

Các nhân tố ảnh hưởng đến cân bằng tài chính dài hạn của các công ty thuộc nhóm ngành tiêu dùng niêm yết tại Việt Nam

 TS. Đường Nguyễn Hưng*

Cân bằng tài chính (CBTC) trong dài hạn là một mục tiêu quan trọng của doanh nghiệp (DN). Tuy nhiên, để đạt được trạng thái CBTC là vấn đề nan giải của nhiều DN, bởi có rất nhiều nguyên nhân dẫn đến mất CBTC. Bài viết làm rõ mối liên hệ giữa các nhân tố khác nhau, tác động đến CBTC của các công ty thuộc nhóm ngành tiêu dùng được niêm yết trên thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam, giúp các DN có thể có cái nhìn tổng quan, bao quát hơn về tình trạng CBTC và đưa ra được những mục tiêu, quyết sách để có thể đạt được trạng thái CBTC trong dài hạn.

Theo Trịnh Minh Giang (2004): “CBTC là kết quả từ việc đối chiếu tính thanh khoản của những tài sản xác định các luồng thu về trong tương lai và tính tới hạn của những khoản nợ xác định các luồng chi ra trong tương lai. Nói cách khác, CBTC được định nghĩa bởi sự cân bằng giữa tài sản và nguồn vốn, bởi sự điều hoà giữa thời gian biến đổi tài sản thành tiền và nhịp độ hoàn trả các khoản nợ tới hạn”.

Chỉ số vốn lưu động (VLD) ròng được dùng để phân tích xem liệu một DN có đạt được trạng thái CBTC hay không. VLD ròng được xác định như sau:

VLD ròng = Nguồn vốn thường xuyên - TSDH

= Tài sản lưu động và đầu tư ngắn hạn - Nợ ngắn hạn

Phân tích CBTC của DN được xác định thông qua VLD ròng như sau:

VLD ròng \geq 0: DN đạt trạng thái CBTC dài hạn

VLD ròng $<$ 0: DN mất CBTC dài hạn.

Các giả thuyết nghiên cứu

Khảo cứu các nghiên cứu trên thế giới và dựa vào các nghiên cứu trước, vận dụng vào ngành sản xuất hàng tiêu dùng Việt Nam, có thể đưa ra các giả thuyết sau:

Hiệu quả hoạt động kinh doanh (HĐKD): Hiệu quả càng cao thì lợi nhuận càng nhiều, khi lợi nhuận cao thì DN có xu hướng sử dụng nguồn vốn nội tại nhiều hơn là vay nợ (theo lý thuyết trật tự phân hạng về thông tin bất cân xứng), nghĩa là nguồn vốn dài hạn (NVDH) sẽ có xu hướng được sử dụng nhiều hơn. Trường hợp NVDH có xu hướng được sử dụng nhiều hơn, kéo theo VLD ròng của DN có khả năng gia tăng, tài sản ngắn hạn (TSNH) có khả năng được tài trợ bởi NVDH và DN không phải chịu áp lực từ nợ vay ngắn hạn trong HĐKD của mình. Do đó, tác giả đặt ra giả thuyết hiệu quả HĐKD của DN có quan hệ thuận chiều với CBTC dài hạn. Quan điểm của tác giả cũng tương đồng với quan điểm của Mian Sajid Nazir và Talat Afijia (2009) trong nghiên cứu cho rằng, hiệu quả HĐKD có mối quan hệ tỷ lệ thuận với VLD ròng. Chỉ tiêu mà tác giả sử dụng để đo lường hiệu quả HĐKD là tỷ suất sinh lời tài sản.

H1: Hiệu quả HĐKD của DN có quan hệ thuận chiều với CBTC dài hạn.

Cấu trúc tài chính: Cấu trúc tài chính chính là quyết định sử dụng nợ

của nhà quản lý. Cấu trúc tài chính được đo lường thông qua chỉ tiêu tỷ lệ nợ, được tính bằng tổng nợ chia cho tổng tài sản của DN. Tỷ lệ này càng cao thì có nghĩa là DN sử dụng nợ càng nhiều và ngược lại. Xem xét mối quan hệ của tỷ lệ nợ đến VLD ròng, ta nhận thấy rằng, khi tỷ lệ nợ càng cao, DN sử dụng nợ càng nhiều. Xét trong điều kiện kinh tế Việt Nam, tính trung bình các DN thuộc tất cả các nhóm ngành, tỉ lệ nợ ngắn hạn chiếm hơn 70% tỷ trọng tổng nợ. Do đó, tỷ lệ nợ cao, thể hiện một tỷ lệ nợ ngắn hạn cao. Mặt khác, nợ ngắn hạn có quan hệ tỷ lệ nghịch với VLD ròng bởi nợ ngắn hạn tăng kéo theo nguy cơ DN sử dụng nợ ngắn hạn đầu tư cho TSDH và DN mất CBTC. Do đó, tác giả cho rằng tỷ lệ nợ có mối quan hệ tỷ lệ nghịch với VLD ròng. Quan điểm này cũng tương đồng với quan điểm của Wasiazman (2013); Merton (1974) cho rằng, đòn bẩy tài chính (tỷ lệ nợ) là một nhân tố quyết định đến VLD ròng và có mối quan hệ nghịch chiều với VLD ròng. Giả thuyết đặt ra là:

H2: Cấu trúc tài chính có quan hệ nghịch chiều với CBTC dài hạn.

Dòng tiền từ HĐKD: Dòng tiền từ HĐKD có mối quan hệ đến nguồn vốn ngắn hạn của DN. Khi DN có dòng tiền từ hoạt động lớn thì DN sẽ sử dụng ngay dòng tiền đó vào việc đầu tư cho TSLĐ. Tuy nhiên, điều này sẽ tạo ra rủi ro trong trường hợp dòng tiền từ HĐKD của DN bất ngờ gặp sự cố và không tài trợ đủ cho TSLĐ của DN, dẫn đến DN bước vào trạng thái

* ĐH Kinh tế (Đà Nẵng)

bắt buộc phải huy động tức thời nguồn vốn ngắn hạn để tiếp tục hoạt động của mình. Điều đó, dẫn đến sự mất an toàn tài chính của DN. Vì vậy, tác giả cho rằng dòng tiền từ HĐKD có mối quan hệ nghịch chiều với VLD ròng.

Các nghiên cứu trên thế giới xuất hiện 2 quan điểm: Dòng tiền từ HĐKD có mối quan hệ thuận chiều với VLD ròng và Dòng tiền từ HĐKD có mối quan hệ nghịch chiều với VLD ròng. Quan điểm của tác giả tương đồng với quan điểm của Bannos - Caballeno (2010).

H3: Dòng tiền từ HĐKD có quan hệ nghịch chiều với CBTC dài hạn.

VLD ròng năm trước: VLD ròng năm trước thể hiện tình hình tài chính của DN năm trước đó. Tác giả cho rằng, một DN có trạng thái tài chính cân bằng trong quá khứ sẽ tạo điều kiện tiền đề cho DN đạt trạng thái CBTC dài hạn. Quan điểm của tác giả cũng tương đồng với quan điểm Suleiman, M. Abbadı 1 & Rasha, T. Abbadı (2012) trong nghiên cứu về các nhân tố ảnh hưởng đến VLD ròng, chỉ ra rằng VLD ròng năm trước có mối quan hệ tỷ lệ thuận đối với VLD ròng năm nay.

H4: Giả thuyết đặt ra VLD ròng năm trước có quan hệ thuận chiều với CBTC dài hạn.

Chu kỳ tiền mặt: Chu kỳ tiền mặt được định nghĩa là số ngày cần thiết để chuyển đổi chu kỳ từ khi mua nguyên vật liệu đến khi sản xuất sản phẩm và bán sản phẩm thu về tiền mặt. Chu kỳ tiền mặt càng ngắn thì HĐKD của DN càng hiệu quả hơn. Khi chu kỳ tiền mặt ngắn, DN có khả năng huy động tiền mặt nhanh hơn thanh toán cho các khoản VLD và từ đó, hạn chế vay ngắn hạn. Khi vay ngắn hạn giảm bớt, DN sẽ có CBTC dài hạn an toàn hơn. Quan điểm của tác giả tương đồng với quan điểm của Suleiman, M. Abbadı 1 & Rasha, T. Abbadı (2012) bởi 2 nhà nghiên cứu này cũng cho rằng chu kỳ tiền mặt có mối quan hệ nghịch chiều với VLD ròng.

H5: Giả thuyết đặt ra là chu kỳ tiền

mặt có quan hệ nghịch chiều với CBTC dài hạn.

Quy mô của DN: Quy mô của DN ảnh hưởng đến sự đánh giá từ bên ngoài đối với DN. Những DN có quy mô càng lớn thì cơ hội huy động nguồn vốn từ bên ngoài càng nhiều hơn. Thực tế cho thấy, các DN niêm yết trên TTCK Việt Nam có quy mô càng lớn thì số vốn huy động được càng nhiều. Vốn huy động được lớn sẽ góp phần tạo trạng thái an toàn cho CBTC. Đồng thời, theo các nghiên cứu khác trên thế giới (Mossawi et áp lực, 2006) cũng đưa ra kết luận rằng, quy mô DN có mối quan hệ thuận chiều với VLD ròng. Do đó, tác giả cũng cho rằng, quy mô DN và VLD ròng có mối tương quan tỷ lệ thuận. Tác giả sử dụng công thức logarit tổng tài sản đại diện cho chỉ tiêu quy mô DN. Giả thuyết đặt ra là:

H6: Quy mô DN có quan hệ tỷ lệ thuận với CBTC dài hạn.

Cấu trúc tài sản: Cấu trúc tài sản có ảnh hưởng đến quyết định tài trợ của DN. Khi tỷ lệ tài sản cố định (TSCĐ) càng lớn mà nguồn vốn thường xuyên tài trợ cho TSDH không đổi, thì CBTC dài hạn của DN có nguy cơ mất an toàn. Cấu trúc tài sản được đo lường thông qua chỉ tiêu tỷ lệ TSCĐ trên tổng tài sản. Khi TSDH chiếm tỷ trọng lớn, NVDH không thể huy động một cách nhanh chóng để có thể tài trợ cho TSDH, nguy cơ DN đối mặt với trường hợp VLD ròng âm là rất cao. Các nghiên cứu của Suleiman và cộng sự (2012); Bannos - Cabalebo (2010) cũng có chung quan điểm về mối quan hệ tỷ lệ nghịch của cấu trúc tài sản với VLD ròng. Dựa trên những thông tin đó, tác giả đặt ra giả thuyết:

H7: Cấu trúc tài sản có mối quan hệ tỷ lệ nghịch với CBTC dài hạn.

Biến động doanh thu: Sự biến động tổng doanh thu, có ảnh hưởng đến TSLĐ của DN. Với mức doanh thu biến động lớn đòi hỏi DN phải có những dự trữ về hàng tồn kho, tiền mặt... Khi TSLĐ có xu hướng tăng lên, dẫn đến nguy cơ lượng TSLĐ đó

không được tài trợ đủ bởi NVDH. Nghĩa là, VLD ròng có nguy cơ âm. Trong nghiên cứu của Hill và cộng sự (2010) cũng đưa ra nhận định rằng, sự biến động doanh thu có mối quan hệ tỷ lệ nghịch với VLD ròng. Do đó, giả thuyết của tác giả đặt ra là:

H8: Biến động doanh thu có mối quan hệ tỷ lệ nghịch với CBTC dài hạn.

Khả năng thanh toán (KNTT) nhanh: KNTT nhanh là hệ số thể hiện khả năng trả nợ của DN. Nếu hệ số này thấp thì thể hiện khả năng trả nợ của DN kém và là dấu hiệu báo trước DN có nguy cơ gặp khó khăn tài chính trong việc trả nợ. Nghĩa là KNTT nhanh càng cao thì CBTC dài hạn càng an toàn và ngược lại.

H9: KNTT nhanh có mối quan hệ thuận chiều với CBTC dài hạn

Từ các giả thuyết trên, xây dựng mô hình nghiên cứu tác động của các nhân tố đến CBTC dài hạn như sau:

$$NWC_{it} = b_0 + b_1(ROA_{it}) + b_2(LEV_{it}) + b_3(OCF_{it}) + b_4(QR_{it}) + b_5(NWCT_{1it-1}) + b_6(CCC_{it}) + b_7(TANG_{it}) + b_8(REVVOL_{it}) + b_9(GDP_{it}) + b_{10}(R_{it}) + b_{11}(SIZE_{it})$$

Trong đó:

NWC: VLD ròng; ROA: tỷ số lợi nhuận trên tài sản; LEV: Đòn bẩy tài chính (Tổng nợ dài hạn và ngắn hạn/Tổng tài sản); OCF: Dòng tiền từ HĐKD; QR: Tỷ số thanh toán nhanh; CCC: Chu kỳ tiền mặt (Số ngày phải thu + Số ngày tồn kho - Số ngày phải trả); TANG: Cơ cấu tài sản công ty (Tỷ lệ TSCĐ/Tổng tài sản); REVVOL: Sự biến động tổng doanh thu công ty ((Doanh thu năm nay - Doanh thu năm trước)/Doanh thu năm trước); SIZE: Quy mô DN (Logarit tổng tài sản); NWCT_1: VLD ròng năm trước đó.

Chọn mẫu nghiên cứu

Các dữ liệu được sử dụng trong nghiên cứu này, đều là dữ liệu thứ cấp 66 DN thuộc nhóm ngành sản xuất hàng tiêu dùng được niêm yết trên TTCK Việt Nam. Trong đó, bài nghiên cứu chỉ tập trung vào các công ty niêm yết trên sàn HOSE và HNX, có tình

hình tài chính ổn định, không thanh lý tài sản tiên tục, không bị thua lỗ dẫn đến hủy niêm yết do dẫn đến trạng thái kiệt quệ tài chính. Các biến trong bài, đều được tính toán từ số liệu trên bảng cân đối kế toán và báo cáo kết quả HĐKD của các công ty được công khai trên trang web.

Phương pháp chọn mẫu:

- Tổng thể nghiên cứu: Theo như chương 2, tác giả đã thống kê tổng số các DN ngành sản xuất hàng tiêu dùng niêm yết trên TTCK Việt Nam là 144 DN.

- Thời gian chọn mẫu: Từ năm 2011 đến năm 2014, để phục vụ việc tính các biến trong mô hình cho giai đoạn nghiên cứu 2012-2014.

- Cách thức chọn mẫu: Để đảm bảo tính đại diện, đã chọn mẫu một cách ngẫu nhiên bằng cách dùng bảng số ngẫu nhiên, chọn được 100 công ty. Tuy nhiên, có đến 44 công ty không có đủ số liệu nghiên cứu. Mẫu cuối cùng có 66 công ty với 198 quan sát cho giai đoạn nghiên cứu 2012-2014, đại diện được cho tổng thể nghiên cứu (bảng 1).

Như vậy, các DN được chọn làm mẫu nghiên cứu được phân bố đều vào tất cả các nhóm ngành nhỏ của ngành sản xuất hàng tiêu dùng. Do đó, mẫu được chọn phản ánh tương đối chính xác những đặc trưng của tổng thể nghiên cứu. Vì thế, đối tượng nghiên cứu của đề tài là 66 DN nhưng kết quả nghiên cứu có thể sử dụng một cách hữu ích trong việc phân tích CBTC dài hạn của các DN niêm yết trên TTCK Việt Nam.

Kết quả nghiên cứu

Mô tả thống kê

Bảng 2 trình bày số liệu thống kê mô tả của 66 DN thuộc nhóm ngành sản xuất hàng tiêu dùng với tổng 198 quan sát trong 3 năm (2012- 2014). Thống kê mô tả cho thấy rằng, tồn tại một số lượng đáng kể các DN có giá trị VLĐ ròng âm, nghĩa là CBTC trong dài hạn mất an toàn. Số liệu cũng chỉ ra rằng, các biến độc lập còn lại đều có độ lệch chuẩn khá lớn. Đặc biệt, là

chỉ số chu kỳ tiền mặt. Điều này, phản ánh mức độ biến thiên của các biến là khá cao. Mẫu nghiên cứu lựa chọn ngẫu nhiên các công ty có chính sách quản lý các yếu tố ảnh hưởng đến VLĐ ròng khác nhau nên đây có thể là một trong những lý do làm cho số liệu thống kê có sự dao động như vậy. Các kiểm tra về phân phối chuẩn của biến phụ thuộc và phần dư của mô hình cho thấy, biến phụ thuộc có phân phối tương đối chuẩn.

Phân tích tương quan giữa các biến trong mô hình

Để xác định mối quan hệ giữa các biến trong mô hình, đề tài sử dụng phân tích hệ số tương quan, nhằm đo lường mức độ quan hệ giữa các biến độc lập với nhau, giữa các biến độc lập và biến phụ thuộc. Tác giả sử dụng phần mềm EVIEW để chạy tương quan ra được kết quả tổng hợp ở bảng 3.

Kết quả phân tích tính toán hệ số

Bảng 1: Bảng phân bổ danh sách công ty chọn mẫu theo nhóm ngành

Nhóm ngành	Số công ty chọn mẫu	Tỷ lệ trên tổng thể nhóm
Nước, giải khát, bia rượu	7	58%
Ô tô, linh kiện, lốp xe	2	20%
Nông thủy sản, thực phẩm	19	50%
Gia dụng, nội thất	7	50%
Quần áo, sản phẩm cá nhân	31	47%

Nguồn: Tác giả tự tổng hợp

Bảng 2: Mô tả thống kê các biến

	Trung bình	Cao nhất	Nhỏ nhất	Độ lệch chuẩn	Số quan sát
NWC	2.80E+11	1.01E+13	-1.41E+12	1.09E+12	198
NWCT_1	2.39E+11	8.04E+12	-1.36E+12	9.22E+11	198
OCF	1.45E+11	6.25E+12	-4.50E+11	6.98E+11	198
ROA	0.078419	0.295436	-0.18024	0.071342	198
LEV	0.431053	0.94156	0.009573	0.430327	198
QR	1.192418	5.169308	0.19573	0.926184	198
CCC	-4.981780	988.8093	-1945.97	163.0219	198
REVVOL	0.079987	1.718052	-0.62783	0.252756	198
TANG	0.284445	0.82059	0.005635	0.182605	198
SIZE	11.689240	13.41112	10.1848	0.602339	198

Bảng 3: Bảng phân tích tương quan các biến trong mô hình

	NWC	NWCT_1	OCF	ROA	LEV	QR	CCC	REVVOL	TANG
NWCT_1	-0.040	1							
(p-value)	0.573	----							
OCF	-0.107	0.855	1						
(p-value)	0.130	0.000	----						
ROA	0.031	0.422	0.377	1					
(p-value)	0.668	0.000	0.000	----					
LEV	-0.340	-0.155	-0.118	-0.291	1				
(p-value)	0.000	0.028	0.095	0.000	----				
QR	0.239	0.307	0.189	0.445	-0.147	1			
(p-value)	0.001	0.000	0.007	0.000	0.037	----			
CCC	-0.076	0.004	0.018	0.108	0.005	0.012	1		
(p-value)	0.286	0.950	0.803	0.128	0.947	0.862	----		
REVVOL	-0.041	-0.019	-0.053	0.089	0.058	-0.074	0.041	1	
(p-value)	0.566	0.790	0.457	0.212	0.413	0.295	0.564	----	
TANG	-0.521	0.082	0.143	0.016	0.197	-0.152	0.066	-0.139	1
(p-value)	0.000	0.246	0.044	0.823	0.005	0.032	0.351	0.050	----
SIZE	-0.141	0.454	0.469	0.054	0.000	-0.061	0.102	-0.037	0.239
(p-value)	0.046	0.000	0.000	0.444	1.000	0.391	0.149	0.598	0.001

tương quan cho thấy, các nhân tố có hệ số tương quan cao nhất phản ánh mối quan hệ rõ ràng với VLĐ ròng. Đó là cấu trúc tài sản có $r_{NWC,TANG} = -0.52067$; tỉ lệ nợ trên tổng tài sản có $r_{NWC,LEV} = -0.34018$, và tỉ số thanh toán nhanh với $r_{NWC,QR} = 0.238844$. Các nhân tố có mối tương quan ít rõ hơn là tỷ suất sinh lời tài sản với $r_{NWC,ROA} = 0.030518$; biến động doanh thu với $r_{NWC,REVVOL} = -0.07587$; quy mô công ty với $r_{NWC,SIZE} = -0.14137$, và dòng tiền từ HĐKD với $r_{NWC,OCF} = -0.10731$. Quan hệ tương quan thuận chiều với VLĐ ròng đó là: tỷ suất sinh lời tài sản và tỷ số thanh toán nhanh. Các nhân tố còn lại có mối quan hệ tương quan nghịch chiều với VLĐ ròng.

•Phân tích hồi quy

Trên nền tảng đánh giá sự tồn tại mối quan hệ tương quan tuyến tính giữa các biến độc lập, tác giả xác lập mô hình hồi quy bội. Tác giả sử dụng cách tiếp cận mô hình ước lượng theo các ảnh hưởng cố định và mô hình ước lượng theo các ảnh hưởng ngẫu nhiên đối với dữ liệu bảng. Sau đó, tác giả sử dụng kiểm định Hausman để tìm ra được mô hình hồi quy phù hợp.

Kết quả hồi quy theo hai phương pháp FEM và REM được tác giả thống kê chi tiết ở bảng 4.

Theo kết quả từ bảng số liệu, ta nhận thấy rằng mô hình các nhân tố ảnh hưởng ngẫu nhiên phù hợp hơn so với các nhân tố ảnh hưởng cố định (kiểm định Hausman cho ra kết quả P-value = 0.7624 > 0.05). Mô hình có chỉ số Adjusted R-squared = 36.48% nên có năng lực giải thích tương đối tốt.

Như vậy, VLĐ ròng (thể hiện CBTC dài hạn) chịu ảnh hưởng bởi nhân tố: Đòn bẩy tài chính, Tỷ số thanh toán nhanh, Chu kỳ tiền mặt, Biến động doanh thu và Cấu trúc tài sản. Các biến này đều có Prob < 0.05 nên các nhân tố tồn tại trong mô hình này đều có ý nghĩa thống kê.

Chỉ số đòn bẩy tài chính (LEV) có hệ số là -0.0101 với mức ý nghĩa là 5%. Như vậy, có nghĩa là đòn bẩy tài chính có mối quan hệ nghịch chiều với CBTC dài hạn. Một DN càng sử dụng nhiều nợ vay thì CBTC dài hạn của công ty càng rủi ro. Điều này hoàn toàn phù hợp với bản chất của vấn đề. Một khi tỷ lệ nợ vay của DN lớn, DN sử dụng nợ vay nhiều hơn. Theo nghiên cứu của ngân hàng Nhà nước Việt Nam, tính đến 30/9/2014, tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn toàn hệ thống chỉ ở mức 19.04%. Có nghĩa là, lượng vốn cho vay của các ngân hàng dành cho các DN chủ yếu phục vụ cho ngắn hạn, trong khi đó, tỷ lệ cho vay trung dài hạn rất thấp. Do vậy, đối với các DN, đòn bẩy tài chính cao, đồng nghĩa với DN ưu tiên sử dụng nợ vay ngắn hạn tăng và chính sách của DN trong tương lai gần là hạn chế sử dụng nợ vay dài hạn. Khi đó, DN có chính sách thay

việc sử dụng nợ vay dài hạn là sử dụng nợ vay ngắn hạn nhiều hơn, tỷ lệ nợ vay ngắn hạn cao sẽ khiến cho DN gặp rủi ro sử dụng các khoản vay ngắn hạn để tài trợ cho TSDH. Kết quả là, CBTC trong dài hạn của DN có nguy cơ gặp rủi ro mất cân bằng. Như vậy giả thuyết H2 - Tỷ lệ nợ trên tổng tài sản có mối quan hệ tỷ lệ nghịch với VLĐ ròng đã được chứng minh.

Tỷ số thanh toán nhanh (QR) có hệ số là 0.0524 với mức ý nghĩa 5%. Như vậy ta có thể giải thích rằng, mô hình cho thấy mối tương quan thuận chiều giữa tỷ số thanh toán nhanh với CBTC dài hạn. Một sự biến động tăng lên về tỷ số thanh toán nhanh sẽ góp phần ảnh hưởng tỷ lệ thuận đến sự biến động của VLĐ ròng. Tỷ số thanh toán nhanh cho thấy, KNTT các khoản nợ ngắn hạn của DN. Đồng thời, tỷ số này cũng cho biết, tính an toàn tài chính của các DN bởi công thức tính của tỷ số (được tính bằng cách lấy TSLĐ chia cho tổng nợ ngắn hạn) và hệ số này đã loại trừ hàng tồn kho ra khỏi công thức tính toán. Như vậy, hệ số này nói lên tình trạng tài chính ngắn hạn của một DN có lành mạnh không. Về nguyên tắc, hệ số này càng cao thì KNTT công nợ càng cao, tình trạng tài chính của DN lành mạnh hơn và ngược lại. Khi tình trạng tài chính ngắn hạn của DN được giữ lành mạnh trong một chuỗi thời gian dài sẽ đồng nghĩa với tình trạng tài chính DN dài hạn có khả năng cân bằng hơn, an toàn hơn. Do đó, sự tương quan giữa tỷ số thanh toán nhanh và CBTC dài hạn thuận chiều là hợp lý. Và giả thuyết H9 - KNTT nhanh có mối quan hệ thuận chiều với VLĐ ròng đã được chứng minh.

Chu kỳ tiền mặt có hệ số -0.0001 với mức ý nghĩa 5%. Vậy chu kỳ tiền mặt có mối tương quan nghịch chiều với CBTC dài hạn với mức ý nghĩa 5%. Theo kết quả của mô hình, một biến động gia tăng số ngày trong chu kỳ tiền mặt sẽ góp phần tạo nên sự mất CBTC dài hạn của DN. Theo đúng bản chất định nghĩa của chu kỳ tiền mặt thì chu kỳ

Bảng 4: Bảng mô tả kết quả hồi quy mô hình dài hạn theo mô hình FEM và REM

Biến phụ thuộc: NWC	FEM		REM	
	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.
C	0.7689	0.2855	0.4977	0.1865
NWCT_1	0.0093	0.0633	0.0070	0.1384
OCF	0.0019	0.8344	-0.0039	0.6120
ROA	-0.1410	0.3111	-0.1770	0.1692
LEV	-0.0116	0.0755	-0.0101	0.0104
QR	0.0577	0.0003	0.0524	0.0001
CCC	-0.0001	0.0031	-0.0001	0.0016
REVVOL	-0.0605	0.0052	-0.0545	0.0089
TANG	-0.7157	0.0000	-0.6172	0.0000
SIZE	-0.0304	0.6192	-0.0087	0.7869
R ²	0.9618		0.3648	
Prob(F_statistic)	0		0	
Hausman test (p-value)	0.7624			

tiền mặt là khoảng thời gian DN sử dụng VLĐ, chuyển đổi thành hàng tồn kho, khoản phải thu và thu lại tiền mặt. Chu kỳ tiền mặt càng ngắn thì HĐKD của DN càng hiệu quả hơn. Khi chu kỳ tiền mặt ngắn, DN có khả năng huy động tiền mặt nhanh hơn thanh toán cho các khoản VLĐ và từ đó, hạn chế vay ngắn hạn. Khi nhu cầu vay ngắn hạn của DN giảm bớt, thì khả năng DN sử dụng vay ngắn hạn để tài trợ cho TSDH sẽ giảm. Từ đó, tình hình CBTC dài hạn của DN có khả năng được cải thiện hơn. Vậy giả thuyết H5 - Chu kỳ tiền mặt có mối quan hệ nghịch chiều với VLĐ ròng đã được chứng minh.

Biến động doanh thu REVVOL có hệ số -0.0545 với mức ý nghĩa 5%. Vậy có nghĩa là, khi doanh thu biến động tăng sẽ góp phần ảnh hưởng tiêu cực đến CBTC dài hạn. Mối quan hệ giữa biến động doanh thu và VLĐ ròng là quan hệ nghịch chiều. Từ kết quả của mô hình, biến động doanh thu có sự ảnh hưởng khá lớn đến VLĐ ròng. Biến động doanh thu là sự biến động doanh thu năm này so với năm trước đó. Đúng với thực tế của các DN hiện nay, khi có một sự biến động tăng doanh thu, đòi hỏi DN cần phải tồn trữ TSNH nhiều hơn. Khi TSNH gia tăng trong thời gian ngắn, DN không thể huy động đủ nguồn vốn thường xuyên để tài trợ cho lượng TSLĐ này và có nguy cơ lượng TSLĐ này được tài trợ bởi nguồn vốn ngắn hạn, bằng cách DN vay ngắn hạn để tài trợ cho lượng tài sản này. Việc sử dụng vay ngắn hạn tài trợ cho TSLĐ, dẫn đến DN gặp áp lực thanh toán trong trường hợp DN không bán được hàng, TSLĐ không thể thu hồi vốn kịp để thanh toán các khoản vay ngắn hạn đến thời hạn thanh toán. Điều đó, tạo nên áp lực thanh toán cho DN và DN phải hoạt động trong sự rủi ro kéo theo của việc mất KNNT các khoản vay. Khi tình trạng này kéo dài, đòi hỏi DN phải vay ngắn hạn để thanh toán cho những

khoản vay cũ và tiếp tục hoạt động trong áp lực đảm bảo thanh toán nợ vay. Đây là một trong nhiều hậu quả mà mất CBTC dài hạn đem lại. Phân tích chiều hướng tác động ngược lại, một sự biến động giảm doanh thu, đòi hỏi DN phải giảm tồn trữ TSNH xuống. Do đó, DN không phải gia tăng vay ngắn hạn để tài trợ cho TSNH và giảm rủi ro từ áp lực thanh toán vốn vay. Hoạt động của DN lúc này được đảm bảo hơn, CBTC dài hạn có xu hướng an toàn hơn. Như vậy, giả thuyết H8 - biến động doanh thu có mối quan hệ tỷ lệ nghịch với VLĐ ròng - đã được chứng minh.

Cấu trúc tài sản TANG có hệ số là -0.6172 với mức ý nghĩa 5%. Có nghĩa là cấu trúc tài sản có mối quan hệ nghịch chiều với VLĐ ròng (hay CBTC dài hạn). Theo kết quả của mô hình cho thấy rằng, khi tỷ lệ TSCĐ trên tổng tài sản tăng sẽ góp phần tạo nên sự mất cân bằng cho CBTC dài hạn. Tỷ lệ TSCĐ trên tổng tài sản tăng, có nghĩa là DN đang đầu tư vào TSCĐ (hay còn gọi là tài sản thường xuyên) khá lớn. TSCĐ được đầu tư nhiều, đòi hỏi nguồn vốn thường xuyên cũng phải tăng một cách tương ứng mới đảm bảo CBTC dài hạn của DN. Tuy nhiên, trong trường hợp cơ cấu nguồn vốn ngắn hạn, dài hạn không thay đổi, một mức tăng TSCĐ có thể dẫn đến không đủ NVDH tài trợ đủ cho lượng tăng TSCĐ này. Khi đó, DN có nguy cơ sử dụng nguồn vốn ngắn hạn để tài trợ cho TSDH dẫn đến sự mất an toàn trong CBTC dài hạn. DN có CBTC dài hạn rủi ro hơn. Ngành sản xuất hàng tiêu dùng thường có tốc độ tăng trưởng tài sản cao nhất so với các ngành khác. Do đó, chỉ tiêu cấu trúc tài sản có ảnh hưởng đến CBTC dài hạn đến các DN thuộc nhóm ngành này là hoàn toàn hợp lý. Vậy giả thuyết H7 - Cấu trúc tài sản có mối quan hệ tỷ lệ nghịch với CBTC dài hạn - đã được chứng minh.

Kết luận

Qua phân tích kết quả của mô hình, chúng ta thấy được chiều hướng của các nhân tố ảnh hưởng đến CBTC dài hạn và mức độ tác động của chúng. CBTC dài hạn chịu ảnh hưởng bởi nhân tố: Đòn bẩy tài chính, tỷ số thanh toán nhanh, chu kỳ tiền mặt, biến động doanh thu và cấu trúc tài sản. Việc thay đổi CBTC của một DN từ mất cân bằng sang cân bằng không thể thực hiện trong một khoảng thời gian ngắn được. Các DN muốn có tình hình CBTC dài hạn an toàn thì phải điều chỉnh một cách hợp lý đến các nhân tố trên và trong thời gian dài. Kết quả nghiên cứu này là nguồn thông tin hữu ích cho các nhà quản trị tài chính tham khảo trong việc ra quyết định đến CBTC dài hạn của DN. ▣

Tài liệu tham khảo

- Banos-Caballero, S, Garcia-Teruel, PJ & Martinez-Solano. (2010), "How do market imperfections affect working capital management", *Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas, S.A.*
- Hill, M. D., Kelly, G. W., & Highfield, M. J. (2010), "Net Operating Working Capital Behavior: A First look", *Financial Management*, 39(2)
- Mian Sajid Nazir and Talat Afza (2009), "Working Capital Requirements and the Determining Factors in Pakistan", *The Icfai Journal of Applied Finance*, 15(4).
- Merton H. Miller (1977), "Debt and Taxes", *Journal of Finance*, 32(2), 261-275.
- Moussawi, R., LaPlante, M., & Kieschnick, R. (2006), "Corporate Working Capital Management: Determinants and Consequences", *Working Paper*.
- Suleiman, M. Abbadi & Rasha, T. Abbadi. (2012), "The Determinants of Working Capital Requirements in Palestinian Industrial Corporations", *International Journal of Economics and Finance*, 5(1), 67-68.
- Trịnh Minh Giang (2004), "VLĐ và CBTC", *vietmanagement.com*.
- Wasiuzzaman, Shaista and Arumugam, Veeri Chettiar (2013), "Analyzing the Validity of Working Capital Determinant Factors of Enterprise 50 (E50) Firms in Malaysia using Partial Least Square-Structural Equation Modeling", *Business and Finance Journal*, 7(2), 2013, 63-83.