

TÁC ĐỘNG CỦA QUẢN LÝ VỐN LƯU ĐỘNG ĐẾN LỢI NHUẬN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TRÊN SÀN CHỨNG KHOÁN THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH

Vương Đức Hoàng Quân¹, Dương Diễm Kiều²

¹Viện NCPT TP.HCM, ²Trường CĐ Kinh tế TP.HCM

¹quan_vdh@yahoo.com, ²yang201278@gmail.com

Ngày nhận bài: 18/11/2015; Ngày duyệt đăng: 21/3/2016

TÓM TẮT

Quản lý vốn lưu động là vấn đề rất quan trọng đối với hoạt động của doanh nghiệp. Nếu doanh nghiệp quản lý vốn lưu động hiệu quả sẽ tác động tích cực đến lợi nhuận, hạn chế rủi ro về vấn đề thanh khoản và làm tăng giá trị của doanh nghiệp. Nghiên cứu phân tích và đánh giá mức độ tác động của vốn lưu động đến lợi nhuận của 29 doanh nghiệp thuộc 4 ngành dược phẩm, ngành thép, ngành thực phẩm và ngành thủy sản niêm yết trên sàn chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) với giai đoạn tập trung là từ năm 2010 đến 2014. Kết quả nghiên cứu thể hiện qua mô hình hồi qui riêng của từng ngành và cho thấy mức độ tác động của vốn lưu động đến lợi nhuận đối với 4 ngành nghiên cứu rất khác nhau. Nghiên cứu cũng đề cập đến các biện pháp nhằm quản lý hiệu quả vốn lưu động của các doanh nghiệp theo từng ngành.

Từ khóa: quản lý, vốn lưu động, lợi nhuận.

ABSTRACT

Impacts of working capital management on profit of companies listed on Ho Chi Minh city's stock exchange

Working capital management is a very important issue for the operation of any business. Working capital efficiency helps not only improve the firm's profitability but reduce liquidity risk and finally increase the value of the business. The research computed and analysed the working capital ratios of the companies listed on the Hochiminh City Stock Exchange (HOSE) during the period from 2010 to 2014 in four different industrial sectors: pharmaceutical, steel, food processing and aqua products. The results were demonstrated by regression model of each sector and showed that the impact of working capital on profits for different industries had different levels. The research also referred to measures aimed at effective management of working capital of enterprises by sector.

Keywords: management, working capital, profits.

1. Giới thiệu

Đối với các doanh nghiệp tại Việt Nam, hầu hết, việc quản lý vốn lưu động chưa có sự quan tâm đúng mức đến những đặc thù hoạt động riêng của ngành. Nhận định trên góp phần lý giải cho thực trạng một số lượng lớn các công ty cổ phần lâm vào tình trạng mất khả năng thanh toán hay thua lỗ nhiều vì hàng tồn kho lớn trong những năm giai đoạn 2012 - 2014. Số liệu thống kê cho thấy, trong các năm 2012, 2013, các doanh nghiệp lớn như Tập đoàn Hòa Phát (Mã CK: HPG) và Công ty Thép Dana Ý (Mã CK: DNY) cũng bị thua lỗ nhiều do hàng tồn kho quá nhiều. Một bằng chứng khác thể hiện qua việc nhiều doanh nghiệp còn đầu tư dàn trải, không tập trung vào lĩnh vực hoạt động chính của doanh nghiệp, dẫn

đến giảm lợi nhuận rất nhiều do thua lỗ đầu tư ngoài ngành. Theo báo cáo hợp nhất vào quý 1/2014, Tập đoàn Masan (Mã CK: MSN) giảm lợi nhuận gần 66%, xuống còn gần 430 tỷ đồng lãi sau thuế và là doanh nghiệp thực phẩm giảm lãi mạnh nhất. Nguyên nhân chính nằm ở hoạt động ngân hàng, với khoản lỗ từ Công ty liên kết Techcombank, hơn 194 tỷ đồng. Cũng thực trạng trên đối với Công ty cổ phần Đường Biên Hòa (Mã CK: BHS) (quý 1/2014) chỉ thu lãi sau thuế cổ đông 38,8 tỷ đồng, thấp hơn cùng kỳ năm trước gần 70%. Doanh thu giảm trong khi trị giá vốn tăng so với một năm trước là yếu tố khiến lợi nhuận doanh nghiệp này co lại. Theo lý giải từ Đường Biên Hòa, chi phí tài chính tăng gấp đôi cũng là nguyên nhân làm sụt lãi công

ty, trong khi đó lãi từ hoạt động tài chính thu về giảm so với cùng kỳ. Đồng quan điểm với vấn đề trên, Thời báo tài chính Việt Nam cho rằng việc không xác định được lợi thế chính của doanh nghiệp mà đầu tư dàn trải là “đường tử” của các doanh nghiệp. Thực trạng quản lý vốn lưu động của các doanh nghiệp tại Việt Nam có thể nói đã góp phần khiến cho hiệu quả hoạt động tài chính của các doanh nghiệp nói chung trong thời gian qua đã không đạt được kết quả như mong muốn của các nhà quản lý và sau cùng khó có thể làm tối đa giá trị doanh nghiệp như kỳ vọng của các cổ đông.

Tổng quan nghiên cứu cho thấy có nhiều nghiên cứu về vốn lưu động nhưng chưa so sánh mức độ tác động khác nhau giữa các ngành. Bài viết nghiên cứu mức độ tác động của vốn lưu động đến lợi nhuận của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán HOSE hiện nay, so sánh mức độ tác động của quản lý vốn lưu động đến lợi nhuận của các doanh nghiệp thuộc các ngành khác nhau, và trên kết quả của các phân tích định tính từ việc kiểm định mô hình bằng phần mềm SPSS, cho thấy kết quả tác động của quản lý vốn lưu động đến lợi nhuận của các công ty niêm yết trên sàn chứng khoán HOSE thuộc bốn nhóm ngành công nghiệp, so sánh kết quả tác động, từ đó đưa ra một số đề xuất về giải pháp phù hợp đối với từng ngành. Đây là những vấn đề các nhà quản lý cần quan tâm để quản lý vốn lưu động hiệu quả, thực hiện tốt cân đối thanh khoản, góp phần làm tăng giá trị doanh nghiệp của doanh nghiệp mình.

2. Cơ sở lý thuyết

Vốn lưu động đề cập đến tài sản lưu động dùng trong hoạt động của doanh nghiệp, đó là nguồn vốn đầu tư của doanh nghiệp vào tài sản lưu động. Tài sản lưu động là những tài sản ngắn hạn thường xuyên luân chuyển trong quá trình kinh doanh.

Một doanh nghiệp nếu kinh doanh có lãi vẫn có thể gặp khó khăn tài chính nếu không quản lý một cách hiệu quả ngân lưu từ hoạt động kinh doanh. Các doanh nghiệp có lãi vẫn có thể mất khả năng thanh toán nếu phần lớn nguồn lực bị tồn đọng dưới dạng hàng tồn kho hoặc không thu được tiền đúng hạn từ các khoản bán chịu.

Điều đó tùy thuộc vào chính sách tài trợ vốn lưu động của doanh nghiệp. Nhìn chung có 3 hướng chính sách: *Thứ nhất*, cân đối phù hợp thời gian chuyển thành tiền của tài sản với thời hạn trả của nguồn tài trợ; *Thứ hai*, sử dụng nguồn ngắn hạn để tài trợ cho tài sản thường xuyên; *Thứ ba*, sử dụng nguồn vốn thường xuyên để tài trợ cho tài sản thường xuyên và tài sản tạm thời. Chính sách vốn lưu động được phản ánh trong tỷ số thanh toán hiện hành, vòng quay tiền mặt, vòng quay hàng tồn kho và kỳ thu tiền bình quân.

Nhiều nghiên cứu trong và ngoài nước nghiên cứu về vấn đề vốn lưu động có tác động đến lợi nhuận. Theo Deloof (2003), việc quản lý vốn lưu động có ảnh hưởng đến lợi nhuận của các công ty ở Bỉ và chu kỳ luân chuyển tiền mặt được sử dụng như một biện pháp toàn diện về quản lý vốn lưu động của các công ty và các nhà quản lý có thể tăng lợi nhuận bằng cách giảm số ngày các khoản phải thu và hàng tồn kho. Theo Kesseven Padachi (2006), quản lý vốn lưu động có tầm quan trọng đặc biệt đối với các công ty nhỏ, các công ty nhỏ có xu hướng tăng các thành phần của vốn lưu động trong ngắn hạn và đầu tư cao vào hàng tồn kho và các khoản phải thu thì lợi nhuận thấp, nghiên cứu cũng cho thấy mức độ tác động của vốn lưu động đến lợi nhuận của các công ty nhỏ ở Mauritius. Theo Ali và Hassan (2010), vốn lưu động là thành phần rất quan trọng, đóng vai trò huyết mạch trong kinh doanh của công ty. Enqvist (2010) thì cho rằng trong thời gian suy thoái kinh tế, việc quản trị vốn lưu động tác động đến lợi nhuận của các doanh nghiệp rõ rệt hơn so với giai đoạn kinh tế phát triển. Theo Trần Nguyễn Khánh Chi (2010), các giải pháp tài chính nhằm nâng cao hiệu quả sử dụng vốn lưu động tại liên hiệp hợp tác xã thương mại TP.HCM là giảm lượng hàng tồn kho, quản lý quỹ tiền mặt... Các nghiên cứu trước đã phân tích tình hình vốn lưu động và tác động của quản lý vốn lưu động đến lợi nhuận nhưng chưa so sánh sự tác động khác nhau đối với các ngành khác nhau và các ngành khác nhau phải có cách quản lý vốn lưu động riêng cho phù hợp với ngành kinh doanh của mình. Nghiên cứu này mở rộng thêm việc đánh giá, so sánh giữa các ngành với nhau, đề ra biện pháp quản lý vốn lưu động hiệu quả riêng cho từng ngành.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Chọn mẫu doanh nghiệp nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng số liệu của 29 doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán HOSE thuộc 4 ngành: ngành dược phẩm (6 doanh nghiệp), ngành thép (6 doanh nghiệp), ngành thực phẩm (9 doanh nghiệp) và ngành thủy sản (8 doanh nghiệp) trong giai đoạn từ năm 2010 đến 2014. Đây là giai đoạn được xem là khó khăn của kinh tế Việt Nam nói chung và của các doanh nghiệp nói riêng (các doanh nghiệp phá sản, giải thể trong giai đoạn này tăng đột biến: năm 2010 hơn 43.000 doanh nghiệp; năm 2011 hơn 50.000 doanh nghiệp; năm 2012 hơn 54.000 doanh nghiệp; năm 2013 hơn 60.000 doanh nghiệp; năm 2014 hơn 64.000 doanh nghiệp); do vậy, việc quan tâm đến quản lý vốn lưu động và tính thanh khoản được xem là hết sức cần thiết cho sự tồn tại và phát triển của các doanh nghiệp. Bài viết chọn 4 ngành nêu trên vì trên cơ sở đây là các ngành này có qui mô doanh nghiệp, đặc trưng ngành khá khác biệt và có thể, trong chừng mực nào đó, đại diện cho các nhóm ngành công nghiệp trọng yếu là hóa-dược, công nghiệp nặng, chế biến tinh lương thực thực phẩm và nông-lâm-thủy sản nhằm so sánh đối ứng kết quả để có cái nhìn tổng quan hơn. Tổng số lượng mẫu sử dụng để phân tích và chạy SPSS là 145 mẫu, trong đó ngành dược là 30 mẫu, ngành thép là 30 mẫu, ngành thực phẩm là 45 mẫu và ngành thủy sản là 40 mẫu.

3.2. Xây dựng mô hình nghiên cứu

Căn cứ vào lý thuyết về vốn lưu động và dựa vào các mô hình nghiên cứu trước, cụ thể là mô hình đề xuất của Kesseven Padachi. Mô hình nghiên cứu của Padachi sử dụng các biến để tính toán và phân tích. Các biến độc lập trong mô hình của Padachi gồm: lợi nhuận trước thuế/doanh thu – EBIT/S; ngày thu tiền bình quân – ACP; vòng quay hàng tồn kho – ITR; kỳ luân chuyển hàng tồn kho – DIH; kỳ thanh toán nợ phải trả – DPO; chu kỳ chu chuyển tiền – CCC, doanh thu/tổng tài sản – S/TA; tổng nợ/tổng tài sản – D/A; nợ ngắn hạn/tổng tài sản – CL/TA; tài sản ngắn hạn/tổng tài sản – CA/TA; phải thu khách hàng/tài sản ngắn hạn – AR/CA; logarit doanh thu – Ln_S. Để phù hợp với mục đích nghiên cứu với đối tượng là các doanh nghiệp Việt Nam, tác giả

bỏ bớt một số biến không có ý nghĩa thống kê hoặc có tính chất tương đồng nhau như lợi nhuận trước thuế/doanh thu – EBIT/S; doanh thu/tổng tài sản – S/TA; phải thu khách hàng/tài sản ngắn hạn – AR/CA; vòng quay hàng tồn kho – ITR. Bên cạnh đó, tác giả thêm vào một chỉ tiêu mới, đó là kỳ luân chuyển vốn lưu động (K). Tác giả xây dựng mô hình nghiên cứu như sau:

Về biến phụ thuộc là lợi nhuận, nghiên cứu lấy chỉ tiêu đại diện cho lợi nhuận là ROA – biến Y, được tính bằng lợi nhuận sau thuế/tổng tài sản. Vì với mục đích là xét về lợi nhuận tổng thể, nên tác giả sử dụng kết quả hoạt động chung của doanh nghiệp để đo lường chỉ tiêu lợi nhuận, và không nghiên cứu đến lợi nhuận của nhà đầu tư cũng như lợi nhuận của vốn chủ sở hữu.

Về biến độc lập, nghiên cứu sử dụng hai nhóm biến, đó là nhóm biến giải thích và nhóm biến kiểm soát.

- Nhằm phù hợp với mục đích nghiên cứu, phù hợp với lý thuyết về vốn lưu động tại Việt Nam và phù hợp với đối tượng nghiên cứu là các doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán HOSE tại Việt Nam, nhóm biến giải thích gồm: khoản phải thu, hàng tồn kho, khoản phải trả, chu kỳ chu chuyển tiền, kỳ luân chuyển vốn lưu động và được đo lường bằng các chỉ tiêu như: Chỉ số ngày thu tiền bình quân – ACP; kỳ luân chuyển vốn lưu động –K; kỳ luân chuyển hàng tồn kho – DIH; kỳ thanh toán nợ phải trả – DPO; chu kỳ chu chuyển tiền – CCC.

- Nhóm biến kiểm soát gồm qui mô doanh nghiệp và các biến có thể ảnh hưởng đến lợi nhuận và được đo lường bằng các chỉ tiêu như: chỉ số tổng nợ/tổng tài sản – D/A; chỉ số nợ ngắn hạn/tổng tài sản – CL/TA; chỉ số tài sản ngắn hạn/tổng tài sản – CA/TA; logarit doanh thu – Ln_S.

Như vậy, dựa vào mô hình đề xuất của Padachi và để phù hợp với nghiên cứu các doanh nghiệp Việt Nam, nghiên cứu sử dụng tất cả là 9 chỉ tiêu làm thang đo cho các nhóm biến độc lập. Cụ thể:

(1) Chỉ số tài sản ngắn hạn/tổng tài sản – X1: chỉ số này cho biết tỷ trọng tài sản ngắn hạn trên tổng tài sản của doanh nghiệp. Chỉ số này cao chứng tỏ doanh nghiệp có tài sản ngắn hạn cao. Chỉ số này có quan hệ thuận chiều với ROA.

$$X1 = \frac{\text{Tài sản ngắn hạn (CA)}}{\text{Tổng tài sản (TA)}}$$

(2) Chu kỳ luân chuyển tiền – X2: Chu kỳ luân chuyển tiền hay chu kỳ quỹ (CCC) là khoản thời gian các nguồn vốn được đầu tư vào VLĐ. Chu kỳ luân chuyển tiền càng cao chứng tỏ thời gian các nguồn vốn được đầu tư vào VLĐ cao. Như vậy, chỉ số này có quan hệ ngược chiều với ROA.

$$X2 = \text{ACP} + \text{DIH} - \text{DPO} \quad (\text{CCC})$$

(3) Chỉ số ngày thu tiền bình quân – X3: Chỉ số này cho biết bình quân doanh nghiệp mất bao nhiêu ngày cho một khoản phải thu. Ngày thu tiền bình quân càng thấp chứng tỏ doanh nghiệp ít bị chiếm dụng vốn và doanh nghiệp quản lý khoản phải thu tốt. Chỉ số này có quan hệ ngược chiều với ROA.

$$X3 = \frac{\text{Phải thu khách hàng}}{\text{Doanh thu bq ngày}} \quad (\text{ACP})$$

(4) Kỳ thanh toán nợ phải trả – X4: Kỳ thanh toán nợ phải trả là khoảng thời gian trung bình tính từ lúc doanh nghiệp mua hàng hóa, nguyên vật liệu cho đến lúc trả tiền cho người bán. Kỳ thanh toán nợ phải trả càng cao thì chứng tỏ doanh nghiệp chiếm dụng vốn của người bán để sản xuất kinh doanh. Như vậy, chỉ số này có quan hệ thuận chiều với ROA.

$$X4 = \frac{\text{Nợ mua hàng phải trả ngày}}{\text{Giá vốn}} \quad (\text{DPO})$$

(5) Kỳ luân chuyển hàng tồn kho – X5: Kỳ luân chuyển hàng tồn kho phản ánh số ngày để thực hiện một vòng quay hàng tồn kho trong năm. Kỳ luân chuyển hàng tồn kho càng thấp thì chứng tỏ doanh nghiệp sử dụng hàng tồn kho càng hiệu quả. Như vậy, chỉ số này có quan hệ ngược chiều với ROA.

$$X5 = \frac{\text{Số dư TB hàng tồn kho ngày}}{\text{Giá vốn}} \quad (\text{DIH})$$

(6) Kỳ luân chuyển vốn lưu động – X6: Kỳ luân chuyển vốn lưu động phản ánh số ngày để thực hiện một vòng quay vốn lưu động. Số lần luân chuyển vốn lưu động càng nhiều, đồng nghĩa với kỳ luân chuyển vốn lưu động càng thấp chứng tỏ doanh nghiệp sử dụng vốn lưu động càng hiệu quả. Như vậy, chỉ số này có quan hệ ngược chiều với ROA.

$$X6 = \frac{360}{L (\text{Số lần luân chuyển VLĐ})} \quad (\text{K})$$

(7) Chỉ số tổng nợ/tổng tài sản – X7: Chỉ số này cho biết mức độ sử dụng nợ của doanh nghiệp. Chỉ số này thấp chứng tỏ doanh nghiệp có khả năng tự chủ tài chính. Ngược lại, chỉ số này cao chứng tỏ doanh nghiệp sử dụng nhiều nợ. Thực tế doanh nghiệp cần sử dụng nguồn tài trợ từ nợ, cần tận dụng được lợi thế của đòn bẩy tài chính để gia tăng khả năng sinh lợi của doanh nghiệp, tuy nhiên cần cân nhắc giữa lợi nhuận có được từ việc vốn được tài trợ từ các khoản nợ và chi phí vốn phát sinh, nếu chi phí vốn phát sinh thấp hơn lợi nhuận có được từ việc sử dụng nợ thì sẽ làm tăng lợi nhuận. Ngược lại nếu chi phí vốn phát sinh cao hơn lợi nhuận có được từ việc sử dụng nợ thì sẽ làm giảm lợi nhuận. Vì vậy, chỉ số này vừa có quan hệ thuận chiều và vừa có quan hệ ngược chiều với ROA.

$$X7 = \frac{\text{Tổng nợ (D)}}{\text{Tổng tài sản (A)}}$$

(8) Chỉ số nợ ngắn hạn/Tổng tài sản – X8: Chỉ số này cho biết mức độ sử dụng nợ ngắn hạn của doanh nghiệp. Chỉ số này thấp chứng tỏ doanh nghiệp ít sử dụng nợ ngắn hạn. Ngược lại, chỉ số này cao chứng tỏ doanh nghiệp sử dụng nhiều nợ ngắn hạn. Doanh nghiệp có thể tận dụng nguồn tài trợ từ nợ ngắn hạn để gia tăng khả năng sinh lợi của doanh nghiệp. Tuy nhiên, cần cân nhắc giữa lợi nhuận có được từ việc vốn được tài trợ từ các khoản nợ ngắn hạn và chi phí vốn phát sinh, nếu chi phí vốn phát sinh thấp hơn lợi nhuận có được từ việc sử dụng nợ ngắn hạn thì sẽ làm tăng lợi nhuận. Ngược lại nếu chi phí vốn phát sinh cao hơn lợi nhuận có được từ việc sử dụng nợ ngắn hạn thì sẽ làm giảm lợi nhuận. Vì vậy, chỉ số này vừa có quan hệ thuận chiều và vừa có quan hệ ngược chiều với ROA.

$$X8 = \frac{\text{Nợ ngắn hạn (CL)}}{\text{Tổng tài sản (TA)}}$$

(9) Logarit doanh thu – X9: Chỉ số này có quan hệ thuận chiều với ROA.

$$X9 = \text{Ln}_S$$

Mô hình hồi qui đa biến dự kiến:

Mô hình hồi qui đa biến thể hiện mối liên hệ giữa quản lý vốn lưu động và lợi nhuận của doanh nghiệp dự kiến như sau:

$$Y = B_0 + B_1X_1 + B_2X_2 + B_3X_3 + B_4X_4 + B_5X_5 + \dots + B_9X_9$$

Bảng 1: Bảng tóm tắt chiều hướng tác động của biến độc lập đến ROA

S T T	Tên biến	Viết tắt	Ký hiệu	Chiều hướng tác động đến lợi nhuận	
				Theo nghiên cứu của K. Padachi	Giả thuyết của bài viết
1	Lợi nhuận (Biến phụ thuộc)	ROA	Y		
2	Tài sản ngắn hạn/Tổng tài sản	CA/TA	X1	+	+
3	Chu kỳ luân chuyển tiền	CCC	X2	-	-
4	Ngày thu tiền bình quân	ACP	X3	Không tác động	-
5	Kỳ thanh toán nợ phải trả	DPO	X4	Không tác động	+
6	Kỳ luân chuyển hàng tồn kho	DIH	X5	Không tác động	-
7	Kỳ luân chuyển vốn lưu động	K	X6	Không nghiên cứu	-
8	Nợ ngắn hạn/Tổng tài sản	CL/TA	X8	-	+,-
9	Nợ ngắn hạn/Tổng tài sản	CL/TA	X8	-	+,-
10	Ln_Doanh thu	Ln_S	X9	+	+

3.3. Phương pháp phân tích hồi qui

Nghiên cứu chọn phương pháp phân tích hồi qui vì đây là phương pháp phân tích nghiên cứu định lượng, có kết quả nghiên cứu cụ thể, giúp nhà quản lý thấy rõ hơn vấn đề cần quan tâm. Quy trình phân tích hồi qui được trình bày thứ tự theo các bước: (1) Xử lý số liệu trước khi phân tích hồi qui: Số liệu phân tích được xử lý từ báo cáo tài chính của 29 doanh nghiệp niêm yết trên sàn HOSE. Tuy nhiên một số biến độc lập quá lớn so với biến phụ thuộc ROA như: kỳ luân chuyển vốn lưu động (K), kỳ luân chuyển hàng tồn kho (DIH), kỳ thanh toán nợ phải trả (DPO), ngày thu tiền bình quân (ACP) và chu kỳ luân chuyển tiền (CCC) nên điều chỉnh giảm các biến này xuống thứ nguyên bằng cách chia cho 100 tính theo thứ nguyên phần trăm để trị số của các biến này nhỏ xuống, còn doanh thu (S) thì lấy logarit của doanh thu (Ln_S), như vậy khi chạy số liệu ra kết quả hồi qui thì hệ số beta mới có ý nghĩa. (2) Kiểm tra tính chất phân phối chuẩn của dữ liệu trước khi phân tích hồi qui: Mô hình hồi qui tuyến tính dựa trên giả định rằng biến phụ thuộc phải có phân phối chuẩn đối với bất kỳ kết hợp nào của các biến độc lập trong mô hình. Do đó, việc kiểm định tính phân phối chuẩn dữ liệu của các biến là một điều kiện tiên quyết trước khi thiết lập mô hình hồi qui. Để thực hiện kiểm định phân phối chuẩn, nghiên cứu sử dụng kiểm định Kolmogorov-Smirnov của phần mềm thống kê SPSS. (3) Phân tích mối quan hệ tương quan: Hệ

số tương quan r thể hiện mối tương quan tuyến tính giữa các biến. Giá trị của r : $-1 \leq r \leq 1$. Nếu $|r|$ càng gần 1, phản ánh mối tương quan tuyến tính giữa 2 biến càng chặt chẽ. Nếu $|r|$ càng xa 1 phản ánh mối tương quan không chặt chẽ. Nếu $|r|=0$ hai biến không có liên hệ tương quan tuyến tính. Dấu của r phản ánh chiều của mối quan hệ giữa 2 biến. Nếu $r > 0$, phản ánh quan hệ thuận chiều. Nếu $r < 0$, phản ánh hệ trái chiều giữa 2 biến. (4) Lựa chọn các biến đưa vào mô hình nghiên cứu: Mô hình hồi qui dự kiến ban đầu của nghiên cứu bao gồm 9 biến độc lập. Sau khi xem xét mối tương quan và ý nghĩa thống kê, chọn lựa những biến có ý nghĩa để đưa vào mô hình nghiên cứu. (5) Sử dụng phương pháp loại trừ dần để phân tích hồi qui đa biến: Sau khi lựa chọn được các biến độc lập đạt các điều kiện tốt nhất để đưa vào mô hình, nghiên cứu tiếp tục sử dụng thủ tục “phương pháp loại trừ dần - Backward elimination” của phần mềm thống kê SPSS để loại những biến “rác” và dò tìm hiện tượng đa cộng tuyến. Phương pháp này khởi đầu đưa tất cả các biến vào trong phương trình và sau đó loại trừ dần chúng bằng tiêu chuẩn loại trừ (Remove criteria). Sau khi tiến hành chạy thủ tục “Phương pháp loại trừ dần - Backward elimination” cho ta kết quả chi tiết. Kết quả cũng cho ta thấy hệ số phóng đại phương sai (Variance inflation factor, VIF) không vượt quá 10, chứng tỏ không xảy ra dấu hiệu đa cộng tuyến trong mô hình hồi qui.

4. Kết quả và thảo luận

4.1 Kết quả nghiên cứu: Từ bảng tổng hợp số liệu kết quả mô hình hồi qui, ta thấy:

- Mô hình được chọn của ngành dược dừng lại ở mô hình thứ 5 có giá trị R2 điều chỉnh là 69,5%, điều này có nghĩa là mô hình có thể giải thích được 69,5% sự thay đổi của ROA.

- Mô hình được chọn của ngành thép dừng lại ở mô hình thứ 6 có giá trị R2 điều chỉnh là 67,9%, điều này có nghĩa là mô hình có thể giải thích được 64,2% sự thay đổi của ROA.

- Mô hình được chọn của ngành thực phẩm dừng lại ở mô hình thứ 6 có giá trị R2 điều chỉnh là 65,8%, điều này có nghĩa là mô hình có thể giải thích được 65,8% sự thay đổi của ROA.

- Mô hình được chọn của ngành thủy sản dừng lại ở mô hình thứ 6 có giá trị R2 điều chỉnh là 74%, điều này có nghĩa là mô hình có thể giải thích được 70,2% sự thay đổi của ROA.

Kết quả mô hình hồi qui của 4 ngành nghiên cứu:

Bảng 2: Tóm tắt mô hình sau khi chạy thử loại trừ dần của 4 ngành

Ngành	Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	ANOVA ^d	
Dược	5	0,834 ^e	0,695	0,646	0,02732	14,251	0,000 ^f
Thép	6	0,824 ^f	0,679	0,642	0,02586	18,352	0,000 ^g
Thực phẩm	6	0,825 ^f	0,681	0,658	0,05568	29,171	0,000 ^g
Thủy sản	4	0,860 ^d	0,740	0,702	0,03321	19,368	0,000 ^e

Bảng 3 : Kết quả mô hình hồi qui 4 ngành

Ngành	Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
Dược	Model 5					
	(Constant)	-1,388	0,26		-5,343	0,000
	CA/TA	0,231	0,063	0,525	3,703	0,001
	D/A	0,407	0,135	1,308	3,017	0,006
	CL/TA	-0,706	0,162	-1,955	-4,350	0,000
	Ln_S	0,052	0,009	0,685	5,488	0,000
Thép	Model 6					
	(Constant)	0,195	0,031		6,273	0,000
	CA/TA	0,146	0,079	0,462	1,849	0,076
	K	-0,056	0,032	-0,458	-1,737	0,094
	CL/TA	-0,386	0,099	-1,515	-3,898	0,001
Thực phẩm	Model 6					
	(Constant)	-1,371	0,264		-5,197	0,000
	DPO	-0,068	0,033	-0,181	-2,045	0,047
	D/A	-0,233	0,038	-0,551	-6,180	0,000
	Ln_S	0,056	0,009	0,539	6,058	0,000
Thủy sản	Model 4					
	(Constant)	0,802	0,255		3,141	0,003
	CA/TA	0,446	0,060	0,815	7,415	0,000
	ACP	-0,084	0,023	-0,500	-3,628	0,001
	DIH	-0,039	0,013	-0,340	-2,988	0,005

Viết lại các mô hình hồi qui:**- Ngành dược:**

$$Y = -1,388 + 0,231 X_1 - 0,407 X_7 - 0,706 X_8 + 0,052 X_9$$

$$R^2 = 0,696 \quad R^2 \text{ Adjusted} = 0,646 \quad N = 30$$

- Ngành thép:

$$Y = 0,195 + 0,146 X_1 - 0,056 X_6 - 0,386 X_8$$

$$R^2 = 0,679 \quad R^2 \text{ Adjusted} = 0,642 \quad N = 30$$

- Ngành thực phẩm:

$$Y = -1,371 - 0,068 X_4 - 0,233 X_7 + 0,056 X_9$$

$$R^2 = 0,681 \quad R^2 \text{ Adjusted} = 0,658 \quad N = 45$$

- Ngành thủy sản:

$$Y = 0,802 + 0,446 X_1 - 0,084 X_3 - 0,039 X_5 - 0,125 X_8 + 0,03 X_9$$

$$R^2 = 0,740 \quad R^2 \text{ Adjusted} = 0,702 \quad N = 40$$

Kết quả trên cho thấy sự tác động của các biến độc lập đến ROA của các ngành rất khác nhau, chi tiết được trình bày trong bảng so sánh kết quả phân tích hồi qui 4 ngành.

Bảng 4: So sánh kết quả phân tích hồi qui 4 ngành

Biến độc lập	Ký hiệu	Chiều hướng tác động đến ROA theo kết quả nghiên cứu			
		Ngành dược	Ngành thép	Ngành thực phẩm	Ngành thủy sản
CA/TA	X1	+0,231	+ 0,146	Không tác động	+0,446
CCC	X2	Không tác động	Không tác động	Không tác động	Không tác động
ACP	X3	Không tác động	Không tác động	Không tác động	-0,084
DPO	X4	Không tác động	Không tác động	-0,068	Không tác động
DIH	X5	Không tác động	Không tác động	Không tác động	-0,039
K	X6	Không tác động	-0,056	Không tác động	Không tác động
D/A	X7	+0,407	Không tác động	-0,233	Không tác động
CL/TA	X8	- 0,706	- 0,386	Không tác động	-0,125
Ln_S	X9	+ 0,025	Không tác động	+0,056	+0,03

4.2. Thảo luận

Kết quả nghiên cứu cho thấy sự khác biệt giữa các ngành về chiều hướng tác động của các biến độc lập đến ROA.

- Về tài sản ngắn hạn/tổng tài sản (CA/TA), ngành dược, ngành thép và thủy sản có CA/TA dương với hệ số beta ngành dược là +0,231, ngành thép với hệ số beta là +0,146, ngành thủy sản với hệ số β là +0,446, chứng tỏ các doanh nghiệp ngành này nếu có tỷ lệ Tài sản ngắn hạn/tổng tài sản cao thì ROA sẽ cao. Như vậy các doanh nghiệp ngành dược, thép, thủy sản nên nên đầu tư nhiều vào tài sản ngắn hạn để tăng lợi nhuận. Điều này cho thấy thực tế các doanh nghiệp có xu hướng nếu sử dụng nhiều tài sản ngắn hạn trong tổng tài sản thì lợi nhuận sẽ tăng, điều này hoàn toàn phù hợp với lý thuyết và phù hợp với nghiên cứu của Padachi. Ngược lại, CA/TA không có ý nghĩa thống kê, CA/TA chưa chứng minh sự ảnh hưởng đến ROA đối với thực phẩm.

- Về chỉ số chu kỳ luân chuyển tiền (CCC), chỉ số CCC không có ý nghĩa thống kê và chưa chứng minh sự ảnh hưởng đến ROA đối với 4

ngành nghiên cứu. Kết quả này cho thấy các doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán HOSE có khoảng thời gian tiền vốn nằm trong VLD hoặc khoảng thời gian giữa việc thanh toán tiền và thu tiền bán hàng từ VLD như thế nào cũng không liên quan đến ROA. Theo nghiên cứu của Kesseven Padachi thì các yếu tố này có tác động ngược chiều đến ROA với hệ số β là -0,0008. Như vậy, nghiên cứu này khác với nghiên cứu của Padachi và trái với lý thuyết. Sự khác biệt này có thể là do tính chất của dữ liệu và kích thước mẫu.

- Về chỉ số ngày thu tiền bình quân (ACP), chỉ số này không có ý nghĩa thống kê, chưa chứng minh sự ảnh hưởng đến ROA đối với 3 ngành nghiên cứu: ngành dược, ngành thép và thực phẩm, điều này phù hợp với nghiên cứu của Padachi. Tuy nhiên lại tác động ngược chiều với ROA với hệ số β là -0,084 đối với ngành thủy sản, như vậy, đối với ngành thủy sản, ACP càng cao thì lợi nhuận càng giảm, phù hợp với lý thuyết. Các doanh nghiệp ngành thủy sản nên có kế hoạch thu hồi công nợ tốt, việc bị khách hàng chiếm dụng vốn có thể làm ảnh hưởng đến

nguồn vốn kinh doanh của doanh nghiệp, kéo theo lợi nhuận bị ảnh hưởng.

- Về chỉ số kỳ thanh toán nợ phải trả (DPO), chỉ số này không có ý nghĩa thống kê, chưa chứng minh sự ảnh hưởng đến ROA đối với 3 ngành nghiên cứu: ngành dược, ngành thép và thủy sản, phù hợp với nghiên cứu của Padachi. Tuy nhiên ngành thực phẩm lại có hệ số β là $-0,084$, như vậy, đối với ngành thực phẩm, DPO càng cao thì lợi nhuận càng giảm, trái với giả thuyết ban đầu. Các doanh nghiệp ngành dược không nên kéo dài các khoản nợ phải trả, việc chiếm dụng vốn của khách hàng có thể làm ảnh hưởng đến uy tín và doanh thu của doanh nghiệp.

- Về chỉ số kỳ luân chuyển hàng tồn kho (DIH), cũng có kết quả như nghiên cứu của Padachi, chỉ số này không có ý nghĩa thống kê, chưa chứng minh sự ảnh hưởng đến ROA đối với 3 ngành nghiên cứu: ngành dược, ngành thép và thực phẩm. Tuy nhiên lại tác động ngược chiều với ROA với hệ số β là $-0,039$ đối với ngành thủy sản, như vậy, đối với ngành thủy sản, DIH càng cao thì lợi nhuận càng giảm, phù hợp với giả thuyết ban đầu. Có lẽ do còn ảnh hưởng bởi suy thoái kinh tế và do các doanh nghiệp thủy sản Việt Nam chưa quan tâm nhiều đến chất lượng sản phẩm, vẫn còn dư lượng thuốc kháng sinh trong các sản phẩm thủy sản tiêu thụ ở thị trường trong nước cũng như thị trường nước ngoài nên ảnh hưởng không tốt đến uy tín của doanh nghiệp. Các doanh nghiệp ngành thủy sản cần quản lý tốt hàng tồn kho để nâng cao lợi nhuận của doanh nghiệp bằng cách kiểm soát tốt chất lượng sản phẩm, tạo uy tín trên thị trường trong nước và quốc tế...

- Về chỉ số kỳ luân chuyển vốn lưu động (K), chỉ số này không có ý nghĩa thống kê, chưa chứng minh sự ảnh hưởng đến ROA đối với 3 ngành nghiên cứu: ngành dược, thực phẩm và thủy sản. Tuy nhiên ngành thép lại có hệ số β là $-0,056$. Như vậy, các doanh nghiệp ngành thép muốn tăng lợi nhuận cần giảm số ngày để thực hiện một vòng quay vốn lưu động. Kết quả này cho thấy thực tế các doanh nghiệp ngành thép có số lần luân chuyển vốn lưu động càng nhiều, kỳ luân chuyển vốn lưu động càng ít thì lợi nhuận càng cao, điều này hoàn toàn phù hợp với lý thuyết, doanh nghiệp sử dụng càng hiệu quả vốn lưu động thì càng tăng lợi nhuận. Chỉ tiêu này các nghiên cứu

trước không áp dụng để đưa vào mô hình nghiên cứu.

- Về tổng nợ/tổng tài sản (D/A), ngành dược với hệ số β là $+0,407$, chứng tỏ doanh nghiệp ngành dược nếu có tỷ lệ tổng nợ/tổng tài sản cao thì ROA sẽ cao, cụ thể nếu tỷ lệ D/A tăng 1% thì ROA sẽ tăng $0,407\%$. Như vậy các doanh nghiệp ngành dược nên sử dụng nhiều nguồn tài trợ từ nợ vì như vậy sẽ sử dụng được đòn bẩy tài chính và lợi nhuận sẽ tăng lên. Tuy nhiên theo kết quả sự tác động của chỉ số DPO đến lợi nhuận, các doanh nghiệp ngành dược không được chiếm dụng vốn của khách hàng quá lâu vì như vậy sẽ ảnh hưởng không tốt đến lợi nhuận. Ngành thực phẩm với hệ số β là $-0,233$, chứng tỏ doanh nghiệp ngành thực phẩm nếu có tỷ lệ tổng nợ/tổng tài sản cao thì ROA sẽ thấp, cụ thể nếu tỷ lệ D/A tăng 1% thì ROA sẽ giảm $0,233\%$. Như vậy các doanh nghiệp ngành thực phẩm không nên sử dụng nhiều nợ vì tuy sử dụng được đòn bẩy tài chính để có lợi nhuận nhưng chi phí vốn cao và lợi nhuận có được sẽ không đủ bù đắp cho phần chi phí tăng lên, điều này hoàn toàn phù hợp với lý thuyết và phù hợp với nghiên cứu của Padachi. Bên cạnh đó, D/A lại không có ý nghĩa thống kê, D/A chưa chứng minh sự ảnh hưởng đến ROA đối với 2 ngành: ngành thép và ngành thủy sản.

- Về nợ ngắn hạn/tổng tài sản (CL/TA), ngành dược có hệ số β là $-0,706$, ngành thép có hệ số beta là $-0,386$ và ngành thủy sản có hệ số β là $-0,125$, chứng tỏ các doanh nghiệp ngành dược, ngành thép và ngành thực phẩm nếu có tỷ lệ Nợ ngắn hạn/tổng tài sản cao thì ROA sẽ thấp. Như vậy các doanh nghiệp này không nên sử dụng nhiều nợ ngắn hạn vì sẽ không tận dụng được nguồn tài trợ từ nợ ngắn hạn để tăng lợi nhuận cho doanh nghiệp mình. Điều này cho thấy thực tế các doanh nghiệp trên có xu hướng nếu sử dụng nhiều nợ ngắn hạn trong tổng tài sản ngắn hạn thì lợi nhuận sẽ giảm xuống, các doanh nghiệp không tận dụng được nguồn tài trợ từ nợ ngắn hạn để tăng lợi nhuận cho doanh nghiệp mình vì chi phí vốn cao, điều này hoàn toàn phù hợp với lý thuyết và phù hợp với nghiên cứu của Padachi. Ngược lại, chỉ số CL/TA không có ý nghĩa thống kê, CL/TA chưa chứng minh sự ảnh hưởng đến ROA đối với ngành thực phẩm.

- Về $Ln_doanh\ thu (Ln_S)$, ngành dược với hệ

+0,025, ngành thực phẩm với hệ số beta số 0,56 và ngành thép với hệ số β là +0,03. Như vậy, doanh thu của các doanh nghiệp ngành dược và ngành thực phẩm có tác động đến ROA. Kết quả này cũng cho thấy thực tế các doanh nghiệp có xu hướng sử dụng doanh thu để tạo ra nhiều lợi nhuận cho doanh nghiệp, hoàn toàn phù hợp với lý thuyết và phù hợp với nghiên cứu của Padachi Ngược lại, chỉ số Ln_S không có ý nghĩa thống kê và chưa chứng minh sự ảnh hưởng đến ROA đối với ngành thép.

5. Kết luận và hướng nghiên cứu tiếp theo

Kết quả nghiên cứu các doanh nghiệp thuộc 4 ngành: ngành dược, ngành thép, ngành thực phẩm và ngành thủy sản với số liệu nghiên cứu là 5 năm, từ năm 2010 đến 2014. Nghiên cứu cho thấy mối tương quan giữa quản lý vốn lưu động và lợi nhuận của các doanh nghiệp thuộc các ngành nghiên cứu thông qua các mô hình hồi qui. Ngành dược nên tăng tỉ lệ CA/TA để có thể tăng lợi nhuận của doanh nghiệp, tỉ lệ D/A cũng nên tăng để tạo đòn bẩy tài chính, tuy nhiên không nên sử dụng nhiều nợ ngắn hạn. Ngành thép cũng cần tăng tỉ lệ CA/TA, giảm kỳ luân chuyển vốn lưu động K và giảm tỉ lệ CL/TA để lợi nhuận tăng. Ngành thực phẩm không nên tăng tỉ lệ D/A và DPO vì sẽ làm lợi nhuận doanh nghiệp giảm. Ngành thủy sản nên tăng tỉ lệ CA/TA nhưng không nên tăng ACP, DIH, CL/TA... Như vậy, quản lý vốn lưu động có mối liên

hệ đến lợi nhuận của các doanh nghiệp và sự tác động rất khác nhau đối với các ngành khác nhau, mức độ tác động cũng rất khác nhau. Nghiên cứu này đã phân tích định lượng, cho thấy rõ mối quan hệ giữa quản lý vốn lưu động với hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp, khắc phục hạn chế của nghiên cứu trước về thực trạng quản lý vốn lưu động của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn HOSE: chỉ chủ yếu phân tích định tính, cho thấy xu hướng quản lý vốn lưu động của các ngành khác nhau. Với kết quả nghiên cứu, các nhà quản lý có cách thức quản lý vốn lưu động của doanh nghiệp phù hợp với đặc thù của ngành mình. Các doanh nghiệp Việt Nam cần phải quan tâm hơn đến quản lý vốn lưu động như là một trong các giải pháp để góp phần tự thân chủ động vượt qua thời kỳ khó khăn của nền kinh tế nói chung và khó khăn của các doanh nghiệp nói riêng. Sau khi xem xét nhiều góc độ, nghiên cứu còn một số hạn chế sau: (1) Nghiên cứu chỉ khảo sát, nghiên cứu 4 nhóm ngành dược phẩm, thực phẩm, thép, thủy sản với số doanh nghiệp khảo sát không nhiều. (2) Nghiên cứu chưa quan sát hết các doanh nghiệp thuộc các nhóm ngành khác nhau. (3) Kết quả nghiên cứu có thể chưa có giá trị cao cho các doanh nghiệp vì hạn chế về số quan sát. Các nghiên cứu tiếp theo cần khắc phục những hạn chế trên, mở rộng nhóm ngành nghiên cứu để nghiên cứu có giá trị thực tiễn hơn.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1] Deloof M., 2003. Does Working Capital Management affect Profitability of Belgian Firms, *Journal of Business Finance and Accounting*, 30(3), pp.573-587.
- [2] Padachi K., 2006. Trends in Working Capital Management and its Impact on Firms, *International Review of Business Research Papers*, 2(2), pp.45-58.
- [3] Shin H. H. and Soenen L., 1998. Efficiency of working capital and corporate profitability, *Finalcial Prattice and Education*, 8(2), pp.37-45.
- [4] Brigham E. F. and Houston J. F., 2008. *Quản trị tài chính*, Khoa kinh tế - Đại học Quốc gia TP.HCM.
- [5] Trần Nguyễn Khánh Chi, 2010. *Giải pháp tài chính nhằm nâng cao hiệu quả sử dụng vốn lưu động tại liên hiệp hợp tác xã thương mại TP.HCM – Sài Gòn Co.op*, Luận văn Thạc sĩ Kinh tế, Trường Đại học Kinh tế TP.HCM, TP.HCM
- [6] Phạm Trinh Hiếu, 2010. *Quản trị vốn lưu động trong doanh nghiệp nhỏ và vừa tại TP.HCM*, Luận văn Thạc sĩ Kinh tế, Trường Đại học Kinh tế TP.HCM, TP.HCM.
- [7] Bảng cáo bạch và Báo cáo tài chính 5 năm 2010, 2011, 2012, 2013, 2014 của 29 doanh nghiệp thuộc 4 ngành dược, thép, thực phẩm, thủy sản niêm yết trên sàn chứng khoán HOSE.
- [8] <http://www.bvsc.com.vn/News>