

VẤN ĐỀ QUẢN TRỊ VỐN LUÂN CHUYỂN ĐỐI VỚI TÍNH THANH KHOẢN HOẠT ĐỘNG

PHAN GIA QUYỀN

Ngân hàng Sacombank - giaquyen210@gmail.com

BÙI VĂN HUY

Công ty Cổ phần Chứng Khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) - huybv@hsc.com.vn

HÀ THỊ MỸ DUYÊN

Trường Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh - myduyen0308@gmail.com

(Ngày nhận: 16/12/2015; Ngày nhận lại: 29/01/2016; Ngày duyệt đăng: 18/08/2016)

TÓM TẮT

Bài nghiên cứu thực hiện xem xét mối quan hệ giữa quản trị vốn luân chuyển và tính thanh khoản hoạt động của các doanh nghiệp tại Việt Nam trong giai đoạn 2007 – 2014, rất ít công trình nghiên cứu thực hiện xem xét sự tác động của quản trị vốn luân chuyển đến tính thanh khoản hoạt động ở các thị trường mới nổi (Zariyawati và ctg, 2009). Bằng việc sử dụng dữ liệu báo cáo tài chính của 268 doanh nghiệp được niêm yết trên hai sàn chứng khoán Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) kết hợp với các phương pháp kinh tế lượng, nhóm tác giả phát hiện bằng chứng cho thấy rằng sự quản trị vốn luân chuyển hiệu quả sẽ cải thiện được tính thanh khoản hoạt động của doanh nghiệp. Đồng thời, các đặc điểm của doanh nghiệp như tài sản ngắn hạn, đòn bẩy ngắn hạn, vòng quay tài sản và dòng tiền ảnh hưởng đáng kể đến tính thanh khoản hoạt động của các doanh nghiệp.

Từ khóa: vốn luân chuyển; tính thanh khoản hoạt động; doanh nghiệp.

The relationship between working capital management and operating liquidity in Vietnamese firms

ABSTRACT

This paper examines the relationship between working capital management (WCM) and operating liquidity of Vietnamese firms for the 2007-2014 periods. Little research has been carried out to investigate WCM and its impact on operating liquidity in emerging capital markets (Zariyawati et al, 2009). By using financial reporting data of 268 corporates listed on Ho Chi Minh City Stock Exchange (HOSE) and Hanoi Stock Exchange (HNX) and econometric methods, we have collected some evidence that an efficient working capital management might help improve operating liquidity positions of firms. At the same time, other financial characteristics of firms such as current assets, short-term leverage, asset turnover and cash flow also have significant impacts on operating liquidity positions of the firms.

Keywords: working capital; liquidity; firms.

1. Giới thiệu

Vốn luân chuyển là chỉ tiêu đánh giá hiệu quả và tiềm lực của một doanh nghiệp, có vai trò quyết định trong việc thành lập, hoạt động và phát triển của doanh nghiệp đó. Để tiến hành những hoạt động kinh doanh, doanh nghiệp phải nắm giữ một lượng vốn luân

chuyển nhất định. Vốn luân chuyển theo nghĩa rộng là giá trị toàn bộ tài sản luân chuyển, là những tài sản gắn liền với chu kỳ kinh doanh của doanh nghiệp. Trong mỗi chu kỳ kinh doanh, vốn luân chuyển chuyển hóa qua tất cả các dạng tồn tại từ tiền mặt đến tồn kho, khoản phải thu và trở về hình thái cơ

bản ban đầu là tiền mặt. Chính vì vậy quản trị vốn luân chuyển là vấn đề luôn được các nhà quản trị đặc biệt quan tâm.

Quản trị vốn luân chuyển ảnh hưởng trực tiếp đến hiệu quả sử dụng tài sản ngắn hạn và quá trình luân chuyển tiền mặt, khoản phải thu và hàng tồn kho, nhằm tạo ra đủ lợi nhuận và lượng tiền mặt cần thiết để thanh toán các khoản nợ hiện tại của doanh nghiệp. Chandra (2007) cho rằng tài sản ngắn hạn chiếm gần một nửa tổng tài sản đối với các doanh nghiệp sản xuất, và hơn năm mươi phần trăm tổng vốn đầu tư đối với các doanh nghiệp thương mại và phân phối. Đầu tư quá nhiều vào tài sản ngắn hạn có thể làm cho lợi nhuận giảm đáng kể. Ngược lại, Gitman (2009) đã chứng minh rằng những doanh nghiệp đầu tư quá ít vào tài sản ngắn hạn có thể gặp phải các vấn đề về tính thanh khoản hoạt động và có thể phải đối mặt với khó khăn trong việc quản lý hoạt động kinh doanh do thiếu dự trữ hàng tồn kho và số dư tiền mặt.

Trong sự cạnh tranh gay gắt của thị trường, huy động vốn chỉ là bước đầu, quan trọng và quyết định hơn đối với doanh nghiệp là phương pháp phân bổ, sử dụng vốn với hiệu quả cao nhất vì điều đó ảnh hưởng đến vị thế của doanh nghiệp trên thương trường. Bởi vậy cần phải có chiến lược bảo toàn và sử dụng hiệu quả vốn luân chuyển. Đặc biệt là từ cuối năm 2007 đến nay, ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu đã gây khó khăn cho hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp. Do đó vấn đề về bảo toàn và sử dụng hiệu quả vốn luân chuyển là một trong số những vấn đề cần được quan tâm sâu sắc. Stickney (1996) đã đưa ra định nghĩa về khả năng thanh toán hoạt động, đó là khả năng một doanh nghiệp thanh toán các khoản nợ hiện tại của mình bằng cách sử dụng tiền mặt tạo ra từ các hoạt động kinh doanh. Mthuva (2009) cho rằng khả năng thanh toán hoạt động kinh doanh bị ảnh hưởng trực tiếp bởi hiệu quả tổng thể của việc quản lý vốn luân chuyển, chính sách vốn luân chuyển và chiến lược quản trị vốn luân chuyển. Khả năng doanh nghiệp thanh toán nợ hiện tại vào ngày đáo hạn phụ thuộc vào dòng

tiền hoạt động được tạo ra bởi việc quản trị vốn luân chuyển hiệu quả.

Lợi nhuận và khả năng thanh toán hoạt động đều quan trọng đối với sự sống còn của doanh nghiệp. Những nghiên cứu về quản trị vốn luân chuyển trước đây của Smith và ctg (1980); Shin và Soenen (1998); Lyroudi and Lazaridis (2000); Teruel và Solano (2007); Vishnani và Shah (2007); Samiloglu và Demirgunes (2008); Uyar (2009); Raheman và ctg (2010); Ahmad và ctg (2012) và nhiều tác giả khác đã nhấn mạnh về vai trò của quản trị vốn luân chuyển đến lợi nhuận của doanh nghiệp. Tuy nhiên, ảnh hưởng của quản trị vốn luân chuyển đến khả năng thanh toán hoạt động là khía cạnh khác cần tìm hiểu mà các tác giả vẫn chưa thật sự quan tâm.

Nwankwo và Osho (2010) cho rằng nếu bỏ qua khả năng thanh toán hoạt động của doanh nghiệp thì doanh nghiệp có thể phải đối mặt với vấn đề phá sản. Mặc dù phần lớn các giai đoạn kinh doanh thất bại đều do sai lầm trong quản trị vốn luân chuyển kém hiệu quả thì số lượng bài nghiên cứu được thực hiện để xem xét vai trò của việc quản trị vốn luân chuyển trong việc giải thích tính thanh khoản hoạt động của doanh nghiệp khá khiêm tốn.

Nền kinh tế Việt Nam đang trong quá trình chuyển đổi sang cơ chế thị trường có sự quản lý Nhà nước. Tuy nhiên, vẫn còn một số doanh nghiệp chưa thực sự quan tâm phương thức quản lý và sử dụng vốn một cách hiệu quả nhất. Chính vì vậy, nhóm tác giả đi đến việc thực hiện nghiên cứu: "**Vấn đề quản trị vốn luân chuyển đối với khả năng thanh toán hoạt động**" đối với các doanh nghiệp được niêm yết trên 2 sàn chứng khoán của Việt Nam là Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) trong giai đoạn 2007 – 2014. Bài nghiên cứu này sẽ đóng góp vào các tài liệu hiện có về quản lý vốn luân chuyển bằng cách nghiên cứu tác động của các chính sách quản lý vốn luân chuyển đến chiến lược về khả năng thanh toán hoạt động của các doanh nghiệp – vấn đề ít được nhấn mạnh trong các nghiên cứu trước

đây tại Việt Nam và thế giới.

2. Tổng quan nghiên cứu trước đây

Sayaduzzaman (2006) đã thực hiện bài nghiên cứu với mục tiêu nghiên cứu là kiểm định quản trị vốn luân chuyển của doanh nghiệp trách nhiệm hữu hạn Anh Mỹ thuộc lá Bangladesh qua 5 năm (1999 – 2003). Tác giả thấy rằng việc quản trị vốn luân chuyển ở doanh nghiệp trách nhiệm hữu hạn Anh Mỹ thuộc lá Bangladesh khá hiệu quả và bất kỳ một sự cải thiện trong hiệu quả quản lý vốn luân chuyển đều tác động đồng biến vào khả năng thanh toán, lợi nhuận và tăng trưởng của các doanh nghiệp.

Anup Chowdhury (2007) đã nghiên cứu việc quản trị vốn luân chuyển tại 8 doanh nghiệp được phẩm trên thị trường chứng khoán Dhaka trong giai đoạn 2000 - 2003. Nghiên cứu này kiểm tra tính chính sách và thực tế của việc quản trị tiền mặt và xác định nguyên tắc cũng như công cụ quản trị hàng tồn kho, khoản phải thu, khoản phải trả. Mỗi tương quan đồng biến được tìm thấy giữa quản trị tài sản ngắn hạn và thành quả tài chính của các doanh nghiệp được phẩm cho thấy: vốn luân chuyển đóng vai trò quan trọng đối với thành quả chung của nền công nghiệp được phẩm, tuy nhiên việc lưu giữ một lượng hàng tồn kho lớn không phản ánh tính không hiệu quả của việc quản trị của các doanh nghiệp trong ngành công nghiệp này

Mehmet (2009) đã xác định mối quan hệ giữa mức độ hiệu quả của các doanh nghiệp trong việc quản trị vốn luân chuyển và tỷ suất sinh lợi tài sản (ROA). Bằng việc sử dụng dữ liệu của 49 doanh nghiệp đang được niêm yết ở thị trường chứng khoán Istanbul (ISE) trong khoảng thời gian từ 1993 đến 2007, bài nghiên cứu cho thấy việc doanh số của các doanh nghiệp đã giảm trong thời kỳ này nhấn mạnh tầm quan trọng của việc quản trị vốn luân chuyển trong việc đưa ra quyết định tài trợ. Bên cạnh đó, tác giả tìm thấy tỷ suất sinh lợi tài sản (ROA) có mối quan hệ nghịch biến với tỷ số thanh toán hiện hành và đồng biến với lượng vốn luân chuyển ròng. Kết quả cũng nhấn mạnh mối quan hệ đồng biến giữa

rủi ro thanh khoản hoạt động và thu nhập của các khoản nợ ngắn hạn.

Trong nghiên cứu “An empirical analysis of corporate survival and growth: Evidence from efficient working capital management” của Nwankwo và Osho (2010), các tác giả cho thấy rằng sự quản lý vốn luân chuyển hiệu quả có tác động đồng biến lên cả lợi nhuận và tính thanh khoản hoạt động của các doanh nghiệp, cho phép các doanh nghiệp này tiếp tục hoạt động hiệu quả. Quản lý vốn luân chuyển yếu kém có thể gây ra sự bất lực của doanh nghiệp trong việc mở rộng, theo kịp các thay đổi công nghệ, gánh chịu tổn thất tài chính và đáp ứng yêu cầu thanh khoản hoạt động. Do đó, nó có thể dẫn đến tính thanh khoản hoạt động yếu và phá sản của các doanh nghiệp. Tác giả cũng nhấn mạnh rằng quản lý vốn luân chuyển là điều tất yếu cho sự sống còn của doanh nghiệp.

Cuối cùng, nghiên cứu “Does working capital management affect the operational liquidity position of firms?” được thực hiện bởi Ahmad và ctg (2012) với mục tiêu là xem xét mức độ hiệu quả của việc quản trị vốn luân chuyển đến vị thế thanh khoản hoạt động của 148 doanh nghiệp sản xuất trong giai đoạn từ tháng 1/2006 đến tháng 12/2011 được niêm yết trên sàn chứng khoán Karachi ở Pakistan. Nghiên cứu cho thấy chính sách tín dụng thắt chặt, hiệu suất quản trị hàng tồn kho, chính sách thanh toán chậm, hiệu suất quản trị vốn luân chuyển có ảnh hưởng đồng biến đáng kể đến vị thế thanh khoản hoạt động của doanh nghiệp. Chiến lược đầu tư bảo thủ tài sản ngắn hạn và chiến lược tài trợ ngắn hạn đồng biến có ảnh hưởng nghịch biến lên vị thế thanh khoản hoạt động của doanh nghiệp. Nghiên cứu cũng cho thấy rằng vị thế thanh khoản hoạt động của các doanh nghiệp trên có thể được cải thiện bằng cách sử dụng chính sách và chiến lược quản trị vốn luân chuyển phù hợp.

3. Phương pháp nghiên cứu

Với mục đích làm rõ sự ảnh hưởng của quản trị vốn luân chuyển (WCM) lên tính thanh khoản hoạt động của các doanh nghiệp

Việt Nam được niêm yết trên 2 sàn chứng khoán Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX), nhóm tác giả thực hiện nghiên cứu giống với những nghiên cứu được thực hiện bởi Samiloglu và Dermigunes (2008), SEN và ORUC (2009), dữ liệu nghiên cứu được lấy từ các báo cáo tài chính hàng năm của 268 doanh nghiệp Việt Nam trong giai đoạn 2007 - 2014. Vì vậy, có tất cả 8 năm với tổng số quan sát 2144. Tiếp theo, nhóm tác giả tiếp tục sử dụng tính thanh khoản hoạt động của doanh nghiệp như là biến phụ thuộc trong nghiên cứu và được xác định như khả năng doanh nghiệp thanh toán những khoản nợ hiện tại bằng cách sử dụng tiền mặt có được từ dòng tiền hoạt động của doanh nghiệp. Có nhiều phương pháp đo lường tính thanh khoản hoạt động của các doanh nghiệp. Tỷ số thanh toán hiện hành và tỷ số thanh toán nhanh từng được sử dụng để phân tích tính thanh khoản hoạt động ngắn hạn của doanh nghiệp. Tuy nhiên, những tỷ số này dựa trên dữ liệu từ bảng cân đối kế toán, và điều này không phải lúc nào cũng đáng tin cậy do sự thay đổi về phương pháp kế toán khi đo lường giá trị tài sản và kế toán dồn tích (Ross Kirkham, 2012). Theo nghiên cứu của Zariyawati và ctg (2009) chu kỳ luân chuyển tiền là một cách đo lường năng động tính thanh khoản hoạt động, nó giải thích hiệu quả của vốn luân chuyển trong những giai đoạn cần tiền để đầu tư cho những hoạt động của doanh nghiệp. Tuy nhiên nó không giải thích được cần bao nhiêu tiền mặt để xúc tiến những hoạt động của doanh nghiệp hiệu quả qua những giai đoạn đó.

Để khắc phục những nhược điểm trên, tỷ lệ dòng tiền hoạt động trên khoản nợ hiện hành miêu tả chính xác hơn tính thanh khoản hoạt động của doanh nghiệp (Stickney, 1996). Tính thanh khoản hoạt động của doanh nghiệp phụ thuộc nhiều vào dòng tiền hoạt động của doanh nghiệp hơn là giá trị tài sản hiện hành được nắm giữ bởi doanh nghiệp. Nhìn chung, các bên hữu quan (stakeholder) được trả bằng tiền mặt, vì vậy, họ muốn biết liệu tiền mặt

được lấy từ dòng tiền hoạt động của doanh nghiệp có đủ để thanh toán hay không. Vì vậy, nhóm tác giả sử dụng tỷ lệ dòng tiền hoạt động trên khoản nợ hiện hành để đo lường tính thanh khoản hoạt động của doanh nghiệp (OCFACL). Một trong những mục tiêu chính của quản trị vốn luân chuyển là tránh khỏi những vấn đề từ khủng hoảng thanh khoản hoạt động bằng cách luôn duy trì tính thanh khoản hoạt động thích hợp cho doanh nghiệp (Zariyawati và cộng sự, 2009). Tính thanh khoản hoạt động của doanh nghiệp bị ảnh hưởng bởi sự tận dụng hiệu quả các nhân tố vốn luân chuyển như tiền mặt, chứng khoán có thể bán được, giao dịch có thể thực hiện, cổ phiếu giao dịch Theo nghiên cứu của Ahmad và ctg (2012) chính sách tiền tệ thắt chặt, hiệu quả của quản lý hàng tồn kho, chính sách thanh toán chậm, và hiệu quả tổng thể của quản trị vốn luân chuyển có tác động đồng biến đến tính thanh khoản hoạt động của doanh nghiệp. Tuy nhiên, chiến lược đầu tư vào tài sản lưu động và chiến lược đầu tư tài chính ngắn hạn có ảnh hưởng nghịch biến đến tính thanh khoản hoạt động của doanh nghiệp. Vì vậy, tính thanh khoản hoạt động của doanh nghiệp có thể được cải thiện bằng cách sử dụng các chiến lược quản lý vốn luân chuyển thích hợp.

Các biến độc lập và kiểm soát trong mô hình bao gồm:

❖ Chính sách tín dụng của doanh nghiệp (ATDTD): Chính sách này là một trong những nhân tố quan trọng để quản trị vốn luân chuyển. Mục tiêu của chính sách này là tăng tính thanh khoản hoạt động của doanh nghiệp. Gill và các cộng sự (2010) đã sử dụng thu nhập đạt được theo ngày để miêu tả chính sách tín dụng của doanh nghiệp. Giá trị của tỷ số này càng thấp thì chính sách tín dụng càng chặt và ngược lại. Chính sách tín dụng chặt chẽ có thể làm gia tăng tính thanh khoản hoạt động của doanh nghiệp bởi tiền mặt có thể được thu sớm hơn từ những khoản thanh toán có thể nhận được. Vì vậy, chính sách tín dụng của doanh nghiệp có ảnh hưởng nghịch biến đến tính thanh khoản hoạt động của doanh nghiệp.

❖ Hiệu suất quản trị hàng tồn kho (ASTTD): vòng quay hàng tồn kho được sử dụng bởi những nhà quản lý và nghiên cứu như một phương pháp đo lường hiệu suất quản trị hàng tồn kho (Tewold, 2002 và Sen và cộng sự, 2009). Hệ số này cho ta thấy thời điểm mà một doanh nghiệp cần sản xuất thành phẩm từ nguyên liệu thô và bán chúng (Ross và các cộng sự, 2008). Giá trị vòng quay hàng tồn kho càng nhỏ thì việc quản trị hàng tồn kho càng kém hiệu quả. Trong khi đó, giá trị vòng quay hàng tồn kho càng lớn thì việc quản trị hàng tồn kho cũng không hiệu quả (Brealey và các cộng sự, 2008). Các doanh nghiệp có thể cải thiện số lượng và chất lượng tính thanh khoản hoạt động bằng cách quản trị hàng tồn kho hiệu quả (Chandra, 2007). Vì vậy, hiệu suất quản trị hàng tồn kho của doanh nghiệp có ảnh hưởng đáng kể đến tính thanh khoản hoạt động của doanh nghiệp.

❖ Chính sách thanh toán của doanh nghiệp (APTD): Chính sách này miêu tả giai đoạn mà những khoản thanh toán đối với chủ nợ có thể bị trì hoãn. Mathuva (2009) và Gill cùng các cộng sự (2010) đã sử dụng số ngày thanh toán thể hiện chính sách thanh toán của doanh nghiệp. Giá trị này càng nhỏ thì thể hiện doanh nghiệp thực hiện những khoản thanh toán sớm với chủ nợ. Chính sách thanh toán sớm có thể gây nên sự suy giảm dòng tiền vào từ chính sách hoạt động của doanh nghiệp. Giá trị này càng lớn thể hiện rằng những doanh nghiệp đang sử dụng chính sách thanh toán trì hoãn và cố gắng tránh những khoản thanh toán bằng tiền mặt. Vì vậy, chính sách thanh toán của doanh nghiệp thể hiện tác động đồng biến đến tính thanh khoản hoạt động của doanh nghiệp.

❖ Hiệu suất quản trị vốn luân chuyển (CCC): Padachi (2006), Ganesan (2007), SEN và ORUC (2009), Mathuva (2009), Gill và các cộng sự (2010) sử dụng chu kỳ luân chuyển tiền. Theo những nghiên cứu này, giá trị CCC càng nhỏ thì WCM càng hiệu quả. Sự giảm trong giá trị CCC làm gia tăng dòng tiền vào thuần từ chính sách hoạt động và theo đó, tính thanh khoản hoạt động của doanh nghiệp cũng

được nâng cao. Vì vậy, hiệu suất quản trị vốn luân chuyển có mối quan hệ nghịch biến với tính thanh khoản hoạt động của doanh nghiệp.

❖ Chiến lược đầu tư vào tài sản ngắn hạn (ACATA): Padachi (2006), Chowdhury và Amin (2007) và Afza và Nazir (2008) dung tỷ lệ vòng quay tài sản ngắn hạn trên tổng tài sản để thể hiện chiến lược đầu tư vào tài sản ngắn hạn. Giá trị tỷ số này càng cao thể hiện doanh nghiệp đã đầu tư nhiều hơn vào tài sản ngắn hạn và giá trị tỷ số này càng thấp thể hiện doanh nghiệp đã đầu tư ít hơn vào tài sản ngắn hạn và đang theo đuổi chiến lược đầu tư linh hoạt vào tài sản ngắn hạn. Mối liên hệ kỳ vọng giữa chiến lược này và tính thanh khoản hoạt động của doanh nghiệp phụ thuộc vào vòng quay tài sản ngắn hạn và cấu trúc đầu tư vào tài sản ngắn hạn. Vì vậy, chiến lược đầu tư vào tài sản ngắn hạn của doanh nghiệp có ảnh hưởng đáng kể đến tính thanh khoản hoạt động của doanh nghiệp.

❖ Chiến lược tài trợ nợ ngắn hạn (ACLATC): Padachi (2006) và Afza và Nazir (2008) đã sử dụng tỷ số nợ ngắn hạn trên tổng tài sản thể hiện chiến lược tài trợ nợ ngắn hạn của doanh nghiệp. Giá trị tỷ số này càng cao chứng tỏ rằng doanh nghiệp đang theo đuổi chiến lược tài trợ tương đối linh hoạt đối với các hoạt động của doanh nghiệp. Chiến lược này được kỳ vọng có ảnh hưởng nghịch biến lên tính thanh khoản hoạt động của doanh nghiệp.

❖ Biến kiểm soát: quy mô doanh nghiệp (LNTA), hiệu suất sử dụng tài sản hoạt động (AOATO), khả năng tạo tiền mặt từ các hoạt động (CFSOL) của doanh nghiệp có thể ảnh hưởng đến tính thanh khoản hoạt động của doanh nghiệp. Theo những nghiên cứu trước, các biến này có thể được sử dụng như những biến kiểm soát trong nghiên cứu này.

Mối quan hệ được mô hình hóa như phương trình sau (tương tự như Nisar Ahmad và các cộng sự, 2013):

$$OCFACL_{it} = \alpha_0 + \beta_1 ATDTD_{it} + \beta_2 ASTTD_{it} + \beta_3 APTD_{it} + \beta_4 CCC_{it} + \beta_5 ACATA_{it} + \beta_6 ACLATC_{it} + \beta_7 AOATO_{it} + \beta_8 NLTA_{it} + \beta_9 CFOSL_{it} + \mu_{it} \quad (1)$$

Tuy nhiên, nhóm tác giả nhận thấy rằng giữa các biến ATDTD, ASTTD, APTD, CCC có một mối tương quan khá cao (kết quả thể hiện trong bảng ma trận tương quan), cho nên nếu đưa cả 4 biến này vào để hồi quy ước lượng thì mô hình sẽ gặp hiện tượng đa cộng tuyến hoàn hảo.

Vì vậy, nhóm tác giả quyết định sẽ hồi quy lần lượt từng phương trình thể hiện từng sự tác động của các biến này lên OCFACL (dựa trên các bài nghiên cứu của Abdul Raheman và cộng sự, 2007; Pedro Juan García, 2012...), cụ thể như sau:

$$OCFACL_{it} = \alpha_0 + \beta_1 ATDTD_{it} + \beta_5 ACATA_{it} + \beta_6 ACLATC_{it} + \beta_7 AOATO_{it} + \beta_8 NLTA_{it} + \beta_9 CFOSL_{it} + \mu_{it} \quad (2)$$

$$OCFACL_{it} = \alpha_0 + \beta_2 ASTTD_{it} + \beta_5 ACATA_{it} + \beta_6 ACLATC_{it} + \beta_7 AOATO_{it} + \beta_8 NLTA_{it} + \beta_9 CFOSL_{it} + \mu_{it} \quad (3)$$

$$OCFACL_{it} = \alpha_0 + \beta_3 APTD_{it} + \beta_5 ACATA_{it} + \beta_6 ACLATC_{it} + \beta_7 AOATO_{it} + \beta_8 NLTA_{it} + \beta_9 CFOSL_{it} + \mu_{it} \quad (4)$$

$$OCFACL_{it} = \alpha_0 + \beta_4 CCC_{it} + \beta_5 ACATA_{it} + \beta_6 ACLATC_{it} + \beta_7 AOATO_{it} + \beta_8 NLTA_{it} + \beta_9 CFOSL_{it} + \mu_{it} \quad (5)$$

Để xem xét mối quan hệ giữa quản trị vốn luân chuyển và tính thanh khoản hoạt động của doanh nghiệp, nhóm tác giả sử dụng các phương pháp kinh tế lượng, cụ thể, thông qua các mô hình OLS gộp, mô hình ảnh

hưởng cố định, mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên. Đồng thời qua các kiểm định F-test (lựa chọn giữa mô hình OLS gộp và mô hình ảnh hưởng cố định), Hausman (xem xét mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên hay mô hình ảnh hưởng cố định phù hợp hơn), kết quả cho thấy rằng mô hình ảnh hưởng cố định là mô hình phù hợp nhất trong ba mô hình OLS gộp, mô hình ảnh hưởng cố định và mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên do các p-value của các kiểm định đều bác bỏ giả thuyết H₀ với mức ý nghĩa 10%. Tuy nhiên, kiểm định phương sai thay đổi LM cho thấy rằng mô hình ảnh hưởng cố định tồn tại hiện tượng phương sai thay đổi. Do đó, theo Benjamin M. Tabak và các cộng sự (2011), các tác giả đề nghị sử dụng phương pháp hồi quy tối thiểu tổng quát khả thi (Feasible Generalized Least Squares) để hạn chế hiện tượng phương sai thay đổi giữa các nhóm. Để xem xét phương pháp FGLS phù hợp hơn hay không, nhóm tác giả dựa vào kiểm định Wald với giả thuyết H₀: không tồn tại phương sai thay đổi. Nếu kết quả kiểm định bác bỏ giả thuyết H₀, nhóm tác giả có thể kết luận rằng phương pháp FGLS phù hợp hơn mô hình ảnh hưởng cố định. Trong trường hợp này, qua kiểm định Wald nhóm tác giả có thể kết luận rằng phương pháp FGLS phù hợp hơn mô hình ảnh hưởng cố định. Do đó, nhóm tác giả sẽ sử dụng kết quả của phương pháp FGLS để phân tích mối quan hệ này.

Bảng 1

Miêu tả biến và kỳ vọng dấu

Tên biến	Cách đo lường	Kỳ vọng về dấu	Trung bình	Độ lệch chuẩn
Biến phụ thuộc				
Dòng tiền hoạt động chia nợ ngắn hạn trung bình (OCFACL)	= Dòng tiền hoạt động thuần/ Nợ ngắn hạn		0.57	1.94
Biến độc lập				
Kỳ thu tiền (ATDTD)	= Khoản phải thu/doanh thu mỗi ngày	(-)	126.20	290.37

Tên biến	Cách đo lường	Kì vọng về dấu	Trung bình	Độ lệch chuẩn
Số ngày tồn kho (ASTTD)	= Hàng tồn kho/Giá vốn hàng bán mỗi ngày	(+ / -)	131.10	386.71
Số ngày phải trả (APTD)	= Khoản phải trả/giá vốn hàng bán mỗi ngày	(+)	57.84	174.14
Chu kỳ luân chuyển tiền (CCC)	= Kỳ thu tiền + Số ngày tồn kho – số ngày phải trả	(-)	199.46	473.19
Tài sản ngắn hạn chia cho tổng tài sản (ACATA)	= Tài sản ngắn hạn/Tổng tài sản bình quân	(+ / -)	0.61	0.22
Nợ ngắn hạn chia cho tổng vốn (ACLATC)	= Nợ ngắn hạn/Tổng vốn	(-)	0.49	0.22
Quy mô của doanh nghiệp (NLTA)	Logarit tự nhiên của tổng tài sản	(+ / -)	5.96	1.36
Vòng quay tài sản hoạt động (AOATO)	Doanh thu thuần/Tài sản hoạt động	(+ / -)	9.15	20.60
Tỷ lệ dòng tiền hoạt động chia cho doanh thu (CFOSL)	= Dòng tiền hoạt động/Doanh thu	(+)	0.17	0.91

4. Kết quả nghiên cứu

Đầu tiên, nhóm tác giả sử dụng kiểm định tương quan Pearson để đo lường mức độ tương quan giữa quản trị vốn luân chuyển và vị thế thanh khoản hoạt động. Kết quả được trình bày trong Bảng 2 cho thấy rằng kỳ thu tiền, vòng quay tổng tài sản và dòng tiền có mối quan hệ đồng biến với tính thanh khoản hoạt động của doanh nghiệp ở mức ý nghĩa 10%. Điều này hàm ý rằng các doanh nghiệp có chính sách tín dụng mở rộng, vòng quay tổng tài sản càng lớn và dòng tiền càng nhiều thì tính thanh khoản hoạt động của doanh nghiệp có xu hướng cao hơn. Ngược lại, các biến còn lại thể hiện mối tương quan nghịch biến với tính thanh khoản hoạt động của

doanh nghiệp, tuy nhiên, chỉ có số ngày phải trả, tài sản ngắn hạn và đòn bẩy ngắn hạn thể hiện mối tương quan có ý nghĩa thống kê ở mức 10% với tính thanh khoản hoạt động của doanh nghiệp. Điều này hàm ý rằng, các doanh nghiệp có các chính sách thanh toán trễ, chiến lược đầu tư nhiều vào tài sản ngắn hạn và chiến lược tài trợ nhiều bằng các khoản ngắn hạn thì tính thanh khoản hoạt động của doanh nghiệp sẽ giảm hơn so với khi doanh nghiệp không thực hiện các chính sách này. Bên cạnh đó, hệ số tương quan giữa các biến độc lập (ngoại trừ các biến quản trị vốn luân chuyển) đều nhỏ hơn 0.8, điều này ngụ ý rằng không tồn tại hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình nghiên cứu của nhóm tác giả.

Bảng 2

Ma trận tương quan các biến trong bài nghiên cứu

	OCFACL	ATDTD	ASTTD	APTD	CCC	ACATA	CLATC	AOATO	NLTA	CFOSL
OCFACL	1									
ATDTD	0.05***	1.00								
ASTTD	-0.03	0.24***	1.00							
APTD	-0.05***	0.55***	0.28***	1.00						
CCC	0.03	0.61***	0.86***	0.20***	1.00					
ACATA	-0.12***	-0.01	0.07***	0.001	0.05**	1.00				
ACLATC	-0.26***	-0.001	0.10***	0.10***	0.05**	0.13***	1.00			
AOATO	0.32***	-0.06***	-0.05***	-0.04**	-0.06***	0.32***	0.0003	1.00		
NLTA	-0.04	-0.01	0.03	-0.04**	0.03	-0.18***	0.32***	-0.12***	1.00	
CFOSL	0.33***	0.15***	0.02	-0.45***	0.28***	-0.17***	-0.10***	-0.04**	0.06***	1.00

Với *, **, *** tương ứng mức ý nghĩa 10%, 5%, 1%.

Nguồn: Nhóm tác giả tổng hợp từ Stata 13.

Tiếp theo, nhóm tác giả tiến hành ước lượng lần lượt các phương trình (2) – (5) như đã trình bày trong phần phương pháp nghiên cứu theo các phương pháp kinh tế lượng. Bảng 3 thể hiện kết quả ước lượng mối quan hệ giữa việc quản trị vốn luân chuyển và tính thanh khoản hoạt động của doanh nghiệp. Trong đó, 4 cột đầu tiên thể hiện kết quả được ước lượng theo mô hình OLS gộp, 4 cột cuối thể hiện kết quả được ước lượng theo phương pháp FGLS. Với các kết quả của kiểm định F-test, Hausman test và LM test, nhóm tác giả có thể kết luận rằng phương pháp FGLS phù hợp hơn với dữ liệu nghiên cứu của nhóm tác giả. Vì vậy, nhóm tác giả phân tích kết quả nghiên cứu theo 4 cột cuối của bảng 3.

Đầu tiên, kỳ thu tiền thể hiện tác động đồng biến đến tính thanh khoản hoạt động của doanh nghiệp ở mức ý nghĩa 10%, điều này hàm ý rằng chính sách tín dụng thắt chặt của doanh nghiệp có thể gây nên sự gia tăng đáng kể trong tính thanh khoản hoạt động của doanh nghiệp bởi vì lượng tiền mặt mà doanh nghiệp nhận được sẽ nhiều hơn do doanh nghiệp thực hiện việc thu tiền sớm hơn từ các khách hàng, vì vậy dẫn đến sự gia tăng tính thanh khoản của doanh nghiệp. Kết quả này tương tự với các phát hiện của Gill và các cộng sự (2010), Nisar Ahmad và các cộng sự (2013) và phù hợp với kỳ vọng của nhóm tác giả. Ngược lại với ảnh hưởng của kỳ thu tiền, số ngày tồn kho và ngày phải trả thể hiện tác động đồng biến đáng kể đến tính thanh khoản hoạt động của doanh nghiệp. Điều này cho thấy rằng các doanh nghiệp có chính sách thanh toán càng trễ và hiệu suất quản trị hàng tồn kho càng tốt thì sẽ có tính thanh khoản hoạt động của doanh nghiệp càng cao. Kết quả cũng phù hợp với các kỳ vọng mà nhóm

tác giả đưa ra và tương tự kết quả được tìm thấy bởi Nisar Ahmad và các cộng sự (2013). Bên cạnh đó, hệ số âm của chu kỳ luân chuyển tiền ở mức ý nghĩa 10% cho thấy rằng chu kỳ luân chuyển tiền càng lớn sẽ càng làm giảm tính thanh khoản hoạt động của doanh nghiệp, điều này hàm ý rằng hiệu suất quản trị vốn luân chuyển càng tốt làm gia tăng vị thế thanh khoản hoạt động của doanh nghiệp, bởi vì sự quản trị vốn luân chuyển càng tốt thể hiện ở việc giá trị kỳ luân chuyển tiền càng thấp và sự sụt giảm trong giá trị của CCC làm gia tăng dòng tiền vào của doanh nghiệp từ đó tính thanh khoản hoạt động của doanh nghiệp sẽ được cải thiện tương tự như các phát hiện của Nisar Ahmad và các cộng sự (2013).

Cuối cùng, các biến kiểm soát tài sản ngắn hạn và đòn bẩy ngắn hạn thể hiện tác động nghịch biến đến tính thanh khoản hoạt động doanh nghiệp ở mức ý nghĩa 10%, hay khi các doanh nghiệp đầu tư vào tài sản ngắn hạn và gia tăng các khoản nợ ngắn hạn thì tính thanh khoản hoạt động của doanh nghiệp sẽ giảm xuống do sự gia tăng của dòng tiền ra và sự gia tăng của các nghĩa vụ nợ. Kết quả này phù hợp với các kỳ vọng của nhóm tác giả đề ra.

Ngược lại với tài sản ngắn hạn và đòn bẩy ngắn hạn, vòng quay tổng tài sản và dòng tiền của doanh nghiệp thể hiện ảnh hưởng nghịch biến đáng kể đến tính thanh khoản hoạt động của doanh nghiệp. Điều này hàm ý rằng các doanh nghiệp có dòng tiền càng cao, vòng quay tài sản hoạt động càng lớn sẽ gia tăng tính thanh khoản hoạt động của doanh nghiệp. Và quy mô của doanh nghiệp và tính thanh khoản hoạt động của doanh nghiệp có mối quan hệ đồng biến nhưng không có ý nghĩa thống kê ở mức 10%.

Bảng 3

Kết quả ước lượng ảnh hưởng của quản trị vốn luân chuyển đến tính thanh khoản hoạt động

Biến	Hệ số	Hệ số	Hệ số	Hệ số	Hệ số	Hệ số	Hệ số	Hệ số
Phương pháp định lượng	Mô hình OLS gộp				Phương pháp FGLS			
ATDTD	-0.0002*** (-5.1)				-0.0012*** (-6.54)			
ASTTD		-0.0001*** (-3.85)				0.00002*** (0.25)		
APTD			0.00002 (-0.12)				0.001*** (3.35)	
CCC				-0.0001*** (-5.57)				-0.0003*** (-3.68)
ACATA	-0.46*** (-11.18)	-0.47*** (-11.59)	-0.55*** (-14.36)	-0.42*** (-9.65)	-1.52*** (-4.39)	-1.70*** (-4.86)	-1.69*** (-4.84)	-1.61*** (-4.59)
ACLATC	-1.14*** (-28.52)	-1.14*** (-28.59)	-1.16*** (-27.61)	-1.13*** (-28.2)	-2.62*** (-7.19)	-2.63*** (-7.12)	-2.68*** (-7.29)	-2.64*** (-7.18)
AOATO	0.01*** (7.38)	0.01*** (7.59)	0.01*** (9.64)	0.01*** (6.59)	0.04*** (21.15)	0.04*** (21.16)	0.04*** (21.27)	0.04*** (21.07)
NLTA	0.01*** (2.8)	0.01*** (2.6)	0.01*** (2.8)	0.01*** (2.87)	0.13 (1.45)	0.10 (1.06)	0.09 (1.03)	0.10 (1.16)
CFOSL	1.06*** (20.21)	1.12*** (20.53)	1.13*** (20.51)	1.14*** (20.62)	-0.03 (-0.46)	0.21*** (3.56)	0.39*** (4.89)	0.20*** (3.46)
Hệ số chặn	0.97*** (23.91)	0.98*** (23.38)	0.99*** (24.04)	0.94*** (21.93)	1.78*** (3.23)	1.88*** (3.38)	1.84*** (3.3)	1.86*** (3.34)
R ²	19%	18.88%	19.69%	18.52%	23%	22%	22%	22%
F-test					3***	2.42***	2.23***	2.49***
Hausman					150***	96.11***	60.55***	114.84***
LM test					14000000***	20000000***	18000000***	13000000***

Với *, **, *** tương ứng mức ý nghĩa 10%, 5%, 1%.

Nguồn: Nhóm tác giả tổng hợp từ Stata 13.

5. Kết luận

Bài nghiên cứu này tập trung vào sự ảnh hưởng của quản trị vốn luân chuyển lên tính thanh khoản hoạt động của các doanh nghiệp trên sàn Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX). Bằng cách sử dụng dữ liệu của 268 doanh nghiệp trong giai đoạn 2007 - 2014 và phương pháp FGLS, nhóm tác giả phát hiện rằng chính sách tín dụng, hiệu quả quản trị vốn luân chuyển, chính sách đầu tư tài sản ngắn hạn và chính

sách tài trợ ngắn hạn đều có ảnh hưởng đồng biến đối với tính thanh khoản hoạt động của doanh nghiệp. Nhưng chính sách thanh toán, hiệu quả quản trị hàng tồn kho, vòng quay tài sản hoạt động và dòng tiền có tương quan đồng biến với tính thanh khoản hoạt động của doanh nghiệp. Từ những kết quả trên, nhận thấy việc quản trị vốn luân chuyển là vấn đề quan trọng, có thể làm gia tăng tính thanh khoản hoạt động của doanh nghiệp bằng việc tiến hành chính sách thanh toán chậm, tín dụng thắt chặt■

Tài liệu tham khảo

- Afza, T. and Nazir, M.S. (2008). Working capital approaches and firm's returns in Pakistan. *Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences*, 1, 25-36.
- Ahmad, N., Azim, P. and Rehman, UR. J. (2012). Does working capital management affect the operational liquidity position? A case of Pakistani manufacturing firms. *Journal of Global Economy*, 8(4), 327-352.
- Chandra, P. (2007). Fundamentals of financial management (7thed.). Tata McGraw-Hill publishing company.
- Chowdhury, A. and Amin, Md. M. (2007). Working capital management practiced in pharmaceutical companies listed in Dhaka Stock Exchange. *BRAC University Journal*, 2, 75-86.
- Eljelly, A. M.A. (2004). Liquidity - profitability trade off: An empirical investigation in emerging markets. *International Journal of Commerce and Management*, 14(2), 48 - 61.
- Ganesan V. (2007). Analysis of working capital management efficiency in telecommunication equipment industry. *Rivier Academic Journal*, 3(2), Fall.
- Gill, A, Nahume, B. and Mathur, N. (2010). Relationship between working capital management and profitability: Evidence from the United States. *Business and Economic Journal*, 2-9 BEJ-10.
- Gitman, L.A (2009). Principles of managerial finance (12thed.). New York: Addison Wesley Publishers.
- Lyroutdi, K. and Lazaridis, J. (2000). The cash conversion cycle and liquidity analysis of the food industry in Greece.
- Martani, D., Mulyono, Khairurizka, R. (2009). The effect of financial ratios, firm size and cash flow from operating activities in the interim report to the stock return. *Chinese Business Review*, 8(6), 44-55.
- Mathuva, D. M. (2009). The influence of working capital management components on corporate profitability: A survey on Kenyan listed firms. *Research Journal of Business Management*, 1-11.
- Mehmet (2007). Relationship between Efficiency Level of Working Capital Management and Return on Total Assets in Ise. Faculty of Economics and Administrative Sciences, Turkey.
- Nwankwo, O. and Osho, G.S. (2010). An empirical analysis of corporate survival and growth: Evidence from efficient working capital management. *International Journal of Scholarly Academic Intellectual Diversity*, 12, 1-13.
- Padachi, K. (2006). Trends in working capital management and its impact on Firms' performance: An analysis of Mauritian small manufacturing firms. *International Review of Business Research Papers*, 2(2), 45-58.
- Pedro Juan García (2012). Effects of working capital management on sme profitability.

- Uyar, A. (2009). The relationship of cash conversion cycle with firm size and profitability: An empirical investigation in Turkey. *International Research Journal of Finance and Economics*, 24, 187-193, from <http://www.eurojournals.com/finance.htm>
- Raheman, A. and Nasr, M. (2007). Working capital management and profitability - Case of Pakistani firms. *International Review of Business Research Papers*, 3(1), 279-300.
- Raheman, A., Afza, T., Qayyum, A. and Bodla M.A. (2010). Working Capital Management and Corporate Performance of Manufacturing Sector in Pakistan. *International Research Journal of Finance and Economics*, 47, 151-163.
- Ross Kirkham (2012). Liquidity Analysis Using Cash Flow Ratios and Traditional Ratios: The Telecommunications Sector in Australia. *Journal of New Business Ideas & Trends 2012*, 10(1), pp. 1-13.
- Samiloglu, F. and Demirgunes, K. (2008). The effect of working capital management on firm profitability: Evidence from Turkey. *The International Journal of Applied Economics and Finance*, 2(1), 44-50.
- Sayaduzzaman Md (2006). Working capital management: A study on British American Tobacco Bangladesh Company Ltd. *The Journal of Nepalese Business Studies*, 3(1), 78-84.
- SEN, M. and ORUC, E. (2009). Relationship between efficiency level of working capital management and return on total assets in ISE. *International Journal of Business and Management*, 4(10), 109-114.
- Shin, H.H and Soenen, L. (1998). Efficiency of working capital management and corporate profitability. *Financial Practice and Education*, 8(2), 37-45.
- Smith K. V. and Sell B. S. (1980). Working capital management in practice: In the readings on management of working capital (51-84). Edited by Smith K. V. West Publishing Company.
- Stickney, C. P. (1996). Financial reporting and statement analysis (3rd ed.), Forth Worth: Dryden Press.
- Zariyawati, M., Annuar, M., Taufiq, H., & Abdul Rahim, A. (2009). Working capital management and corporate performance: Case of Malaysia. *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 5(11), 47-54