



Tác động của quản trị vốn lưu động đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp ngành thực phẩm niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam

Trần Tú Uyên*, Triệu Thị Hải Oanh

*Trường Đại học Ngoại thương,
91 Chùa Láng, Láng Thượng, Đống Đa, Hà Nội, Việt Nam*

Nhận ngày 12 tháng 6 năm 2018

Chỉnh sửa ngày 20 tháng 9 năm 2018; Chấp nhận đăng ngày 24 tháng 9 năm 2018

Tóm tắt: Quản trị vốn lưu động đóng vai trò rất quan trọng trong hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Do đó, nghiên cứu này phân tích và đánh giá mức độ tác động của vốn lưu động đến khả năng sinh lời của 56 doanh nghiệp ngành thực phẩm niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2015-2017 bằng phần mềm EVIEWS 8.0. Kết quả cho thấy có mối quan hệ ngược chiều giữa các thành phần của quản trị vốn lưu động bao gồm: kỳ luân chuyển hàng tồn kho, kỳ thu tiền bình quân, kỳ thanh toán bình quân, chu kỳ chuyển hóa tiền mặt và khả năng sinh lời trên tổng tài sản. Đây là cơ sở để góp phần giúp các doanh nghiệp thực phẩm đưa ra được những chính sách quản trị vốn lưu động phù hợp nhằm nâng cao khả năng sinh lời.

Từ khóa: Khả năng sinh lời, quản trị vốn lưu động, ngành thực phẩm.

1. Giới thiệu

Trong bối cảnh nền kinh tế Việt Nam đang trong giai đoạn phục hồi và tăng tốc, cùng với sự gia tăng mức thu nhập của người dân, ngành thực phẩm trở thành ngành thu hút được rất nhiều sự quan tâm và hứa hẹn sẽ có những bước tăng trưởng mạnh trong tương lai. Điều này đặt ra nhiều cơ hội cũng như thách thức đối với các nhà quản trị. Để tận dụng được các cơ hội cũng như đối phó với các thách thức, quản trị tài chính doanh nghiệp nói chung, đặc biệt là quản trị vốn lưu động nói riêng là một vấn đề lớn mà các doanh nghiệp thực phẩm cần phải chú

trọng. Tuy nhiên, trên thực tế, đối với các doanh nghiệp thực phẩm hiện nay, quản trị vốn lưu động một cách tối ưu nhằm hướng tới nâng cao hiệu quả kinh doanh vẫn là một bài toán nan giải. Chính vì vậy, vấn đề đặt ra là cần phải định lượng hóa được mối quan hệ giữa quản trị vốn lưu động và khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Từ đó, nhà quản trị sẽ có căn cứ cụ thể và chính xác trong hoạt động quản trị vốn lưu động của mình.

Một số đặc điểm của vốn lưu động đối với các doanh nghiệp thực phẩm đó là: lượng tiền mặt có hạn; hàng tồn kho có hạn sử dụng và chỉ nên dự trữ trong ngắn hạn; khoản phải thu và khoản phải trả nhiều nhưng lại có vòng quay ngắn. Do đó, hoạt động quản trị vốn lưu động, cụ thể là quản lý tiền mặt, hàng tồn kho, các khoản phải thu và các khoản phải trả là hết sức

* Tác giả liên hệ. ĐT.: 84-904153636.

Email: uyentt@ftu.edu.vn

<https://doi.org/10.25073/2588-1108/vnueab.4157>

cần thiết. Các nội dung của hoạt động quản trị vốn lưu động bao gồm: 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 mà vẫn tận dụng được tín dụng của đối tác.

Tổng quan nghiên cứu cho thấy đã có nhiều nghiên cứu về sự tác động của quản trị vốn lưu động đến khả năng sinh lời trên thế giới cũng như ở Việt Nam, tuy nhiên chỉ có ít nghiên cứu xem xét trong một ngành nghề cụ thể. Do đó, các tác giả đã lựa chọn chỉ nghiên cứu về ngành thực phẩm. Trên cơ sở nghiên cứu mức độ tác động của quản trị vốn lưu động đến lợi nhuận của các doanh nghiệp trong ngành thực phẩm niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam thông qua phân tích kết quả hồi quy mô hình, các tác giả đưa ra được những vấn đề và giải pháp giúp các doanh nghiệp ngành thực phẩm quản trị vốn lưu động hiệu quả, nâng cao khả năng sinh lời, góp phần làm tăng giá trị doanh nghiệp.

2. Cơ sở lý luận và phát triển giả thuyết

2.1. Các khái niệm

Nguyễn Thu Thủy (2011) đã đưa ra khái niệm: “Vốn lưu động (working capital) là toàn bộ tài sản ngắn hạn được sử dụng trong hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp, gắn liền với chu kỳ kinh doanh của doanh nghiệp” [1].

Cũng theo Nguyễn Thu Thủy (2011), “Quản trị vốn lưu động là việc xây dựng các chính sách vốn lưu động và thực hiện các chính sách ấy trong hoạt động kinh doanh hàng ngày của doanh nghiệp” [1]. Vì lẽ, quản trị vốn lưu động có liên quan chặt chẽ đến việc quản trị các khoản nợ ngắn hạn của doanh nghiệp, nên thuật ngữ quản trị vốn lưu động thường được sử dụng để đề cập đến sự quản lý tất cả tài sản lưu động và các khoản nợ ngắn hạn. Điều đó có nghĩa là quản trị vốn lưu động sẽ bao gồm các công việc

nghiên cứu, đưa ra chính sách, thực hiện và kiểm soát các chính sách liên quan đến tài sản lưu động (tiền mặt, hàng tồn kho, các khoản phải thu) và cách thức tài trợ cho chúng (các khoản nợ ngắn hạn) nhằm tối đa hóa giá trị tài sản cho chủ sở hữu.

Như vậy, vấn đề đặt ra khi nghiên cứu về quản trị vốn lưu động là doanh nghiệp cần đưa ra quyết định mức dự trữ tiền mặt, khoản phải thu, hàng tồn kho và nguồn vốn tài trợ ngắn hạn để tạo ra một cơ cấu vốn lưu động phù hợp nhằm mang lại lợi ích tối đa cho doanh nghiệp.

2.2. Một số lý thuyết nền tảng

Các yếu tố của quản trị vốn lưu động ảnh hưởng đến khả năng sinh lời

Muốn nghiên cứu tác động của quản trị vốn lưu động đến khả năng sinh lời, ta phải xem xét tác động của từng yếu tố cấu thành nên quản trị vốn lưu động. Quản trị vốn lưu động phụ thuộc vào việc quản trị các tài sản ngắn hạn - bao gồm tiền, hàng tồn kho, các khoản phải thu và nợ ngắn hạn của doanh nghiệp.

Quản trị tiền được thể hiện rõ nét nhất qua chu kỳ chuyển hóa tiền mặt (CCC). CCC là thời gian để chuyển hóa hàng tồn kho, các khoản phải thu và phải trả thành tiền mặt. Nếu con số này nhỏ sẽ được coi là khả năng quản lý vốn lưu động tốt. Ngược lại, con số này lớn có thể được giải thích là doanh nghiệp phải thuê thêm vốn trong khi vẫn phải chờ khách hàng trả nợ tiền hàng cho mình.

Quản trị hàng tồn kho thường được đo lường bằng kỳ luân chuyển hàng tồn kho (INV). INV dài hay ngắn phụ thuộc rất lớn vào đặc điểm của ngành kinh doanh. Thông thường, INV càng nhỏ thì tốc độ luân chuyển hàng tồn kho càng nhanh, việc quản lý và dự trữ của doanh nghiệp là tốt. Ngược lại, số vòng quay thấp hoặc số ngày một vòng quay hàng tồn kho dài thì doanh nghiệp có thể đã dự trữ hàng hóa quá mức dẫn đến tình trạng bị ứ đọng hoặc sản phẩm bị tiêu thụ chậm.

Quản trị khoản phải thu trong doanh nghiệp là việc kiểm soát khoảng thời gian từ thời điểm bán hàng cho đến khi nhận lại khoản thanh toán, hay còn gọi là kỳ thu tiền bình quân (AR).

Thời gian càng dài thì càng tăng rủi ro khó đòi và tăng chi phí thu tiền, nhưng lại thu hút được nhiều khách hàng và làm tăng doanh thu. AR phụ thuộc chủ yếu vào chính sách bán chịu và việc thu hồi nợ của doanh nghiệp.

Quản trị nợ ngắn hạn được kiểm soát qua kỳ thanh toán bình quân (AP). Chỉ số này cho biết doanh nghiệp cần mất bình quân bao nhiêu ngày để thanh toán các khoản phải trả của mình. Các khoản phải trả tạo cho doanh nghiệp một khoản chiếm dụng vốn hợp pháp, giải pháp tín dụng tạm thời trong một khoảng thời gian nhất định. Tuy nhiên, trong một doanh nghiệp hoạt động tốt, AP không nên kéo dài một cách không cần thiết, mà cần được đồng bộ hóa với INV và AP.

Các yếu tố khác ảnh hưởng đến khả năng sinh lời

Khả năng sinh lời của doanh nghiệp còn phụ thuộc vào các yếu tố khác như quy mô doanh nghiệp, đòn bẩy tài chính và hệ số thanh toán ngắn hạn.

Quy mô doanh nghiệp (SIZE) có thể ảnh hưởng đến khả năng thanh toán và do đó cũng ảnh hưởng đến lợi nhuận của doanh nghiệp. Các doanh nghiệp quy mô lớn sẽ có sức mạnh trong việc đàm phán với nhà cung cấp để được hưởng nhiều chính sách ưu đãi như chiết khấu cao, thời gian thanh toán dài hơn, có lợi thế hơn hẳn các doanh nghiệp có quy mô nhỏ trong việc tận dụng các nguồn lực để tối đa hóa lợi nhuận. SIZE có thể được đo lường bằng các tiêu chí số lượng lao động, tổng nguồn vốn hay tổng doanh thu. Tuy nhiên, để phân tích tác động của vốn lưu động tới khả năng sinh lời, nghiên cứu chỉ tập trung tới SIZE trên khía cạnh tổng doanh thu. SIZE được tính theo hàm logarit của doanh thu thuần.

Đòn bẩy tài chính (LEV) thể hiện việc sử dụng vốn vay trong nguồn vốn của doanh nghiệp. Mức độ sử dụng LEV của doanh nghiệp được thể hiện ở hệ số nợ, được tính bằng tổng nợ/tổng tài sản. Mục tiêu sử dụng LEV là để tối thiểu hóa chi phí, từ đó làm tăng lợi nhuận cho doanh nghiệp. Khi sử dụng nợ vay, doanh nghiệp phải trả lãi tiền vay mà khoản này sẽ được tính là chi phí hợp lý được khấu trừ khi

tính thuế thu nhập doanh nghiệp. Trong khi đó, chi phí khi sử dụng vốn chủ sở hữu thì không được khấu trừ, vì cốt lõi là yếu tố chi phí sau thuế. Tuy nhiên, một doanh nghiệp sẽ chỉ sử dụng nợ vay khi có thể tin chắc rằng tỷ suất sinh lời trên tài sản cao hơn lãi suất vay nợ.

Hệ số thanh toán ngắn hạn (CR) thể hiện mức độ đảm bảo thanh toán các khoản nợ ngắn hạn của doanh nghiệp, được tính bằng tài sản ngắn hạn/nợ ngắn hạn. Thông thường, khi hệ số này thấp thể hiện khả năng trả nợ của doanh nghiệp yếu và cũng là dấu hiệu báo trước những khó khăn tiềm ẩn về tài chính mà doanh nghiệp có thể gặp phải trong việc trả nợ. Hệ số này cao cho thấy doanh nghiệp có khả năng thanh toán các khoản nợ đến hạn, tuy nhiên cũng có thể là doanh nghiệp bị ứ đọng hàng hoặc đọng vốn từ khoản phải thu quá lớn.

2.3. Phát triển giả thuyết nghiên cứu

Trong những năm gần đây, tác động của quản trị vốn lưu động tới khả năng sinh lời đã trở thành đề tài của nhiều nghiên cứu ở khắp các quốc gia trên thế giới. Đây là một chủ đề không mới nhưng vẫn thu hút được rất nhiều sự quan tâm của các nhà nghiên cứu.

Hầu hết các nghiên cứu của Adeel Mumtaz (2011) [2], Mustafa Afeef (2011) [3], Sajid Gul (2013) [4], Từ Thị Kim Thoa và Nguyễn Thị Uyên Uyên (2014) [5] đều cho thấy mối quan hệ ngược chiều giữa INV với khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Mối tương quan âm này cho thấy số ngày một vòng quay hàng tồn kho càng ngắn thì khả năng sinh lợi của doanh nghiệp càng cao. Điều này dễ dàng lý giải vì khi thời gian tồn kho ngắn, các chi phí như chi phí lưu kho và chi phí phát sinh trong quá trình lưu kho (chi phí hao hụt, mất mát nguyên vật liệu, chi phí nhân lực cho hoạt động giám sát quản lý... sẽ giảm đi và hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp sẽ tăng lên. Do đó, các tác giả đưa ra giả thuyết 1 như sau:

H1: Kỳ luân chuyển hàng tồn kho có ảnh hưởng ngược chiều đến khả năng sinh lời.

Mối quan hệ giữa AR và khả năng sinh lời được khẳng định là ngược chiều dựa trên các nghiên cứu của Adeel Mumtaz (2011) [2],

Mustafa Afeef (2011) [3], Sajid Gul (2013) [4], Từ Thị Kim Thoa và Nguyễn Thị Uyên Uyên (2014) [5]. Các nhà nghiên cứu giải thích nguyên nhân của mối quan hệ này là do thời gian thu tiền của khách hàng càng ngắn thì doanh nghiệp càng nhanh chóng nắm giữ được nhiều tiền mặt làm tăng tốc độ đầu tư vào hàng tồn kho, đẩy mạnh doanh thu bán hàng, dẫn tới hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp được nâng cao. Đồng quan điểm với các nghiên cứu trên, các tác giả cho rằng:

H2: Kỳ thu tiền bình quân có ảnh hưởng ngược chiều đến khả năng sinh lời.

Có nhiều quan điểm trái ngược nhau về mối quan hệ giữa AP với khả năng sinh lời Sajid Gul (2013) đưa ra kết luận về mối quan hệ thuận chiều giữa hai đại lượng này [3]. Nguyên nhân được lý giải là do các doanh nghiệp có thời gian trả tiền càng dài thì có khả năng chiếm dụng tín dụng của đối tác càng lâu để tái đầu tư, kiếm lợi nhuận, dẫn đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp sẽ cao hơn. Tuy nhiên, Từ Thị Kim Thoa và Nguyễn Thị Uyên Uyên (2014) lại cho rằng thời gian trả tiền càng rút ngắn thì chứng tỏ doanh nghiệp có hiệu quả kinh doanh tốt, khả năng trả nợ cao, khả năng sinh lời của doanh nghiệp cũng cao [5]. Do đó, các tác giả đưa ra giả thuyết 3 như sau:

H3: Kỳ thanh toán bình quân có ảnh hưởng thuận chiều đến khả năng sinh lời.

Khi tìm hiểu về mối quan hệ giữa CCC, đại lượng phản ánh hiệu quả quản trị vốn lưu động với khả năng sinh lời của doanh nghiệp, hầu hết các nghiên cứu của Sajid Gul (2013) [3], Huỳnh Phương Đông (2010) [6], Từ Thị Kim Thoa và Nguyễn Thị Uyên Uyên (2014) [5] đều cho thấy mối quan hệ ngược chiều. Như vậy, khi CCC càng ngắn thì khả năng sinh lời của doanh nghiệp sẽ càng cao. Rõ ràng, khi CCC của doanh nghiệp ngắn thì thời gian tồn kho và thời gian thu tiền sẽ giảm đi, hoặc thời gian trả tiền sẽ dài hơn, tác động tích cực đến hiệu quả kinh doanh. Chính vì vậy, các tác giả đi đến giả thuyết 4 như sau:

H4: Chu kỳ chuyển hóa tiền mặt có ảnh hưởng ngược chiều đến khả năng sinh lời.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Mẫu nghiên cứu

Mẫu nghiên cứu bao gồm số liệu thứ cấp là các chỉ tiêu tài chính của các doanh nghiệp thực phẩm niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, được thu thập từ cơ sở dữ liệu trên phần mềm FiinPro v1.3 của Công ty Cổ phần Stoxplus. Theo đó, mẫu nghiên cứu gồm có 56 doanh nghiệp ngành thực phẩm niêm yết trên các sàn chứng khoán HOSE, HNX giai đoạn 2015-2017.

3.2. Đo lường biến số

Sau khi thu thập đủ các số liệu cần thiết để đo lường các biến nghiên cứu, phương pháp phân tích thống kê mô tả được sử dụng để chỉ ra đặc tính cơ bản nhất của biến như giá trị lớn nhất, giá trị nhỏ nhất, giá trị trung bình, trung vị và độ lệch chuẩn.

3.3. Phương pháp và công cụ phân tích

Nghiên cứu sử dụng phương pháp phân tích hồi quy tuyến tính bằng phần mềm EVIEWS 8.0 để ước lượng mô hình hồi quy. Nghiên cứu sẽ được tiến hành theo các bước sau: Mô tả thống kê các biến; mô tả tương quan và xây dựng mô hình; kết quả hồi quy mô hình.

Mô hình 1:

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 * INV + \beta_2 * SIZE + \beta_3 * LEV + \beta_4 * CR + \varepsilon$$

Mô hình 2:

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 * AR + \beta_2 * SIZE + \beta_3 * LEV + \beta_4 * CR + \varepsilon$$

Mô hình 3:

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 * AP + \beta_2 * SIZE + \beta_3 * LEV + \beta_4 * CR + \varepsilon$$

Mô hình 4:

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 * CCC + \beta_2 * SIZE + \beta_3 * LEV + \beta_4 * CR + \varepsilon$$

Bảng 1 thể hiện các biến trong mô hình.

4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

4.1. Phân tích thống kê mô tả

ROA trung bình là 6,57%, trong đó doanh nghiệp có tỷ suất ROA cao nhất ngành thuộc về Tập đoàn KIDO (72,19% năm 2015) và thấp nhất là Công ty Chăn nuôi Mitraco (-29,88% năm 2017). Trung bình các doanh nghiệp mất 113 ngày để bán hàng tồn kho, mất 57 ngày để thu tiền và đợi 40 ngày mới thanh toán tiền mua

nguyên vật liệu. Các doanh nghiệp trong mẫu có kỳ luân chuyển tiền trung bình là 130 ngày. Quy mô lớn nhất là Công ty Cổ phần Sữa Việt Nam (Vinamilk) và thấp nhất là Công ty Chè Hiệp Khánh. Tỷ lệ LEV trung bình của các doanh nghiệp ở mức an toàn 0,47 lần. CR trung bình là 2,35.

Bảng 1. Tổng hợp các biến trong mô hình

Tên biến	Công thức tính	Dấu kỳ vọng	
Biến phụ thuộc			
ROA	Khả năng sinh lời/Tổng tài sản	Lợi nhuận sau thuế/Tổng tài sản	
Biến độc lập			
INV	Kỳ luân chuyển hàng tồn kho	Hàng tồn kho bình quân x 365/Giá vốn hàng bán	-
AR	Kỳ phải thu bình quân	Khoản phải thu bình quân x 365/Doanh thu thuần	-
AP	Kỳ thanh toán bình quân	Khoản phải trả bình quân x 365/Giá vốn hàng bán	+
CCC	Chu kỳ chuyển hóa tiền mặt	INV + AR - AP	-
Biến kiểm soát			
SIZE	Quy mô của doanh nghiệp	Logarit của doanh thu	+
LEV	Đòn bẩy tài chính	Tổng nợ/Tổng nguồn vốn	-
CR	Hệ số thanh toán ngắn hạn	Tài sản ngắn hạn/Nợ ngắn hạn	+

Nguồn: Các tác giả tổng hợp.

Bảng 2. Thống kê mô tả các biến

	Trung bình	Trung vị	GT lớn nhất	GT nhỏ nhất	Độ lệch chuẩn
ROA	0,0657	0,0563	0,7219	-0,2988	0,0943
INV	113,1607	69,0000	780,0000	14,0000	121,1003
AR	57,1845	42,0000	427,0000	1,0000	64,3344
AP	40,0655	31,0000	256,0000	1,0000	40,3743
CCC	130,2262	90,0000	777,0000	-19,0000	129,9425
SIZE	12,0497	11,9433	13,7079	10,2985	0,6697
LEV	0,4737	0,4850	0,9700	0,0200	0,2143
CR	2,3451	1,5650	26,6500	0,5500	3,2593

Nguồn: Tính toán từ phần mềm EVIEWS.

4.2. Ma trận hệ số tương quan

Dựa vào Bảng 2, có thể thấy: Biến độc lập INV, AR, AP, CCC và biến kiểm soát LEV tác động ngược chiều lên biến phụ thuộc ROA. Trong khi đó, biến kiểm soát SIZE và CR tác động cùng chiều lên ROA. Ngoài ra, kết quả phân tích tương quan giữa INV và CCC khá cao (0,9376), điều này có thể dễ thấy vì $CCC = (INV + AR) - AP$ nên hệ số tương quan giữa 2

biến này khá cao, một lần nữa cho thấy việc phân chia thành 4 mô hình sẽ có thể giúp tránh được hiện tượng đa cộng tuyến nghiêm trọng trong mô hình ước lượng. Các cặp biến còn lại đều có hệ số tương quan tương đối thấp. Do đó, có thể kết luận không có sự tương quan mạnh giữa các biến trong mô hình và hiện tượng tự tương quan trong mô hình khó có thể xảy ra.

Bảng 3. Hệ số tương quan giữa các biến

	ROA	INV	AR	AP	CCC	SIZE	LEV	CR
ROA	1,0000							
INV	-0,3157	1,0000						
AR	-0,3056	0,3579	1,0000					
AP	-0,2583	0,5523	0,7172	1,0000				
CCC	-0,3654	0,9376	0,6060	0,5595	1,0000			
SIZE	0,2001	-0,2419	-0,3378	-0,2403	-0,3175	1,0000		
LEV	-0,4086	0,1770	-0,0427	0,1665	0,0925	0,3023	1,0000	
CR	0,0305	-0,0379	-0,0139	-0,1208	0,0052	-0,2432	-0,3288	1,0000

Nguồn: Tính toán từ phần mềm EVIEWS.

4.3. Phân tích kết quả hồi quy

Để xem xét tác động của quản trị vốn lưu động đến khả năng sinh lời, nghiên cứu ứng dụng mô hình hồi quy tuyến tính.

Mô hình 1:

$$ROA = -0,273 - 0,00012*INV + 0,040*SIZE - 0,256*LEV - 0,006*CR + \varepsilon$$

Với 168 kết quả quan sát trong dữ liệu bảng, kết quả hồi quy OLS mô hình 1 cho thấy INV có ảnh hưởng ngược chiều với khả năng sinh lời của các doanh nghiệp ngành thực phẩm niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2015-2017. Hệ số tương quan là -0,00012 với giá trị p là 0,0283 cho thấy mối quan hệ này có ý nghĩa thống kê ở mức 5%. Như vậy thời gian tồn kho càng ngắn thì khả năng sinh lời càng cao. Do đặc điểm của ngành thực phẩm là các nguyên liệu, bán thành phẩm và thành phẩm thường có hạn sử dụng nên các doanh nghiệp thực phẩm càng phải chú trọng

đến việc đẩy nhanh vòng quay hàng tồn kho, khiến cho thời gian tồn kho giảm xuống.

Thời gian tồn kho giảm sẽ làm giảm các chi phí lưu kho, lưu bãi của doanh nghiệp, đồng thời tránh việc thành phẩm bị hỏng hoặc hư hại, do đó sẽ tác động tích cực đến lợi nhuận ròng cũng như khả năng sinh lời của các doanh nghiệp. Kết quả này đã khẳng định giả thuyết và phù hợp với kết quả của hầu hết các nghiên cứu trước đó của Adeel Mumtaz và công sự (2011) [2], Mustafa Afeef (2011) [3], Sajid Gul (2013) [4].

Mô hình 2:

$$ROA = -0,180 - 0,00037*AR + 0,034*SIZE - 0,273*LEV - 0,007*CR + \varepsilon$$

AR của mô hình 2 có hệ số hồi quy là -0,00037 với giá trị p là 0,0002; khẳng định ảnh hưởng ngược chiều giữa AR và khả năng sinh lời của các doanh nghiệp với mức ý nghĩa 1%.

Bảng 4. Hệ số hồi quy của các mô hình nghiên cứu

Biến	Mô hình 1	Mô hình 2	Mô hình 3	Mô hình 4
Hằng số	-0,273**	-0,180	-0,290**	-0,197
INV	-0,00012**			
AR		-0,00037***		
AP			-0,00027*	
CCC				-0,00017***
SIZE	0,040***	0,034***	0,042***	0,035***
LEV	-0,256***	-0,273***	-0,264***	-0,253***
CR	-0,006***	-0,007***	-0,007***	-0,006***
R ²	0,3362	0,3725	0,3277	0,3637

Ghi chú: *, **, *** thể hiện ý nghĩa về mặt thống kê tương ứng là 10%, 5% và 1%.

Nguồn: Tính toán từ phần mềm EVIEWS.

Kết quả cho thấy, các doanh nghiệp có thể nâng cao khả năng sinh lời bằng cách giảm thời hạn tín dụng cho khách hàng hoặc có các biện pháp nhanh chóng thu hồi nợ. Trong cơ cấu vốn lưu động của các doanh nghiệp này, khoản phải thu chiếm tỷ trọng khá lớn. Điều này cho thấy các doanh nghiệp khá ưa thích việc cấp tín dụng cho khách hàng nhằm gia tăng doanh thu. Để bán được hàng nhiều hơn, bộ phận kinh doanh của các doanh nghiệp sẽ có xu hướng nói lỏng chính sách tín dụng của mình. Nhưng mặt khác, nếu không có các biện pháp thu hồi nợ đúng hạn, thời hạn trả chậm bị khách hàng kéo dài sẽ ảnh hưởng đến khoản mục tiền mặt và các doanh nghiệp sẽ bị chiếm dụng vốn, thậm chí có khả năng không thu hồi được nợ dẫn đến giảm khả năng sinh lợi. Như vậy, giả thuyết của mô hình là hoàn toàn phù hợp và thống nhất với các kết quả trước đó của Adeel Mumtaz và công sự (2011) [2], Mustafa Afeef (2011) [3], Sajid Gul (2013) [4].

Mô hình 3:

$$ROA = -0,290 - 0,00027*AP + 0,042*SIZE - 0,264*LEV - 0,007*CR + \varepsilon$$

Với hệ số tương quan là -0,00027 và giá trị p là 0,0987, kết quả hồi quy ở mô hình 3 cho thấy tác động ngược chiều giữa AP và khả năng sinh lời của các doanh nghiệp. Tuy vậy, mối quan hệ này chỉ ở mức ý nghĩa 10%. Như vậy, hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp sẽ gia tăng khi thời gian doanh nghiệp trả tiền cho nhà cung ứng ngắn lại. Điều này có thể lý giải là do các doanh nghiệp ngành thực phẩm có lợi nhuận ròng cao và lượng tiền nhàn rỗi nhiều hơn so với các ngành khác. Trong khi đó, nếu kéo dài khoản phải trả thì các doanh nghiệp này phải trả thêm lãi suất tín dụng thương mại. Đối với các doanh nghiệp, việc trả thêm lãi suất này là quá đắt so với những lợi ích từ việc chiếm dụng vốn của nhà cung ứng. Do đó, họ sẽ dùng lượng tiền nhàn rỗi của mình để thanh toán ngay các khoản phải trả nhà cung ứng nhằm

tránh chi phí lãi vay. Khi chi phí giảm đi, lợi nhuận ròng tăng lên sẽ giúp nâng cao khả năng sinh lời của các doanh nghiệp. Hơn nữa, nếu kéo dài thời gian trả tiền, danh tiếng của các doanh nghiệp sẽ bị ảnh hưởng. Những tin xấu về việc không thanh toán các khoản mua chịu lan nhanh có thể ảnh hưởng đến tâm lý và niềm tin của khách hàng đối với sản phẩm của doanh nghiệp, ảnh hưởng tới hiệu quả kinh doanh. Chính vì vậy, các doanh nghiệp thực phẩm niêm yết, đều là các doanh nghiệp lớn trên thị trường, sẽ giảm thời gian trả tiền để tránh rủi ro. Kết quả nghiên cứu trên bác bỏ giả thuyết 3 của nghiên cứu. Kết quả này thống nhất với kết quả của Từ Thị Kim Thoa và Nguyễn Thị Uyên (2014) [5]. nhưng lại trái ngược với kết quả của Sajid Gul (2013) [4].

Mô hình 4:

$$ROA = -0,197 - 0,00017*CCC + 0,035*SIZE - 0,253*LEV - 0,006*CR + \varepsilon$$

CCC cho biết hiệu quả quản trị vốn lưu động trong doanh nghiệp cũng có tác động ngược chiều tới khả năng sinh lời. Trong mô hình 4, hệ số tương quan là -0,00017 với giá trị p là 0,0006 thể hiện kết quả có ý nghĩa thống kê ở mức độ 1%. CCC cho biết thời gian kể từ khi doanh nghiệp thanh toán tiền mua nguyên vật liệu đầu vào cho tới khi thu được tiền từ khách hàng. CCC càng ngắn thì hiệu quả của các doanh nghiệp càng cao. Do đó, các doanh nghiệp cần chú trọng đến việc giảm thời gian tồn kho cũng như thời gian thu tiền khách hàng. Mối quan hệ ngược chiều giữa CCC và khả năng sinh lời cho thấy giả thuyết được chấp thuận, tương tự với kết quả nghiên cứu của Sajid Gul (2013) [4].

Ngoài ra, biến kiểm soát SIZE có mối quan hệ cùng chiều với ROA. LEV và CR có mối quan hệ ngược chiều với ROA ở mức ý nghĩa thống kê 1%.

Kết quả chung về 4 giả thuyết được tóm lược như sau:

Bảng 5. Kết luận các giả thuyết

Các yếu tố	Dấu tác động theo lý thuyết	Dấu tác động theo giả thuyết	Dấu tác động theo kết quả	Ghi chú
INV	-	-	-	Chấp nhận H ₁
AR	-	-	-	Chấp nhận H ₂
AP	+/-	+	-	Bác bỏ H ₃
CCC	-	-	-	Chấp nhận H ₄

Nguồn: Các tác giả tổng hợp.

5. Kết luận và kiến nghị

Nghiên cứu đã kiểm định sự tác động của quản trị vốn lưu động đến khả năng sinh lời của 56 doanh nghiệp ngành thực phẩm niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2015-2017 và đưa ra một số kết luận sau đây:

Nghiên cứu đã làm rõ cơ sở lý luận về quản trị vốn lưu động và khả năng sinh lời như các khái niệm, các yếu tố tác động, các chỉ tiêu đo lường.

Kết quả phân tích hồi quy về tác động của quản trị vốn lưu động đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp thực phẩm niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam cho thấy INV, AR, AP và CCC có tác động ngược chiều đến ROA. Ngoài ra, nghiên cứu cũng tìm thấy tác động của SIZE, LEV, CR đến ROA.

Trên cơ sở lý thuyết và nghiên cứu tác động của quản trị vốn lưu động đến khả năng sinh lời, kết quả này cho thấy các doanh nghiệp ngành thực phẩm có thể xem xét các biện pháp làm giảm INV, AR, AP, CCC của mình để có thể nâng cao ROA.

Nghiên cứu đề xuất một số kiến nghị góp phần giúp các doanh nghiệp ngành thực phẩm nhận định rõ hơn về sự tác động của chính sách vốn lưu động đến ROA như sau:

Thứ nhất, doanh nghiệp có thể giảm INV bằng cách giảm lượng hàng lưu kho, thông qua việc áp dụng mô hình Vừa kịp lúc (Just-in-Time - JIT) trong quản trị hàng tồn kho. Mô hình này giúp cắt giảm toàn bộ những bộ phận không cần thiết và chỉ sản xuất theo một số lượng định sẵn. Điều này giúp cho sản phẩm luôn được tươi mới, đảm bảo chất lượng khi đến tay người

tiêu dùng. Ngoài ra, có thể kết hợp lấy hàng từ nhiều nhà cung cấp nhỏ lẻ, tìm kiếm các nhà cung cấp gần hoặc có thời gian cung cấp ngắn để giảm thời gian chờ hàng; tối ưu hóa việc bố trí các sản phẩm cung cấp trong kho để việc vận chuyển và sản xuất sẽ nhanh chóng hơn. Ngoài ra, chủ động trong việc nhập hàng sẽ giúp các doanh nghiệp có được nguyên vật liệu khi cần, đảm bảo chất lượng nguồn cung.

Thứ hai, về quản trị khoản phải thu, biện pháp cần thiết nhất lúc này là thắt chặt tín dụng khách hàng để nhanh chóng thu hồi vốn, đẩy nhanh quá trình tái sản xuất. Về lâu dài, doanh nghiệp cần xây dựng chính sách tín dụng phù hợp, bao gồm các tiêu chí đánh giá khách hàng như khả năng thanh khoản của khách hàng, uy tín của khách hàng, giá trị tài sản thế chấp, thái độ và hành vi của khách hàng... để có thể đưa ra quyết định có cho khách hàng nợ hay không. Sau đó, để quản lý các khoản phải thu, nhà quản lý phải biết cách theo dõi sát sao, trên cơ sở đó có thể thay đổi chính sách tín dụng thương mại kịp thời. Doanh nghiệp có thể theo dõi thông qua việc xếp loại tín dụng khách hàng để từ đó đưa ra các biện pháp kiểm soát nợ phù hợp, vừa thu hồi được nợ, vừa giữ được mối quan hệ tốt đẹp với khách hàng.

Thứ ba, các doanh nghiệp nên thanh toán sớm các khoản nợ cho nhà cung cấp, vừa giảm được chi phí nợ, vừa nâng cao uy tín cho doanh nghiệp. Thương lượng điều khoản thanh toán với nhà cung cấp, theo dõi hàng tồn kho từ thời điểm mua đến thời điểm bán và quản lý các khoản phải trả sát sao có thể giúp cải thiện tình hình tài chính đáng kể. Xác định những vấn đề và nguyên nhân của các khoản phải trả quá hạn, xem xét và cải thiện việc quản lý nợ phải trả

làm tăng tính minh bạch trong tài chính doanh nghiệp, giúp việc quản lý tiền mặt hiệu quả hơn và tạo mối quan hệ tốt hơn với nhà cung cấp.

Thứ tư, dù yếu tố CCC phụ thuộc vào 3 yếu tố còn lại của quản trị vốn lưu động nhưng doanh nghiệp vẫn nên có các biện pháp kiểm soát dòng tiền hiệu quả. Đó là xây dựng hệ thống quản trị dòng tiền để tối ưu hóa lượng tiền có trong doanh nghiệp, vừa đảm bảo khả năng thanh toán, vừa tận dụng được các cơ hội đầu tư. Do lượng tiền mặt lưu chuyển thường không ổn định nên các doanh nghiệp cần sử dụng các mô hình dự báo tiền mặt để loại trừ những rủi ro từ sự không ổn định đó và có biện pháp cân đối các khoản thu và chi trong tương lai. Sau khi dự báo các dòng tiền nhập và xuất quỹ, doanh nghiệp cần lập cho mình một kế hoạch thu và chi tiền một cách linh hoạt để có thể chủ động kiểm soát dòng tiền. Các doanh nghiệp cần áp dụng kỹ thuật đồng bộ hóa dòng tiền để rút ngắn chu kỳ thu tiền cũng như chu kỳ thanh toán để giảm lượng tiền dự trữ, đồng thời tăng khả năng sinh lời cho doanh nghiệp. Sau khi xác định được lượng tiền mặt dự trữ thường xuyên, doanh nghiệp nên áp dụng các chính sách, quy trình để giảm thiểu rủi ro cũng như thất thoát trong hoạt động. Các khoản tiền nhàn rỗi có thể đem đi đầu tư ngắn hạn như cho vay, đầu tư chứng khoán, góp vốn liên doanh...

Kết quả nghiên cứu một lần nữa khẳng định việc quản trị vốn lưu động hợp lý sẽ có tác động tích cực đến ROA của các doanh nghiệp nói chung và doanh nghiệp ngành thực phẩm nói riêng. Tuy nhiên, nghiên cứu còn gặp hạn chế là chưa xét đến một số chỉ tiêu cũng phản ánh ROA của doanh nghiệp như ROE, ROS... và một số yếu tố (biên kiểm soát) có thể ảnh hưởng đến khả năng sinh lợi của doanh nghiệp như tỷ lệ lạm phát, tỷ lệ thất nghiệp, tốc độ tăng

trường kinh tế... Đây cũng là hướng nghiên cứu cho các nghiên cứu tiếp theo.

Tài liệu tham khảo

- [1] Nguyễn Thu Thủy, Giáo trình Quản trị tài chính doanh nghiệp, NXB. Lao động, Hà Nội, 2011.
- [2] Adeel Mumtaz, Muhammad Rehan, Muhammad Rizwan, Farhan Murtaza, Atif Jahanger, Hina Almas khan, "Impact of Working Capital Management on firms' performance: Evidence from Chemical sector listed firms in KSE-100 index", IOSR Journal of Business and Management, e-ISSN: 2278-487X, 2010, 93-100.
- [3] Mustafa Afeef, "Analyzing the Impact of Working Capital Management on the Profitability of SME's in Pakistan", International Journal of Business and Social Science, 2 (2011) 22, 173-183
- [4] Sajid Gul, "Working Capital Management and Performance of SME Sector", European Journal of Business and Management, 5 (2013) 1, 60-68.
- [5] Từ Thị Kim Thoa, Nguyễn Thị Uyên Uyên, "Mối quan hệ giữa quản trị vốn luân chuyển và khả năng sinh lợi: Bằng chứng thực nghiệm ở Việt Nam", Tạp chí Phát triển & Hội nhập, 14 (2014) 24, 62-70.
- [6] Huỳnh Phương Đông, "Mối quan hệ giữa quản trị vốn lưu động và lợi nhuận của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam", Tạp chí Ngân hàng, 13 (2010), 40-44.
- [7] Nguyễn Tấn Bình, Phân tích quản trị tài chính, NXB. Đại học Quốc gia, Thành phố Hồ Chí Minh, 2002.
- [8] Phòng Thương mại và Công nghiệp Việt Nam (VCCI), "EVFTA và ngành sản xuất thực phẩm đồ uống Việt Nam", 2017.
- [9] Vietnam Report, "Các xu hướng lợi nhuận theo ngành kinh tế năm 2017-2018", 2017.
- [10] European Commission, The Food and Beverage Market Entry Handbook: Vietnam, 2016.
- [11] Nielsen Vietnamx, 2017 in Review: Economy, FMCG & Possibilities, 2011.

The Impact of Working Capital Management on the Profitability of Food Companies Listed on the Vietnam Stock Market

Tran Tu Uyen, Trieu Thi Hai Oanh

Foreign Trade University, 91 Chua Lang St., Dong Da Dist., Hanoi, Vietnam

Abstract: Working capital management plays an important role in the operation of a business. To help better understand this, the study analyzes and evaluates the impact of working capital on the profitability of 56 food companies listed on the Vietnam stock market in the period 2015-2017 with the software EVIEWS 8.0. The results show an inverse relationship among the components of working capital management, including Inventory Turnover (INV), Average Receipt Period (AR), Average Payment Period (AP), cash conversion cycles (CCC), and return on assets (ROA). This finding is the basis to aid businesses in developing appropriate working capital policies to improve profitability.

Keywords: Profitability, working capital management, food industry.