

Ảnh hưởng của quản trị vốn lưu động tới khả năng sinh lời của doanh nghiệp: Bằng chứng từ các doanh nghiệp sản xuất vật liệu xây dựng tại Việt Nam

Dương Thị Hồng Vân
Trần Phương Nga

Ngày nhận: 11/05/2018

Ngày nhận bản sửa: 29/07/2018

Ngày duyệt đăng: 24/08/2018

Trong bài nghiên cứu này tác giả tập trung phân tích và đánh giá ảnh hưởng của quản trị vốn lưu động tới khả năng sinh lợi trên tổng tài sản (ROA) của các doanh nghiệp. Tác giả sử dụng dữ liệu mẫu bao gồm 42 doanh nghiệp sản xuất vật liệu xây dựng niêm yết trên thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam trong giai đoạn 2012- 2016. Kết quả nghiên cứu cho thấy tác động của các thành phần của quản trị vốn lưu động bao gồm: Kỳ thu tiền bình quân, kỳ thanh toán bình quân có tác động tới khả năng sinh lợi trên tổng tài sản. Bên cạnh đó, kết quả nghiên cứu cũng chỉ ra rằng quy mô doanh nghiệp, chỉ số nợ và tỷ lệ tài sản cố định có ảnh hưởng tới khả năng sinh lợi trên tổng tài sản.

Từ khóa: Vốn lưu động, quản trị vốn lưu động, doanh nghiệp sản xuất vật liệu xây dựng

1. Giới thiệu

Một trong những nguyên nhân khiến các doanh nghiệp của Việt Nam bị yếu kém so với các doanh nghiệp nước ngoài trong hội nhập quốc tế là năng lực quản trị tài chính còn hạn chế, đặc biệt trong việc hoạch định nguồn tài trợ dài hạn và

quản trị vốn lưu động, biểu hiện qua việc thiếu vốn trong hoạt động sản xuất kinh doanh và mất tính thanh khoản trong ngắn hạn.

Việc tìm ra những ảnh hưởng của quản trị vốn lưu động tới lợi nhuận một cách cụ thể và rõ ràng sẽ góp phần giúp nhà quản trị công ty phát triển doanh nghiệp bền vững, tạo ra giá trị gia tăng cho cổ đông. Dựa trên số liệu của 42 doanh nghiệp sản xuất vật liệu xây dựng niêm

yết trên thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam trong giai đoạn 2012- 2016, tác giả đã phân tích ảnh hưởng của quản trị vốn lưu động tới khả năng sinh lợi của các doanh nghiệp sản xuất vật liệu xây dựng, để có cái nhìn rõ nét hơn về thực tiễn quản trị vốn lưu động và ảnh hưởng của nó tới khả năng sinh lợi của doanh nghiệp ngành Vật liệu xây dựng trong những năm gần đây. Trên cơ sở đó, đề xuất các giải pháp hoàn thiện công tác quản lý vốn lưu động của doanh nghiệp, góp phần nâng cao hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

2. Tổng quan nghiên cứu

Vốn lưu động (working capital) được tiếp cận trong nghiên cứu này là vốn lưu động gộp. Vốn lưu động gộp để chỉ toàn bộ tài sản ngắn hạn

và nợ ngắn hạn được sử dụng trong hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp. *Quản trị vốn lưu động* là quá trình xây dựng chính sách vốn lưu động và thực hiện chính sách ấy trong hoạt động kinh doanh thường ngày của doanh nghiệp, nhằm đảm bảo doanh nghiệp có khả năng duy trì tính thanh khoản và đáp ứng đầy đủ các nghĩa vụ ngắn hạn của doanh nghiệp. Quản trị vốn lưu động bao gồm việc quyết định mức tiền mặt, khoản phải thu, hàng tồn kho hợp lý và cách thức tài trợ cho chúng sao cho chi phí là nhỏ nhất. Trên thế giới đã có rất nhiều công trình nghiên cứu về vốn lưu động và những tác động của quản trị vốn lưu động tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp ở các môi trường khác nhau, các nghiên cứu tiêu biểu được tổng hợp ở Bảng 1.

Bảng 1. Tổng hợp các nghiên cứu trước đây về quản trị vốn lưu động

Tác giả	Dữ liệu nghiên cứu	Biến phụ thuộc	Tác động của biến độc lập				
			RD	ITR	PD	CCC	Biến kiểm soát
Afeef (2011)	40 doanh nghiệp trên TTCK Pakistan từ 2003- 2008	ROA	-	-	N/A	N/A	?
Sharma và Kumar (2011)	263 doanh nghiệp trên TTCK Bombay (BSE) từ 2000- 2008	ROA	+	-	-	+	?
Mumtaz et al. (2011)	22 doanh nghiệp hóa học trên TTCK Karachi (KSE) từ năm 2005- 2010	ROA	-	-	N/A	N/A	LOS: + CR: -
Gul et al. (2013)	Các doanh nghiệp vừa và nhỏ ở Pakistan từ 2006- 2012	ROA	-	-	+	-	LOS: + CR: -
Makori và Jagomo (2013)	100 công ty niêm yết trên TTCK Kenya từ 2003- 2012	ROA	-	+	+	-	LOS: + CR: + DR: -
Dong và ctv. (2010)	130 doanh nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam từ năm 2006- 2008	ROA	N/A	N/A	N/A	-	

Ghi chú:

(+) thể hiện tác động cùng chiều.

(-) thể hiện tác động ngược chiều.

(N/A): Không nghiên cứu hoặc có nghiên cứu nhưng không có ý nghĩa thống kê.

ROA- Tỷ suất sinh lời trên tài sản

RD- Kỳ thu tiền bình quân

ITR- Kỳ luân chuyển hàng tồn kho

PD- Kỳ thanh toán bình quân

CCC- Chu kỳ chuyển đổi tiền mặt

LOS- Quy mô doanh nghiệp

CR- Tỷ lệ thanh toán hiện hành

DR- Chỉ số nợ

Nguồn: Tác giả tổng hợp

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Mô hình và giả thuyết nghiên cứu

Bám sát với các nghiên cứu trước đây của Gul et al. (2013); Makori và Jagomo (2013), tác giả sử dụng các mô hình hồi quy: mô hình gộp-OLS model, mô hình ảnh hưởng cố định- FEM, mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên- REM để chỉ ra mối quan hệ của quản trị vốn lưu động tới khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Hai mô hình nghiên cứu cụ thể tác giả đưa ra trong bài viết bao gồm:

$$(1) ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1(RD_{it}) + \beta_2(ITR_{it}) + \beta_3(PD_{it}) + \beta_4(LOS_{it}) + \beta_5(DR_{it}) + \beta_6(CR_{it}) + \beta_7(FATA_{it}) + \varepsilon$$

$$(2) ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1(CCC_{it}) + \beta_2(LOS_{it}) + \beta_3(DR_{it}) + \beta_4(CR_{it}) + \beta_5(FATA_{it}) + \varepsilon$$

○ **Biến phụ thuộc (Tỷ suất sinh lời trên tài sản- ROA)** là chỉ tiêu đo lường tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp, cụ thể là đo lường khả năng sinh lời trên một đồng tài sản của doanh nghiệp. Biến ROA được sử dụng ở hầu hết các nghiên cứu, cụ thể nghiên cứu của Sharma và Kumar (2011); Mumtaz et al. (2011); Gul et al. (2013); Makori. D. M. và Ambrose Jagomo (2013).

○ Các biến độc lập

Kỳ thu tiền bình quân (RD): Chỉ số này cho biết bình quân doanh nghiệp mất bao nhiêu ngày để có thể thu hồi tiền bán hàng sau khi đã bán được hàng. Kỳ thu tiền bình quân được các tác giả Mumtaz và cộng sự (2011), và Gul và cộng sự (2013) đưa vào nghiên cứu và tìm thấy tác động cùng chiều lẫn ngược chiều với ý nghĩa thống kê.

Kỳ luân chuyển hàng tồn kho (ITR): Kỳ luân chuyển hàng tồn kho phản ánh số ngày để doanh nghiệp có thể bán, thanh lý được hết số lượng hàng tồn

kho của mình trong năm. Biến này được các tác giả Sharma và Kumar (2011), Makori và Jagomo (2013) đưa vào nghiên cứu và có tác động ngược chiều và cùng chiều tới khả năng sinh lời với ý nghĩa thống kê.

Kỳ thanh toán bình quân (PD): Kỳ thanh toán bình quân 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. Biến này được các tác giả Mumtaz và cộng sự (2011), Makori và Jagomo (2013) đưa vào nghiên cứu và có tác động ngược chiều và cùng chiều tới khả năng sinh lời với ý nghĩa thống kê.

Chu kỳ luân chuyển tiền (CCC): Chu kỳ luân chuyển tiền là khoảng thời gian doanh nghiệp chi trả tiền cho các nguyên liệu thô tới khi nhận được tiền mặt trong bán hàng. Biến này được các tác giả Sharma và Kumar (2011), Makori (2013) và Gul và cộng sự (2013) đưa vào nghiên cứu và có tác động ngược chiều và cùng chiều tới khả năng sinh lời với ý nghĩa thống kê.

Quy mô doanh nghiệp (LOS): Các nghiên cứu thực nghiệm của Mumtaz và cộng sự (2011), Gul và cộng sự (2013) đều kết luận biến LOS có tác động cùng chiều với ý nghĩa thống kê tới ROA.

Chỉ số nợ (DR): Chỉ số này cho biết mức độ sử dụng nợ của doanh nghiệp. Ở nghiên cứu của Makori và Jagomo (2013), chỉ số nợ có tác động ngược chiều đến khả năng sinh lợi của doanh nghiệp.

Tỷ lệ thanh toán hiện hành (CR): Chỉ số này cho biết tỷ lệ tài sản ngắn hạn trên nợ ngắn hạn

Bảng 2. Tổng hợp cách tính các biến

ROA	= LNST/Tổng tài sản
RD	= (Các khoản phải thu ngắn hạn bình quân/Doanh thu bán hàng) × 365
ITR	= (Hàng tồn kho bình quân/Giá vốn hàng bán) × 365
PD	= (Phải trả người bán bình quân/Giá vốn hàng bán) × 365
CCC	= RD + ITR – PD
LOS	= Ln(Doanh thu bán hàng)
DR	= Tổng nợ/Tổng tài sản
CR	= Tài sản ngắn hạn/Nợ ngắn hạn
FATA	= Tài sản cố định/Tổng tài sản

Nguồn: Tác giả tổng hợp

Bảng 3. Thống kê mô tả các biến

Biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất	Độ lệch chuẩn
ROA	210	0,0639048	-0,46	0,84	0,1084955
RD	210	80,62471	4,63	809,47	111,3268
ITR	210	107,3255	0	715,12	100,6888
PD	210	50,27219	0	459,12	65,47214
CCC	210	137,7981	-18,25	949,84	141,9885
LOS	210	6,116671	1,81	9,02	1,504405
DR	210	0,501619	0,06	0,93	0,2137258
CR	210	1,859875	0,36	14,5	1,788974
FATA	210	0,3218095	0	0,85	0,2288385

Nguồn: Tác giả tính toán bằng phần mềm STATA

và doanh nghiệp dùng tài sản ngắn hạn như tiền mặt, khoản phải thu, hàng tồn kho để chi trả cho các khoản nợ ngắn hạn của mình như thế nào. Tỷ lệ thanh toán có tác động ngược chiều với ROA ở nghiên cứu của Gul và cộng sự (2013) nhưng lại được chứng minh có tác động cùng chiều với ROA ở nghiên cứu của Makori và Jagomo (2013).

Tỷ lệ tài sản cố định (TSCĐ) (FATA): Chỉ số này cho biết TSCĐ chiếm bao nhiêu phần trăm trong tổng tài sản của công ty. Tỷ số này được sử dụng để đánh giá tác động của việc đầu tư tiền vào tài sản cố định để kinh doanh.

Giả thuyết nghiên cứu

Giả thuyết H1: Kỳ thu tiền bình quân (RD) và tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản của doanh nghiệp (ROA) có mối quan hệ cùng chiều.

Giả thuyết H2: Kỳ luân chuyển hàng tồn kho (ITR) có tác động ngược chiều tới tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản của doanh nghiệp (ROA).

Giả thuyết H3: Kỳ thanh toán nợ phải trả (PD) và tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản của doanh nghiệp (ROA) có mối quan hệ ngược chiều.

Giả thuyết H4: Có mối quan hệ ngược chiều giữa chu kỳ luân chuyển tiền (CCC) và tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản của doanh nghiệp (ROA).

3.2. Dữ liệu và mẫu nghiên cứu

Dữ liệu được thu thập là dữ liệu thứ cấp của 42 công ty trong ngành Sản xuất vật liệu xây dựng

trên TTCK Việt Nam. Dữ liệu thứ cấp là dữ liệu sẵn có được tác giả thu thập trên các trang web chính thức của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội (hnx.vn) và Sở Giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh (hsx.vn).

o *Thống kê mô tả*

Tổng cộng có 210 quan sát trong dữ liệu nghiên cứu được tổng hợp từ 42 doanh nghiệp trong ngành Sản xuất vật liệu xây dựng niêm yết trong giai đoạn từ 2012-2016 trên cả 2 sàn HNX và HSX được lựa chọn. Dữ liệu được lấy từ Báo cáo tài chính đã kiểm toán, Báo cáo thường niên của các công ty.

Từ kết quả thống kê mô tả cho thấy, các biến trong mô hình ước lượng đều thu đủ dữ liệu với 210 quan sát. Khả năng sinh lời trên tổng tài sản (ROA) trung bình đạt 6,39%, ở mức trung bình so với các ngành khác, dao động từ mức -0,46 đến 0,84 cho thấy khả năng sinh lời đa dạng và có mức phân bố lớn giữa các doanh nghiệp trong ngành. Kỳ thu tiền bình quân cao nhất là Công ty Khoáng sản và Vật liệu xây dựng Hưng Long (KHL) với 809,47 ngày (năm 2016), trong khi đó Công ty cổ phần gạch ngói Nhị Hiệp (NHC) là nhỏ nhất với 4,63 ngày. Kỳ luân chuyển hàng tồn kho trung bình là 107,32 ngày với độ lệch chuẩn 100,69 ngày, dao động từ 0 ngày đến 715,12 ngày. Kỳ thanh toán bình quân trung bình là 50,27 ngày. Chu kỳ luân chuyển tiền trung bình là 137,79 ngày. Quy mô

Bảng 4. Ma trận hệ số tương quan giữa các biến

	ROA	RD	ITR	PD	CCC	LOS	DR	CR	FATA
ROA	1,0000								
RD	-0,1220	1,0000							
ITR	-0,1225	0,6293	1,0000						
PD	-0,1354	0,7993	0,6918	1,0000					
CCC	-0,1199	0,8614	0,8837	0,6556	1,0000				
LOS	0,1246	-0,1930	-0,2938	-0,1172	-0,3065	1,0000			
DR	-0,4143	0,0455	0,0117	0,1783	-0,0393	0,4386	1,0000		
CR	0,2546	-0,1061	-0,0378	-0,2466	0,0046	-0,2595	-0,7090	1,0000	
FATA	-0,3025	-0,1410	-0,0196	0,1396	-0,1614	0,2912	0,4427	-0,4434	1,0000

Nguồn: Tác giả tính toán bằng STATA

doanh nghiệp tính theo doanh thu của các doanh nghiệp trong ngành khá là đồng đều, tập trung. Chỉ số nợ có giá trị trung bình là 0,5 (50%). Tỷ lệ thanh toán hiện hành có giá trị trung bình là 1,86, dao động từ 0,36 đến 14,5. Tỷ lệ TSCĐ trung bình là 0,32 với độ lệch chuẩn 0,23.

○ Phân tích tương quan

Hệ số tương quan giữa các biến được mô tả ở Bảng 4.

Từ Bảng 4, tác giả nhận thấy các biến: RD, ITR, PD, CCC, DR, FATA, LOS và CR có mối quan hệ tuyến tính khá chặt chẽ với ROA. Ngoài ra, biến CCC có hệ số tương quan khá

lớn với các biến RD, ITR và PD nên khẳng định việc chia thành 2 mô hình nghiên cứu như trên là hoàn toàn hợp lý và tránh được hiện tượng đa cộng tuyến nghiêm trọng giữa các biến.

4. Kết quả nghiên cứu

Kết quả ước lượng mô hình theo OLS, REM, FEM cho thấy biến RD, CCC tác động ngược chiều lên ROA và các biến: ITR, PD đều tác động cùng chiều lên ROA nhưng chỉ có mối quan hệ giữa biến RD, PD và ROA có ý nghĩa thống kê ở mức 5%, 10%, còn với ITR và CCC không cho kết quả có ý nghĩa thống kê khi tác

Bảng 5. Kết quả ước lượng theo mô hình OLS, REM, FEM

ROA	Ước lượng theo mô hình OLS		Ước lượng theo mô hình REM		Ước lượng theo mô hình FEM	
	Mô hình 1	Mô hình 2	Mô hình 1	Mô hình 2	Mô hình 1	Mô hình 2
RD	-0,0002493**		-0,0002953**		-0,0003628**	
ITR	0,0000244		0,0000211		3.96e-06	
PD	0,0003469*		0,0004744**		0,000637*	
CCC		-0,0000454		-0,0000531		-0,0001113
LOS	0,0301577***	0,0287133***	0,0344662***	0,0340177***	0,0420376***	0,0471362***
DR	-0,3166803***	-0,3132846***	-0,3364695***	-0,3428842***	-0,3433723***	-0,3650547***
CR	-0,0112235**	-0,0111745**	-0,0116277**	-0,0122619**	-0,0134557*	-0,0138647*
FATA	-0,1402809***	-0,112139***	-0,123363***	-0,0930892**	-0,0967902*	-0,0704141
Hằng số	0,1043908***	0,1085876***	0,0808159*	0,0880013*	0,032099	0,0225449
R-squared	0,3530	0,3370	0,3463	0,3316	0,3016	0,2811
Prob > F	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000

Ghi chú: *, ** và *** có ý nghĩa thống kê ở mức tương ứng là 10%, 5% và 1%

Nguồn: Tổng hợp kết quả phân tích STATA

Bảng 6. Bảng tổng hợp kết quả so sánh và chọn lựa mô hình

	Mô hình 1	Mô hình 2
H0: OLS hiệu quả hơn REM	Chibar2 = 36,13 Prob > Chibar2 = 0,0000	Chibar2 = 35,41 Prob > Chibar2 = 0,0000
H0: REM hiệu quả hơn FEM	Chi2 = 4,29 Prob>Chi2 = 0,7458	Chi2 = 5,28 Prob>Chi2 = 0,3828
Mô hình phù hợp	REM	REM

Nguồn: Tổng hợp kết quả phân tích STATA

động với ROA. Bên cạnh đó, các biến kiểm soát LOS, DR, CR, FATA đều tác động tới ROA với mức ý nghĩa thống kê 1%, 5%, 10%. Tuy nhiên, FATA tác động ngược chiều tới ROA nhưng không có ý nghĩa thống kê trong Mô hình 2 theo kết quả ước lượng FEM. Quy mô doanh nghiệp tác động cùng chiều tới ROA, các biến: DR, CR, FATA tác động ngược chiều tới ROA.

4.1. Lựa chọn mô hình phù hợp

Với mức ý nghĩa 5%, mô hình hồi qui phù hợp là mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên (Random effects model- REM).

4.2. Kiểm tra các lỗi của mô hình và khắc phục

Kiểm định hiện tượng đa cộng tuyến với VIF < 10 ở tất cả các biến và tất cả các mô hình. Vì vậy, hiện tượng đa cộng tuyến được xem

là không quan trọng. Kết quả phân tích tương quan trên phù hợp với hầu hết các nghiên cứu trước và phù hợp với kỳ vọng của tác giả trong giai đoạn nghiên cứu này tại Việt Nam.

Bảng 8 cho thấy, kiểm định Wooldridge cho biết cả 2 mô hình đều không có hiện tượng tự tương quan với mức ý nghĩa 5%. Tuy nhiên, kiểm định Breusch-Pagan Lagrange Multiplier lại cho kết quả cả 2 mô hình được lựa chọn REM ở cả 2 mô hình đều mắc lỗi phương sai sai số thay đổi với mức ý nghĩa 5% (vì p-value < 0,05).

Vì vậy, để sửa lỗi cho mô hình REM khi mắc lỗi phương sai sai số thay đổi, tác giả sử dụng lệnh cluster để sửa lỗi cho 2 mô hình. Kết quả ước lượng sau khi khắc phục lỗi của 2 mô hình sẽ được trình bày ở phần sau.

4.3. Phân tích kết quả hồi quy

Tiếp theo, nghiên cứu áp dụng các phương pháp

Bảng 7. Kết quả kiểm định VIF

Mô hình 1			Mô hình 2		
Biến	VIF	1/VIF	Biến	VIF	1/VIF
PD	4,06	0,246603	DR	2,41	0,415625
RD	3,46	0,288996	CR	2,13	0,470127
DR	2,41	0,415089	LOS	1,40	0,713720
CR	2,21	0,452843	FATA	1,35	0,741367
ITR	2,19	0,457599	CCC	1,14	0,878585
FATA	1,57	0,637257			
LOS	1,43	0,697559			
Giá trị trung bình = 2,47			Giá trị trung bình = 1,68		

Nguồn: Tổng hợp kết quả phân tích STATA

Bảng 8. Kết quả kiểm định phương sai sai số thay đổi và tự tương quan của các mô hình nghiên cứu

	Mô hình 1	Mô hình 2
Kiểm định phương sai sai số thay đổi Lagrange Multiplier test	P-value > Chi2 = 0,0000	P-value > Chi2 = 0,0000
Kiểm định tự tương quan Wooldridge test	F(1, 41) = 0,258 Prob > F = 0,6145	F(1, 41) = 0,125 Prob > F = 0,7252

Nguồn: Tổng hợp từ STATA

hồi quy trên dữ liệu bảng là Random effects model (REM) và khắc phục được lỗi phương sai sai số thay đổi của mô hình. Kết quả hồi quy cho thấy các biến RD, CCC, DR, CR, FATA có mối quan hệ ngược chiều với ROA trong khi các biến ITR, PD, LOS có mối quan hệ cùng chiều với ROA. Ngoài ra, mô hình nghiên cứu không chỉ ra các biến ITR, CCC có ảnh hưởng tới ROA. Bên cạnh đó, biến CR không có ý nghĩa thống kê ở cả 2 mô hình. Các biến còn lại là RD, PD, LOS, DR, FATA đều có ý nghĩa thống kê 1%, 5%, 10% ở cả hai mô hình. Như vậy, từ kết quả phân tích trên đây, ta thấy: *Kỳ thu tiền bình quân (RD)* có tác động ngược chiều tới khả năng sinh lời của doanh nghiệp.

Bảng 9. Tổng hợp kết quả hồi quy theo mô hình REM sau khi khắc phục lỗi

ROA	Hệ số hồi quy	
	Mô hình 1	Mô hình 2
RD	-0,0002953*	
ITR	0,0000211(0,895)	
PD	0,0004744*	
CCC		- 0,0000531(0,332)
LOS	0,0344662***	0,0340177***
DR	- 0,3364695***	- 0,3429942***
CR	- 0,0116277(0,139)	- 0,0122619(0,110)
FATA	- 0,123363**	- 0,0930892**
Hằng số	0,0808159(0,280)	0,0880013(0,268)
R-squared	0,3463	0,3316
Prob > F	0,0000	0,0000

Ghi chú: *, ** và *** có ý nghĩa thống kê ở mức tương ứng là 10%, 5% và 1%

Nguồn: Tổng hợp kết quả phân tích STATA

Kết quả nghiên cứu bác bỏ giả thuyết H1 cho rằng giữa Kỳ thu tiền bình quân với khả năng sinh lợi của doanh nghiệp có mối quan hệ thuận chiều. Kết quả này mâu thuẫn với nghiên cứu của Sharma và Kumar (2011), nhưng nhất quán với kết quả nghiên cứu của một số tác giả như Afeef (2011). Doanh nghiệp có kỳ thu tiền bình quân thấp có xu hướng tăng được hiệu quả sử dụng vốn lưu động và vì vậy có tác động tích cực tới doanh thu và lợi nhuận. Đặc thù ngành sản xuất vật liệu xây dựng thường có kỳ thu tiền bình quân cao hơn so với các ngành khác, điều này ảnh hưởng đến vòng quay vốn lưu động. Vì vậy, những doanh nghiệp nào có chính sách bán chịu phù hợp, thu hồi nợ nhanh thì có thể tăng hiệu quả sử dụng vốn, từ đó khả năng sinh lời tăng lên.

Kỳ luân chuyển hàng tồn kho (ITR) không ảnh hưởng tới khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Kết quả này mặc dù không khẳng định giả thuyết H2 được đặt ra ban đầu, tuy nhiên một số nghiên cứu trên thế giới như nghiên cứu của Padachi (2006), Vural và các tác giả (2012) cũng cho kết quả tương tự.

Kỳ thanh toán bình quân (PD) có tác động tích cực tới khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu bác bỏ giả thuyết H3 cho rằng có mối quan hệ ngược chiều giữa Kỳ thanh toán bình quân với khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Ngoài ra, kết quả này tương đồng với hầu hết các nghiên cứu đi trước trên thế giới và tại Việt Nam như nghiên cứu của Gul và cộng sự (2013), Makori và Jagomo (2013). Doanh nghiệp càng duy trì số ngày thanh toán càng dài, chiếm dụng được nhiều vốn của nhà cung cấp

thì khả năng sinh lời của doanh nghiệp càng cao.

Chu kỳ luân chuyển tiền (CCC) không có mối quan hệ với khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Kết quả này cũng tương đồng với một số nghiên cứu trên thế giới như Pouraghajan (2012) và Mumtaz và cộng sự (2011) khi không chỉ ra được mối quan hệ giữa CCC và ROA với mẫu nghiên cứu là các doanh nghiệp tại Tehran và Karachi.

Quy mô doanh nghiệp (LOS) có tác động tích cực tới khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Khi quy mô tăng 1 đơn vị thì khả năng sinh lời (ROA) tăng 0,0344 lần ở Mô hình 1 và tăng 0,0340 lần ở Mô hình 2 trong điều kiện các nhân tố khác không đổi. Kết quả này cũng chỉ ra khi quy mô doanh nghiệp càng lớn thì khả năng sinh lời của doanh nghiệp càng lớn. Các doanh nghiệp lớn, có uy tín có doanh thu bán hàng tốt hơn, đồng thời có thể huy động vốn với chi phí thấp hơn, vì thế mức sinh lời thường cao hơn so với những doanh nghiệp nhỏ.

Chỉ số nợ (DR): Hệ số hồi quy của biến DR ở Mô hình 1, 2 lần lượt là -0,3364, -0,3429 và đều có ý nghĩa thống kê ở mức 1%, tức là chỉ số nợ có *tác động ngược chiều* tới khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Khi chỉ số nợ tăng thêm 1 lần thì khả năng sinh lời của doanh nghiệp sẽ giảm 0,3364 ở Mô hình 1 và 0,3429 ở Mô hình 2 trong điều kiện các nhân tố khác không đổi. Kết quả này nhấn mạnh khi chỉ số nợ của doanh nghiệp càng lớn thì khả năng sinh lời của doanh nghiệp sẽ càng thấp.

Tỷ lệ thanh toán hiện hành (CR): Kết quả phân tích nghiên cứu cho thấy *không cho thấy bằng chứng* rằng tỷ lệ thanh toán hiện hành có tác động ngược chiều tới khả năng sinh lời của doanh nghiệp.

Biến độc lập tỷ lệ tài sản cố định (FATA): Hệ số hồi quy của biến FATA ở Mô hình 1, 2 lần lượt là -0,1233, -0,0930 và có ý nghĩa thống kê ở mức 5%. Điều này giải thích rằng tỷ lệ tài sản cố định có *tác động ngược chiều* tới khả năng sinh lời của doanh nghiệp, tức là khi doanh nghiệp đầu tư vào TSCĐ càng ít thì khả năng sinh lời của doanh nghiệp càng cao. Điều này có thể lý giải do tác động của chi phí khấu hao thường lớn trong những năm đầu, vì thế ảnh

hưởng đến lợi nhuận của doanh nghiệp.

5. Kết luận

Bài viết này đã đánh giá mối liên hệ giữa vốn lưu động nói chung, cũng như thành phần của vốn lưu động và khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Kết quả phân tích chỉ ra rằng, vấn đề quản lý các khoản phải thu và các khoản phải trả của các doanh nghiệp ngành sản xuất vật liệu xây dựng có ảnh hưởng đáng kể đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp ngành này. Thực tế tại Việt Nam, trong giai đoạn thị trường ngành vật liệu xây dựng đang có xu hướng phát triển, các công ty ngành vật liệu xây dựng đã thực hiện chính sách nới lỏng các khoản phải thu từ khách hàng với các điều kiện tài chính không đổi và khi khách hàng trì hoãn thanh toán, công ty không áp dụng các điều khoản phạt chậm thanh toán. Do đó làm tăng chi phí của các khoản phải thu, làm giảm lợi nhuận ngắn hạn của công ty. Tuy nhiên, cùng với chính sách này, công ty sẽ giữ chân được khách hàng và sẽ là cơ hội để gia tăng lợi nhuận trong dài hạn và tăng khả năng sinh lời của doanh nghiệp trong tương lai.

Đồng thời, trong giai đoạn hiện nay, các doanh nghiệp ngành vật liệu xây dựng đã thương lượng với nhà cung cấp để kéo dài thời hạn thanh toán để bù lại phần mình gia hạn cho khách hàng, do đó lợi nhuận cũng như khả năng sinh lời của các doanh nghiệp được gia tăng. Bên cạnh những yếu tố có ảnh hưởng đáng kể tới khả năng sinh lời của doanh nghiệp ngành vật liệu xây dựng thì các chỉ tiêu như kỳ luân chuyển hàng tồn kho, chu kỳ chuyển đổi tiền mặt và tỷ lệ thanh toán hiện hành chưa có đủ cơ sở trong bài nghiên cứu này để kết luận có mối quan hệ với ROA.

Kết quả này hàm ý rằng, các nhà quản lý doanh nghiệp ngành vật liệu xây dựng có thể gia tăng khả năng sinh lời của doanh nghiệp mình, tạo ra giá trị gia tăng cho nhà đầu tư thông qua một chính sách quản lý vốn lưu động hợp lý. Kết quả này là bằng chứng thực nghiệm của ngành vật liệu xây dựng ở Việt Nam, do đó mang lại giá trị thiết thực đối với các doanh nghiệp trong ngành hơn là việc phân tích một cách chung

chung với dữ liệu của tất cả các ngành nghề, đây cũng chính là điểm mới của bài viết so với các nghiên cứu trước đây. Tuy nhiên, bài nghiên cứu còn gặp hạn chế là chưa xét đến một số chỉ tiêu khác cũng phản ánh về khả năng sinh lợi của doanh nghiệp như ROE, ROS, ROI... và một số yếu tố (biến kiểm soát) có thể ảnh hưởng đến khả năng sinh lợi

của doanh nghiệp như tỷ lệ lạm phát, tỷ lệ thất nghiệp, yếu tố khác ngoài ngành (như đặc điểm của thị trường tài chính, nhu cầu xuất nhập khẩu nguyên vật liệu của các doanh nghiệp...). Đây cũng là hướng mở cho các nghiên cứu tiếp theo. ■

Tài liệu tham khảo

1. Afeef, M., 2011, *Analyzing the Impact of Working Capital Management on the Profitability of SME's in Pakistan*, *International Journal of Business and Social Science*, Vol. 2 No. 22.
2. 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*.
3. Gamze Vural và cộng sự, 2012, *Affects of Working Capital Management on Firm's Performance: Eviden from Turkey*, *International Journal of Economics and Financial Issue*, Vol 2.
4. Gul. và cộng sự, 2013, *Working capital management and Performance of SME sector*, *European Journal of Business and Management*.
5. Makori. D. M. và A. Jagomo, 2013, *Working Capital Management and Firm Profitability: Empirical Evidence from Manufacturing and Construction Firms Listed on Nairobi Securities Exchange, Kenya*, *International Journal of Accounting and Taxation*.
6. Mumtaz, A., Rehan, M., Rizwan, M., Murtaza, F., Jahanger, A., Almas, 2011, H., *Impact of Working Capital Management on firms' performance: Evidence from Chemical sector listed firms in KSE-100 index*.
7. Padachi, 2006, *Trends in working capital management and its impact on firm's performance: an analysis of Mauritian small manufacturing firms*, *International Review of business research papers*, Vol 2.
8. Pouraghajan A, 2012, *Impact of Working Capital Management on Profitability and Market Evaluation: Evidence from Tehran Stock Exchange*, *Journal of Basic and Aplied Scientific Reseach*, Vol.3.
9. Sharma, A. & Kumar, S., 2011, *Effect of Working Capital Management on Firm Profitability: Empirical Evidence from India*, *Global Business Review*.

Thông tin tác giả

Dương Thị Hồng Vân, Tiến sĩ
Đại học Ngoại thương
Email: hongvan0612@yahoo.com

Trần Phương Nga
Ngân hàng TMCP Quốc tế Việt Nam
Email: ngatranphuong07@gmail.com

Summary

The impact of working capital management on firm's profitability: Evidence from construction material companies in Vietnam

This study aims at analyzing and evaluating the impact of working capital management on return on equity (ROA) of construction material companies in Vietnam. The author uses panel data from 42 construction material companies listed on Vietnamese stock exchange from 2012 to 2016. The study results show evidence of significant impact of working capital components including average collection period, average days payable on return on asset. Besides, the author finds that firm size, debt ratio and asset tangibility significantly affect the companies' return on asset.

Key words: Working capital, working capital management, construction material companies.

Van Thi Hong Duong, PhD.
Foreign Trade University

Nga Phuong Tran
Vietnam International Bank (VIB)