

TÁC ĐỘNG CỦA QUẢN TRỊ VỐN LƯU ĐỘNG ĐẾN DÒNG TIỀN HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TRÊN SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH

THE IMPACT OF WORKING CAPITAL MANAGEMENT ON OPERATING CASH FLOW OF FIRMS LISTED ON HO CHI MINH STOCK EXCHANGE

LÊ HOÀNG VINH^(*) và NGUYỄN THẾ PHƯỚC^(**)

TÓM TẮT: Bài viết nghiên cứu tác động của quản trị vốn lưu động đến dòng tiền hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE). Mẫu nghiên cứu là 111 doanh nghiệp trong giai đoạn 2013 - 2016, dữ liệu được tiếp cận từ báo cáo tài chính đã kiểm toán. Phân tích hồi quy cho thấy quản trị vốn lưu động đo lường bởi chu kỳ vốn lưu động có tác động tích cực đến dòng tiền hoạt động kinh doanh, trong đó doanh nghiệp tập trung vào các biện pháp rút ngắn thời gian thu tiền bán hàng và thời gian trả tiền mua hàng.

Từ khóa: quản trị vốn lưu động, chu kỳ vốn lưu động, dòng tiền hoạt động kinh doanh.

ABSTRACT: The paper studies the impact of working capital management on operating cash flow of the non-financial firms listed on Ho Chi Minh Stock Exchange (HOSE). Research data is collected from audited financial statements of 119 non-financial firms in the period of 2013 - 2016. Regression analysis shows that the working capital management (measured by cash cycle) positively affects operating cash flow of the non-financial firms, in which firms can reduce receivable days and payable days.

Key words: working capital management, cash cycle, operating cash flows.

1. ĐẶT VẤN ĐỀ

Vốn lưu động là số vốn mà công ty phải huy động để tài trợ cho tài sản ngắn hạn (tài sản lưu động, current assets), đó là khoản chênh lệch giữa giá trị tài sản ngắn hạn với các khoản phải trả ngắn hạn [3], [8]. Trong mỗi chu kỳ hoạt động kinh doanh (Operating cycle), vốn đầu tư vào tài sản ngắn hạn sẽ luân chuyển qua nhiều hình thái khác nhau, từ nguyên vật liệu

chuyển hóa thành sản phẩm dở dang, bán thành phẩm, rồi trở thành thành phẩm, tiếp theo là các khoản phải thu và cuối cùng trở thành tiền. Để quá trình sản xuất kinh doanh liên tục và ổn định, doanh nghiệp cần đảm bảo sự hài hòa giữa nhu cầu đầu tư vào các hình thái khác nhau của tài sản ngắn hạn và nguồn tài trợ cho các nhu cầu này. Vì vậy, quản trị vốn lưu động mang ý

(*) TS. Trường Đại học Ngân hàng Thành phố Hồ Chí Minh, Email: vinhlh@buh.edu.vn

(**) ThS. Agribank Chi nhánh Lộc An

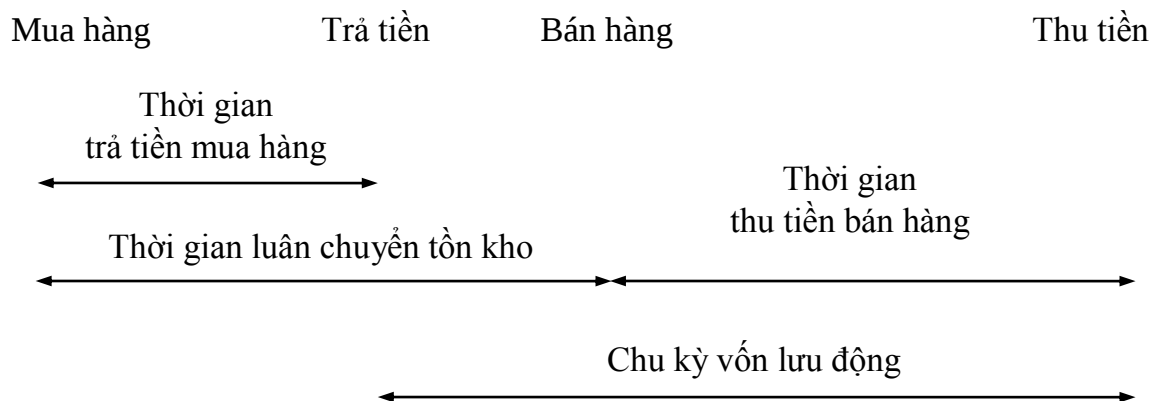
nghĩa quan trọng đối với sự tồn tại và phát triển của các doanh nghiệp.

Quản trị vốn lưu động hiệu quả thể hiện qua rút ngắn chu kỳ vốn lưu động mang đến cho doanh nghiệp nhiều lợi ích, đó là sự gia tăng hiệu quả sinh lời của vốn, gia tăng dòng tiền hoạt động kinh doanh và tiết kiệm chi phí sử dụng vốn [8]. Trong phạm vi bài viết, nhóm tác giả nghiên cứu tác động của quản trị vốn lưu động đến dòng tiền hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE), từ đó gợi ý biện pháp cải thiện dòng tiền hoạt động kinh doanh thông qua quản trị vốn lưu động.

2. CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ BẢNG CHỨNG THỰC NGHIỆM

Dòng tiền hoạt động kinh doanh (Operating Cash Flows) là các khoản tiền thu vào, các khoản tiền chi ra liên quan đến thu nhập, chi phí của doanh nghiệp và xảy ra thường xuyên trong quá trình hoạt động sản xuất kinh doanh. Đây là dòng tiền quan trọng nhất vì nó thể hiện khả năng tạo tiền từ nội tại hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp nhằm đáp ứng các nhu cầu trả nợ vay, chia lãi cho các chủ sở hữu và gia tăng mở rộng đầu tư tài sản cố định,... Ngoài ra, các thông tin từ dòng tiền hoạt động kinh doanh kỳ này là cơ sở quan trọng cho việc lập kế hoạch dòng tiền kỳ tới [8].

Chu kỳ vốn lưu động-chu kỳ tiền trong sản xuất kinh doanh là khoảng thời gian trung bình tính từ khi doanh nghiệp trả tiền mua hàng cho đến khi doanh nghiệp thu tiền bán hàng [3], [8], thể hiện qua hình 1.



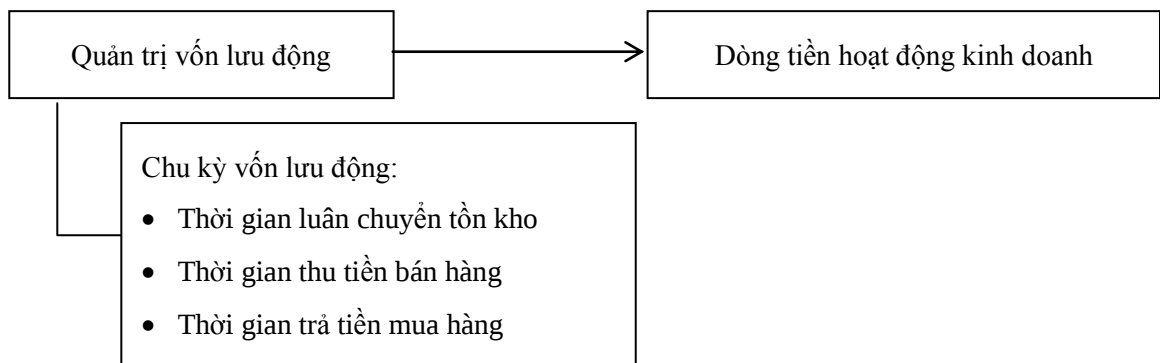
Hình 1. Chu kỳ vốn lưu động (Nguồn: Ngô Kim Phượng và các cộng sự (2016), Glen Arnold (2013))

Theo hình 1, rút ngắn chu kỳ vốn lưu động chứng tỏ doanh nghiệp đẩy nhanh tốc độ luân chuyển vốn trong quá trình sản xuất kinh doanh, doanh nghiệp quản trị vốn lưu động hiệu quả hơn và kết quả là doanh nghiệp vừa tăng hiệu quả sinh lời của vốn, vừa tăng khả năng tạo tiền từ hoạt động kinh doanh và tiết kiệm chi phí sử dụng

vốn. Để rút ngắn chu kỳ vốn lưu động, doanh nghiệp có thể thực hiện các biện pháp nhằm rút ngắn thời gian luân chuyển tồn kho, rút ngắn thời gian thu tiền bán hàng hoặc kéo dài thời gian trả tiền mua hàng [8].

Kiểm định thực nghiệm tác động của quản trị vốn lưu động hay chu kỳ vốn lưu

động đến dòng tiền hoạt động kinh doanh bởi các nghiên cứu của Haitham Nobanee và Maryam Al Hajjar [4], Aymen Telmoudi và các cộng sự [2], Lucy W. Mwangi và các cộng sự [7], Atefeh Rashvand và Yodollah Tariverdi [1] và Lina Warrad [6] đều đã khẳng định: doanh nghiệp có thể gia tăng dòng tiền hoạt động kinh doanh bằng cách rút ngắn chu kỳ vốn lưu động. Tuy nhiên, biện pháp cụ thể cho việc rút ngắn chu kỳ vốn lưu động có sự khác nhau giữa các nghiên cứu, chẳng hạn nghiên cứu của Haitham Nobanee và Maryam Al Hajjar [4] gợi ý gia tăng dòng tiền hoạt động kinh doanh là tập trung vào các biện pháp rút ngắn thời gian thu tiền bán hàng, trong khi đó Keramat Jafari và Hasan Hematti [5], gợi ý gia tăng dòng tiền hoạt động kinh doanh bằng cách rút ngắn thời gian luân chuyển tồn kho.



Hình 2. Mô hình nghiên cứu (Nguồn: Thiết kế của nhóm tác giả)

Theo hình 2, quản trị vốn lưu động là nhân tố ảnh hưởng dòng tiền hoạt động kinh doanh và quản trị vốn lưu động được đo lường bởi chu kỳ vốn lưu động với 3 thành phần cấu thành là thời gian luân chuyển tồn kho, thời gian thu tiền bán hàng và thời gian trả tiền mua hàng. Vì vậy, bài

3. DỮ LIỆU, PHƯƠNG PHÁP VÀ MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU

Mẫu nghiên cứu gồm 111 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên HOSE và dữ liệu sử dụng từ báo cáo tài chính đã kiểm toán hằng năm trong giai đoạn 2013 - 2016. Do đó, bài viết sử dụng phương pháp phân tích hồi quy dữ liệu bảng cân bằng với hai mô hình là các yếu tố tác động cố định (FEM) và các yếu tố tác động ngẫu nhiên (REM).

Cơ sở lý thuyết và các bằng chứng thực nghiệm cho thấy, quản trị vốn lưu động có tác động tích cực đến dòng tiền hoạt động kinh doanh; theo đó, bài viết nghiên cứu cho trường hợp các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên HOSE với mô hình như sau:

viết được thực hiện với 4 mô hình hồi quy dự kiến như sau:

$$\text{Mô hình 1: } OCF = \beta_0 + \beta_1 * CC + \beta_2 * SIZE + \beta_3 * SG$$

$$\text{Mô hình 2: } OCF = \beta_0 + \beta_1 * ID + \beta_2 * SIZE + \beta_3 * SG$$

$$\text{Mô hình 3: } OCF = \beta_0 + \beta_1 * RD + \beta_2 * SIZE + \beta_3 * SG$$

Mô hình 4: $OCF = \beta_0 + \beta_1 * PD + \beta_2 * SIZE + \beta_3 * SG$

Trong đó:

Biến phụ thuộc của 4 mô hình đều là dòng tiền hoạt động kinh doanh (OCF), được đo lường bởi tỷ lệ dòng tiền ròng từ hoạt động kinh doanh trên tổng tài sản;

Biến độc lập là quản trị vốn lưu động (CC), đo lường bởi chu kỳ vốn lưu động với 3 thành phần cấu thành là thời gian luân chuyển tồn kho (ID), thời gian thu tiền bán hàng (RD) và thời gian trả tiền mua hàng (PD);

Chu kỳ vốn lưu động = Thời gian luân chuyển tồn kho + Thời gian thu tiền bán hàng - Thời gian trả tiền mua hàng

Thời gian luân chuyển tồn kho = $\frac{\text{Tồn kho bình quân}}{\text{Giá vốn hàng bán bình quân một ngày}}$

Thời gian thu tiền bán hàng = $\frac{\text{Phải thu khách hàng bình quân}}{\text{Doanh thu bán hàng bình quân một ngày}}$

Thời gian trả tiền mua hàng = $\frac{\text{Phải trả người bán bình quân}}{\text{Doanh số mua hàng bình quân một ngày}}$

Biến kiểm soát trong các mô hình nghiên cứu bao gồm: (i) quy mô doanh nghiệp (SIZE), được đo lường bởi logarit của tổng tài sản và (ii) khả năng tăng trưởng (SG), được đo lường bởi tỷ lệ tăng (giảm) doanh thu thuần.

Bảng 1, thống kê kỳ vọng tác động của quản trị vốn lưu động, từng thành phần cấu thành chu kỳ vốn lưu động và các biến kiểm soát đến dòng tiền hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên HOSE.

Bảng 1. Kỳ vọng dấu tác động của các biến

Biến	Ký hiệu	Tác động	Bảng chứng thực nghiệm
Quản trị vốn lưu động	CC	+	Haitham Nobanee và Maryam Al Hajjar (2009), Lucy W. Mwangi và các cộng sự (2014), Aymen Telmoudi và các cộng sự (2010).
Thời gian luân chuyển tồn kho	ID	+	Haitham Nobanee và Maryam Al Hajjar (2009)
		-	Aymen Telmoudi và các cộng sự (2010), Keramat Jafari và Hasan Hematti (2014).
Thời gian thu tiền bán hàng	RD	-	Haitham Nobanee và Maryam Al Hajjar (2009) Aymen Telmoudi và các cộng sự (2010).
Thời gian trả tiền mua hàng	PD	+	Haitham Nobanee và Maryam Al Hajjar (2009), Aymen Telmoudi và các cộng sự (2010), Lucy W. Mwangi và các cộng sự (2014).
Quy mô doanh nghiệp	SIZE	+	Keramat Jafari và Hasan Hematti (2014).
Khả năng tăng trưởng	SG	+	Keramat Jafari và Hasan Hematti (2014).

4. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ THẢO LUẬN

Bảng 2. Kết quả hồi quy

Biến	Chỉ tiêu	Mô hình 1		Mô hình 2		Mô hình 3		Mô hình 4	
		FEM	REM	FEM	REM	FEM	REM	FEM	REM
CC	Hệ số β	-0.0282	-0.0168						
	P-value	0.0311	0.0143						
ID	Hệ số β			0.0165	-0.0077				
	P-value			0.3285	0.1481				
RD	Hệ số β					-0.0797	-0.0255		
	P-value					0.0000	0.0004		
PD	Hệ số β							-0.0507	-0.0271
	P-value							0.0003	0.0000
SIZE	Hệ số β	-0.1545	-0.0152	-0.1503	-0.0128	-0.1465	-0.0154	-0.1139	-0.0088
	P-value	0.0000	0.0482	0.0000	0.0902	0.0000	0.0412	0.0001	0.2430
SG	Hệ số β	0.0225	0.0160	0.0298	0.0171	0.0140	0.0158	0.0236	0.0208
	P-value	0.2208	0.3381	0.1036	0.3055	0.4391	0.3326	0.1886	0.2060
C	Hệ số β	2.3084	0.3594	2.0660	0.2848	2.3771	0.3860	1.7955	0.2866
	P-value	0.0000	0.0013	0.0000	0.0063	0.0000	0.0004	0.0000	0.0053

Nguồn: Xử lý của nhóm tác giả từ EViews 8

Kết quả hồi quy mô hình 1, theo FEM và REM thể hiện tại bảng 2, biến độc lập CC và biến kiểm soát SIZE được chấp nhận giải thích cho biến phụ thuộc OCF với mức ý nghĩa 5%, trong khi đó biến kiểm soát SG không có ý nghĩa thống kê.

Kết quả hồi quy mô hình 2, theo FEM và REM thể hiện tại bảng 2, biến độc lập ID và biến kiểm soát SG đều không có ý nghĩa thống kê, trong khi đó biến kiểm soát SIZE được chấp nhận giải thích cho biến phụ thuộc OCF với mức ý nghĩa 5% theo FEM và với mức ý nghĩa 10% theo REM.

Kết quả hồi quy mô hình 3, theo FEM và REM thể hiện tại bảng 2, biến độc lập RD và biến kiểm soát SIZE được chấp nhận giải thích cho biến phụ thuộc OCF với mức ý nghĩa 5%, trong khi đó biến kiểm soát SG không có ý nghĩa thống kê.

Kết quả hồi quy mô hình 4, theo FEM và REM thể hiện tại bảng 2, biến độc lập PD được chấp nhận giải thích cho biến phụ thuộc OCF với mức ý nghĩa 5%, biến kiểm soát SIZE được chấp nhận giải thích cho biến phụ thuộc OCF với mức ý nghĩa 5% theo FEM nhưng lại không có ý nghĩa thống kê theo REM, còn lại biến kiểm soát SG không có ý nghĩa thống kê.

Kiểm định Hausman được sử dụng để lựa chọn mô hình phù hợp, kết quả trình bày tại bảng 3, theo đó, giá trị p của 4 mô hình nghiên cứu đều nhỏ hơn 5% nên kết quả hồi quy theo FEM được chấp nhận để giải thích tác động của quản trị vốn lưu động và từng thành phần cấu thành chu kỳ vốn lưu động đến dòng tiền hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên HOSE, mức độ phù hợp của các mô hình trên 40%.

Bảng 3. Kiểm định Hausman và R^2 của mô hình được lựa chọn

Chỉ tiêu	Mô hình 1	Mô hình 2	Mô hình 3	Mô hình 4
P-value	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
R^2	0.4319	0.4212	0.4508	0.4425

Nguồn: Xử lý của nhóm tác giả từ EViews 8

Hệ số hồi quy theo FEM của biến CC là -0.0282, cho thấy chu kỳ vốn lưu động tác động ngược chiều đến dòng tiền hoạt động kinh doanh, do đó quản trị vốn lưu động tác động cùng chiều đến dòng tiền hoạt động kinh doanh; kết quả này phù hợp với kỳ vọng và kết quả nghiên cứu của Haitham Nobanee và Maryam Al Hajjar [4], Lucy W. Mwangi và các cộng sự [7], Aymen Telmoudi và các cộng sự [2]. Một doanh nghiệp rút ngắn chu kỳ vốn lưu động, cho thấy doanh nghiệp đẩy nhanh được tốc độ luân chuyển vốn lưu động trong sản xuất kinh doanh, góp phần tiết kiệm vốn lưu động và tăng dòng tiền ròng từ hoạt động kinh doanh; và ngược lại.

Hệ số hồi quy theo FEM của biến RD là -0.0797, cho thấy thời gian thu tiền bán hàng tác động ngược chiều đến dòng tiền hoạt động kinh doanh, phù hợp với kỳ vọng và kết quả nghiên cứu của Haitham Nobanee và Maryam Al Hajjar [4], Aymen Telmoudi và các cộng sự [2]. Một doanh nghiệp rút ngắn thời gian thu tiền bán hàng, cho thấy doanh nghiệp quản trị các khoản phải thu tốt hơn, tác động rút ngắn chu kỳ kinh doanh và chu kỳ vốn lưu động, từ đó gia tăng hiệu quả tiết kiệm vốn lưu động, góp phần tăng dòng tiền ròng hoạt động kinh doanh.

Hệ số hồi quy theo FEM của biến PD là -0.0507, cho thấy thời gian trả tiền mua hàng tác động ngược chiều đến dòng tiền hoạt động kinh doanh, trái ngược với kỳ

vọng và kết quả nghiên cứu của Haitham Nobanee và Maryam Al Hajjar [4], Aymen Telmoudi và các cộng sự [2], Lucy W. Mwangi và các cộng sự [7]. Kết quả này có thể do các doanh nghiệp thực hiện chiến lược thanh toán tiền mua hàng cho nhà cung cấp nhanh chóng để củng cố vị thế tín dụng, uy tín nhằm gia tăng cơ hội hạn mức tín dụng thương mại và giảm tiền chi mua hàng nhờ được hưởng khoản chiết khấu thanh toán, từ đó gia tăng dòng tiền ròng hoạt động kinh doanh.

5. KẾT LUẬN

Nghiên cứu thực nghiệm cho trường hợp các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên HOSE bằng phương pháp phân tích hồi quy dữ liệu bảng cho thấy, quản trị vốn lưu động có tác động tích cực đến dòng tiền hoạt động kinh doanh. Các doanh nghiệp cần tích cực thực hiện các biện pháp rút ngắn chu kỳ vốn lưu động nhằm gia tăng hiệu quả tiết kiệm vốn lưu động, từ đó gia tăng dòng tiền ròng hoạt động kinh doanh; cụ thể là doanh nghiệp cần tập trung vào quản trị các khoản phải thu và các khoản phải trả. Ngoài ra, kết quả nghiên cứu còn cho thấy quy mô doanh nghiệp càng lớn thì dòng tiền hoạt động kinh doanh càng nhỏ, gợi ý các doanh nghiệp cần kiểm soát chặt chẽ quy mô, việc mở rộng quy mô quá nhanh có thể gây ra tình trạng thiếu hụt tiền do phải chi nhiều tiền cho dự trữ tồn kho hay gia tăng bán chịu.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Atefeh Rashvand và Yodollah Tariverdi (2015), *Effect of Working Capital Management on Operating Cash Flow*, ISSN: 2090-4274, Journal of Applied Environmental and Biological Sciences, www.textroad.com.
2. Aymen Telmoudi và các cộng sự (2010), *Factors Determining Operating Cash Flow: Case of the Tunisian Commercial Companies*, International Journal of Business and Management, www.ccsenet.org/ijbm.
3. Glen Arnold (2013), *Corporate financial management (Fifth edition)*, Pearson Education Limited.
4. Haitham Nobanee và Maryam Al Hajjar (2009), *Working Capital Management, Operating Cash Flow and Corporate Performance*, <https://ssrn.com/abstract=1471236>.
5. Keramat Jafari và Hasan Hematti (2014), *Impact Of Working Capital Management On Operating Cash Flow And Corporate Performance In The Listed Companies In Tehran Stock Exchange (TSE)*, International Journal Of Management And Humanity Sciences. Vol., 3 (11), 3561-3566.
6. Lina Warrad (2015), *The Effect of Net Working Capital on Jordanian Industrial and Energy Sectors' Net Cash Flows Employed in Operating Activities*, Journal of Modern Accounting and Auditing, March 2015, Vol. 11, No. 3.
7. Lucy W. Mwangi, M. S. Makau And G. Kosimbei (2014), *Effects Of Working Capital Management On Performance Of Non-Financial Companies Listed In NSE, Kenya*, European Journal Of Business And Management Vol.6, No.11.
8. Ngô Kim Phượng và các cộng sự (2016), *Phân tích tài chính doanh nghiệp (tái bản lần 3)*, Nxb. Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh.

Ngày nhận bài: 13/10/2017. Ngày biên tập xong: 30/11/2017. Duyệt đăng: 02/01/2018