Sử dụng biến phụ thuộc này thay cho thu nhập trước thuế, lãi vay và khấu hao (EBITDA), hoặc lợi nhuận trước hay sau thuế là do lợi nhuận gộp là một trong các chỉ báo đầu tiên về khả năng sinh lợi của doanh nghiệp, gắn với “thành công” hoặc “thất bại” của hoạt động kinh doanh, không tính đến hoạt động tài chính và biến này có mối quan hệ chặt chẽ với các biến hoạt động khác (Chu kỳ luân chuyển tiền). Đó cũng là lý do loại tài sản tài chính ra khỏi tổng tài sản (Lazirdis and Tryfonidis, 2006).

Liên quan đến các biến giải thích, chúng tôi sử dụng các biến kỳ thu tiền khách hàng (RP), kỳ lưu kho (IP), và kỳ phải trả người bán (PP), và chu kỳ luân chuyển tiền (CCC) để đo lường hoạt động quản trị vốn luân chuyển. Các biến này được tất cả các công trình nghiên cứu trước đây xem là biến giải thích cho mô hình nghiên cứu.

Chúng tôi sử dụng các biến như quy mô công ty (SIZE), tỷ số nợ (DR), và tỷ số tài sản tài chính (FAR), tỷ số thanh toán hiện hành (CR) làm các biến kiểm soát vì các biến này được cho rằng có ảnh hưởng đến khả năng sinh lợi của công ty.

Giả thiết và mô hình nghiên cứu

Với mục tiêu tìm hiểu mối quan hệ giữa quản trị vốn luân chuyển và khả năng sinh lợi từ

hoạt động kinh doanh của công ty, chúng tôi đặt ra các giả thiết nghiên cứu sau:

H0 (Null Hypothesis): Không có mối quan hệ giữa quản trị vốn luân chuyển và khả năng sinh lợi từ hoạt động kinh doanh đối với các doanh nghiệp VN.

Giả thuyết chung trên được cụ thể hóa bằng 4 giả thuyết:

Giả thuyết 1: *Không có mối quan hệ giữa kỳ thu tiền và khả năng sinh lợi từ hoạt động kinh doanh đối với các doanh nghiệp VN.*

Giả thuyết 2: *Không có mối quan hệ giữa kỳ lưu kho và khả năng sinh lợi từ hoạt động kinh doanh đối với các doanh nghiệp VN.*

Giả thuyết 3: *Không có mối quan hệ giữa kỳ phải trả và khả năng sinh lợi từ hoạt động kinh doanh đối với các doanh nghiệp VN.*

Giả thuyết 4: *Không có mối quan hệ giữa kỳ lưu chuyển tiền mặt và khả năng sinh lợi từ hoạt động kinh doanh đối với các doanh nghiệp VN.*

Các giả thiết trên được nghiên cứu qua các mô hình định lượng:

Mô hình (1):

$$GOP = \beta_0 + \beta_1(RP_{it}) + \beta_2(SIZE_{it}) + \beta_3(LEV_{it}) + \beta_4(FAR_{it}) + \beta_5(CR_{it}) + \varepsilon$$

Mô hình (2):

$$GOP = \beta_0 + \beta_1(IP_{it}) + \beta_2(SIZE_{it}) + \beta_3(LEV_{it}) + \beta_4(FAR_{it}) + \beta_5(CR_{it}) + \varepsilon$$

Mô hình (3):

$$GOP = \beta_0 + \beta_1(PP_{it}) + \beta_2(SIZE_{it}) + \beta_3(LEV_{it}) + \beta_4(FAR_{it}) + \beta_5(CR_{it}) + \varepsilon$$

Mô hình (4):

$$GOP = \beta_0 + \beta_1(CCC_{it}) + \beta_2(SIZE_{it}) + \beta_3(LEV_{it}) + \beta_4(FAR_{it}) + \beta_5(CR_{it}) + \varepsilon$$

Trong đó, i ký hiệu cho các công ty, t ký hiệu cho năm và ε là sai số. Các biến số như được

định nghĩa như Bảng 1 ở trên.

Các phương trình trên được ước lượng bằng phương pháp bình phương tối thiểu thông thường (OLS) như được sử dụng bởi Gill et al., (2010), và Raheman & Nasr (2007). Do các mô hình không vi phạm các giả thuyết đa cộng tuyến và tự tương quan nhưng lại vi phạm giả thuyết phương sai của sai số thay đổi nên chúng tôi sử dụng phương pháp bình phương tối thiểu tổng quát (GLS) để xử lý vấn đề này.

Kết quả ước lượng hiệu ứng cố định (FEM) cũng được rất nhiều tác giả sử dụng và qua kiểm định và Likelihood ratio và Hausman test đều cho thấy rằng chúng tôi nên sử dụng FEM hơn so với OLS hoặc mô hình hiệu ứng ngẫu nhiên (REM). Mô hình hiệu ứng cố định cho rằng độ dốc của đường hồi quy là không thay đổi giữa các công ty và cố định, nhưng tung độ gốc lại thay đổi theo thời gian và khác nhau giữa các doanh nghiệp. Do vậy, thay đổi trong tung độ gốc của các doanh nghiệp thể hiện tác động của các biến giải thích không quan sát được. Ngoài ra chúng tôi cũng sử dụng các biến giả để nghiên cứu tác động của quản trị vốn luân chuyển lên khả năng

sinh lợi cho 8 ngành kinh tế.

Bảng 2: Thống kê mô tả

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
GOP	1456	0.2356662	0.2188438	-0.41	5.01
RP	1456	64.56806	69.72859	0	888.13
IP	1456	160.216	470.8759	0.01	9095.38
PP	1456	43.44091	73.9821	0	1530.9
CCC	1456	181.3431	478.6156	-429.57	9080.77
SIZE	1456	12.59609	1.298317	9.63	16.8
LEV	1456	0.4962775	0.2239026	0	1.04
FAR	1456	0.0924863	0.1308129	-0.01	0.92
CR	1456	2.300261	3.194769	0.11	67.95

4. Kết quả nghiên cứu thực nghiệm

Trong phần này sẽ trình bày kết quả nghiên cứu. Trước hết là thống kê mô tả, sau đó là phân tích tương quan, cuối cùng là phân tích hồi quy.

Thống kê mô tả

Từ Bảng 2, chúng ta có thể thấy tỷ lệ lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh trung bình là 23,56%, trong đó công ty đạt tỷ lệ này thấp nhất là -41% và công ty đạt con số cao nhất là 501%. Trung bình các công ty mất 65 ngày để thu tiền, mất 160 ngày để bán hàng tồn kho và đợi 43 ngày mới thanh toán tiền mua nguyên vật liệu. Các công ty trong mẫu có chu kỳ luân chuyển tiền trung bình là 181 ngày. Tỷ số thanh

toán hiện hành trung bình là 2,3, với độ lệch chuẩn là 3,19 trong khi giá trị trung bình của tỷ lệ nợ là 50%.

Phân tích tương quan

Bảng 3 thể hiện mối tương quan giữa các biến độc lập và biến phụ thuộc. Từ bảng phân tích tương quan này, chúng tôi cho rằng khả năng sinh lợi có quan hệ nghịch biến với tất cả các biến giải thích RP, IP, PP và CCC ở mức ý nghĩa cao $\alpha=1\%$. Mối tương quan này cho thấy rằng nếu các công ty có thể giảm thời gian lưu kho, thời gian thu tiền và thời gian cần thiết để thanh toán các hoá đơn thì việc quản trị vốn luân chuyển sẽ hiệu quả hơn từ đó sẽ làm gia tăng lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh

Bảng 3: Phân tích tương quan

	GOP	RP	IP	PP	CCC	SIZE	LEV	FAR	CR
GOP	1								
RP	-0.2576***	1							
IP	-0.1320***	0.3117***	1						
PP	-0.1535***	0.4370***	0.2719***	1					
CCC	-0.1436***	0.3848***	0.9872***	0.1766***	1				
SIZE	-0.0682***	-0.0756***	0.1473***	-0.0518***	0.1419***	1			
LEV	-0.2951***	0.0613**	0.0822***	0.1768***	0.0625**	0.2261***	1		
FAR	0.2396***	-0.0004	0.0222	-0.0616**	0.0313	0.0951***	-0.3428***	1	
CR	0.1167***	0.0036	0.0016	-0.0984***	0.0173	-0.1408***	-0.5071***	0.2081***	1

*, **, và *** tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%

cho doanh nghiệp.

Phân tích hồi quy

Phân tích tương quan trên đây chưa thể là căn cứ đáng tin cậy để đưa ra nhận định về mối quan hệ giữa quản trị vốn luân chuyển và khả năng sinh lợi của công ty. Do đó, chúng tôi đã tiến hành thực hiện phân tích hồi quy để kiểm định các mối quan hệ này.

Phân phân tích hồi quy này được chia làm 2 phần: Phần 1 phân tích kết quả định lượng cho toàn bộ mẫu, phần 2 sẽ phân tích kết quả hồi quy theo từng ngành.

Phân tích hồi quy cho toàn bộ mẫu

Sử dụng phần mềm Stata 11, chúng tôi tiến hành hồi quy theo cả 3 phương pháp OLS, GLS và FEM (có tùy chọn robust để xử lý phương sai của sai số thay đổi) và đạt được kết quả như Bảng 3.

Ta có thể nhận thấy các kết quả ước lượng của cả hai phương pháp là khá nhất quán với nhau: Tất cả các biến giải thích RP, IP, PP, và CCC đều có quan hệ nghịch biến với tỷ lệ lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh ở mức ý nghĩa $\alpha = 1\%$.

Đối với mô hình 1, RP có quan hệ nghịch biến với GOP ở các mức hệ số tương ứng cho Pooled OLS và GLS là - 0,000778 và -0,000572. Các con số này cho

Bảng 4: Mối quan hệ giữa quản trị vốn luân chuyển và khả năng sinh lợi (2006 – 2012): Phương pháp Pooled OLS và phương pháp GLS có trọng số theo công ty

	Biến phụ thuộc: GOP			
	Phương pháp hiệu ứng cố định – FEM (Cố định theo thời gian)			
	Mô hình 1	Mô hình 2	Mô hình 3	Mô hình 4
SIZE	-0.0448*** (-4.83)	-0.0443*** (-4.63)	-0.0467*** (-5.00)	-0.0439*** (-4.56)
LEV	-0.0722 (-1.09)	-0.0782 (-1.16)	-0.0644 (-1.01)	-0.0808 (-1.20)
FAR	0.501 -1.64	0.496 -1.62	0.502 -1.65	0.496 -1.62
CR	-0.00172 (-1.70)	-0.00191 (-1.52)	-0.00196 (-1.58)	-0.00189 (-1.52)
RP	-0.000381*** (-8.11)			
IP		-0.0000228* (-2.34)		
PP			-0.000121* (-2.25)	
CCC				-0.0000263** (-2.62)
_CONS	0.818*** -6.42	0.795*** -6.12	0.819*** -6.28	0.791*** -6.06
N	1456	1456	1456	1456

Ghi chú: *, ** và *** tương ứng với các mức ý nghĩa 10, 5 và 1%. Các số trong ngoặc là chỉ số t-statistic.

thấy rằng một sự gia tăng hay sụt giảm số ngày thu tiền sẽ có ảnh hưởng đến khả năng sinh lợi của công ty. Như Mathuva (2010) đã giải thích rằng khách hàng càng thanh toán hóa đơn sớm, công ty càng có nhiều tiền mặt để tái đầu tư vào hàng tồn kho, do vậy doanh số đạt được càng cao, dẫn đến khả năng sinh lợi cao hơn. Đồng thời các mô hình 2, 3 và 4 cũng cho thấy IP, PP và CCC có quan hệ nghịch biến với GOP, cụ thể với các hệ số tương ứng -0.0000523, -0.000323 và -0.0000596 (cho phương pháp Pooled OLS) và -0.0000404, -0.000325 và -0.0000465 (cho phương pháp GLS). Tất cả các hệ số ước lượng trên đều có ý

nghĩa ở mức cao ($\alpha = 1\%$). Điều này hàm ý rằng kỳ lưu kho, kỳ thanh toán và chu kỳ luân chuyển tiền càng ngắn khả năng sinh lợi càng cao. Kỳ lưu kho ngắn, tức là hàng tồn kho được luân chuyển nhanh hơn, nên khả năng sinh lợi cao hơn. Quan hệ nghịch biến giữa kỳ phải trả và khả năng sinh lợi của công ty xuất phát từ thực tế rằng các công ty có khả năng sinh lợi càng thấp phải đợi lâu hơn để thanh toán các hoá đơn mua hàng của mình như Deloof (2003), hoặc từ thực tế rằng việc kéo dài thời gian thanh toán cho người bán sẽ làm ảnh hưởng đến uy tín của công ty và do vậy ảnh hưởng đến khả năng sinh lợi của công ty như theo Nobanee (2011).

Tương tự, chu kỳ luân chuyển tiền càng ngắn, tiền tái tạo ra tiền nhanh hơn nên khả năng sinh lợi nhiều hơn. Thời gian thanh toán càng dài, uy tín của công ty trên thị trường càng giảm, càng ảnh hưởng đến khả năng sinh lợi.

Đối với các biến kiểm soát SIZE, hai phương pháp ước lượng có kết quả tương đối khác nhau, cụ thể: Đối với ước lượng Pooled OLS, SIZE được đo lường bằng logarit nepe của tổng tài sản có quan hệ nghịch biến với GOP ở cả 4 mô hình với các giá trị tương ứng -0.00979, -0,00308, -0,00743 và -0,00271 nhưng chỉ có mô hình 1 có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa $\alpha = 10\%$ còn các mô hình 2, 3 và 4 không có ý nghĩa thống kê trong khi ở phương pháp ước lượng GLS, mối quan hệ nghịch biến này lại có ý nghĩa thống kê ở mức cao (α từ 1% đến 5%). Hệ số của các biến này tương ứng cho 4 mô hình là -0.00915, -0,00539, -0,00716 và -0,00511.

Ngoài ra, trong khi tỷ số nợ (LEV) và tỷ lệ thanh toán hiện hành (CR) có quan hệ nghịch biến thì FAR lại có quan hệ đồng biến với tỷ lệ lợi nhuận hoạt động. Các mối quan hệ này đều có ý nghĩa thống kê ở mức cao trừ biến CR ở phương pháp Pooled OLS. Công ty sử dụng nợ nhiều hoặc khả năng thanh toán hiện hành tăng sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến khả năng sinh lợi của công ty, trong khi tỷ trọng tài sản tài chính tăng sẽ làm gia tăng lợi nhuận hoạt động của công ty.

Như vậy, có thể kết luận rằng có mối quan hệ giữa quản trị vốn luân chuyển và khả năng sinh lợi đối với các doanh nghiệp VN, hàm ý rằng giả thuyết Ho của

Bảng 5: Mối quan hệ giữa quản trị vốn luân chuyển và khả năng sinh lời (2006 – 2012): Phương pháp Hiệu ứng cố định (Fixed Effect Model-FEM), cố định theo thời gian.

Biến phụ thuộc: GOP								
	Pooled OLS				GLS			
	Mô hình 1	Mô hình 2	Mô hình 3	Mô hình 4	Mô hình 1	Mô hình 2	Mô hình 3	Mô hình 4
SIZE	-0.00979* (-2.31)	-0.00308 (-0.70)	-0.00743 (-1.71)	-0.00271 (-0.62)	-0.00915*** (-5.61)	-0.00539** (-3.28)	-0.00716*** (-4.55)	-0.00511** (-3.09)
LEV	-0.223*** (-7.66)	-0.242*** (-8.08)	-0.231*** (-7.64)	-0.242*** (-8.11)	-0.222*** (-18.03)	-0.257*** (-20.71)	-0.237*** (-18.81)	-0.257*** (-20.88)
FAR	0.294*** (6.77)	0.282*** (6.32)	0.280*** (6.28)	0.284*** (6.37)	0.133*** (5.34)	0.113*** (4.53)	0.112*** (4.44)	0.114*** (4.59)
CR	-0.00294 (-1.54)	-0.00316 (-1.61)	-0.00376 (-1.92)	-0.00302 (-1.54)	-0.00429*** (-3.50)	-0.00466*** (-3.75)	-0.00492*** (-3.95)	-0.00457*** (-3.70)
RP	-0.000778*** (-10.29)				-0.000572*** (-16.46)			
IP		-0.0000523*** (-4.52)				-0.0000404*** (-7.68)		
PP			-0.000323*** (-4.34)				-0.000325*** (-8.80)	
CCC				-0.0000596*** (-5.25)				-0.0000465*** (-8.34)
_cons	0.499*** (9.38)	0.384*** (7.04)	0.441*** (8.09)	0.381*** (7.02)	0.477*** (22.47)	0.417*** (19.94)	0.436*** (21.74)	0.415*** (19.69)
N	1456	1456	1456	1456	1456	1456	1456	1456

Ghi chú: *, ** và *** tương ứng với các mức ý nghĩa 10, 5 và 1%. Các số trong ngoặc là chỉ số t-statistic.

nghiên cứu bị bác bỏ. Cụ thể hơn, có mối quan hệ nghịch biến giữa kỳ phải thu, kỳ lưu kho, kỳ phải trả và chu kỳ luân chuyển tiền lên tỷ lệ lợi nhuận hoạt động gộp của công ty.

Mô hình GLS giúp giải quyết vấn đề phương sai của sai số thay đổi. Tuy nhiên, để xem xét tác động của các công ty khác nhau đến khả năng sinh lợi, chúng tôi sử dụng mô hình hiệu ứng cố định – Fixed Effect Model, cố định theo thời gian để kiểm tra tác động này. Kết quả của mô hình được trình bày trong Bảng 5.

Kết quả trên cho thấy giống như ước lượng bằng pooled OLS hay GLS, kỳ thu tiền, kỳ lưu kho, kỳ phải trả và chu kỳ

luân chuyển tiền có các hệ số âm như trong bảng trên. Tuy nhiên, mức ý nghĩa của các hệ số lại khác nhau, cụ thể: biến RP có ý nghĩa ở mức $\alpha = 1\%$, biến CCC có ý nghĩa ở mức $\alpha = 5\%$, còn IP và PP chỉ có ý nghĩa ở mức $\alpha = 10\%$.

Đối với các biến kiểm soát, trong cả 4 mô hình, các biến kiểm soát có dấu phù hợp với kết quả ước lượng bằng hai phương pháp OLS và GLS cũng như phần lớn kết quả nghiên cứu thực nghiệm ở các nước khác: các biến SIZE, LEV và CR có tương quan âm trong khi biến FAR có tương quan dương. Tuy nhiên, xét về mức ý nghĩa thống kê thì khác hai mô hình trên, chỉ có biến SIZE có dấu âm thể hiện quan

hệ nghịch biến với khả năng sinh lợi và ở mức ý nghĩa cao ($\alpha = 1\%$) trong khi các biến còn lại LEV, FAR, CR đều không có ý nghĩa thống kê trong cả 4 mô hình.

Như vậy, cả 3 phương pháp ước lượng đều cho kết quả tương đối nhất quán với nhau cả về dấu, độ lớn các hệ số hồi quy cũng như các mức ý nghĩa thống kê. Điều này càng củng cố thêm kết luận rằng quản trị vốn luân chuyển có tác động đến khả năng sinh lợi của các doanh nghiệp VN. Ban quản trị công ty có thể nâng cao khả năng sinh lợi cho các doanh nghiệp của mình bằng cách giảm số ngày thu tiền, giảm thời gian lưu kho, giảm thời gian thanh toán các hóa đơn cũng như giảm kỳ lưu chuyển tiền.

Phân tích hồi quy theo ngành

Bước thứ 2 của phân tích hồi quy, chúng tôi kiểm định xem có sự khác biệt nào giữa các ngành trong mẫu trong mối quan hệ quản trị vốn luân chuyển và khả năng sinh lợi bằng cả hai phương pháp GLS và Fixed Effect. Các công ty trong mẫu nghiên cứu này thuộc 8 ngành kinh tế khác nhau. Việc phân loại ngành dựa trên bảng phân ngành chuẩn của 2 sàn HOSE và HNX dựa trên tiêu chí tiêu chí tỷ lệ ngành chiếm tỷ trọng trong doanh số cao nhất. Thực hiện nghiên cứu này, chúng tôi chọn ngành công nghiệp chế biến, chế tạo (Mã: C) làm ngành cơ sở và đặt 7 biến giả cho các ngành còn lại với giá trị bằng 1 nếu là ngành đó, bằng 0 nếu không phải ngành đó. Chúng tôi chỉ tiến hành hồi quy cho mô hình 4 bằng cả 2 phương pháp GLS và FEM vì CCC là biến đại diện cho quản trị vốn luân chuyển của công ty. Bảng 6 dưới đây trình bày chi tiết các hệ số ước lượng theo ngành cho mô hình 4.

Theo kết quả hồi quy trên đây, tất cả các ngành đều có tương quan âm giữa quản trị vốn luân chuyển với khả năng sinh lợi của công ty (GOP) với biến đại diện là CCC. Các ngành sản xuất, phân phối điện, khí đốt, nước nóng, hơi nước và điều hoà không khí (D) và ngành xây dựng tương quan âm với mức ý nghĩa rất cao (1%) trong khi ngành vận tải, kho bãi (H) và ngành nông nghiệp, lâm nghiệp, thủy sản (A) lại không có ý nghĩa thống kê.

Đối với ngành công nghiệp chế biến chế tạo, chu kỳ luân chuyển tiền (CCC) giảm 1 ngày thì lợi nhuận gộp từ hoạt động

Bảng 6: Mối quan hệ giữa quản trị vốn luân chuyển và khả năng sinh lợi – Mô hình 4

Biến phụ thuộc: GOP	Phương pháp hiệu ứng cố định – FEM	Phương pháp bình phương bé nhất tổng quát – GLS
	Mô hình 4	Mô hình 4
CCC	-0.0000306** (-3.95)	-0.0000342*** (-3.40)
SIZE	-0.00167 (-0.20)	-0.0025 (-0.67)
LEV	-0.189** (-5.58)	-0.197*** (-7.52)
FAR	0.349 -2.04	0.196*** -4.97
CR	-0.00324 (-1.49)	-0.00456** (-3.01)
Ngành nông nghiệp, lâm nghiệp, thủy sản (A)	-0.0219 (-1.03)	-0.00364 (-0.18)
Ngành khai khoáng (B)	0.0397* -2.65	0.0489* -2.26
Ngành sản xuất, phân phối điện, khí đốt, nước nóng, hơi nước và điều hoà không khí (D)	-0.0809*** (-18.64)	-0.0809*** (-3.89)
Ngành xây dựng (F)	-0.0968*** (-15.75)	-0.0952*** (-6.85)
Ngành bán buôn, bán lẻ; sửa chữa ô tô, mô tô, xe máy và xe có động cơ khác (G)	-0.0470* (-2.77)	-0.0337* (-2.07)
Ngành vận tải, kho bãi (H)	-0.0116 (-0.54)	-0.0331* (-2.04)
Ngành bất động sản (L)	-0.119** (-5.73)	-0.0999*** (-4.45)
_cons	0.364** -4.11	0.390*** -8.43
N	1456	1456

Ghi chú: *, ** và *** tương ứng với các mức ý nghĩa 10, 5 và 1%. Các số trong ngoặc là chỉ số t-statistic.

kinh doanh (GOP) trung bình của các công ty trong ngành tăng 0.00306% với mức ý nghĩa $\alpha = 5\%$. Trong khi đó, cũng với 1 ngày giảm trong CCC lại làm cho

GOP trung bình của ngành xây dựng (F) và ngành sản xuất, phân phối điện, khí đốt, nước nóng, hơi nước và điều hoà không khí (D) tăng cao hơn ngành công

ngành chế biến, chế tạo tương ứng là 9,68% và 0.0809. Cả hai đều có $\alpha = 1\%$. Ngành bất động sản (I) là ngành có mức tăng GOP trung bình cao nhất, và ngành vận tải kho bãi (h) là ngành có mức tăng thấp nhất so với ngành công nghiệp chế biến, chế tạo khi giảm 1 ngày CCC. Lợi nhuận hoạt động trung bình của hai ngành này tương ứng cao hơn ngành công nghiệp chế biến, chế tạo là 11,9% và 1,16% với mức ý nghĩa thống kê $\alpha = 5\%$ cho ngành bất động sản trong khi con số của ngành vận tải, kho bãi lại không có ý nghĩa thống kê.

5. Kết luận

Chúng tôi đã nghiên cứu mối quan hệ giữa quản trị vốn luân chuyển và khả năng sinh lợi từ hoạt động kinh doanh ở 208 công ty niêm yết trên hai Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE) và Hà Nội (HNX) từ năm 2006 đến năm 2012. Kết quả nghiên cứu bằng các phương pháp khác nhau đều đã chứng minh cho thấy quản trị vốn luân chuyển được đo lường bằng chu kỳ luân chuyển tiền (CCC) có tác động âm lên tỷ suất sinh lợi hoạt động kinh doanh của công các công ty. Chúng tôi cũng tìm thấy mối quan hệ nghịch biến và có ý nghĩa về mặt thống kê giữa kỳ thu tiền (RP) và kỳ lưu kho (IP) và kỳ phải trả (PP) với tỷ lệ lợi nhuận hoạt động từ hoạt động kinh doanh (GOP). Điều này hàm ý rằng các công ty có thể gia tăng lợi nhuận của mình bằng cách rút ngắn kỳ thu tiền, kỳ lưu kho và kỳ phải trả. Tuy nhiên, mức độ tác động không lớn. Kết quả này hoàn toàn nhất quán với rất nhiều công trình nghiên cứu trước đó, cụ thể như Raheman và Nasr, và

Deloof (2003), Garcia, Martins và Brandao (2011) và Mansoori và Muhammad (2012)...

Nhìn chung, kết quả phân tích của chúng tôi cho thấy rằng các công ty có thể xem xét hoạt động quản trị tài chính của mình để có thể nâng cao khả năng sinh lợi và qua đó gia tăng giá trị tài sản cho cổ đông. Một cách để thực hiện điều đó chính là tối ưu hóa chu kỳ luân chuyển tiền, hay nói khác đi quản trị vốn luân chuyển một cách có hiệu quả, ban quản trị công ty có thể cải thiện khả năng sinh lợi cho công ty. Một mặt, giảm kỳ phải thu, kỳ lưu kho và kỳ phải trả sẽ làm tăng khả năng thanh khoản cho công ty, nhờ đó tác động tích cực đến vị thế tài chính của công ty. Mặt khác, quản trị vốn luân chuyển tốt có thể giúp phát triển các hình thức tài trợ khác bởi vì các tổ chức tín dụng, những người sẽ xem xét và đánh giá cơ cấu bản cân đối kế toán của công ty khi đưa ra quyết định tài trợ sẽ đầu tư thêm vào những công ty có vị thế tài chính mạnh và rút bớt vốn hoặc giảm cho vay với những công ty có vị thế tài chính không tốt. Ngoài ra, ở các ngành khác nhau, mối tương quan giữa quản trị vốn luân chuyển và khả năng sinh lợi cũng tương đối khác nhau.

Bài nghiên cứu này mới dừng ở nghiên cứu mối quan hệ giữa quản trị vốn luân chuyển và tỷ lệ lợi nhuận hoạt động của doanh nghiệp. Trong tương lai, chúng tôi sẽ mở rộng nghiên cứu mối quan hệ này với giá trị thị trường cũng như khả năng thanh khoản của công ty với khoảng thời gian dài hơn và số công ty lớn hơn.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Azhar, N., & Noriza, M. (2010), "Working Capital Management: The Effect of Market Valuation and Profitability in Malaysia", *International Journal of Business and Management*, 5 (11), 140-147.
- Chatterjee (2010), *Impact of Working Capital Management on the Profitability of the Listed Companies in the London Stock Exchange*, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1587429
- Deloof, M. (2003), "Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firms?", *Journal of Business Finance & Accounting*, 30 (3-4), 573-588.
- Dong, Huynh Phuong & Jhy-tay Su (2010), "The Relationship between Working Capital Management and Profitability: A Vietnam Case", *International Research Journal of Finance and Economics*, Issue 49, pp.59-67.
- Enqvist, Graham, & Nikkinen (2012), *The Impact of Working Capital Management on Firm Profitability in Different Business Cycles: Evident from Finland*, <http://papers.ssrn.com/abstract=1794802>
- Faulkender, M., & Wang, R. (2006), "Corporate Financial policy and the Value of Cash", *Journal of Finance* (61), 1957-1997.
- 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.
- Garcia, Martins & Brandao (2011), *The Impact of Working Capital Management upon Companies' Profitability: Evidence from European Companies*, FEP Working Papers, n.438, Nov. 2011.
- Gill, A., Biger, N., & Neil, M. (2010), "The Relationship Between Working Capital Management And Profitability: Evidence From The United States", *Business and Economics Journal*, 10, 1-9.

(Xem tiếp trang 90)