

# CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN HOẠT ĐỘNG QUẢN TRỊ VỐN LƯU ĐỘNG CỦA DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TRÊN HOSE

**Bùi Thu Hiền**

*Khoa Quản trị Kinh doanh, Đại học Ngoại thương*

*Email: hienbt@ftu.edu.vn*

**Trương Quang Huân**

*Bộ phận phân tích và kiểm soát tài chính, Khối Giáo dục, Đại học FPT Hà Nội*

*Email: truongquanghuan@gmail.com*

**Nguyễn Đăng Khoa**

*Kiểm toán viên, Kiểm toán nhà nước*

*Email: ndkhoa6@gmail.com*

Ngày nhận: 4/7/2016

Ngày nhận bản sửa: 7/11/2016

Ngày duyệt đăng: 25/11/2016

## **Từ khóa:**

*Quản trị vốn lưu động đóng vai trò quan trọng đối với mỗi doanh nghiệp, bởi lẽ nó giúp đảm bảo lượng vốn nhàn rỗi được đầu tư một cách có hiệu quả, đảm bảo khả năng thanh toán cũng như ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Bài viết phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến hoạt động quản trị vốn lưu động của các doanh nghiệp. Nghiên cứu sử dụng dữ liệu của 236 công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh trong giai đoạn 2011 - 2015. Kết quả cho thấy quy mô công ty và mức độ đầu tư cho tài sản cố định có mối quan hệ ngược chiều với hiệu quả quản trị vốn lưu động (được đo bằng chu kỳ chuyển hóa tiền mặt). Ngược lại, tỷ suất sinh lời, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh và cơ hội tăng trưởng của doanh nghiệp có tác động thuận chiều. Kết quả đối với các nhân tố đòn bẩy tài chính và GDP không có ý nghĩa về mặt thống kê.*

**Từ khóa:** quản trị vốn lưu động, khả năng sinh lời, quy mô công ty, đòn bẩy tài chính, tài sản cố định, dòng tiền hoạt động, cơ hội tăng trưởng,...

## **Factors affecting working capital management of firms listed on Ho Chi Minh stock exchange**

### *Abstract:*

*Working capital management plays an important role for every business, because it helps to use free cash flow effectively, ensures firm liquidity as well as has impacts on firm performance. The paper analyzes the factors affecting working capital management of firms. The author used data from 236 companies listed on the Ho Chi Minh Stock Exchange between 2011 and 2015. The results show that company size and level of investment in tangible assets are negatively related to working capital management (measured by cash conversion cycle). In contrast, profitability, operating cash flows and growth opportunities have positive impacts. The results also point out that leverage and GDP growth do not affect the efficiency of working capital management.*

*Key words: working capital management, profitability, firm size, leverage, intangible assets, operating cash flows, growth opportunities.*

## 1. Đặt vấn đề

Quản trị tài chính đóng vai trò then chốt trong hoạt động quản trị doanh nghiệp, giúp đảm bảo nguồn vốn cho doanh nghiệp sản xuất kinh doanh, đưa ra các biện pháp nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động và kiểm soát tình hình kinh doanh của doanh nghiệp. Các nội dung của hoạt động quản trị tài chính bao gồm: quyết định đầu tư dài hạn, quyết định tài trợ, quyết định tài chính ngắn hạn (hay quản trị vốn lưu động) và một số các quyết định khác như quyết định mua lại và sáp nhập, quyết định mua lại cổ phiếu của công ty,... Trong đó, quản trị vốn lưu động là quyết định để tiền mặt trong quỹ bao nhiêu là hợp lý, hàng tồn kho bao nhiêu là đủ, quản trị khoản phải thu sao cho doanh nghiệp vẫn bán được nhiều hàng mà giảm thiểu được rủi ro không thu hồi được tiền, quản trị khoản phải trả để doanh nghiệp không ở trong tình trạng mất khả năng thanh toán và chiếm dụng được tín dụng của đối tác.

Hoạt động quản trị vốn lưu động có vai trò rất quan trọng đối với mỗi doanh nghiệp, bởi lẽ nó giúp đảm bảo lượng vốn cần thiết được đầu tư một cách có hiệu quả, đảm bảo khả năng thanh toán cũng như ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Do đó, vấn đề làm sao để quản trị vốn lưu động hiệu quả được đặt ra đối với bất kỳ doanh nghiệp nào. Tuy nhiên, trước hết doanh nghiệp cần hiểu rõ các nhân tố ảnh hưởng đến hoạt động quản trị vốn lưu động của doanh nghiệp để đưa ra các chính sách phù hợp. Mục tiêu của nghiên cứu đó là trả lời các câu hỏi: Hiệu quả của hoạt động quản trị vốn lưu động được đo lường như thế nào? Các nhân tố ảnh hưởng tới hiệu quả quản trị vốn lưu động của doanh nghiệp như thế nào? Từ đó, nghiên cứu hàm ý cho việc thiết lập các chính sách quản trị vốn lưu động ở các doanh nghiệp để việc quản trị vốn lưu động ngày càng hiệu quả hơn.

## 2. Cơ sở lý thuyết về các nhân tố ảnh hưởng đến hoạt động quản trị vốn lưu động của doanh nghiệp

### 2.1. Khái niệm về vốn lưu động và quản trị vốn lưu động

Có nhiều quan điểm khác nhau về khái niệm vốn lưu động, tuy nhiên nhóm tác giả thống nhất các quan điểm về vốn lưu động như sau:

- Vốn lưu động (*working capital*) đề cập tới nguồn vốn để tài trợ các tài sản trong ngắn hạn của doanh nghiệp như tiền mặt, hàng tồn kho, khoản phải thu và tới các khoản nợ ngắn hạn như khoản phải trả nhà cung cấp.

- Vốn lưu động thuần hay vốn lưu động ròng (*net working capital*) là giá trị chênh lệch giữa tài sản ngắn hạn và các khoản nợ ngắn hạn:

$$\text{Vốn lưu động ròng} = \text{Tài sản ngắn hạn} - \text{Nợ ngắn hạn}$$

Chỉ tiêu vốn lưu động ròng (VLĐR) là một chỉ tiêu quan trọng, thể hiện cách thức doanh nghiệp tài trợ cho các tài sản của mình, qua đó cho biết tình hình tài chính của doanh nghiệp. Vốn lưu động ròng có thể dương hoặc âm. Nếu VLĐR > 0, nguồn vốn dài hạn đủ để tài trợ cho tài sản dài hạn và còn thừa ra một phần để tài trợ cho tài sản ngắn hạn; lúc này doanh nghiệp có khả năng thanh khoản tốt, tài sản được tài trợ một cách ổn định. Nếu VLĐR < 0, doanh nghiệp đã sử dụng nguồn vốn ngắn hạn của mình để tài trợ cho các tài sản dài hạn, điều này là rất nguy hiểm, có thể dẫn đến tình trạng mất khả năng thanh toán của doanh nghiệp.

Từ khái niệm về vốn lưu động có thể đưa ra khái niệm về 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 (Nguyễn Thu Thủy, 2011).

### 2.2. Các nhân tố ảnh hưởng tới hoạt động quản trị vốn lưu động và xây dựng giả thuyết

#### 2.2.1. Các nhân tố bên trong doanh nghiệp

- Quy mô công ty (*Firm Size*): Các lý thuyết cho rằng các công ty quy mô lớn sẽ có sức mạnh trong việc đàm phán với các nhà cung cấp để được hưởng chính sách tín dụng có tỷ lệ chiết khấu cao hơn cũng như thời gian thanh toán dài hơn. Hơn thế nữa, các công ty quy mô lớn cũng sẽ có số vòng quay hàng tồn kho lớn hơn so với các công ty quy mô nhỏ. Nghiên cứu của Moss & Stine (1993) về mối quan hệ giữa quy mô doanh nghiệp (được đo lường bằng doanh thu/tổng tài sản) với chu kỳ chuyển hóa tiền mặt (CCC) của các công ty trong ngành bán lẻ. Kết quả cho thấy các công ty có quy mô lớn thường có CCC ngắn hơn so với các công ty có quy mô nhỏ. Họ cũng kết luận rằng các công ty quy mô lớn sẽ thường quản trị vốn lưu động tốt hơn các công ty quy mô nhỏ và họ khuyến khích các công ty nhỏ nâng cao hiệu quả quản trị vốn lưu động thông qua việc quản trị tốt hơn các khoản phải thu và hàng tồn kho của mình. Jose & cộng sự (1996), Jeng- Ren & cộng sự (2006) cũng thống nhất mối quan hệ ngược

chiều giữa CCC và quy mô của công ty. Các nghiên cứu định lượng của nhóm tác giả Almeida & cộng sự (2004), nghiên cứu của Moussawi (2006) cũng đưa ra kết luận tương tự. Do đó, tác giả đưa ra giả thuyết:

*Giả thuyết 1: Quy mô công ty có ảnh hưởng thuận chiều đến hiệu quả quản trị vốn lưu động của doanh nghiệp*

Đòn bẩy tài chính (*Leverage/Gearing*): Theo Chiou & cộng sự (2006) dựa trên lý thuyết Trật tự phân hạng (*Perking Order Theory*), các công ty trước hết sẽ tài trợ cho các khoản đầu tư dài hạn bằng lợi nhuận giữ lại để giảm thiểu sự quản lý và giám sát từ phía các cổ đông cũng như giảm các chi phí phát hành cổ phiếu. Công ty có tỷ lệ nợ cao hơn đồng nghĩa với việc sẽ có ít nguồn vốn từ lợi nhuận giữ lại và sẽ có ít vốn phục vụ cho hoạt động sản xuất kinh doanh. Do đó, các công ty sẽ thận trọng hơn trong việc sử dụng nguồn vốn lưu động, dẫn đến kết quả là việc quản trị vốn lưu động sẽ hiệu quả hơn. Jeng- Ren & cộng sự (2006) đưa ra kết luận về mối quan hệ ngược chiều giữa tỷ lệ nợ và việc quản trị vốn lưu động và cũng ngụ ý rằng khi công ty có nguồn vốn lưu động ít thì họ sẽ tìm kiếm các nguồn tài trợ bên ngoài để tài trợ cho hoạt động sản xuất kinh doanh, và sẽ dẫn đến tỷ lệ nợ cao. Hai nhà nghiên cứu Nakamura & Palombini (2010) cũng cho rằng các công ty sử dụng nhiều nợ thường duy trì quy mô tài sản ngắn hạn thấp hơn, nhằm tránh khỏi việc phải phát hành nợ và chứng khoán mới. Do đó, tác giả xây dựng giả thuyết 2:

*Giả thuyết 2: Tỷ lệ nợ của doanh nghiệp tăng thì hiệu quả quản trị vốn lưu động càng cao*

Tài sản hữu hình (*Tangible Assets*): Moussawi (2006) cho rằng vấn đề tồn kho và các khoản phải thu sẽ khác nhau trong những ngành khác nhau là do các tài sản hữu hình khác nhau. Banos- Caballero & cộng sự (2010) cũng chỉ ra hai quan điểm khác nhau về mối quan hệ giữa tài sản hữu hình và quy mô vốn lưu động. Quan điểm thứ nhất cho rằng, doanh nghiệp có quy mô tài sản cố định càng lớn thì quy mô vốn lưu động càng nhỏ, bởi nguồn vốn của doanh nghiệp là hữu hạn, do đó đòi hỏi việc quản trị vốn lưu động hiệu quả hơn. Quan điểm thứ hai cho rằng, theo lý thuyết về thông tin bất cân xứng (*asymmetric information*) và vấn đề đại diện (*agency problems*), các công ty nhiều tài sản hữu hình sẽ có mức độ thông tin bất cân xứng cao hơn và vấn đề đại diện phức tạp hơn, và khó định giá hơn. Do đó, những công ty như thế thường duy trì vốn lưu động

lớn hơn. Vấn đề đại diện và vấn đề bất cân xứng thông tin cũng sẽ dẫn đến hiệu quả quản trị vốn lưu động giảm đi. Theo tác giả, giả thuyết 3 về mối quan hệ giữa tài sản hữu hình và hoạt động quản trị vốn lưu động như sau:

*Giả thuyết 3: Tài sản hữu hình có ảnh hưởng ngược chiều tới hiệu quả quản trị vốn lưu động của doanh nghiệp*

Khả năng sinh lời (*Profitability*): Hầu hết các nghiên cứu cho thấy quản trị vốn lưu động hiệu quả đồng nghĩa với chu kỳ chuyển hóa tiền mặt (CCC) ngắn, và điều này dẫn đến luôn có sẵn dòng tiền trong doanh nghiệp và khả năng sinh lời sẽ cao hơn. Ngược lại, nghiên cứu ảnh hưởng của khả năng sinh lời tới hoạt động quản trị vốn lưu động, Jose & cộng sự (1996) kết luận rằng có mối quan hệ ngược chiều giữa ROA với CCC, tức là các công ty có khả năng sinh lời càng cao thì chu kỳ chuyển hóa tiền mặt càng ngắn. Nghiên cứu của Shin & Soenen (1998), Yung- Jang (2002), Naser & cộng sự (2013) cũng đưa ra kết luận tương tự. Chiou & cộng sự (2006) lý luận rằng bởi các công ty có khả năng sinh lời tốt thường dễ dàng huy động các nguồn tài trợ và tiền mặt sẽ được giữ ở mức tối thiểu nhất, do đó có mối quan hệ ngược chiều giữa khả năng sinh lời và chu kỳ chuyển hóa tiền mặt CCC. Do đó, tác giả kỳ vọng mối quan hệ tỷ lệ thuận giữa khả năng sinh lời tới hiệu quả quản trị vốn lưu động.

*Giả thuyết 4: Khả năng sinh lời có mối quan hệ thuận chiều với hiệu quả quản trị vốn lưu động*

Dòng tiền hoạt động kinh doanh (*Operating cash flows*): Chiou & cộng sự (2006) cho rằng có hai quan điểm khác nhau về tác động của dòng tiền hoạt động kinh doanh đến đầu tư vốn lưu động. Một mặt, doanh nghiệp có dòng tiền từ hoạt động kinh doanh lớn có thể thực hiện chiến lược vốn lưu động thận trọng trong khi các doanh nghiệp có dòng tiền hoạt động kinh doanh nhỏ sẽ phải tìm nguồn tài trợ bên ngoài để đầu tư vốn lưu động. Mặt khác, Chiou & cộng sự (2006) cũng đưa ra quan điểm thứ hai rằng doanh nghiệp có dòng tiền từ hoạt động kinh doanh lớn sẽ dẫn đến buông lỏng việc thanh toán các khoản phải trả và thu hồi các khoản phải thu, khiến cho hoạt động quản trị vốn lưu động bị suy giảm. Ngoài ra, dòng tiền hoạt động cũng thể hiện khả năng của doanh nghiệp trong việc quản trị vốn lưu động, cụ thể là các chính sách liên quan tới khoản phải thu, khoản phải trả và hàng tồn kho. Moss & Stein (1993) cho rằng có mối quan hệ ngược chiều giữa CCC và

dòng tiền của doanh nghiệp, ngụ ý rằng các công ty có CCC ngắn sẽ có nhiều dòng tiền hơn các công ty có CCC dài. Do đó, tác giả xây dựng giả thuyết tiếp theo như sau:

*Giả thuyết 5: Dòng tiền hoạt động kinh doanh có ảnh hưởng thuận chiều tới hiệu quả quản trị vốn lưu động*

Các cơ hội tăng trưởng (*Growth Opportunities*): Theo lý thuyết trật tự phân hạng, khi một công ty có càng nhiều cơ hội tăng trưởng sẽ cần càng nhiều vốn trong tương lai. Do đó, nhu cầu tiền mặt và đầu tư vào các tài sản ngắn hạn cũng gia tăng. Điều đó sẽ khiến các công ty đẩy nhanh chu kỳ chuyển hóa tiền mặt thông qua việc quản trị vốn lưu động hiệu quả hơn. Ngoài ra, các cơ hội tăng trưởng đến bất ngờ sẽ yêu cầu doanh nghiệp cần chuẩn bị nhiều hàng tồn kho hơn, theo kết quả nghiên cứu của Moussawi (2006). Blazenko & Vandezande (2003) đưa ra kết luận về mối quan hệ tỷ lệ thuận giữa tăng trưởng hàng tồn kho với các cơ hội tăng trưởng của doanh nghiệp. Sau đó, các nghiên cứu của Appuhami (2008), Banos-Caballero và cộng sự (2010) đưa ra kết luận tương tự. Nazir & Afza (2009) cũng tìm ra mối quan hệ tỷ lệ thuận giữa vốn lưu động và tăng trưởng doanh thu. Tuy nhiên, Chiou & cộng sự (2006) lại đưa ra kết luận ngược lại về mối quan hệ giữa hai yếu tố này. Ông cho rằng, một công ty với tỷ lệ tăng trưởng cao sẽ giữ cho vốn lưu động và các khoản phải trả ở mức thấp. Từ đó, giả thuyết 6 được trình bày như sau:

*Giả thuyết 6: Cơ hội tăng trưởng của doanh nghiệp có ảnh hưởng thuận chiều tới hoạt động quản trị vốn lưu động*

### 2.2.2. Các nhân tố bên ngoài doanh nghiệp

Tăng trưởng tổng sản phẩm quốc gia (*GDP growth rate*): Trong nghiên cứu của mình, Zariyawati và cộng sự (2010) đã kết luận rằng các công ty ở Malaysia đầu tư hơn vào vốn lưu động khi GDP tăng trưởng dương, thể hiện nền kinh tế đang tốt lên. Tuy vậy, Lamberson (1995) lại phát hiện ra rằng hoạt động quản trị vốn lưu động của các công ty nhỏ dường như không bị tác động nhiều bởi điều kiện kinh tế vĩ mô. Banos-Caballero (2010) lại đưa ra lý luận khác trong nghiên cứu của mình. Ông cho rằng, trong thời kỳ kinh tế tăng trưởng dương, các doanh nghiệp thường không quan tâm nhiều đến việc duy trì các khoản đầu tư vốn lưu động, quỹ tiền mặt, cũng như hàng tồn kho. Ngược lại, trong thời kỳ khủng hoảng, các công ty thường cố gắng giảm

vốn lưu động. Như vậy, tác giả đưa ra giả thuyết 7 như sau:

*Giả thuyết 7: Tăng trưởng tổng sản phẩm quốc gia có ảnh hưởng thuận chiều tới hoạt động quản trị vốn lưu động*

Các nhân tố vĩ mô khác: tính ổn định chính trị, đặc điểm dân số, khí hậu, mùa vụ... tất cả đều có tác động trực tiếp tới hoạt động quản trị vốn lưu động và các chính sách khác của doanh nghiệp. Và tùy vào từng ngành nghề, mức độ tác động sẽ khác nhau. Chẳng hạn, khí hậu ẩm ướt sẽ khiến cho các doanh nghiệp sản xuất đồ gỗ có xu hướng duy trì ít gỗ nguyên liệu hơn. Ngoài ra, lạm phát là nhân tố vĩ mô đặc biệt quan trọng trong nền kinh tế, và có tác động trực tiếp tới mọi chính sách chi tiêu của cá nhân, doanh nghiệp và chính phủ. Trong thời kỳ lạm phát cao, các doanh nghiệp thường hạn chế nắm giữ tiền mặt, mà thay vào đó, chính sách ưa thích sẽ là chuyển đổi tiền mặt thành các chứng khoán ngắn hạn hoặc dài hạn, hoặc hàng tồn kho. Tuy nhiên, tác giả không đưa các nhân tố vĩ mô khác vào trong mô hình nghiên cứu của mình do khó đo lường các nhân tố này mà việc tính toán không chính xác sẽ dẫn đến kết quả bị sai lệch.

### 3. Phân tích hiệu quả quản trị vốn lưu động của các doanh nghiệp niêm yết trên HOSE giai đoạn 2011 - 2015

Tại thời điểm kết thúc ngày 31/12/2015, có tất cả 308 doanh nghiệp niêm yết trên HOSE, với tổng khối lượng cổ phiếu niêm yết là 429,7 ngàn tỷ đồng và vốn hóa thị trường đạt 1.147 ngàn tỷ đồng, tương đương với khoảng 51 tỷ USD tính theo tỷ giá được ngân hàng Vietcombank công bố vào thời điểm đó. Với số liệu GDP Việt Nam năm 2015 được Tổng cục Thống kê công bố ngày 26/12/2015 là 3192,9 ngàn tỷ đồng, vốn hóa cổ phiếu trên HOSE chiếm khoảng 27,35% GDP, cao hơn con số 25% của năm trước đó. Các doanh nghiệp trên HOSE được phân theo 9 nhóm ngành chính với 19 phân ngành nhỏ.

Chu kỳ chuyển hóa tiền mặt (CCC) được xem là chỉ tiêu tổng hợp đặc trưng cho hiệu quả quản trị vốn lưu động của doanh nghiệp, bởi chỉ tiêu này bao gồm 3 khía cạnh quan trọng nhất của quản trị vốn lưu động, được tính bằng số ngày tồn kho cộng với số ngày phải thu và trừ đi số ngày phải trả của doanh nghiệp. Do đó, mục tiêu của doanh nghiệp là rút ngắn chu kỳ chuyển hóa tiền mặt để doanh nghiệp có thể giảm tối đa các chi phí tài chính dành cho vốn lưu động.

**Bảng 1: Chu kỳ chuyển hóa tiền mặt của các doanh nghiệp niêm yết trên HOSE theo ngành giai đoạn 2011 - 2015**

Đơn vị: ngày

Ngành	2011	2012	2013	2014	2015	Xu hướng
Hàng tiêu dùng thiết yếu	50,84	52,22	40,78	39,23	41,34	
Bất động sản	543,12	282,72	383,20	329,38	241,60	
Năng lượng	11,31	25,82	20,76	18,57	21,63	
Hàng tiêu dùng	16,09	24,84	25,61	23,58	31,02	
Nguyên vật liệu	62,36	64,61	57,59	58,59	69,65	
Chăm sóc sức khỏe	87,32	99,25	96,12	106,37	116,25	
Công nghệ thông tin	80,48	44,84	40,43	65,28	330,95	
Công nghiệp	134,01	171,97	163,51	129,78	132,31	
Dịch vụ tiện ích	74,80	64,12	46,01	52,02	64,87	
<b>Trung bình</b>	<b>94,19</b>	<b>112,98</b>	<b>104,82</b>	<b>94,63</b>	<b>101,06</b>	

Nguồn: Tác giả tự tính toán

Bảng 1 cho thấy chu kỳ chuyển hóa tiền mặt của các nhóm ngành dao động từ 11 ngày tới 383 ngày. Mức độ phân hóa của chu kỳ chuyển hóa tiền mặt giữa các nhóm ngành tương đối lớn, thể hiện đặc trưng của từng nhóm ngành.

Nhóm ngành có chu kỳ chuyển hóa tiền mặt ngắn nhất là Năng lượng, dao động từ 11 ngày đến 25 ngày. Đây là con số rất thấp, một phần thể hiện đặc trưng của một số doanh nghiệp vốn hóa chiếm tỷ trọng lớn trong ngành như Tổng công ty cổ phần Vận tải dầu khí (Mã cổ phiếu: PVT, hoạt động kinh doanh chính là dịch vụ vận tải), Công ty cổ phần CNG Việt Nam (Mã cổ phiếu: CNG, hoạt động kinh doanh chính là phân phối các sản phẩm khí) và Tổng công ty cổ phần Khoan và Dịch vụ khoan dầu khí (Mã cổ phiếu: PVD, hoạt động kinh doanh chính là hỗ trợ khai khoáng). Sản phẩm của các doanh nghiệp này chủ yếu là dịch vụ, có khả năng chuyển hóa nhanh chóng thành tiền mặt, khiến cho chu kỳ chuyển hóa tiền mặt của các doanh nghiệp nhóm Năng lượng duy trì ở mức thấp.

Nhóm ngành có hiệu quả quản trị vốn lưu động thấp nhất, phản ánh qua chu kỳ chuyển hóa tiền mặt dài nhất là ngành Bất động sản, dao động từ 267 ngày đến 383 ngày. Kết quả này phù hợp với thực tế, bởi đặc thù kinh doanh của các doanh nghiệp bất động sản, để hoàn thiện sản phẩm giao tới tay khách hàng và ghi nhận doanh thu, cần một thời gian kéo dài, thậm chí quá một năm tài chính.

Chu kỳ chuyển hóa tiền mặt trung bình của các

doanh nghiệp niêm yết trên HOSE ổn định qua các năm trong khoảng 94 - 112 ngày, tức là kể từ khi doanh nghiệp chi tiền mặt để mua nguyên vật liệu đầu vào, doanh nghiệp sẽ thu lại được tiền vốn ban đầu sau khoảng 3 - 4 tháng, có tính đến thời gian trì hoãn các khoản phải trả.

#### 4. Phương pháp nghiên cứu

Để nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến hoạt động quản trị vốn lưu động của các doanh nghiệp niêm yết trên HOSE, dữ liệu sử dụng cho phân tích định lượng được thu thập từ báo cáo tài chính hợp nhất cuối năm của các doanh nghiệp thỏa mãn các tiêu chí sau: (1) Niêm yết liên tục trên HOSE trong suốt giai đoạn 2011 - 2015; (2) Loại trừ các doanh nghiệp có hoạt động kinh doanh các dịch vụ ngân hàng, bảo hiểm, chứng khoán; (3) Có số liệu tài chính công bố đầy đủ tính trong giai đoạn 2011 - 2015. Theo đó, trong tổng số 306 doanh nghiệp niêm yết trên HOSE vào thời điểm cuối năm 2015, chỉ có 236 doanh nghiệp thỏa mãn các tiêu chí trên. Do đó, mẫu dữ liệu sử dụng cho phân tích này bao gồm số liệu được lấy từ báo cáo tài chính của 236 doanh nghiệp và mẫu dữ liệu trong 5 năm liên tục bao gồm 1.180 quan sát.

Dựa vào cơ sở lý thuyết về các nhân tố ảnh hưởng đến hoạt động quản trị vốn lưu động, tác giả đưa ra mô hình nghiên cứu như sau:

$$CCC_{it} = \beta_0 + \beta_1 SIZE_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 CEX_{it} + \beta_4 GROWTH_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 CFL_{it} + \beta_7 GDP_{it} + \mu_{it}$$

**Bảng 2: Thông kê mô tả các biến**

	CCC	SIZE	LEV	CEX	GROWTH	ROA	CFL	GDP
Observations	1.180	1.180	1.180	1.180	1.180	1.180	1.180	1.180
Mean	187,78	13,82	48,31	68,09	18,30	6,86	9,41	5,80
Median	119,84	13,70	50,53	25,13	9,33	5,28	5,44	5,89
Standard Deviation	32,17	1,17	2,16	17,35	72,13	9,53	53	0,56
Minimum	79,21	10,83	0,20	0,12	-93,34	-64,55	-591,50	5,03
Maximum	321,17	18,09	97,06	3.698	1.227,65	78,37	1.130,6	6,68

Nguồn: Tác giả tính toán bằng phần mềm STATA.

Trong đó:

$CCC_{it}$  là biến phụ thuộc Chu kỳ chuyển hóa tiền mặt được tính bằng số ngày tồn kho cộng với số ngày thu tiền trừ đi số ngày trả tiền, phản ánh hiệu quả quản trị vốn lưu động của doanh nghiệp.

Các biến độc lập bao gồm  $SIZE_{it}$ : Quy mô công ty của công ty, được tính bằng logarit của tổng tài sản;  $LEV_{it}$ : Đòn bẩy tài chính, được tính bằng tổng nợ chia cho tổng tài sản;  $CEX_{it}$ : Chi tiêu cho tài sản cố định, được tính bằng tài sản cố định/doanh thu thuần;  $GROWTH_{it}$  là Tăng trưởng doanh thu;  $ROA_{it}$ : Khả năng sinh lời của công ty, được tính bằng doanh thu/tổng tài sản;  $CFL_{it}$ : Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của công ty;  $GDP_{it}$ : Giá trị của Tổng sản phẩm quốc gia.

## 5. Kết quả nghiên cứu

### 5.1. Thông kê mô tả biến

Dữ liệu sử dụng cho phân tích bao gồm 1.180 quan sát của 236 công ty trong thời gian 5 năm liên tục (2011 - 2015). Bảng 2 trình bày các thông số thống kê mô tả cơ bản của các biến độc lập và biến phụ thuộc.

$CCC$ : Biến phụ thuộc chu kỳ chuyển hóa tiền mặt dao động từ 79,21 ngày đến 321,17 ngày. Thời gian luân chuyển tiền mặt trung bình của các công ty là 187,78 ngày (tương đương 6 tháng) là thời gian

tương đối dài.  $SIZE$ : Biến độc lập Quy mô công ty dao động từ 10,54 đến 18,8, chứng tỏ các công ty niêm yết trên HOSE có quy mô đa dạng.  $LEV$ : Biến độc lập Đòn bẩy tài chính có biên độ dao động lớn, từ 0,2 đến 125,35 lần.  $CEX$ : Biến độc lập Mức độ đầu tư tài sản cố định có biên độ dao động lớn, từ 0 tới 3.697,64. Nguyên nhân là do các công ty trong mẫu thuộc nhiều ngành nghề khác nhau, do đó, nhu cầu đầu tư cho tài sản cố định là khác nhau.  $GROWTH$ : Biến độc lập Tăng trưởng doanh thu dao động trong khoảng -98,35 đến 2.955,5. Điều này chứng tỏ doanh thu của các công ty niêm yết trên HOSE biến động tương đối khác nhau.  $ROA$ : Biến độc lập Khả năng sinh lời dao động từ mức âm ( $Min = -64,55$ ) đến  $Max = 78,37$  cho thấy khả năng sinh lời đa dạng của các công ty niêm yết trên HOSE.  $CFL$ : Biến độc lập Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh có mức độ dao động lớn nhất trong so sánh với 5 biến độc lập ở trên ( $Min = -3.809,92$ ,  $Max = 1.130,45$ ) dự báo mức độ lệch lớn của biến  $CFL$ .  $GDP$ : Trong giai đoạn 2011 - 2015, GDP Việt Nam có mức độ tăng trưởng khá, từ 5% đến 6,68%. Điều này chứng tỏ mức độ phân tán của biến không nhiều.

Bảng 3 trình bày mức độ tương quan giữa các biến sử dụng trong phân tích định lượng của bài viết này.

Bảng 3 cho thấy  $CCC$  có mối quan hệ cùng chiều với các biến  $SIZE$ ,  $LEV$  và  $CEX$ . Trong khi đó có mối

**Bảng 3: Ma trận hệ số tương quan giữa các biến**

	CCC	SIZE	LEV	CEX	GROWTH	ROA	CFL	GDP
CCC	1							
SIZE	0,0454129	1						
LEV	0,0154265	0,3370735	1					
CEX	0,1390902	0,0572666	-0,0664536	1				
GROWTH	-0,03917	0,0578597	-0,0087443	0,0562141	1			
ROA	-0,037205	-0,0327275	-0,4883791	-0,1135867	0,0680988	1		
CFL	-0,080984	-0,0240782	-0,1307865	0,4765754	0,0565357	0,1031228	1	
GDP	-0,023096	0,0734289	-0,0130186	-0,0666191	0,0654062	0,0150401	-0,0494386	1

Nguồn: Tác giả tự tính toán bằng STATA.

**Bảng 4: Kết quả hồi quy đối với các nhân tố ảnh hưởng đến hoạt động quản trị vốn lưu động của các doanh nghiệp niêm yết trên HOSE giai đoạn 2011 - 2015**

Tên biến	OLS	Fixed Effects	Random Effects
Constant	-108.314 (0.835)	-5692.814*** (0.003)	-165.217 (0.758)
SIZE	31.290 (0.321)	48.619*** (0.001)	35.385 (0.295)
LEV	0.070 (0.971)	-7.340 (0.146)	-0.814 (0.968)
CEX	1.555*** (0.000)	1.987*** (0.000)	1.591*** (0.000)
GROWTH	-0.698 (0.141)	-1.394** (0.013)	-0.826* (0.083)
ROA	1.648 (0.699)	-4.386 (0.497)	1.209 (0.784)
CFL	-4.214*** (0.000)	-3.758*** (0.000)	-4.123*** (0.000)
GDP	-35.237 (0.566)	-90.749 (0.156)	-33.571 (0.576)
R- squared	0.50465	0.64900	0.51200
Số quan sát	<b>1180</b>	<b>1180</b>	<b>1180</b>

Nguồn: Tác giả tự tính toán bằng STATA.

Trong đó: Các giá trị trong dấu ngoặc đơn là p-value của biến.

Các dấu \*, \*\*, \*\*\* lần lượt biểu hiện các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1% của biến độc lập.

quan hệ ngược chiều với các biến *GROWTH*, *ROA*, *CFL* và *GDP*. Hiện tượng tự tương quan được khẳng định là không xảy ra giữa các biến. (Xem Bảng 3).

### 5.2. Kết quả hồi quy

Bảng 4 cho thấy có sự khác biệt trong kết quả hồi quy khi sử dụng phương pháp bình phương nhỏ nhất (OLS), mô hình tác động cố định (*Fixed Effects*\_FE) và mô hình tác động ngẫu nhiên (*Random Effects*\_RE). Do đó, tác giả sử dụng kiểm định *Hausman* để đưa ra quyết định nên chọn theo phương pháp FE hay RE. Kết quả kiểm định *Hausman* với giá trị  $p=0,0000$  cho thấy giả thuyết  $H_0$  được bác bỏ và mô hình FE thích hợp hơn. Tiếp tục so sánh giữa kết quả phương pháp OLS và phương pháp FE bằng kiểm định F- test. Một lần nữa, giá trị  $p=0,0000$  khẳng định kết quả theo phương pháp FE là phù hợp hơn cả.

Kết quả hồi quy cho thấy các biến *SIZE*, *CEX* có mối quan hệ tỷ lệ thuận với *CCC*, trong khi các biến *LEV*, *ROA*, *CFL*, *GROWTH*, *GDP* có mối quan hệ tỷ lệ nghịch với *CCC*. Tuy nhiên kết quả đối với hai biến *LEV* và *GDP* không có ý nghĩa về mặt thống kê, điều này bác bỏ giả thuyết  $H_2$  và giả thuyết  $H_7$  do độ tin cậy của kết quả thấp. R- squared của mô hình theo phương pháp *Fixed effects* có giá trị là 0.649 cho thấy các biến trong mô hình giải thích được gần 65% các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả quản trị vốn lưu động của các doanh nghiệp niêm

yết trên HOSE.

Quy mô công ty (*SIZE*) có quan hệ tỷ lệ thuận với *CCC* ở mức ý nghĩa 1% khẳng định quy mô công ty càng lớn thì chu kỳ chuyển hóa tiền mặt càng lớn, tức là quy mô công ty ảnh hưởng ngược chiều đến hiệu quả quản trị vốn lưu động. Kết quả này bác bỏ giả thuyết  $H_1$  và mâu thuẫn với các nghiên cứu của Moss & Stine (1993), Jose & cộng sự (1996), Jeng-Ren & cộng sự (2006). Điều này có thể giải thích là do tác động của nhóm ngành Bất động sản, là ngành có vốn hóa lớn nhất, lớn hơn tổng vốn hóa của ba nhóm ngành có vốn hóa đứng thứ hai, thứ ba và thứ tư là Hàng tiêu dùng, Công nghiệp và Dịch vụ tiện ích, và đồng thời Bất động sản cũng là nhóm ngành có chu kỳ chuyển hóa tiền mặt rất lớn (309,63 ngày).

Mức độ đầu tư cho tài sản cố định (*CEX*) ảnh hưởng thuận chiều tới *CCC* và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% cho thấy doanh nghiệp trên HOSE có tài sản hữu hình càng lớn thì chu kỳ chuyển hóa tiền mặt càng tăng. Nguyên nhân do khi doanh nghiệp có nhiều tài sản cố định sẽ nảy sinh mức độ thông tin bất cân xứng cao hơn và vấn đề đại diện phức tạp hơn, dẫn đến hiệu quả quản trị vốn lưu động cũng bị giảm đi. Kết quả này chấp thuận giả thuyết  $H_3$  đã nêu ở trên.

Tỷ suất sinh lời (*ROA*) có tác động ngược chiều với *CCC* ở mức ý nghĩa thống kê 10% khẳng định

trên sàn giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh, các doanh nghiệp có khả năng sinh lời càng cao thì chu kỳ chuyển hóa tiền mặt càng ngắn. Kết quả thống nhất với nghiên cứu của Chiou và cộng sự (2006), Nazir & Afza (2008) do các công ty có khả năng sinh lời tốt thường dễ dàng huy động các nguồn tài trợ và tiền mặt sẽ được giữ ở mức tối thiểu nhất, và nhà quản trị sẽ đẩy nhanh chu kỳ chuyển hóa tiền mặt để tăng cơ hội đầu tư. Bên cạnh đó, các công ty có lợi nhuận cao sẽ có ưu thế trong việc thương lượng với nhà cung cấp và khách hàng để giảm thời gian thu tiền và tăng thời gian giảm tiền khiến chu kỳ chuyển hóa tiền mặt giảm đi (Mansoori và Muhammad, 2012). Do đó, giả thuyết H4 được chứng minh.

Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh (*CFL*) có ảnh hưởng thuận chiều đến hiệu quả quản trị vốn lưu động. Như vậy, các doanh nghiệp niêm yết trên HOSE có dòng tiền từ hoạt động kinh doanh lớn sẽ thực hiện chiến lược vốn lưu động thận trọng nhằm đạt được hiệu quả quản trị vốn lưu động tốt nhất. Kết quả nhất quán với nghiên cứu trước đó của Moss & Stein (1993). Chiou & cộng sự (2006) với ý nghĩa thống kê ở mức 1% và chấp nhận giả thuyết H5.

Cuối cùng, hệ số tương quan âm giữa cơ hội tăng trưởng (*GROWTH*) với chu kỳ chuyển hóa tiền mặt đã khẳng định giả thuyết H6 ở mức ý nghĩa 5%. Khi một công ty có càng nhiều cơ hội tăng trưởng sẽ cần càng nhiều vốn trong tương lai. Do đó, nhu cầu tiền mặt và đầu tư vào các tài sản ngắn hạn cũng gia tăng. Điều đó sẽ khiến các công ty đẩy nhanh chu kỳ chuyển hóa tiền mặt thông qua việc quản trị vốn

lưu động hiệu quả hơn. Kết quả này phù hợp với các nghiên cứu trước đó của Appuhami (2008), Banos-Caballero (2010).

## 6. Kết luận

Như vậy, có thể kết luận rằng quy mô công ty, mức độ đầu tư cho tài sản cố định, tỷ suất sinh lời, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh, cơ hội tăng trưởng của doanh nghiệp là các nhân tố có ảnh hưởng tới hiệu quả quản trị vốn lưu động của các doanh nghiệp niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh. Trong đó, Quy mô công ty và Mức độ đầu tư cho tài sản cố định có mối quan hệ ngược chiều với hiệu quả quản trị vốn lưu động của doanh nghiệp còn tỷ suất sinh lời, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh và cơ hội tăng trưởng của doanh nghiệp có tác động thuận chiều. Kết quả nghiên cứu có một số hàm ý cho việc thiết lập các chính sách quản trị vốn lưu động ở các doanh nghiệp để việc quản trị vốn lưu động ngày càng hiệu quả hơn.

Nghiên cứu trên còn một số hạn chế nhất định như chưa đánh giá được ảnh hưởng của yếu tố ngành đến hiệu quả quản trị vốn lưu động do mỗi ngành sẽ có đặc điểm khác nhau nên có thể kết quả hồi quy trong mô hình sẽ thay đổi. Ngoài ra, trong một số nghiên cứu khác nhắc đến các yếu tố vi mô như tuổi của doanh nghiệp, quy mô Ban điều hành doanh nghiệp hoặc các yếu tố vĩ mô như lạm phát có tác động đến hoạt động quản trị vốn lưu động. Do đó, trong các nghiên cứu tiếp theo, tác giả hy vọng tiếp tục kiểm chứng những nhân tố này để nghiên cứu của mình ngày càng hoàn thiện hơn.

*Lời thừa nhận/cám ơn: Bài viết là sản phẩm của Đề tài cấp cơ sở năm 2016 của trường Đại học Ngoại thương*

### Tài liệu tham khảo:

- Almeida, H., Campello, M. & Weisbach, M. S. (2004), 'The cash flow sensitivity of cash'. *The Journal of Finance*, 59(4), 1777-1804.
- Appuhami, B. 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.
- Baños-Caballero, S., García-Teruel, P. J. & Martínez-Solano, P. (2010), 'Working capital management in SMEs'. *Accounting & Finance*, 50(3), 511-527.
- Blazenko, G. W. & Vandezande, K. (2003), 'Corporate holding of finished goods inventories'. *Journal of Economics and Business*, 55(3), 255-266.
- Chiou, J. R., Cheng, L., & Wu, H. W. (2006), 'The determinants of working capital management'. *Journal of American Academy of Business*, 10(1), 149-155.
- Jose, M. L., Lancaster, C. & Stevens, J. L. (1996), 'Corporate Returns and Cash Conversion Cycles'. *Journal of Eco-*



- nomics and Finance*, 20 (1), 33-46.
- Jeng-Ren, C., Li, C. & Han-Wen, W. (2006), 'The Determinants of Working Capital Management', *Journal of American Academy of Business*, Cambridge, 10 (1), 149-155.
- Lamberson, M. (1995), 'Changes in working capital of small firms in relation to changes in economic activity'. *American Journal of Business*, 10(2), 45-50.
- Mansoori, E. & Muhammad, D.J., (2012), 'Determinants of working capital management: Case of Singapore firms', *Research Journal of Finance and Accounting*, Vol.3 (11).
- Moss, J. D. & B. Stine, (1993), 'Cash Conversion Cycle and Firm Size: A Study of Retail Firms'. *Managerial Finance*, 19 (8), 25-34.
- Moussawi, R, LaPlante, M., Kieschnick, R. & Baranchuk, N. (2006), 'Corporate working capital management: Determinants and consequences', Working Paper, Baylor University, November 2006.
- Nakamura, W. T., Palombini, N. V. N., de Jesus, M. & Bastos, D. D. (2010), 'O impacto da gestão do capital de giro sobre a rentabilidade no mercado brasileiro-análise de regressão com painel de dados no período de 2000 a 2008'. In *Anais do Congresso Brasileiro de Custos-ABC*.
- Naser, K., Nuseibeh, R. & Al- Hadeya, A. (2013), 'Factors influencing corporate working capital management: Evidence from an emerging economy'. *Journal of contemporary issues in business research*, Vol 2, pp 11- 30.
- Nazir, M. S. & Afza, T. (2009), 'Impact of aggressive working capital management policy on firms' profitability'. *IUP Journal of Applied Finance*, 15(8), 19.
- Shin, H. H. & Soenen, L. (1998), 'Efficiency of Working Capital Management and Corporate Profitability'. *Financial Practice and Education*, (8), 37-45.
- Yung-Jang, W. (2002), 'Liquidity Management, Operating Performance, and Corporate Value'. *Journal of Multinational Financial Management* 12, 159- 69.
- Zariyawati, M. A., Taufiq, H., Annuar, M. N. & Sazali, A. (2010), 'Determinants of working capital management: Evidence from Malaysia'. In *Financial Theory and Engineering (ICFTE), 2010 International Conference on*, 190-194.
- Nguyễn Thu Thủy (2011), *Giáo trình tài chính doanh nghiệp*, Nhà Xuất bản Lao động, Hà Nội.