

BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
ĐẠI HỌC ĐÀ NẴNG

NGUYỄN THỊ CẨM GIANG

**NGHIÊN CỨU MỐI QUAN HỆ GIỮA CÁC
CHỈ TIÊU QUẢN TRỊ VỐN LUÂN CHUYỂN
VÀ KHẢ NĂNG SINH LỜI CỦA CÁC CÔNG TY
CỔ PHẦN THUỘC NHÓM NGÀNH XÂY DỰNG
NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG
CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

Chuyên ngành: Tài chính - Ngân hàng

Mã số: 60.34.20

TÓM TẮT LUẬN VĂN THẠC SĨ QUẢN TRỊ KINH DOANH

Đà Nẵng, Năm 2015

Công trình được hoàn thành tại
ĐẠI HỌC ĐÀ NẴNG

Người hướng dẫn khoa học: GS.TS. TRƯƠNG BÁ THANH

Phản biện 1: TS. NGUYỄN PHÚC NGUYỄN

Phản biện 2: TS. LÊ CÔNG TOÀN

Luận văn được bảo vệ tại Hội đồng chấm Luận văn tốt nghiệp thạc sĩ
Quản trị kinh doanh hợp tại Đại Học Đà Nẵng vào ngày 25 tháng 01
năm 2015.

** Có thể tìm hiểu luận văn tại:*

- Trung tâm Thông tin - Học liệu, Đại Học Đà Nẵng
- Thư viện trường Đại học Kinh Tế, Đại học Đà Nẵng.

MỞ ĐẦU

1. Tính cấp thiết của đề tài

Nền kinh tế ngày càng phát triển một mặt mang lại những lợi ích giúp cho các doanh nghiệp có thể mở rộng thị trường, đổi mới cơ chế quản lý và kinh doanh, mặt khác sẽ là những thách thức không nhỏ đối với khả năng quản lý của doanh nghiệp, buộc các doanh nghiệp phải cơ cấu lại sản xuất kinh doanh, chuyển dịch đầu tư và điều chỉnh các hoạt động sản xuất kinh doanh. Trong quá trình đối phó với các thách thức cạnh tranh này, vấn đề quản trị tài chính doanh nghiệp nói chung và quản trị vốn luân chuyển – liên quan đến quản trị tài chính trong ngắn hạn nói riêng là một vấn đề lớn mà các doanh nghiệp rất cần phải quan tâm và chú trọng.

Quản trị vốn luân chuyển duy trì quan hệ giữa từng bộ phận cấu thành cũng như tổng thể của vốn luân chuyển một cách hợp lý và tìm ra các nguồn vốn phù hợp để tài trợ cho vốn luân chuyển. Như vậy, quản trị vốn luân chuyển tác động trực tiếp lên trạng thái sinh lời và rủi ro của doanh nghiệp.

Bài nghiên cứu này sẽ giải thích rõ hơn về tầm quan trọng của quản trị vốn luân chuyển, đồng thời, thực hiện các quy trình phân tích để tìm ra mối quan hệ giữa các chỉ tiêu quản trị vốn luân chuyển và khả năng sinh lời của công ty cổ phần thuộc nhóm ngành xây dựng ở Việt Nam nhằm giúp các doanh nghiệp có cái nhìn đúng đắn hơn về quản trị vốn luân chuyển và đề ra các chính sách quản lý hiệu quả cho đầu tư và tài trợ vốn luân chuyển của doanh nghiệp mình.

2. Mục tiêu nghiên cứu

Đề tài này được thực hiện trả lời các câu hỏi nghiên cứu sau:

- Tồn tại hay không mối quan hệ giữa các chỉ tiêu quản trị vốn luân chuyển và khả năng sinh lời?
- Mối quan hệ đó là âm hay dương, có ý nghĩa thế nào?

- Từ mối quan hệ đó rút ra được quản trị vốn luân chuyển như thế nào để tăng khả năng sinh lời?

3. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu

➤ Đối tượng nghiên cứu: Các chỉ tiêu quản trị vốn luân chuyển và mối quan hệ của các chỉ tiêu quản trị vốn luân chuyển và khả năng sinh lợi của các công ty cổ phần thuộc nhóm ngành xây dựng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

➤ Phạm vi nghiên cứu: Các nội dung trên được tiến hành nghiên cứu tại các công ty cổ phần thuộc nhóm ngành xây dựng được niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Thông tin dữ liệu phục vụ nghiên cứu được thu thập trong khoảng thời gian 5 năm, giai đoạn 2009-2013.

4. Phương pháp nghiên cứu

- Mô tả thống kê: Mô tả các khía cạnh liên quan đến chu kỳ chuyển thành tiền mặt và thông tin chi tiết về mỗi biến có liên quan.

- Phân tích tương quan Spearman: để đo lường mức độ liên kết giữa các biến số khác nhau.

- Phân tích hồi quy: để ước lượng các mối quan hệ nhân quả giữa biến khả năng sinh lợi và các biến độc lập khác. .

5. Bố cục đề tài

Ngoài phần mở đầu và phần kết luận, nội dung nghiên cứu của đề tài sẽ được trình bày thành bốn chương như sau:

Chương 1: Cơ sở lý luận về mối quan hệ giữa các chỉ tiêu quản trị vốn luân chuyển và khả năng sinh lời.

Chương 2: Thiết kế nghiên cứu.

Chương 3: Kết quả nghiên cứu.

Chương 4: Hàm ý chính sách và kiến nghị.

6. Tổng quan tài liệu nghiên cứu

Những nghiên cứu tiên phong của Baumol (1952) về một mô hình quản lý hàng tồn kho và Miller (1966) về một mô hình quản lý tiền mặt có thể được coi là nghiên cứu được biết đến nhiều nhất trong lĩnh vực này. Mặc dù những cơ sở và giả định của các mô hình này không được thiết lập tốt về mặt ứng dụng, nhưng cung cấp cho nhà quản lý về các vấn đề liên quan tới thực hành quản trị vốn luân chuyển.

Sau này, có nhiều nhà nghiên cứu đã bắt đầu đi sâu vào tìm hiểu mối liên hệ giữa quản trị vốn luân chuyển và khả năng sinh lời.

Eljelly (2004) làm sáng tỏ rằng hiệu quả quản trị vốn luân chuyển liên quan đến việc lập kế hoạch, kiểm soát tài sản ngắn hạn và nợ ngắn hạn sao cho tránh nguy cơ không có khả năng đáp ứng các nghĩa vụ ngắn hạn và tránh đầu tư quá mức vào tài sản ngắn hạn.

Shin và Soenen (1998) điều tra mối quan hệ giữa chu kỳ giao dịch thực (net-trade cycle) được sử dụng để đo lường hiệu quả quản trị vốn luân chuyển và khả năng sinh lời doanh nghiệp. Hai tác giả này đã sử dụng phân tích tương quan và hồi quy để nghiên cứu.

Lazaridis và Tryfonidis (2006) đã điều tra mối quan hệ giữa quản trị vốn luân chuyển và khả năng sinh lời của các công ty niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán Athens. Họ chỉ ra rằng các nhà quản trị có thể tạo ra giá trị cho cổ đông bằng cách xử lý một cách chính xác chu kỳ chuyển thành tiền mặt và giữ những thành phần khác nhau trong chu kỳ này luôn ở mức độ tối ưu.

Amarjit Gill, Nahum Biger, Neil Mathur (2010) tìm cách mở rộng những phát hiện của Lazaridis và Tryfonidis về mối quan hệ giữa quản trị vốn luân chuyển và khả năng sinh lời của công ty. Họ tìm thấy mối quan hệ có ý nghĩa thống kê giữa chu kỳ chuyển thành tiền mặt và khả năng sinh lời của công ty.

Deloof (2003) điều tra mối quan hệ giữa quản trị vốn luân

chuyển và khả năng sinh lời của các công ty phi tài chính lớn của Bỉ trong giai đoạn 1992-1996. Từ kết quả phân tích ông đề xuất rằng các nhà quản trị có thể tăng khả năng sinh lời của công ty bằng cách giảm kỳ thu tiền và thời gian chuyển đổi hàng tồn kho.

Garcia-Teruel và Martinez-Solano (2007) đã thử nghiệm tác động của quản trị vốn luân chuyển lên khả năng sinh lời của doanh nghiệp vừa và nhỏ ở Tây Ban Nha trong giai đoạn 1996 - 2002. Kết quả cho thấy rằng các nhà quản trị có thể tạo ra giá trị bằng cách giảm thời gian chuyển đổi hàng tồn kho và kỳ thu tiền bình quân.

Raheman và Nasr (2007) đã nghiên cứu ảnh hưởng của các biến số khác nhau của quản trị vốn luân chuyển lên khả năng sinh lời của công ty ở Pakistan niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Karachi trong khoảng thời gian 6 năm từ 1999-2004.

Falope và, Ajilore (2009) sử dụng một mẫu 50 công ty phi tài chính ở Nigeria trong giai đoạn 1996 -2005. Nghiên cứu của họ không thấy có sự thay đổi đáng kể trong hiệu quả quản lý vốn luân chuyển giữa các công ty lớn và các công ty nhỏ.

Chakraborty (2008) nghiên cứu về mối quan hệ giữa vốn luân chuyển và khả năng sinh lời của các công ty trong ngành Dược ở Ấn Độ. Ông đưa ra hai trường phái suy nghĩ khác nhau, thứ nhất, vốn luân chuyển không phải là yếu tố cải thiện khả năng sinh lời và có mối quan hệ nghịch chiều giữa chúng; thứ hai, đầu tư vào vốn luân chuyển lại đóng vai trò quan trọng cải thiện khả năng sinh lời.

Singh và Pandey (2008) đã nghiên cứu các thành phần vốn luân chuyển và tác động của quản trị vốn luân chuyển lên khả năng sinh lời của Hindalco Industries Limited trong giai đoạn 1990-2007. Kết quả của nghiên cứu cho thấy rằng tỷ lệ thanh toán hiện hành, tỷ lệ thanh toán nhanh, vòng quay khoản phải thu và tỷ lệ vốn luân chuyển trên tổng tài sản có tác động lên khả năng sinh lời.

Afza và Nazir (2009) đã điều tra mối quan hệ giữa quản trị vốn luân chuyển và khả năng sinh lời của các công ty phi tài chính niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Karachi giai đoạn 1998-2005. Nghiên cứu tìm thấy được sự khác nhau đáng kể giữa các yêu cầu vốn luân chuyển và các chính sách tài chính ở những ngành khác nhau, các nhà quản trị có thể tạo ra giá trị nếu họ áp dụng một cách tiếp cận bảo thủ trong quản trị vốn luân chuyển.

Sharma và Kumar (2011) đã nghiên cứu tác động của vốn luân chuyển lên tỷ suất sinh lời ở những công ty Ấn Độ. Hai nhà khoa học đã chỉ ra rằng khi các công ty gia tăng vòng quay tiền mặt, tỷ suất sinh lời có thể cao hơn.

Jose, Lancaster and Stevens (1996) xem xét mối quan hệ giữa quản trị vốn luân chuyển và khả năng sinh lời của các công ty Mỹ bằng cách sử dụng chu kỳ chuyển đổi tiền mặt (CCC) như một thước đo quản lý vốn luân chuyển, trong đó một CCC ngắn hơn đại diện cho chính sách quản lý vốn luân chuyển linh hoạt.

Trên cơ sở những nghiên cứu trước đây, bài nghiên cứu này được tiến hành nhằm xác định xem có tồn tại mối quan hệ giữa các chỉ tiêu quản trị vốn luân chuyển và khả năng sinh lời của công ty hay không. Nếu có thì từng thành phần trong vốn luân chuyển có mối tương quan như thế nào với khả năng sinh lời của công ty.

CHƯƠNG 1

CƠ SỞ LÝ LUẬN VỀ MỐI QUAN HỆ GIỮA CÁC CHỈ TIÊU QUẢN TRỊ VỐN LUÂN CHUYỂN VÀ KHẢ NĂNG SINH LỜI

1.1 TỔNG QUAN VỀ QUẢN TRỊ VỐN LUÂN CHUYỂN

1.1.1 Khái niệm vốn luân chuyển và quản trị vốn luân chuyển

Vốn luân chuyển là sự chênh lệch giữa tài sản ngắn hạn và nợ ngắn hạn của một công ty.

Quản trị vốn luân chuyển là quản lý đầu tư vào tài sản lưu động

và tài trợ tài sản ngắn hạn. Quản trị vốn luân chuyển có liên quan đến việc thiết lập chính sách quản lý vốn luân chuyển và thực hiện chính sách đó trong hoạt động hàng ngày của một doanh nghiệp.

1.1.2 Tầm quan trọng của quản trị vốn luân chuyển

Quản lý và sử dụng hiệu quả tài sản lưu động là một nội dung trọng tâm trong các quyết định tài chính ngắn hạn và là nội dung có ảnh hưởng lớn đến mục tiêu tối đa hóa giá trị doanh nghiệp.

1.1.3 Các chỉ tiêu phản ánh quản trị vốn luân chuyển

a. Quản lý hàng tồn kho:

Quản trị hàng tồn kho liên quan đến thiết lập các mức hàng tồn kho để tối đa hóa lợi ích mà vẫn giảm thiểu được chi phí lưu giữ hàng tồn kho. Quản lý hàng tồn kho là quan trọng đối với hầu hết các công ty. Tác giả sử dụng Chu kỳ chuyển hóa hàng tồn kho (INV) làm đại diện cho việc quản lý hàng tồn kho.

b. Quản lý khoản phải thu:

Quản trị khoản phải thu gắn liền với việc xây dựng và thực thi chính sách bán tín dụng nhằm đạt được mục tiêu công ty trong từng thời kỳ. Tác giả sử dụng Kỳ thu tiền bình quân là đại diện cho việc quản lý các khoản phải thu.

c. Quản lý các khoản phải trả:

Các khoản phải trả, một trách nhiệm pháp lý trong ngắn hạn, đề cập đến tín dụng được cung cấp bởi công ty bán hàng. Chính sách quản lý các khoản phải trả của công ty cần phải cân nhắc giữa lợi ích và chi phí của việc thanh toán sớm để hưởng chiết khấu hay thanh toán muộn để sử dụng nguồn tài trợ đó vào các mục đích đầu tư của công ty. Tác giả sử dụng Kỳ thanh toán bình quân làm biến đại diện cho việc quản lý các khoản phải trả.

d. Quản lý tiền mặt:

Mục đích của quản trị tiền mặt là xác định lượng tiền mà doanh

nghiệp cần đầu tư sao cho phù hợp với bản chất hoạt động và mục tiêu của doanh nghiệp. Tiền và các chứng khoán thị trường phải được quản lý để đạt được sự cân bằng giữa rủi ro do thiếu tính thanh khoản với chi phí của việc nắm giữ quá nhiều các nguồn lực này. Chu kỳ chuyển hóa tiền mặt (Cash Conversion Cycle - CCC), được đề xuất và phát triển bởi Richards và Laughlin (1980), được tác giả sử dụng làm biến đại diện cho việc quản lý tiền mặt.

❖ Bên cạnh đó còn có các chỉ tiêu ảnh hưởng đến quản trị vốn luân chuyển:

- Quy mô công ty.
- Đòn bẩy.
- Tăng trưởng bền vững.
- Lợi nhuận.
- Hệ số khả năng thanh toán hiện hành.

1.2 MỐI QUAN HỆ GIỮA CÁC CHỈ TIÊU QUẢN TRỊ VỐN LUÂN CHUYỂN VÀ KHẢ NĂNG SINH LỜI

1.2.1 Phân tích mối quan hệ giữa các chỉ tiêu quản trị vốn luân chuyển và khả năng sinh lời

Ở Việt Nam, tỷ trọng vốn luân chuyển nằm trong khoảng 0.6% đến 67.6% tổng tài sản, vì vậy các thành phần của vốn luân chuyển có tác động rất lớn đến tỷ suất sinh lời, đặc biệt là hàng tồn kho, khoản phải thu và khoản phải trả.

Hàng tồn kho là một thành phần quan trọng nhất của tài sản ngắn hạn. Một doanh nghiệp có chu kỳ chuyển hóa hàng tồn kho dài có nghĩa rằng doanh nghiệp đang đầu tư rất lớn vào hàng tồn kho và hi vọng trong tương lai nguồn cầu đối với hàng hóa của mình sẽ gia tăng, làm gia tăng doanh số, lợi nhuận. Tuy nhiên, việc đầu tư rất lớn vào hàng tồn kho sẽ khiến công ty phải gánh chịu rất nhiều rủi ro như sản phẩm hư hỏng, mất mát, lỗi thời và nhiều chi.

Trong khi đó, khoản phải thu lại được xem như là các khoản tiền cho khách hàng vay trong ngắn hạn, tài khoản này nên được giữ ổn định. Tuy nhiên nếu kỳ thu tiền bình quân tăng có nghĩa là công ty đang mở rộng chính sách bán chịu, đồng nghĩa với việc công ty có thêm khách hàng nhưng cũng sẽ gánh chịu nhiều chi phí như là chi phí cơ hội của dòng tiền đáng lẽ phải nhận được.

Ngược lại với khoản phải thu, khoản phải trả lại là một nguồn vốn chiếm dụng từ nhà cung cấp. Chi trả đúng hạn sẽ giúp công ty kiếm được nhiều khoản tín dụng hơn từ người cung cấp và các nhà cung cấp khác cũng sẽ cho công ty nợ bởi vì danh tiếng và uy tín của công ty đã được nâng cao. Hơn nữa, trả nợ đúng hạn sẽ cải thiện hình ảnh công ty và vì thế sẽ ngăn ngừa được các hành động kiện tụng do từ phía chủ nợ.

Vòng quay tiền mặt là khoảng thời gian giữa lúc thanh toán các khoản nguyên vật sản xuất, chuyển đổi chúng thành thành phẩm rồi bán đi và thu lại tiền mặt. Vòng quay tiền mặt càng ngắn thì công ty sẽ càng sẵn sàng hơn để chi trả các khoản nợ của họ khi đến hạn. Ngược lại, kỳ luân chuyển tiền mặt càng dài sẽ đặt công ty vào những khó khăn trong trả nợ đến hạn, điều này sẽ làm tổn hại đến danh tiếng của công ty.

Từ những lí luận trên, có thể thấy rằng các chỉ tiêu quản trị vốn luân chuyển có ảnh hưởng quan trọng đến kết quả hoạt động kinh doanh của công ty.

1.2.2 Mỗi quan hệ giữa quản trị vốn luân chuyển và khả năng sinh lời trong các nghiên cứu trước đây

a. Các nghiên cứu với kết quả mối quan hệ âm giữa quản trị vốn luân chuyển và tỷ suất khả năng sinh lời

Trong thời gian này, cũng có một số nghiên cứu khác như Raheman và Nasr (2007) đã tìm ra bằng chứng cho thấy tỷ suất khả năng sinh lời thì tương quan âm với tính thanh khoản và tương quan dương với quy mô công ty. Cùng kết luận như trên, Garcia-Teruel và Martinez-Solano (2007) đã sử dụng phương pháp hồi quy dữ liệu bảng bao gồm 8872 công ty trong giai đoạn 1996-2002. Kết quả thể hiện rằng nhà quản trị có thể gia tăng giá trị cổ phần bằng cách làm giảm kỳ thu tiền bình quân, vòng quay hàng tồn kho theo ngày và vòng quay tiền mặt. Nghiên cứu của Falope và Ajilore (2009) tìm thấy mối tương quan âm giữa tỷ suất khả năng sinh lời và vòng quay hàng tồn kho theo ngày, kỳ thu tiền bình quân, số ngày phải trả bình quân.

b. Các nghiên cứu với kết quả mối quan hệ dương giữa quản trị vốn luân chuyển và tỷ suất khả năng sinh lời

Khác với kết quả của những nghiên cứu trên, Sharma và Kumar (2011) đã phân tích dữ liệu bằng hồi quy đa nhân tố OLS và tìm thấy mối tương quan dương giữa vốn luân chuyển và tỷ suất khả năng sinh lời.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 1

Trong chương 1, tác giả đã trình bày một số nội dung cơ bản về vốn luân chuyển và quản trị vốn luân chuyển. Tác giả cũng chỉ ra các chỉ tiêu phản ánh quản trị vốn luân chuyển và các chỉ tiêu ảnh hưởng đến việc quản trị vốn luân chuyển để làm cơ sở để lựa chọn các biến trong chương 2. Bên cạnh đó, tác giả cũng trình bày về mối quan hệ giữa quản trị vốn luân chuyển và khả năng sinh lợi trong các nghiên cứu trước đây nhằm cung cấp một cơ sở vững chắc, đồng thời cung cấp thêm những ý tưởng về quản trị vốn luân chuyển và các thành phần của vốn luân chuyển.

CHƯƠNG 2

THIẾT KẾ NGHIÊN CỨU

2.1 MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU

2.1.1 Dữ liệu nghiên cứu

Bài nghiên cứu sử dụng liệu thứ cấp của 65 doanh nghiệp thuộc nhóm ngành xây dựng niêm yết trên thị trường chứng khoán ở Việt Nam (bài nghiên cứu chỉ tập trung vào các công ty niêm yết trên sàn HOSE và HNX), có tình hình tài chính ổn định, không bị thua lỗ dẫn đến hủy niêm yết do rơi vào tình trạng kiệt quệ tài chính. Các biến trong bài đều được tính toán từ số liệu từ bảng cân đối kế toán và báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh của các công ty, được công khai trên trang www.cophieu68.vn từ năm 2009 đến năm 2013.

2.1.2 Các biến được sử dụng cho mô hình

Tác giả sử dụng các biến bao gồm biến phụ thuộc và các biến độc lập (biến giải thích và biến được giải thích):

a. Biến phụ thuộc:

b. Biến độc lập:

✓ Liên quan đến các biến giải thích, tác giả sử dụng các biến kỳ thu tiền bình quân (AR), chu kỳ chuyển hóa hàng tồn kho (INV), kỳ thanh toán bình quân (AP), và chu kỳ chuyển hóa tiền mặt (CCC) để đo lường hoạt động quản trị vốn luân chuyển.

✓ Tác giả sử dụng các biến như logarit tự nhiên của doanh thu (LOS), tỷ lệ nợ (DR), và hệ số khả năng thanh toán hiện hành (CR) làm các biến được giải thích vì các biến này được cho rằng có ảnh hưởng đến việc quản trị vốn luân chuyển cũng như khả năng sinh lợi của công ty. Logarit của doanh số bán hàng được sử dụng để đo quy mô của công ty; tỷ lệ nợ được sử dụng như một đại diện cho đòn bẩy.

Bảng 2.1: Biến và công thức tính biến

Biến	Viết tắt	Công thức
Tỷ suất lợi nhuận gộp	GROSSPR	(Doanh thu thuần-Giá vốn hàng bán)/ (Tổng tài sản-Tài sản tài chính)
Chu kỳ chuyển hóa hàng tồn kho	INV	(Số hàng tồn kho bình quân trong kỳ/ Giá vốn hàng bán) *360
Kỳ thu tiền bình quân	AR	(Các khoản phải thu bình quân/ Doanh thu thuần)*360
Kỳ thanh toán bình quân	AP	(Các khoản phải trả bình quân/ Giá vốn hàng bán) *360
Chu kỳ chuyển hóa tiền mặt	CCC	INV + AR - AP
Tỷ lệ nợ	DR	Tổng nợ/ Tổng tài sản
Quy mô công ty	LOS	Ln (Doanh thu thuần)
Hệ số khả năng thanh toán hiện hành	CR	Tài sản ngắn hạn/Nợ ngắn hạn

2.1.3 Mô hình nghiên cứu đề nghị cho đề tài

Bài nghiên cứu được tác giả thực hiện dựa trên một nghiên cứu đã được thực hiện ở Mỹ : “*The Relationship Between Working Capital Management And Profitability:Evidence From The United States*” của các tác giả Amarjit Gill, Nahum Biger và Neil Mathur.

Trong bài nghiên cứu này, tác giả sử dụng bảng dữ liệu hồi quy cắt ngang và chuỗi dữ liệu theo thời gian. Tác giả sử dụng mô hình hồi quy các nhân tố cố định để phân tích bảng dữ liệu.

Mô hình:

$$\text{GROSSPR}_{it} = \beta_0 + \beta_1 (\text{AR}_{it}) + \beta_2 (\text{AP}_{it}) + \beta_3 (\text{INV}_{it}) + \beta_4 (\text{CCC}_{it}) + \beta_5 (\text{DR}_{it}) + \beta_6 (\text{LOS}_{it}) + \beta_7 (\text{CR}_{it}) + \varepsilon$$

Trong đó:

- Biến phụ thuộc: GROSSPR: Tỷ suất lợi nhuận gộp.
- Các biến độc lập: AR: Kỳ thu tiền bình quân.

INV: Chu kỳ chuyển hóa hàng tồn kho.

AP: Kỳ thanh toán bình quân.

CCC: Chu kỳ chuyển hóa tiền mặt.

DR: Tỷ lệ nợ.

LOS: Quy mô công ty.

CR: Hệ số khả năng thanh toán hiện hành.

ε : Sai số.

Tham khảo các nghiên cứu của các tác giả trước đây, tác giả đã xây dựng 4 mô hình hồi quy:

Mô hình 1: Phân tích mối quan hệ giữa kỳ thu tiền bình quân và khả năng sinh lời.

$$\text{GROSSPR}_{it} = \beta_0 + \beta_1(\text{AR}_{it}) + \beta_2(\text{DR}_{it}) + \beta_3(\text{LOS}_{it}) + \beta_4(\text{CR}_{it}) + \varepsilon$$

Mô hình 2: Phân tích mối quan hệ giữa kỳ thanh toán bình quân và khả năng sinh lời.

$$\text{GROSSPR}_{it} = \beta_0 + \beta_1(\text{AP}_{it}) + \beta_2(\text{DR}_{it}) + \beta_3(\text{LOS}_{it}) + \beta_4(\text{CR}_{it}) + \varepsilon$$

Mô hình 3: Phân tích mối quan hệ giữa thời gian chuyển hóa hàng tồn kho và khả năng sinh lời.

$$\text{GROSSPR}_{it} = \beta_0 + \beta_1(\text{INV}_{it}) + \beta_2(\text{DR}_{it}) + \beta_3(\text{LOS}_{it}) + \beta_4(\text{CR}_{it}) + \varepsilon$$

Mô hình 4: Phân tích mối quan hệ giữa chu kỳ chuyển hóa tiền mặt và khả năng sinh lời.

$$\text{GROSSPR}_{it} = \beta_0 + \beta_1(\text{CCC}_{it}) + \beta_2(\text{DR}_{it}) + \beta_3(\text{LOS}_{it}) + \beta_4(\text{CR}_{it}) + \varepsilon$$

2.1.4 Các giả thuyết nghiên cứu của mô hình

H₁: Kỳ thu tiền bình quân có mối quan hệ âm với khả năng sinh lời.

H₂: Chu kỳ chuyển hóa hàng tồn kho có mối quan hệ âm với khả năng sinh lời.

H₃: Kỳ thanh toán bình quân có mối quan hệ âm với khả năng sinh lời.

H₄: Chu kỳ chuyển hóa tiền mặt có mối quan hệ âm với khả năng sinh lời.

H₅: Có mối quan hệ âm giữa việc sử dụng nợ và khả năng sinh lời.

H₆: Quy mô công ty có mối quan hệ dương với khả năng sinh lời.

H₇: Hệ số khả năng thanh toán hiện hành có mối quan hệ âm với khả năng sinh lời.

2.2 PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

2.2.1 Mô tả thống kê

2.2.2 Phân tích tương quan Spearman

2.2.3 Phân tích hồi quy

KẾT LUẬN CHƯƠNG 2

Tác giả thực hiện nghiên cứu về mối quan hệ giữa các chỉ tiêu quản trị vốn luân chuyển và khả năng sinh lời của các công ty cổ phần thuộc nhóm ngành xây dựng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam dựa trên một nghiên cứu đã được thực hiện ở Mỹ : “*The Relationship Between Working Capital Management And Profitability: Evidence From The United States*” của các tác giả Amarjit Gill, Nahum Biger và Neil Mathur. Tác giả sử dụng Tỷ suất lợi nhuận gộp (GROSS) là thước đo khả năng sinh lời của công ty như là một biến phụ thuộc và các biến độc lập (biến giả thích và biến được giải thích), trong đó, biến được giải thích bao gồm kỳ thu tiền bình quân (AR), chu kỳ chuyển hóa hàng tồn kho (INV), kỳ thanh toán bình quân (AP), và chu kỳ chuyển hóa tiền mặt (CCC); các biến như Logarit tự nhiên của doanh thu (LOS), tỷ lệ nợ (DR), và hệ số khả năng thanh toán hiện hành (CR) làm các biến được giải thích. Tác giả cũng trình bày về phương pháp nghiên cứu cũng như quy trình nghiên cứu sẽ được thực hiện ở chương 3.

CHƯƠNG 3

KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

3.1 MÔ TẢ THỐNG KÊ

Bảng 3.1: Kết quả mô tả thống kê

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
AR	325	25.57	27048.09	3.6263E2	1672.81558
AP	325	57.46	81339.97	8.5354E2	4848.95388
INV	325	.86	76812.22	5.3747E2	4286.21848
CCC	325	-9140.59	5683.12	46.5596	705.75120
DR	325	.13	.93	.7028	.13944
LOS	325	8.39	16.53	12.9813	1.29266
CR	325	.23	24.51	1.5010	1.46012
GROSSPR	325	-.04	.32	.0927	.06059
Valid N (listwise)	325				

Nhìn vào bảng 3.1 tác giả thấy rằng tỷ suất lợi nhuận gộp từ hoạt động kinh doanh trung bình là 9.27% và độ lệch chuẩn là 6.059%. Tùy từng công ty mà tỷ suất lợi nhuận gộp có thể thay đổi với giá trị tối đa là 38% và tối thiểu là -4%.

Thông tin từ bảng 3.1 cũng chỉ ra rằng thời gian cấp tín dụng của công ty cho các khách hàng của họ trung bình là khoảng 362 ngày, trong khi đó thời gian công ty trả tiền nợ cho nhà cung cấp trung bình là 853 ngày. Hàng tồn kho mất trung bình 537 ngày mới được bán. Chu kỳ chuyển thành tiền mặt trung bình khoảng 46 ngày.

Từ bảng 3.1, tác giả có thể thấy rằng giá trị trung bình của logarit của doanh thu là 12.9813 triệu và độ lệch chuẩn là 1.29266 triệu; Tỷ lệ nợ trung bình là 70.28% với độ lệch chuẩn là 13.94%; Cuối cùng, giá trị trung bình của hệ số khả năng thanh toán hiện hành là 1.5 với độ lệch chuẩn 1.46.

3.2 PHÂN TÍCH TƯƠNG QUAN SPEARMAN

Bảng 3.2: Kết quả phân tích tương quan Spearman

		AR	AP	INV	CCC	DR	LOS	CR	GROSSPR
AR	Hệ số Spearman	1							
	Sig. (2-tailed)	.							
AP	Hệ số Spearman	.626 ^{**}	1						
	Sig. (2-tailed)	.000	.						
INV	Hệ số Spearman	.295 ^{**}	.630 ^{**}	1					
	Sig. (2-tailed)	.000	.000	.					
CCC	Hệ số Spearman	.260 ^{**}	-.027	.497 ^{**}	1				
	Sig. (2-tailed)	.000	<u>.630</u>	.000	.				
DR	Hệ số Spearman	-.081	.114 [*]	.059	-.243 ^{**}	1			
	Sig. (2-tailed)	.144	.042	<u>.287</u>	.000	.			
LOS	Hệ số Spearman	-.323 ^{**}	-.280 ^{**}	-.266 ^{**}	-.263 ^{**}	.389 ^{**}	1		
	Sig. (2-tailed)	.000	.000	.000	.000	.000	.		
CR	Hệ số Spearman	.275 ^{**}	-.059	.236 ^{**}	.695 ^{**}	-.391 ^{**}	-.336 ^{**}	1	
	Sig. (2-tailed)	.000	<u>.291</u>	.000	.000	.000	.000		
GROSSPR	Hệ số Spearman	-.465 ^{**}	-.492 ^{**}	-.394 ^{**}	-.199 ^{**}	-.237 ^{**}	.200 ^{**}	-.017	1
	Sig. (2-tailed)	.000	.000	.000	.000	.000	.000	<u>.765</u>	.

Kết quả bảng 3.2 cho thấy tương quan giữa kỳ thu tiền bình quân, thời gian chuyển đổi hàng tồn kho, kỳ thanh toán bình quân, chu kỳ chuyển thành tiền mặt với tỷ suất lợi nhuận gộp đều là tương quan âm với độ tin cậy cao (p-value = 0.000).

Kết quả từ bảng 3.2 cho thấy có mối tương quan âm giữa tỷ lệ nợ của công ty với tỷ suất lợi nhuận gộp và tương quan dương giữa logarit tự nhiên của doanh thu với tỷ suất lợi nhuận gộp.

3.3 PHÂN TÍCH HỒI QUY

a. Mô hình 1: Phân tích mối quan hệ giữa kỳ thu tiền bình quân và khả năng sinh lời

Bảng 3.3: Mối quan hệ giữa kỳ thu tiền bình quân và khả năng sinh lời

Model Summary

Multiple R	R Square	Adjusted R Square
.517	.268	.252

Dependent Variable: GROSSPR

Predictors: AR DR LOS CR

ANOVA

	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	87.017	7	12.431	16.558	.000
Residual	237.983	317	.751		
Total	325.000	324			

Dependent Variable: GROSSPR

Predictors: AR DR LOS CR

Coefficients

	Standardized Coefficients		df	F	Sig.
	Beta	Std. Error			
AR	-.165	.054	1	9.429	.002
DR	-.364	.051	2	50.189	.000
LOS	.309	.055	2	31.901	.000
CR	-.212	.051	2	17.475	.000

Dependent Variable: GROSSPR

Vậy từ kết quả hồi quy trên có thể kết luận rằng kỳ thu tiền bình quân có mối quan hệ âm với khả năng sinh lợi của công ty.

b. Mô hình 2: Phân tích mối quan hệ giữa kỳ thanh toán bình quân và khả năng sinh lời

Bảng 3.4: Mối quan hệ giữa kỳ thanh toán bình quân và khả năng sinh lời

Model Summary

Multiple R	R Square	Adjusted R Square
.520	.271	.257

Dependent Variable: GROSSPR

Predictors: AP DR LOS CR

ANOVA

	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	87.980	6	14.663	19.673	.000
Residual	237.020	318	.745		
Total	325.000	324			

Dependent Variable: GROSSPR

Predictors: AP DR LOS CR

Coefficients

	Standardized Coefficients		df	F	Sig.
	Beta	Std. Error			
AP	-.200	.052	1	14.977	.000
DR	-.355	.052	2	47.194	.000
LOS	.271	.056	1	23.790	.000
CR	-.273	.049	2	31.439	.000

Dependent Variable: GROSSPR

Qua kết quả hồi quy mô hình 2, tác giả thấy được mối quan hệ âm giữa kỳ thanh toán bình quân và khả năng sinh lợi của công ty.

c. Mô hình 3: Phân tích mối quan hệ giữa thời gian chuyển hóa hàng tồn kho và khả năng sinh lời

Bảng 3.5: Mối quan hệ giữa thời gian chuyển hóa hàng tồn kho và khả năng sinh lời

Model Summary

Multiple R	R Square	Adjusted R Square
.506	.256	.237

Dependent Variable: GROSSPR

Predictors: INV DR LOS CR

ANOVA

	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	83.079	8	10.385	13.565	.000
Residual	241.921	316	.766		
Total	325.000	324			

Dependent Variable: GROSSPR

Predictors: INV DR LOS CR

Coefficients

	Standardized Coefficients		df	F	Sig.
	Beta	Std. Error			
INV	-.094	.052	2	3.245	.040
DR	-.369	.052	2	51.170	.000
LOS	.322	.056	2	33.706	.000
CR	-.252	.049	2	26.221	.000

Dependent Variable: GROSSPR

Qua kết quả hồi quy trong mô hình 3, tác giả thấy được thời gian chuyển đổi hàng tồn kho có mối quan hệ âm với khả năng sinh lợi của công ty. Các nhà quản lý tài chính cần dựa vào phát hiện này để đưa ra các biện pháp thích hợp nhằm thúc đẩy quá trình chuyển đổi hàng tồn kho thành sản phẩm càng nhanh càng tốt.

d. Mô hình 4: Phân tích mối quan hệ giữa Chu kỳ chuyển hóa tiền mặt và Khả năng sinh lời

Bảng 3.6: Mối quan hệ giữa chu kỳ chuyển hóa tiền mặt và khả năng sinh lời

Model Summary

Multiple R	R Square	Adjusted R Square
.515	.265	.246

Dependent Variable: GROSSPR

Predictors: CCC DR LOS CR

ANOVA

	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	86.125	8	10.766	14.241	.000
Residual	238.875	316	.756		
Total	325.000	324			

Dependent Variable: GROSSPR

Predictors: CCC DR LOS CR

Coefficients

	Standardized Coefficients		df	F	Sig.
	Beta	Std. Error			
CCC	-.149	.055	1	7.403	.007
DR	-.366	.051	2	51.524	.000
LOS	.316	.054	3	34.514	.000
CR	-.194	.052	2	13.806	.000

Dependent Variable: GROSSPR

Kết quả hồi quy mô hình 4 cho thấy mối quan hệ âm giữa chu kỳ chuyển thành tiền mặt và khả năng sinh lợi của công ty. Công ty có chu kỳ chuyển thành tiền mặt càng ngắn thì thời gian nguồn vốn gắn với tài

sản lưu động càng ít, vốn đầu tư của công ty được luân chuyển nhanh hơn và tạo ra khả năng sinh lợi cao hơn.

Bên cạnh đó, tác giả cũng đã sử dụng các kiểm định về tính vững của mô hình: việc kiểm định lại mô hình nhằm tìm ra những khiếm khuyết nhằm tìm cách khắc phục, đưa đến kết quả tin cậy và chính xác hơn. Các mô hình hồi quy đều có sự phù hợp và có ý nghĩa về mặt thống kê. Các mô hình đều tuân theo quy luật phân phối chuẩn và đều không xuất hiện hiện tượng đa cộng tuyến, không có hiện tượng tự tương quan xảy ra.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 3

Trong chương 3, tác giả trình bày kết quả nghiên cứu dựa trên mô hình được lựa chọn ở chương 2. Qua kết quả nghiên cứu tác giả thấy rằng kỳ thu tiền bình quân (AR), chu kỳ chuyển hóa hàng tồn kho (INV), kỳ thanh toán bình quân (AP), chu kỳ chuyển hóa tiền mặt (CCC), tỷ lệ nợ (DR), và hệ số khả năng thanh toán hiện hành (CR) có mối tương quan âm với tỷ suất lợi nhuận gộp (GROSSPR); mặc dù khi phân tích tương quan Spearman, mối quan hệ giữa CR và GROSSPR không có ý nghĩa về mặt thống kê, nhưng khi chạy hồi quy ta thấy CR tác động lên GROSSPR rất mạnh (p-value luôn ở mức 0.000). Logarit tự nhiên của doanh thu (LOS) có mối tương quan dương với tỷ suất lợi nhuận gộp (GROSSPR). Bên cạnh đó, tác giả cũng đã sử dụng các kiểm định về tính vững của mô hình và thấy rằng các mô hình có sự phù hợp và có ý nghĩa về mặt thống kê, tuân theo quy luật phân phối chuẩn và đều không xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến cũng như hiện tượng tự tương quan.

CHƯƠNG 4

HÀM Ý CHÍNH SÁCH VÀ KIẾN NGHỊ

4.1 HÀM Ý CHÍNH SÁCH

- Chính sách thu nợ: Từ kết quả phân tích tương quan và phân tích hồi quy, hàm ý rằng nhà quản trị có thể gia tăng tỷ suất sinh lợi bằng cách cố gắng làm giảm số ngày thu được tiền từ khách hàng. Chính sách này cũng giúp công ty hạn chế rủi ro tín dụng mà các doanh nghiệp hay gặp phải khi khách hàng của mình phá sản.

- Chính sách trả nợ: Qua kết quả phân tích, tác giả thấy được các công ty sẽ bị ảnh hưởng bất lợi nếu trì hoãn các khoản thanh toán cho nhà cung cấp. Các nhà quản trị có thể áp dụng chính sách thanh toán sớm để được hưởng các ưu đãi cũng như chiết khấu lớn nhờ đó làm tăng khả năng sinh lời.

- Chính sách quản lý hàng tồn kho: Với kết quả phân tích tương quan và mô hình hồi quy, nếu công ty giảm thời gian để bán hàng tồn kho thì hiệu suất hoạt động của công ty càng lớn, khả năng sinh lời càng cao. Mặt khác, khi tăng vòng quay hàng tồn thì sẽ làm giảm chi phí nắm giữ hàng tồn kho từ đó làm tăng thu nhập ròng và lợi nhuận.

- Chính sách quản lý tiền mặt: Kết quả phân tích tương quan và phân tích hồi quy cho thấy nếu công ty có thể giảm bớt khoản thời gian cần thiết để thu tiền từ khách hàng tính từ thời điểm ghi hóa đơn, giảm bớt thời gian chuyển đổi hàng tồn kho, và thanh toán cho nhà cung cấp đúng hạn thì sẽ đem lại hiệu quả quản lý vốn luân chuyển. Điều này dẫn đến gia tăng khả năng sinh lợi của công ty.

Bên cạnh đó, tác giả thấy rằng những công ty có quy mô lớn không những có ưu thế về thị phần mà còn có hệ thống sản xuất và phân phối chuyên nghiệp, hiện đại, do đó hiệu suất sử dụng tài sản cao hơn, việc quản lí chi phí được thực hiện tốt, công ty có quy mô càng lớn thì có nhiều khả năng đáp ứng các nhu cầu về vốn với chi phí thấp

hơn các công ty có quy mô nhỏ, do đó làm tăng khả năng sinh lợi của công ty. Tác giả cũng nhận thấy rằng những công ty có mức nợ cao thì thường có khả năng sinh lợi thấp và ngược lại do các chủ nợ thường đòi hỏi mức lãi suất cao hơn để bù đắp những rủi ro mà họ có thể gặp phải trong tương lai đối với những công ty sử dụng đòn bẩy cao. Bên cạnh đó, công ty càng vay nợ nhiều mà không kinh doanh hiệu quả thì sẽ bị buộc chặt vào các khoản lãi vay, nợ đến hạn, từ đó làm giảm lợi nhuận và kéo công ty tới bờ vực phá sản. Mặt khác, khi phân tích tương quan Spearman, mối quan hệ giữa CR và GROSSPR không có ý nghĩa về mặt thống kê, nhưng khi chạy hồi quy ta thấy CR tác động ngược chiều lên GROSSPR rất mạnh (p-value luôn ở mức 0.000). Trên thực tế, khi một công ty hướng tới mục tiêu gia tăng tính thanh khoản thì chắc chắn sẽ làm giảm tỷ suất sinh lợi. Theo Falope và Ajilor (2009), việc gia tăng tài sản ngắn hạn sẽ làm giảm rủi ro cho công ty nhưng cũng sẽ làm giảm tỷ suất sinh lợi.

4.2 KIẾN NGHỊ

- Khi thực hiện quản lý vốn luân chuyển, bên cạnh việc cân nhắc giữa lợi ích và chi phí, nhà quản lý còn phải dựa vào đặc điểm ngành và đặc điểm sản phẩm của công ty để đưa ra chính sách hàng tồn kho thích hợp. Khi tính toán hàng tồn kho, các doanh nghiệp nên thiết lập một biên độ dao động an toàn để tránh thiếu hàng. Cuối cùng, khi xác định được lượng hàng tồn kho và biên độ dao động an toàn thì công tác lưu trữ hàng tồn kho cần được chú trọng.

- Tùy vào lợi thế mặc cả tương đối, bản chất của cạnh tranh, cấu trúc ngành và các chi phí biến đổi mà công ty đó quyết định thời hạn thanh toán cho khách hàng và xem xét chấp nhận yêu cầu của nhà cung ứng.

Để rút ngắn thời gian trung bình từ khi bán hàng đến khi thu được nợ từ khách hàng, nhà quản lý doanh nghiệp nên đưa ra một giải

pháp toàn diện từ chính sách, hệ thống, con người, công cụ hỗ trợ đến kỹ năng, quy trình thu nợ.

Theo kết quả nghiên cứu ở trên, khoản phải trả và khả năng sinh lời của công ty có mối quan hệ nghịch chiều, do đó, công ty nên cố gắng thanh toán các khoản nợ cho nhà cung cấp đúng hạn để được hưởng các khoản giảm giá.

- Các công ty cần phải xác định lại chính sách tài trợ sao cho thích hợp.

- Bên cạnh đó, các khoản phải trả cũng là một thành phần quan trọng trong thành phần nợ ngắn hạn của công ty. Ngoài việc xác định cơ cấu nợ hợp lý, công ty cũng cần phải có chính sách thích hợp để quản lý các khoản phải trả này. Theo kết quả nghiên cứu ở trên, khoản phải trả và khả năng sinh lợi của công ty có mối quan hệ nghịch chiều, do đó, nhà quản lý các công ty nên cố gắng thanh toán các khoản nợ cho nhà cung cấp đúng hạn.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 4

Trong chương 4, tác giả trình bày hàm ý chính sách từ kết quả nghiên cứu ở chương 3 về mối quan hệ giữa các biến quản trị vốn luân chuyển và khả năng sinh lời (GROSSPR). Từ hàm ý chính sách rút ra được, tác giả đưa ra một số kiến nghị nhằm giúp doanh nghiệp nâng cao được công tác quản trị vốn luân chuyển từ đó nâng cao khả năng sinh lợi.

KẾT LUẬN

Quản trị vốn luân chuyển là một trong những quyết định tài chính quan trọng của một doanh nghiệp, mức độ vốn luân chuyển tối ưu nên được duy trì để làm hoạt động kinh doanh của công ty trở nên trôi chảy hơn. Qua nghiên cứu này, có thể kết luận được rằng quản trị vốn luân chuyển có mối quan hệ mật thiết đối với lợi nhuận của công ty.

Tuy nhiên, bài nghiên cứu cũng mắc phải một số hạn chế. Thứ nhất, thời gian nghiên cứu còn tương đối ngắn do hạn chế về số liệu của các công ty cổ phần trên thị trường. Thứ hai, bài nghiên cứu chỉ thực hiện trên phạm vi thị trường chứng khoán nên mẫu nghiên cứu đáp ứng mục tiêu chỉ có 65 quan sát. Số mẫu này còn khá nhỏ, chưa phản ánh được đầy đủ hiện trạng của ngành xây dựng trong nền kinh tế. Hơn nữa, nghiên cứu chỉ đề cập đến các yếu tố nội bộ, chưa xem xét đến các yếu tố bên ngoài như mức độ hoạt động của nền kinh tế hay của ngành công nghiệp. Cuối cùng, bài nghiên cứu chỉ sử dụng dữ liệu thứ cấp, dựa trên những thông tin có sẵn của các công ty cổ phần được công bố trên các website (cụ thể là dữ liệu trong bài nghiên cứu này được lấy từ www.cophieu68.vn), mặt khác, các số liệu thu thập trong trang web này đã được làm tròn đến hàng triệu nên các tính toán trong bài nghiên cứu sẽ có sai số so với thực tế.