

TÁC ĐỘNG QUẢN TRỊ VỐN LƯU ĐỘNG ĐẾN TỶ SUẤT SINH LỜI VỐN CHỦ SỞ HỮU TẠI CÁC DOANH NGHIỆP SẢN XUẤT NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

● LÊ THỊ MỸ PHƯƠNG

TÓM TẮT:

Đối với doanh nghiệp, vốn lưu động là một chỉ số liên quan đến lượng tiền một doanh nghiệp cần để duy trì hoạt động sản xuất. Vốn lưu động là sự khác biệt giữa tài sản ngắn hạn với nợ ngắn hạn, là căn cứ để đo lường hiệu quả hoạt động cũng như tiềm lực tài chính trong ngắn hạn của DN. Chính vì vậy, quản trị vốn lưu động là một trong những nội dung quan trọng nhất của quản trị tài chính doanh nghiệp. Một doanh nghiệp muốn hướng tới mục tiêu tối đa hóa giá trị tài sản của chủ sở hữu thì trước nhất phải hướng tới cách quản trị vốn lưu động như thế nào. Trong bài viết này, tác giả nghiên cứu vốn lưu động tác động đến hiệu quả tài chính. Tác giả sử dụng các dữ liệu báo cáo tài chính đã được kiểm toán trong tiêu chuẩn phần ngành VSIC (Hệ thống ngành kinh tế của Việt Nam) của 207 công ty niêm yết (CTNY) thuộc ngành sản xuất giai đoạn từ năm 2013-2018. Kết quả nghiên cứu cho thấy, tác động của quản trị vốn lưu động thông qua các chỉ tiêu như khả năng thanh toán, đầu tư vốn lưu động (VLĐ) ròng và chu kỳ luân chuyển tiền đối với tất cả các nhóm ngành của ngành sản xuất tác động theo chiều hướng khác nhau ở mỗi nhóm ngành.

Từ khóa: Quản trị vốn lưu động, hiệu quả tài chính, công ty niêm yết ngành sản xuất.

1. Giới thiệu

Các doanh nghiệp kinh doanh thua lỗ nhiều năm thì nguy cơ phá sản là điều tất yếu. Nhưng những doanh nghiệp đang hoạt động có lãi, thậm chí lãi nhiều năm liên tục vẫn rơi vào tình huống tương tự thì cần thiết phải xem lại. Vì có lợi nhuận nhưng không có tiền để thanh toán các khoản nợ đến hạn và tái sản xuất thì vẫn có thể rơi vào tình huống phá sản. Các doanh nghiệp hiện nay hoạt động

trong điều kiện nền kinh tế mở với xu thế quốc tế hóa ngày càng cao và sự kinh doanh trên thị trường ngày càng mạnh mẽ. Nếu các doanh nghiệp không có phương thức thích hợp để quản lý hiệu quả dòng ngân lưu từ hoạt động kinh doanh như tồn đọng vốn vào hàng tồn kho, khoản phải thu thì doanh nghiệp sẽ rơi vào tình trạng mất khả năng thanh toán. Vì thế, nhiệm vụ đặt ra đòi hỏi các doanh nghiệp phải sử dụng vốn lưu động sao cho có hiệu quả nhất trên

cơ sở tồn trong nguyên tắc tài chính, tín dụng và chấp hành pháp luật. Vốn lưu động được ví như "đồng máu tuần hoàn trong cơ thể", do đó quản trị tốt vốn lưu động là một trong những nhân tố sống còn đối với các doanh nghiệp. Quản trị vốn lưu động liên quan đến việc sử dụng nợ ngắn hạn (tài trợ cho tài sản lưu động ở mức hợp lý nhằm cung cấp đủ tiền cho doanh nghiệp để đảm bảo chi trả nghĩa vụ nợ ngắn hạn và các chi phí hoạt động. Tuy nhiên, với những doanh nghiệp vì mục tiêu lợi nhuận, khi đưa ra quyết định tài chính bao giờ cũng hướng tới khả năng sinh lời (nhằm tạo ra giá trị cho doanh nghiệp và tối đa hóa giá trị doanh nghiệp), do đó mục tiêu của quản trị vốn lưu động là kiểm soát nguồn lực tài chính ngắn hạn để đảm bảo tương thích giữa khả năng sinh lời và rủi ro của công ty. ngành sản xuất là ngành chiếm tỷ trọng cao nhất trong tất cả các ngành trên thị trường chứng khoán Việt Nam, điều này thể hiện vai trò đóng góp của ngành trong nền kinh tế vĩ mô và đặc biệt trong thị trường chứng khoán Việt Nam. Ngoài ra, các DNNY trong ngành đều là những công ty có quy mô vốn lớn và có tốc độ tăng trưởng cao trong những năm vừa qua. Đặc thù của các doanh nghiệp này vốn lưu động chiếm tỷ trọng khá cao nên hiệu quả tài chính phụ thuộc vào quản trị vốn lưu động rất nhiều. Từ những thực trạng trên đã đặt ra một câu hỏi nghiên cứu cho tác giả "Liệu quản trị vốn lưu động có tác động đến hiệu quả tài chính của các DNNY ngành sản xuất trên thị trường chứng khoán?" Tác giả tiến hành nghiên cứu điển hình trên 207 DNNY ngành Sản xuất.

2. Cơ sở lý thuyết

Nghiên cứu của David M. Mathuva (2010) về "The influence of Working Capital Management Component on Corporate Profitability: A survey on Kenyan Listed Firm", Research Journal of Business Management, Volume 4, Issue 1, Pages 1-11.

David M. Mathuva (2010) đã sử dụng mẫu của 30 công ty được niêm yết trên sàn chứng khoán Nairobi (NSE) - Kenyan trong khoảng thời gian từ năm 1993 - 2008 để nghiên cứu. Kết quả nghiên cứu cho rằng có tồn tại mối tương quan nghịch biến ở mức ý nghĩa cao giữa thời gian công ty thu hồi tiền mặt từ khách hàng (ACP) và ROA. Điều này có nghĩa là các công ty có ROA cao hơn tồn thời gian hơn để thu hồi tiền từ khách hàng của họ. Tồn tại mối tương quan đồng biến

giữa thời gian cần thiết chuyển hàng tồn kho thành doanh thu (ICP) và ROA. Nghĩa là công ty nào duy trì mức tồn kho hợp lý sẽ giảm được chi phí phát sinh do những gián đoạn tiềm năng trong quá trình sản xuất và thua lỗ trong kinh doanh do thiếu sản phẩm. Tồn tại mối tương quan nghịch biến giữa thời gian thanh toán cho chủ nợ (kỳ trả tiền bình quân - APP) và ROA. Điều này còn nói lên là thời gian thanh toán cho chủ nợ càng lâu, thì lợi nhuận của nó thu được nhiều.

Nghiên cứu của Huỳnh Phương Đông (2010), "The relationship between working capital management and profitability: A Viet Nam case" International Research Journal of Finance and Economics, Issue 49, 59-67

Trong nghiên cứu này, Huỳnh Phương Đông (2010) đã sử dụng dữ liệu thứ cấp được thu thập từ 130 CTNY trên thị trường Việt Nam (gồm 390 quan sát) trong giai đoạn 2006 -2008 để điều tra mối quan hệ tồn tại giữa lợi nhuận, chu kỳ chuyển đổi tiền mặt và các thành phần của vốn lưu động đến công suất lợi nhuận trên sản chứng khoán Việt Nam. Kết quả nghiên cứu cho thấy tồn tại mối tương quan phủ định mạnh mẽ giữa lợi nhuận (do lường bằng lợi nhuận gộp) và chu kỳ chuyển đổi tiền mặt, tồn tại mối tương quan phủ định giữa kỳ thu tiền bình quân, kỳ luân chuyển hàng tồn kho.

Nghiên cứu của Muhammad Malik và các cộng sự (2012) "Working Capital Management and Profitability An Analysis of Firms of Textile Industry of Pakistan", Journal of Managerial Sciences: Jul-Dec2012, Vol. 6 Issue 2, p155-165

Muhammad Malik và các cộng sự (2012) nghiên cứu dựa trên dữ liệu thứ cấp của 25 doanh nghiệp ngành Dệt trên Sở Giao dịch chứng khoán Karachi ở Pakistan giai đoạn 2001 -2006. Kết quả nghiên cứu: Vốn lưu động có tác động tích cực đến lợi nhuận. Việc quản lý tiền mặt, các khoản phải thu và hàng tồn kho tác động tích cực cho lợi nhuận. Các khoản phải trả có tác động tiêu cực đến lợi nhuận.

Nghiên cứu của Nguyễn Ngọc Hân (2012) "Tác động của quản trị vốn lưu động đến tỷ suất sinh lời của các công ty thủy sản trên thị trường chứng khoán Việt Nam", Trường Đại học Kinh tế TP. HCM, 5-2012.

Nguyễn Ngọc Hân (2012) nghiên cứu đã sử dụng mẫu của 20 CTNY trên thị trường chứng

khoán Việt Nam trong giai đoạn từ năm 2008 đến năm 2010. Kết quả nghiên cứu thực nghiệm chứng minh rằng ROA có mối tương quan phủ định với Chu kỳ luân chuyển tiền bình quân(CCC), kỳ thu tiền bình quân (ACP), kỳ luân chuyển hàng tồn kho (ICP). ROA có mối tương quan khẳng định với kỳ thanh toán cho khách hàng (APP) (Biến mà tác giả đang nghiên cứu).

Nghiên cứu của Võ Xuân Vinh (2013), "Quản trị vốn lưu động và khả năng sinh lợi - thực tiễn các doanh nghiệp ngành công nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Hồ Chí Minh", Tạp chí Kinh tế và Phát triển, Số đặc biệt tháng 10/2013, từ trang 28 - 35.

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu sử dụng dữ liệu thứ cấp của 80 doanh nghiệp được thu thập từ báo cáo tài chính hợp nhất đã kiểm toán hằng năm của các doanh nghiệp ngành công nghiệp niêm yết trên sàn HOSE theo phân ngành VSIC 2007 trong khoảng thời gian từ 2007- 2011. Dựa vào kết quả của mô hình hồi quy nghiên cứu tìm thấy sự tác động có ý nghĩa của thời gian thu tiền, thời gian tồn kho, chu kỳ luân chuyển tiền, tỷ lệ thanh khoản, tỷ lệ nợ, quy mô doanh nghiệp đến khả năng sinh lợi doanh nghiệp.

Nghiên cứu của Hina Agha và các cộng sự (2014), "impact of working capital management on profitability", European Scientific Journal, January 2014, edition vol.10, No 1 ISSN: 1857 - 7881 (Print) e-ISSN 1857- 7431.

Hina Agha và các cộng sự (2014) đã cung cấp bằng chứng thực nghiệm về tác động của quản lý vốn lưu động trên lợi nhuận, tác giả sử dụng dữ

liệu thứ cấp từ công ty được phẩm Glaxo Smith Kline đăng ký tại sàn giao dịch chứng khoán Karachi trong giai đoạn 1996-2011. Có mối quan hệ tích hệ cực giữa CTO, DTO, ITO.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu và mẫu nghiên cứu

Nghiên cứu áp dụng hai phương pháp nghiên cứu: Phân tích tương quan và phân tích hồi quy bằng phương pháp FEM hoặc REM trên dữ liệu bảng. Bên cạnh đó, nghiên cứu được thực hiện trong khoảng thời gian từ giai đoạn 2013-2018 và tiến hành chọn mẫu 207 CTNY trong tổng số 219 CTNY ngành Sản xuất phân bố trên 2 Sở Giao dịch chứng khoán tập trung là HOSE và HNX. Từ cách trên, bài viết tạo thành bảng dữ liệu gồm 1.242 mẫu quan sát thuộc 8 nhóm ngành của ngành Sản xuất. 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 VISC 2007.

3.2. Các biến nghiên cứu và phương pháp đo lường

Trong phương pháp đo lường các biến nghiên cứu, phần lớn tác giả tham khảo cách đo lường của các lý thuyết và các nghiên cứu thực nghiệm đã được các nhà nghiên cứu công bố. Tuy nhiên, tác giả cũng có một số điều chỉnh để phù hợp với nguồn dữ liệu ở Việt Nam, cũng như thuận tiện trong công việc nghiên cứu của tác giả. Tác giả chọn biến phụ thuộc là tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu, biến độc lập là quy mô hoạt động, cấu trúc vốn, khả năng thanh toán, cấu trúc tài sản, tốc độ tăng trưởng được xem như là những biến kiểm soát.

Bảng 1. Phương pháp đo lường các biến nghiên cứu

STT	Tên biến	Viết tắt	Công thức tính	Ký hiệu
1	Tỷ suất sinh lời trên VCSH	ROE	Lợi nhuận sau thuế/Vốn chủ sở hữu bình quân)x100%	Y
2	Tỷ lệ nợ trên VCSH	D/E	Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	X1
3	Quy mô doanh nghiệp	SIZE	Logarit tổng tài sản	X2
4	KNTT ngắn hạn	CR	Tài sản cố định/Tổng tài sản	X3
5	Chu kỳ luân chuyển vốn	CCC	ACP+AAI-APP	X4
6	Mức đầu tư VLB rộng	CA/TA	(TSNH-NNH)/Tổng tài sản	X5
7	Tỷ lệ TSCĐ	FAR	Tài sản ngắn hạn/Nợ ngắn hạn	X6
8	Tốc độ tăng trưởng	GROWTH	(DTn - DTn-1)/ Tổng DT năm n-1	X7

ROE là biến phụ thuộc được dùng để đo lường hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Đặc thù của các DNNY là sự tách biệt giữa quản lý và chủ sở hữu. Mục tiêu quản lý chính là lợi nhuận, nhưng mục tiêu của các chủ sở hữu doanh nghiệp chính là khả năng sinh lời từ đồng vốn họ bỏ ra. ROE là những chỉ báo kết quả cho kết quả sản xuất kinh doanh hiện tại và phản ánh khả năng lợi nhuận mà doanh nghiệp đã đạt được trong các kỳ kế toán đã qua. Vì thế, nhóm này là cách nhìn về quá khứ hoặc đánh giá khả năng lợi nhuận ngắn hạn của doanh nghiệp. (Hu & Izumida 2008; Le & Buck 2011; Wang & Xiao 2011), (Shah, Butt & Saeed 2011; Thomsen & Pedersen 2000). Liên quan đến

Sau khi thực hiện xác định các biến trong mô hình theo các công thức nêu trên. Tác giả đưa ra mô hình nghiên cứu để phân tích ảnh hưởng của các biến tác động đến hiệu quả tài chính doanh nghiệp:

$$Y = \beta_{1i} + \beta_{2i} X_{01} + \beta_{3i} X_2 + \beta_{4i} X_2 + \beta_{5i} X_4 + \beta_{7i} X_6 + \beta_{7i} X_6 + \beta_{8i} X_7 + \epsilon_{it}$$

Trong đó: Y: Tỷ suất sinh lợi vốn chủ sở hữu; X1: Tỷ lệ nợ trên VCSH; X2: Quy mô hoạt động; X3: Khả năng thanh toán; X4: Mức đầu tư VLD; X5: Chu kỳ luân chuyển tiền; X6: tỷ lệ TSCĐ; X7: Tốc độ tăng trưởng.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Thống kê mô tả các biến

Bảng 2. Phân tích thống kê mô tả các biến

Biến	Bình quân	Độ lệch chuẩn	Nhỏ nhất	Lớn nhất
Tỷ suất sinh lời VCSH (Y)	0.16855	0.19061	-0.1700	1.94000
Cấu trúc vốn (X1)	2.43343	4.72389	0.09000	45.1900
Quy mô hoạt động (X2)	5.75565	0.62709	3.9000	7.43000
Khả năng thanh khoản (X3)	0.70434	0.38364	0.13000	3.41000
Mức đầu tư VLD(X4)	0.60661	0.206004	0.0070	0.9591
Chu kỳ luân chuyển tiền(X5)	4.69235	3.19558	-90.270	7.24000
Cấu trúc TS (X6)	0.29481	0.190073	0.0001	0.9558
Tốc độ tăng trưởng (X7)	1.17281	0.65792	0.01117	10.6211

các biến độc lập, tác giả sử dụng chỉ tiêu tỷ lệ nợ trên VCSH để đo lường cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Ngoài ra, sử dụng các biến kiểm soát như Tỷ lệ nợ trên VCSH (D/E), Quy mô DN(SIZE), KNTT ngắn hạn(CR), Tỷ lệ TSCĐ (FAR) và (GROWTH).

3.3. Giả thiết và mô hình nghiên cứu

Với mục tiêu tìm hiểu mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp, tác giả đặt ra giả thiết nghiên cứu sau:

Giả thiết 1: Quản trị vốn lưu động (thông qua các chỉ tiêu khả năng thanh toán, mức đầu tư VLD, Chu kỳ luân chuyển tiền) tác động nghịch chiều đến HQTC.

Giả thiết 2: Quản trị vốn lưu động (thông qua các chỉ tiêu khả năng thanh toán, mức đầu tư VLD, chu kỳ luân chuyển tiền) tác động cùng chiều đến HQTC.

Từ kết quả của Bảng phân tích thống kê mô tả, giá trị trung bình của ROE toàn ngành trong 6 năm (2013-2018) là 16.86%, ROE lớn nhất đạt 194%, đó là CTCP bột giặt LIX. Bên cạnh đó, CTCP Thủy hải sản Việt Nhật có mã cổ phiếu VNH có ROE thấp nhất. Độ lệch chuẩn 19% là con số tương đối nhỏ giữa giá trị trung bình ngành với tỷ suất sinh lời VCSH thực tế giữa các doanh nghiệp.

Khả năng thanh toán (KNTT) hiện thời được đo lường bằng chỉ tiêu nợ ngắn hạn trên tài sản ngắn hạn. KNTT hiện thời trung bình toàn ngành trong 6 năm (2013-2018) là 0.70434, tức là 1 đồng nợ ngắn hạn được đảm bảo bằng 0.7 đồng tài sản ngắn hạn. CTCP Xi măng La Hiên VVMI có mã cổ phiếu CLH là Công ty có KNTT cao nhất toàn ngành trong 6 năm là 3.41. Bên cạnh đó, CTCP Dây cáp điện Việt Thái có mã cổ phiếu VTH có KNTT thấp nhất là 0.13. Độ lệch chuẩn 38% là con

số tương đối lớn giữa giá trị trung bình ngành với KNTT thực tế giữa các doanh nghiệp.

Thời gian quay vòng tiền CCC hiện thời trung bình toàn ngành trong 6 năm (2013-2018) là 4.69 ngày. CTCP Khoáng sản và VLXD Hưng Long có mã cổ phiếu KHL là Công ty có thời gian quay vòng tiền lâu nhất toàn ngành trong 6 năm là 7 ngày. Bên cạnh đó, CTCP Khoáng sản luyện kim màu có mã cổ phiếu KSK có số ngày quay vòng tiền thấp nhất là -90 ngày. Độ lệch chuẩn 319% là con số tương đối lớn giữa giá trị trung bình ngành với số ngày quay vòng tiền thực tế giữa các doanh nghiệp

Tỷ lệ VLD được đầu tư trung bình toàn ngành trong 6 năm (2013-2018) là 60.66%. CTCP Phân lân Ninh Bình có mã cổ phiếu NFC là Công ty có tỷ lệ đầu tư VLD cao nhất toàn ngành trong 6 năm là 96%. Bên cạnh đó, CTCP May Phú Thịnh - Nhà Bè có mã cổ phiếu NPS có tỷ lệ VLD thấp nhất là 7%. Độ lệch chuẩn 21% là con số tương đối nhỏ giữa giá trị trung bình ngành với tỷ lệ VLD thực tế giữa các doanh nghiệp.

4.2. Mỗi tương quan giữa các biến

Bảng 3. Mỗi tương quan giữa các biến phụ thuộc và biến độc lập

	Y	X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7
Y	1.000000	0.844532	-0.022668	-0.009045	0.003913	0.038390	-0.032642	0.024729
X1	0.844532	1.000000	0.057702	0.026196	-0.012764	0.002940	0.016813	0.000480
X2	-0.022668	0.057702	1.000000	-0.027168	0.242125	-0.077864	0.060808	0.029740
X3	-0.009045	0.026196	-0.027168	1.000000	-0.976330	-0.218664	0.095702	0.013554
X4	0.003913	-0.012764	0.242125	-0.976330	1.000000	0.195601	-0.079572	-0.006853
X5	0.038390	0.002940	-0.077864	-0.218664	0.195601	1.000000	-0.547443	-0.028619
X6	-0.032642	0.016813	0.060808	0.095702	-0.079572	-0.547443	1.000000	-0.017848
X7	0.024729	0.000480	0.029740	0.013554	-0.006853	-0.028619	-0.017848	1.000000

Trước tiên, xem xét mỗi tương quan giữa biến phụ thuộc là ROE (Y) và biến độc lập là cấu trúc vốn (X1), giữa hai biến này có mỗi tương quan dương. ($r_{ROE,X1} = 0.844532$) Điều này phần nào chứng minh tác động của cấu trúc vốn đến hiệu quả tài chính, và tác động đó là thuận chiều tới hiệu quả tài chính.

Đối với biến khả năng thanh toán, giữa hai biến này có mỗi tương quan âm. ($r_{ROE,X3} =$

-0.009045). Điều này phần nào chứng minh tác động của khả năng thanh toán đến hiệu quả tài chính, và tác động đó là ngược chiều tới hiệu quả tài chính, mức đầu tư vốn lưu động, giữa hai biến này có mỗi tương quan dương. ($r_{ROE,X4} = 0.038390$). Điều này phần nào chứng minh tác động của mức đầu tư VLD đến hiệu quả tài chính, và tác động đó là thuận chiều tới hiệu quả tài chính. Cuối cùng là chu kỳ chu chuyển tiền mặt, giữa hai biến này có mỗi tương quan âm. ($r_{ROE,X4} = 0.003913$). Điều này phần nào chứng minh tác động của Chu kỳ chu chuyển tiền mặt đến hiệu quả tài chính, và tác động đó là nghịch chiều tới hiệu quả tài chính.

Biến quy mô doanh nghiệp và biến khả năng thanh toán tác động âm, còn lại tỷ lệ TSCĐ và tốc độ tăng trưởng đều tác động dương.

4.1.2. Chạy mô hình hồi quy (Bảng 4)

Vậy, kết quả hồi quy như sau:

- Ngành Sản xuất thực phẩm:

$$Y = -2.3994 + 0.0424X_1 + 0.5006X_2 - 0.0807X_3 - 0.0445X_4 - 0.2786X_5 - 0.2730X_6 + 0.0255X_7$$

Với $R^2 = 0.2400$, $N = 46$

- Ngành Sản xuất sợi vải:

$$Y = 7.8847 + 0.1707X_1 - 4.1798X_2 + 2.7759X_3 + 2.7290X_4 + 0.1930X_5$$

Với $R^2 = 0.8827$, $N = 10$

- Ngành Sản xuất giấy:

$$Y = 4.9799 + 0.1930X_1 - 0.9810X_2 - 0.0822X_3 - 0.0412X_4 + 0.0638X_5$$

Với $R^2 = 0.9682$, $N = 15$

Bảng 4. Kết quả mô hình

		Ngành SX thực phẩm	Ngành SX sợi vải	Ngành SX Giấy	Ngành SX hóa chất	Ngành SX KCPK	Ngành SX cao su	Ngành SX MM-TB-ĐT	Ngành SX khác
X1	D/E	0.0424	0.1707	0.1930	0.1748	0.0219	0.2613	0.015	0.0494
X2	SIZE	0.5006	-4.1798	-0.9810	-23.53	-4.4468	58.2256	10.8988	7.3091
X3	CR	-0.0807	2.7759	-0.0822	22,91	4.3896	-59.129	-10.8280	-7.4506
X4	ĐT VLD	-0.0445	2.7290	-0.0412	23.005	4.3777	-59.121	-10.8210	-7.4744
X5	CCC	-0.2786	0.1930	0.0638	-0.074	0.1708	0.970	-0.3161	0.6329
X6	FAR	-0.2730	0.1253	0.3131	-0.335	-0.2658	0.0258	0.0193	1.083
X7	GR	0.0255	-0.0224	0.0374	0.2074	0.0280	-0.0016	-0.0651	0.2631

Nguồn: Vietstock và tính toán của tác giả

- Ngành Sản xuất hóa chất:

$$Y = 2.8605 + 0.0219X_1 - 4.4468X_2 + 4.3896X_3 + 23.005X_4 - 0.074X_5 + 0.2074X_6$$

Với $R^2 = 0.9542$, $N = 33$

- Ngành Sản xuất KCPK:

$$Y = 0.3784 + 0.1748X_1 - 23.53X_2 + 22,91X_3 + 4.3777X_4 + 0.1708X_5 - 0.2658X_6$$

Với $R^2 = 0.8958$, $N = 50$

- Ngành SX cao su:

$$Y = 0.3663 + 0.2613X_1 + 58.2256X_2 - 59.129X_3 - 59.121X_4 + 0.970X_5$$

Với $R^2 = 0.993$, $N = 18$

- Ngành SX MM-TB-ĐT:

$$Y = 0.1792 + 0.015X_1 + 10.8988X_2 - 10.8280X_3 - 10.8210X_4 - 0.3161X_5$$

Với $R^2 = 0.534$, $N = 24$

- Ngành SX khác:

$$Y = -0.043 + 0.0494X_1 + 7.3091X_2 - 7.4506X_3 - 7.4744X_4 + 0.6329X_5 + 0.2631X_6$$

Với $R^2 = 0.3979$, $N = 11$

5. Thảo luận

Bề tài đã cung cấp bằng chứng thực nghiệm và phân tích tác động của quản trị vốn lưu động đến hiệu quả tài chính của các DN ngành SX niêm yết trên TTCK Việt Nam. Kết quả nghiên cứu sự tác động của các nội dung cơ bản trong quản trị vốn lưu động đến hiệu quả tài chính của các DNNY ngành Sản xuất trên TTCK Việt Nam hoàn toàn đúng với các giả thiết ban đầu. Cụ thể:

5.1. Tác động của khả năng thanh toán

Kết quả hồi quy cho thấy, khả năng thanh toán có liên hệ âm với tỷ suất sinh lời trên VCSH ROE

đối với các ngành như: Nhóm ngành SX thực phẩm, Ngành SX giấy, Ngành SX nhựa và cao su, Ngành SX MM-TB-ĐT và ngành SX khác. Điều này có nghĩa khi khả năng thanh toán tăng lên thì tỷ suất sinh lời trên VCSH của các DNNY ngành Sản xuất giảm xuống. Tình thanh khoản cao là dấu hiệu của việc sử dụng và quản trị tiền không có hiệu quả. KNTT phản ánh việc doanh nghiệp có đáp ứng về nghĩa vụ trả các khoản nợ ngắn hạn bằng tài sản ngắn hạn hay không. KNTT ngắn hạn lớn có thể do các khoản phải thu lớn, hàng tồn kho lớn (tức nguyên vật liệu dự trữ quá lớn không dùng hết và hàng hóa, thành phẩm tồn kho không bán được không đổi lưu được), tài sản lưu động tồn trữ lớn... Mặt khác, tài sản lưu động và đầu tư ngắn hạn có thể được hình thành từ vốn vay dài hạn như tiền trả trước cho người bán; hoặc được hình thành từ nợ khác (như các khoản ký quỹ, ký cược...) hoặc được hình thành từ nguồn vốn chủ sở hữu. Tuy nhiên, nếu khả năng thanh toán quá cao cho thấy DN sử dụng tài sản chưa hiệu quả, tài sản tồn đọng còn nhiều, chưa phát huy được sức sinh lời nên hiệu quả tài chính sẽ thấp. Kết quả trùng khớp với Agrawal, A. & Knoeber C (1996).

Bên cạnh đó, khả năng thanh toán có liên hệ dương với tỷ suất sinh lời trên VCSH ROE đối với các ngành như: Nhóm ngành Sản xuất sợi vải, Ngành Sản xuất hóa chất, Ngành Sản xuất khoáng chất phi kim. Điều này có nghĩa khi khả năng thanh toán tăng lên thì tỷ suất sinh lời trên VCSH của các DNNY ngành Sản xuất này cũng tăng lên. Chứng tỏ các nhóm ngành này đã điều chỉnh trong

việc đầu tư VLD hợp lý, vừa đảm bảo khả năng thanh toán cho doanh nghiệp vừa hiệu quả trong việc đầu tư sinh lời.

5.2. Tác động của chu kỳ luân chuyển tiền mặt

Kết quả hồi quy cho thấy, chu kỳ chuyển đổi tiền mặt có mối liên hệ âm với tỷ suất sinh lời từ vốn chủ sở hữu với các nhóm ngành như: nhóm ngành Sản xuất thực phẩm, Ngành Sản xuất hóa chất và nhóm ngành Sản xuất MM-TB-ĐT, điều này cho thấy cần rút ngắn chu kỳ chuyển đổi tiền mặt đến mức tối đa nhưng không làm ảnh hưởng đến hoạt động sản xuất kinh doanh vì chu kỳ tiền mặt giảm xuống thì lợi nhuận công ty sẽ tăng lên. Khi đó, công ty có nguồn ngân quỹ để đảm bảo cho chu kỳ sản xuất kinh doanh tiếp theo, giảm nguồn tài trợ từ bên ngoài, giảm chi phí và rủi ro cho công ty, vì thế có thể làm tăng tỷ suất sinh lời của công ty.

Kết quả hồi quy cho thấy, chu kỳ chuyển đổi tiền mặt có mối liên hệ dương với tỷ suất sinh lời từ vốn chủ sở hữu với các nhóm ngành như: nhóm ngành Sản xuất sợi vải, ngành Sản xuất giấy, Ngành Sản xuất khoáng chất phi kim, Sản xuất nhựa và cao su và Sản xuất khác.

5.3. Tác động của mức đầu tư vốn lưu động

Kết quả hồi quy cho thấy, mức đầu tư vốn lưu động có mối liên hệ âm với tỷ suất sinh lời từ vốn chủ sở hữu với các nhóm ngành như: Sản xuất thực phẩm, Sản xuất giấy, Sản xuất nhựa và cao su và nhóm ngành Sản xuất MM-TB-ĐT, Sản xuất khác. Điều này cho các nhóm ngành này đầu tư VLD chưa hiệu quả, càng đầu tư vốn lưu động sẽ càng làm cho hiệu quả tài chính không cao.

Ngược lại với kết quả trên, các nhóm ngành như nhóm ngành Sản xuất Sợi vải, Sản xuất hóa chất và nhóm ngành khoáng chất phi kim càng đầu tư VLD thì hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp này càng cao.

6. Kết luận

Như vậy, nghiên cứu đã trình bày mô hình về sự tác động của quản trị vốn lưu động đến hiệu quả tài chính của các DNNY ngành sản xuất trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn hội nhập. Để từ đây, các nhà quản trị tài chính sẽ có những giải pháp đối sách trong quản lý tài chính của doanh nghiệp để nâng cao sức cạnh tranh với các doanh nghiệp trên thế giới gia nhập vào Việt Nam ■

TÀI LIỆU THAM KHẢO :

1. Nguyễn Thị Liên Hoa, Nguyễn Lê Ngân Trang, Lê Thị Phương Vỹ (2015), "Mối quan hệ phi tuyến giữa giá trị doanh nghiệp và tỷ lệ tiền mặt nắm giữ", *Tạp chí Phát triển và Hội nhập*, số 22 trang 58 - 65.
2. Phan Đình Nguyên, Nguyễn Ngọc Trãi (2014), "Tác động của vốn lưu động đến lợi nhuận của các doanh nghiệp niêm yết ở Việt Nam". *Tạp chí công nghệ Ngân hàng*, trang 54.
3. Quan Minh Nhut và Lý Thị Phương Thảo (2014), "Phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp bất động sản đang niêm yết trên Thị trường chứng khoán Việt Nam", *Tạp chí Khoa học Trường Đại học Cần Thơ*, số 33, trang 65-71.
4. Huỳnh Thị Tuyết Phương (2016), "Nghiên cứu những nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của công ty niêm yết". *Tạp chí Tài chính*, số 11/2016
5. Đoàn Ngọc Phúc, Lê Văn Thông (2014), "Tác động của quản trị doanh nghiệp đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp sau cổ phần hóa ở Việt Nam", *Tạp chí Kinh tế phát triển*, số 203 trang 56-63.
6. Harold T. Amrme, Jonah A. Ruchuy, Colin L. Moodie, Joseph F. Kmecc (1994), *Tổ chức sản xuất và quản trị doanh nghiệp*, NXB Thống kê, Hà Nội.
7. K.R Subramanyam & John J. Wild (2009), *Financial Statement Analysis - NXB MCGraw Hill*.
8. Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Alan J. Marcus (2001), *Fundamentals of Corporate Finance - University of Phoenix*.

9. Stephen A.Ross, Rlandolph W.Westerfield, Bradford D.Jordan (1997), *Fundamentals of Corporate Finance, The McGraw-Hill Companies, Inc. Comprehensive Edition.*

10. Stephen A.Ross, Rlandolph W.Westerfield, Bradford D.Jordan (1997), *Fundamentals of Corporate Finance (Sixth edition)-NXB MCGraw Hill.*

Ngày nhận bài: 22/3/2019

Ngày phân biện đánh giá và sửa chữa: 1/4/2019

Ngày chấp nhận đăng bài: 11/4/2019

Thông tin tác giả:

TS. LÊ THỊ MỸ PHƯƠNG

Khoa Kế toán - Tài chính

Trường Cao đẳng Thương mại

THE IMPACT OF WORKING CAPITAL MANAGEMENT ON RETURN ON EQUITY OF LISTED MANUFACTURING COMPANIES ON THE VIETNAMESE STOCK MARKET

● Ph.D **LE THI MY PHUONG**

Faculty of Accounting – Finance

College of Commerce

ABSTRACT:

For enterprises, working capital is an indicator related to the amount of money a business needs to maintain its production. Working capital is the variance between short-term assets and short-term liabilities and is one of factors used to evaluate the business performance as well as the short-term financial potential of an enterprise. Therefore, working capital management is one of the most important parts of corporate financial management. If an enterprise wishes to maximize its owner's asset value, it should improve its working capital management firstly. This article is to study the impact of the working capital on the financial performance of an enterprise. This article used the audited financial report data in Vietnam Standard Industrial Classification of 207 listed companies in the manufacturing sector from 2013 to 2018. The results show that the working capital management has impacts on the business performance of an enterprise through indicators such as solvency, net working capital investment and cash flow cycle in all sub-sectors of the manufacturing sector.

Keywords: Working capital management, financial performance, listed companies, manufacturing sector.