

# Quản trị vốn luân chuyển và khả năng sinh lời của các công ty niêm yết

 PGS.TS Hoàng Tùng\*

Trong bối cảnh hiện nay, việc nâng cao hiệu quả quản trị công ty, trong đó có quản trị vốn luân chuyển (VLC) đã trở thành sự quan tâm đặc biệt, từ góc độ quản trị DN. Trong giai đoạn từ năm 2008 đến nay, khi mà hàng loạt những DN Việt Nam phải ngừng sản xuất, đóng cửa hoặc rơi vào tình trạng khốn khó, đã đặt ra dấu hỏi lớn về sự hữu hiệu của các chiến lược tài chính, trước những thách thức cam go của nền kinh tế. Quản trị VLC như thế nào, để gia tăng khả năng sinh lợi vẫn là vấn đề đặt ra đối với các DN. Bài viết xem xét tác động của VLC, lên khả năng sinh lời của DN, qua đánh giá mối quan hệ này của các CTNY, trên sàn giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh. Qua đó, rút ra kết luận có cơ sở khoa học để ứng dụng vào việc quản lý DN, nhằm cải thiện và nâng cao khả năng sinh lợi tại các CTNY.

**Đ**ể nghiên cứu mối quan hệ giữa việc quản trị VLC và khả năng sinh lời của Cty tác giả tiến hành thực nghiệm trên dữ liệu của báo cáo tài chính của các CTNY trên Sở giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh, Việt Nam. Những Cty này không bao gồm những Cty tài chính như Ngân hàng, Bảo hiểm, Chứng khoán,... Tác giả áp dụng hai phương pháp nghiên cứu: Phân tích tương quan và phân tích hồi quy (sử dụng phần mềm SPSS, EVIEWS) cụ thể là phương pháp ước lượng bình quân tối thiểu, mô hình hiệu ứng cố định FEM, và bình quân tối thiểu tổng quát GLS,...

Dữ liệu nghiên cứu của đề tài bao gồm 70 Cty, được niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán TP Hồ Chí Minh (HOSE). Trong 70 Cty này có 43 Cty thuộc ngành Công nghiệp chế biến chế tạo, 9 Cty

thuộc ngành xây dựng, 7 Cty thuộc ngành khai khoáng, 7 Cty thuộc ngành bán buôn, bán lẻ và 4 Cty thuộc ngành nông lâm thủy sản.

### Biến nghiên cứu

Tác giả lựa chọn ROA là biến đại diện cho khả năng sinh lời, ROA là biến thể hiện 1 đồng tài sản, sẽ tạo ra bao nhiêu đồng lợi nhuận. Ngoài ra, như đã biết quản trị VLC gồm có 4 thành phần chính đó là quản trị HTK, quản trị khoản phải thu, quản trị tiền mặt và quản trị khoản phải trả. Vậy cần lựa chọn biến đại diện cho 4 thành phần này

**Bảng 1: Biến và công thức tính biến**

Biến	Viết tắt	Công thức
Lợi nhuận trên tổng tài sản	ROA	Lợi nhuận sau thuế/Giá trị tài sản bình quân trong kỳ
Kỳ lưu kho	IP	(Số HTK bình quân trong kỳ / Giá vốn hàng bán) *365
Kỳ thu tiền bình quân	RP	(Các khoản phải thu bình quân / Doanh thu thuần)*365
Kỳ phải trả	PP	(Các khoản phải trả bình quân / Giá vốn hàng bán) *365
Chu kỳ luân chuyển tiền mặt	CCC	RP + P - PP
Tỷ lệ nợ	DR	Tổng nợ / Tổng tài sản
Quy mô công ty	LNS	Logarit tự nhiên của tổng tài sản
Hệ số khả năng thanh toán hiện hành	CR	Tài sản ngắn hạn / Nợ ngắn hạn

\* Đại học Kinh tế - Đại học Đà Nẵng

thì có nghĩa là đại diện cho quản trị VLC. Cụ thể, kỳ phải thu là biến đại diện cho quản trị khoản phải thu; kỳ lưu kho là biến đại diện cho quản trị HTK; kỳ phải trả là biến đại diện cho quản trị khoản phải trả và chu kỳ luân chuyển tiền mặt, vừa đại diện cho quản trị tiền mặt vừa là biến tiêu biểu nhất, đại diện cho quản trị VLC.

Các chỉ tiêu dùng để tính toán các biến được thu thập từ các BCTC đã kiểm toán của các Cty trong giai đoạn từ 2010- 2014. Trong bài nghiên cứu này, tác giả sử dụng các biến (bảng 1)

### Giả thuyết và mô hình nghiên cứu

Với mục tiêu tìm hiểu tác động của quản trị VLC lên khả năng sinh lời của các DN niêm yết trên sở GDCK TP.Hồ Chí Minh, tác giả đặt ra các giả thuyết sau:

Giả thuyết chung:  $H_0$ : Quản trị VLC không tác động lên khả năng sinh lời của các DN, niêm yết trên Sở GDCK TP.HCM.

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

- *Giả thuyết 1:* Kỳ thu tiền (RP) không tác động lên khả năng sinh lời của các DN, niêm yết trên Sở GDCK TP.Hồ Chí Minh

Mô hình (1)

$$ROA = \beta_0 + \beta_1(RP_{it}) + \beta_2(CR_{it}) + \beta_3(DR_{it}) + \beta_4(LNS_{it}) + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

- *Giả thuyết 2:* Kỳ lưu kho (IP) không tác động lên khả năng sinh lời của các DN, niêm yết trên Sở GDCK TP Hồ Chí Minh

Mô hình (2)

$$ROA = \beta_0 + \beta_1(IP_{it}) + \beta_2(CR_{it}) + \beta_3(DR_{it}) + \beta_4(LNS_{it}) + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

- *Giả thuyết 3:* Kỳ phải trả (PP) không tác động lên khả năng sinh lời của các DN, niêm yết trên Sở GDCK TP. Hồ Chí Minh

Mô hình (3)

$$ROA = \beta_0 + \beta_1(PP_{it}) + \beta_2(CR_{it}) + \beta_3(DR_{it}) + \beta_4(LNS_{it}) + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

- *Giả thuyết 4:* Kỳ luân chuyển tiền mặt (CCC) không tác động lên khả năng sinh lời của các DN, niêm yết trên Sở GDCK TP.Hồ Chí Minh

Mô hình (4)

$$ROA = \beta_0 + \beta_1(CCC_{it}) + \beta_2(CR_{it}) + \beta_3(DR_{it}) + \beta_4(LNS_{it}) + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

**Kiểm định mối quan hệ giữa quản trị VLC và khả năng sinh lời**

*Kết quả mô hình ảnh hưởng cố định (FEM)(bảng 2)*

*Kết quả mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên (REM) (bảng 3)*

Ta có thể nhận thấy, các kết quả ước lượng của cả hai phương pháp là khá nhất quán với nhau. Tất cả các biến giải thích RP, IP, PP và CCC đều có quan hệ nghịch biến với tỷ lệ lợi nhuận, trên tổng tài sản.

Đối với mô hình 1, RP có quan hệ nghịch biến với ROA ở các mức hệ số tương ứng cho FEM và REM

**Bảng 2: Kết quả mô hình ảnh hưởng cố định (FEM)**

	Mô hình 1		Mô hình 2		Mô hình 3		Mô hình 4	
	ROA	Prob	ROA	Prob	ROA	Prob	ROA	Prob
C	0.8491	0.0005	0.6968	0.0061	0.7263	0.0040	0.7617	0.0023
RP	-0.0003	0.0000						
IP			-0.0001	0.0051				
PP					-0.0004	0.0003		
CCC							-0.0001	0.0000
CR	0.0030	0.4806	-0.0003	0.9391	-0.0025	0.5687	0.0020	0.6473
DR	0.0612	0.0885	0.0226	0.5417	0.0196	0.5908	0.0428	0.2444
LNS	-0.0649	0.0016	-0.0507	0.0178	-0.0526	0.0133	-0.0569	0.0069
R-squared	0.6370		0.5980		0.6055		0.6147	
Adjusted R-squared	0.5409		0.4917		0.5011		0.5127	
S.E. of regression	0.0692		0.0728		0.0721		0.0712	
F-statistic	6.6336		5.6250		5.8027		6.0310	
Prob(F-statistic)	0.0000		0.0000		0.0000		0.0000	
Sum squared resid	1.3199		1.4614		1.4343		1.4009	
Durbin-Watson stat	1.9085		1.6812		1.7036		1.7645	

**Bảng 3: Kết quả mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên (REM)**

	Mô hình 1		Mô hình 2		Mô hình 3		Mô hình 4	
	ROA	Prob	ROA	Prob	ROA	Prob	ROA	Prob
C	0.3335	0.0241	0.2468	0.0997	0.2580	0.0852	0.2885	0.0524
RP	-0.0002	0.0000						
IP			-0.0001	0.0024				
PP					-0.0002	0.0014		
CCC							-0.0001	0.0000
CR	0.0075	0.0492	0.0058	0.1420	0.0042	0.2850	0.0075	0.0564
DR	-0.0542	0.0420	-0.0697	0.0116	-0.0774	0.0042	-0.0576	0.0349
LNS	-0.0179	0.1544	-0.0100	0.4316	-0.0105	0.4083	-0.0140	0.2690
R-squared	0.1169		0.0768		0.0774		0.1002	
Adjusted R-squared	0.1067		0.0661		0.0667		0.0897	
S.E. of regression	0.0724		0.0749		0.0746		0.0736	
F-statistic	11.4188		7.1798		7.2378		9.5994	
Prob(F-statistic)	0.0000		0.0000		0.0000		0.0000	
Sum squared resid	1.8061		1.9349		1.9199		1.8709	
Durbin-Watson stat	1.3879		1.2941		1.2954		1.3408	

**Bảng 4: Kết quả kiểm định Huasman**

RP		ROA				PP		CCC	
Chi-Sq. Statistic	Prob.	Chi-Sq. Statistic	Prob.	Chi-Sq. Statistic	Prob.	Chi-Sq. Statistic	Prob.	Chi-Sq. Statistic	Prob.
36.670631	0.0000	24.420365	0.0001	28.434946	0.0000	27.590836	0.0000		
Mô Hình FEM thích hợp		Mô Hình FEM thích hợp		Mô Hình FEM thích hợp		Mô Hình FEM thích hợp			

**Bảng 5: Kiểm định sự tồn tại của mô hình**

Mô hình 1		Mô hình 2		Mô hình 3		Mô hình 4	
R-squared	0.6370	R-squared	0.5980	R-squared	0.6055	R-squared	0.6147
Các biến độc lập trong mô hình 1 giải thích được 63,7% sự thay đổi của biến ROA		Các biến độc lập trong mô hình 2 giải thích được 59,8% sự thay đổi của biến ROA		Các biến độc lập trong mô hình 3 giải thích được 60,55% sự thay đổi của biến ROA		Các biến độc lập trong mô hình 4 giải thích được 61,47% sự thay đổi của biến ROA	
F-statistic	6.6336	F-statistic	5.62501	F-statistic	5.8027	F-statistic	6.031
F tra bảng	2.630716	F tra bảng	2.63072	F tra bảng	2.6307	F tra bảng	2.63072
Mô hình 1 có tồn tại ý nghĩa thống kê		Mô hình 2 có tồn tại ý nghĩa thống kê		Mô hình 3 có tồn tại ý nghĩa thống kê		Mô hình 4 có tồn tại ý nghĩa thống kê	

là - 0,0003 và-0,0002. Các con số này cho thấy rằng, một sự gia tăng hay sụt giảm số ngày thu tiền, sẽ có ảnh hưởng đến khả năng sinh

lợi của công ty. Điều này giải thích rằng, khách hàng càng thanh toán hóa đơn sớm, Cty càng có nhiều tiền mặt để tái đầu tư vào

HTK. Do vậy, doanh số đạt được càng cao, dẫn đến khả năng sinh lợi cao hơn. Đồng thời, các mô hình 2, 3 và 4 cũng cho thấy, IP, PP và CCC có quan hệ nghịch biến với ROA. Tương tự, chu kỳ luân chuyển tiền càng ngắn, tiền tái tạo ra tiền nhanh hơn nên khả năng sinh lợi nhiều hơn. Thời gian thanh toán càng dài, uy tín của Cty trên thị trường càng giảm, càng ảnh hưởng đến khả năng sinh lợi.

Còn các biến CR, DR, LNS thì biến CR có quan hệ cùng chiều với ROA, còn DR và LNS có mối quan hệ nghịch chiều.

**Kiểm định Hausman**

Kiểm định Hausman là công cụ để lựa chọn mô hình thích hợp nhất giữa REM và FEM.

Giả thuyết:

H<sub>0</sub>: REM là mô hình thích hợp hơn FEM.

H<sub>1</sub>: FEM là mô hình thích hợp hơn REM.

Nếu P<0.05, bác bỏ H<sub>0</sub>. Khi đó, REM không thích hợp và tốt hơn, xem ra ta nên sử dụng mô hình FEM.

Nếu P> 0.05, Chấp nhận H<sub>0</sub>. Lúc này, mô hình được sử dụng trong bài nghiên cứu là REM.

Kết quả kiểm định Huasman (bảng 4, trang 12).

**Ý nghĩa và kết quả hồi quy**

Nghiên cứu mối quan hệ giữa quản trị VLC và khả năng sinh lợi từ hoạt động kinh doanh ở 70 CTNY trên Sở GDCK TP.HCM (HOSE) từ năm 2010 đến năm 2014, bằng các phương pháp khác nhau, đều cho thấy quản trị VLC được đo lường bằng chu kỳ luân chuyển tiền (CCC) có tác động âm lên khả năng của các Cty. Cho thấy, tác động âm và có ý nghĩa về mặt thống kê giữa kỳ thu tiền (RP) và kỳ lưu kho (IP) và kỳ phải trả (PP) lên tỷ lệ lợi nhuận, trên tổng tài sản (ROA). Điều này hàm ý rằng, các Cty có thể gia tăng lợi nhuận của mình, bằng cách rút ngắn kỳ thu tiền, kỳ lưu kho và kỳ phải trả. Tuy nhiên, mức độ tác động không lớn. Kết quả này, hoàn toàn nhất quán với rất nhiều công trình nghiên cứu trước đó.

Nhìn chung, kết quả phân tích của tác giả cho thấy rằng, các Cty có thể xem xét hoạt động quản trị tài chính của mình, để có thể nâng cao khả năng sinh lợi và qua đó, gia tăng giá trị tài sản cho cổ đông. Một cách để thực hiện điều đó chính là tối ưu hóa chu kỳ luân chuyển tiền, hay nói khác, quản trị VLC một cách có hiệu quả, ban

quản trị Cty có thể cải thiện khả năng sinh lợi cho Cty. Một mặt, giảm kỳ phải thu, kỳ lưu kho và kỳ phải trả, sẽ làm tăng khả năng thanh khoản cho công ty, nhờ đó tác động tích cực đến vị thế tài chính của Cty. Mặt khác, quản trị VLC tốt, có thể giúp phát triển các hình thức tài trợ khác bởi vì các tổ chức tín dụng, những người sẽ xem xét và đánh giá cơ cấu bảng cân đối kế toán của Cty khi đưa ra quyết định tài trợ sẽ đầu tư thêm vào những Cty có vị thế tài chính mạnh và rút bớt vốn hoặc giảm cho vay, với những Cty có vị thế tài chính không tốt.

**Kiểm định sự tồn tại của mô hình**

Kiểm định sự tồn tại của mô hình (bảng 5, trang 12)

**Kiểm định sự tồn tại của đa cộng tuyến và Hiện tượng tự tương quan**

Để phát hiện sự tồn tại của đa cộng tuyến, xem xét tương quan cặp giữa các biến giải thích bằng sự trợ giúp của phần mềm EVIEW ta nhận thấy, hệ số tương quan cặp giữa biến giải thích trong mô hình 1, mô hình 2, mô hình 3, mô hình 4 đều nhỏ hơn 0.8. Vậy chứng tỏ, không có hiện tượng đa cộng tuyến xảy ra. Để phát hiện tương tự tương quan, ta dùng phương pháp kiểm định Durbin- Watson (bảng 6).

Dựa trên kết quả Durbin-Watson ta có: D<sub>L</sub> < D < D<sub>U</sub>. Nên ta có thể kết luận, không có hiện tượng tự tương quan.

**Phân tích hồi quy theo ngành**

**Kết quả hồi quy theo ngành (bảng 7)**

Theo kết quả hồi quy theo ngành (bảng 7), ảnh hưởng của biến ngành đến khả năng sinh lời trong FEM và REM, có kết quả

(Xem tiếp trang 48)

**Bảng 6: Kết quả Durbin - Watson**

	Mô hình 1	Mô hình 2	Mô hình 3	Mô hình 4
Durbin-Watson stat	1.9085	1.6812	1.7036	1.7645

**Bảng 7: Kết quả hồi quy theo ngành**

	Mô hình 1	Mô hình 2	Mô hình 3	Mô hình 4
	ROA	ROA	ROA	ROA
C	0.060764	0.052474	0.069815	0.048293
Kỳ phải thu (RP)	-0.000182			
Kỳ lưu kho (IP)		-0.0000858		
Kỳ phải trả (PP)			-0.000202	
Chu kỳ luân chuyển tiền mặt (CCC)				-0.0000984
Tỷ lệ thanh toán hiện hành (CR)	0.015045	0.01334	0.01207	0.015133
Tỷ lệ nợ (DR)	-0.053036	-0.062449	-0.072552	-0.049574
Quy mô công ty (LNS)				
Ngành Xây Dựng (A)				
Ngành Khai Khoáng (B)	0.106326	0.069738	0.079815	0.085605
Ngành buôn bán, sửa chữa ô tô, mô tô, và xe có động cơ khác (E)				
Ngành nông nghiệp, lâm nghiệp, thủy sản (F)	0.08417	0.084511	0.083723	0.085091

chính giá trị hao mòn này, được ghi nhận ngay trong kỳ kế toán này vào khoản mục chi phí quản lý DN. Đến kỳ kế toán tiếp theo chỉ tiêu này sẽ được điều chỉnh trên LNSTCPP lũy kế đến cuối kỳ trước. Thế nhưng, theo hướng dẫn tại TT202 không hề ghi nhận khoản chênh lệch của giá trị hao mòn lũy kế đến cuối kỳ, tức phải xử lý cả chênh lệch khấu hao theo GTHL và GTGS phát sinh trong kỳ và số chênh lệch lũy kế đến cuối kỳ trước, mà chỉ ghi nhận xử lý chênh lệch phát sinh trong kỳ thôi, điều này gây ảnh hưởng lớn đến phản ánh số liệu trên BCTCHN là không chính xác.

**Kết luận**

Trên đây là những ý kiến cá nhân của tác giả khi nghiên cứu về phương pháp loại trừ các khoản đầu tư của Cty mẹ vào Cty con trong giao dịch HNKD qua 1 lần mua. Dựa trên những hướng dẫn của TT202 về các thủ tục khi lập BCTCHN, có rất nhiều những vướng mắc và những quy định chưa thật sự rõ ràng gây hiểu nhầm cho các DN, trong quá trình triển khai và áp dụng. Thiết nghĩ, BTC nên xem xét lại những quy định và có những hướng dẫn cụ thể, đầy đủ hơn nhằm giúp các DN nhìn nhận vấn đề một cách sâu sắc và tạo điều kiện thuận lợi, giúp đỡ DN tháo gỡ những vướng mắc trong quá trình hoàn thiện lập BCTCHN theo đúng quy định. □

-----

**Tài liệu tham khảo**

1. Bộ Tài chính, TT 202/2014/TT-BTC, TT 161/2007/TT-BTC.  
3. Bộ Tài chính, Chuẩn mực kế toán số 25 “BCTCHN và các khoản đầu tư vào Cty con”.

(Tiếp theo trang 13)

tương đối giống nhau. Các ngành xây dựng và ngành bán buôn, bán lẻ, sửa chữa ô tô, mô tô, xe máy và xe có động cơ khác không có ý nghĩa thống kê. Còn ngành khai khoáng và ngành nông nghiệp, lâm nghiệp thủy sản có tương quan dương với mức ý nghĩa thống kê cao ( $\alpha = 1\%$ ).

**Hàm ý chính sách**

Hiện nay, có nhiều DN không đầu tư đầy đủ nguồn lực cũng như chính sách, trong việc theo dõi và thực hiện việc thu nợ. Mặc dù, khoản này chiếm phần không nhỏ trong tổng vốn lưu động. Thời gian thu hồi nợ càng ngắn thì vòng vốn càng nhanh. Để rút ngắn thời gian trung bình từ khi bán hàng đến khi thu nợ được từ khách hàng, nhà quản trị tài chính nên đưa ra một giải pháp toàn diện từ chính sách, hệ thống, con người, công cụ hỗ trợ đến kỹ năng, quy trình thu nợ.

Một DN cân cân bằng giữa chi phí và rủi ro, trong việc dự trữ lượng hàng tồn kho, vì nó ảnh hưởng không nhỏ đến kết quả tồn kho cũng như ảnh hưởng không nhỏ đến kết quả kinh doanh chung của DN.

Quản lý khoản phải trả tốt thì cần phải có nguồn nhân lực chuyên trách theo dõi, đánh giá và lập tình hình công nợ, để đưa ra các kiến nghị quyết định mua chịu hay trả nợ vào những thời điểm, để mang lại lợi ích cho DN, nhằm gia tăng khả năng sinh lời. Ngoài nguồn nhân lực, còn cần đến sự hỗ trợ của các công cụ quản lý nợ, nhằm giúp công tác quản lý nợ hiệu quả hơn,...

**Kết luận**

Bài viết đã đưa ra những kết luận về tác động của quản trị VLC lên khả năng sinh lời của các DN niêm yết trên Sở GDCK TP.Hồ Chí

Minh. Tuy nhiên, nghiên cứu này cũng có những hạn chế nhất định, đó là thời gian nghiên cứu chưa dài và số Cty trong mẫu chưa đủ lớn, để phản ánh tác động của quản trị VLC lên khả năng sinh lời của toàn thị trường chứng khoán. Ngoài ra, khi nghiên cứu các nhân tố tác động đến hiệu quả Cty chỉ dừng lại ở yếu tố nội bộ của Cty mà chưa xem xét yếu tố vĩ mô của nền kinh tế, cũng có thể tác động đến hiệu quả tài chính của Cty.

Đối với các DN khi quản trị tốt VLC sẽ là giải pháp để tăng khả năng sinh lời. Việc xác định cấu trúc VLC và khả năng tác động vào các khoản mục VLC có tỷ trọng lớn là ưu tiên trong quản trị VLC của DN. □

-----  
**Tài liệu tham khảo**

1. Anand, M., & Malhotra, K. (2007). Working Capital Performance of Corporate India: An Empirical Study. *ICFAI Journal of Applied Finance*, 13(1), 46-81.  
2. Appuhami, B. A. R. (2008). The Impact of Firms' Capital Expenditure on Working Capital Management: An Empirical Study across Industries in Thailand. *International Management Review*, 4(1), 8-21.  
3. Appuhami, R. (2009). Corporate Investments and the Dual-Role of Working Capital: Evidence from. *Journal of Applied Management Accounting Research*, 7(1).  
4. Banos-Caballero, S., Garcia-Teruel, P., & Martinez-Solano, P. (2010). How do market imperfections affect working capital management?  
5. Bhattacharya, H. (2007). *Working Capital Management Strategies and Techniques*. New Delhi: Prentice Hall.  
6. Bruinshoofd, W. A., & Kool, C. J. M. (2004). Corporate Liquidity Management: New Evidence on Aggregation. *Journal of Applied Economics*, VII(2), 195-230.