

# ẢNH HƯỞNG CỦA QUẢN TRỊ VỐN LƯU ĐỘNG ĐẾN KHẢ NĂNG THANH TOÁN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT

EFFECT OF WORKING CAPITAL MANAGEMENT ON THE SOLVENCY OF ENTERPRISES LISTED ON VIETNAM'S STOCK MARKET

Trần Phương Lam<sup>1</sup>, Nguyễn Thị Ngọc<sup>2</sup>, Nguyễn Thị Thu Hà<sup>3</sup>,  
Nguyễn Tố Uyên<sup>4</sup>, Vũ Hồng Thuận<sup>5</sup>, Đậu Hoàng Hưng<sup>6,\*</sup>

## TÓM TẮT

Quản trị vốn lưu động ảnh hưởng rất lớn đến khả năng thanh toán của bất kỳ một doanh nghiệp nào. Bài báo thực hiện nghiên cứu ảnh hưởng của quản trị vốn lưu động đến khả năng thanh toán của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Dữ liệu nghiên cứu được thu thập từ báo cáo tài chính của 395 doanh nghiệp niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội, trong giai đoạn 2015 - 2017. Tổng số mẫu quan sát là 1185 (395 doanh nghiệp x 3 năm). Nghiên cứu sử dụng phương pháp hồi quy khác nhau, bao gồm: OLS, FEM, REM với các biến độc lập: chỉ số kỳ thu tiền bình quân, chỉ số chu kỳ chuyển hóa hàng tồn kho, chỉ số kỳ thanh toán bình quân. Và các biến phụ thuộc: khả năng thanh toán ngắn hạn và khả năng thanh toán dài hạn. Kết quả nghiên cứu cho thấy, chỉ số kỳ thu tiền bình quân và chu kỳ chuyển hóa hàng tồn kho có tác động cùng chiều đến khả năng thanh toán ngắn hạn và khả năng thanh toán dài hạn; còn chỉ số kỳ thanh toán bình quân có ảnh hưởng ngược chiều đến khả năng thanh toán ngắn hạn và khả năng thanh toán dài hạn.

## ABSTRACT

Working capital management greatly affects the solvency of any business. The article conducted research on the effect of working capital management on the solvency of enterprises listed on Vietnam's stock market. Research data was collected from the financial statements of 395 enterprises listed on the Ho Chi Minh Stock Exchange and Hanoi Stock Exchange, in the period of 2015 - 2017. The total number of observed samples was 1185 (395 enterprises x 3 years). The study used different regression methods, including: OLS, FEM, REM with independent variables: index of average collection period, inventory inventory cycle index, average payment period index. And dependent variables: short-term solvency and long-term solvency. The research results show that the average collection period and inventory cycle have a positive impact on short-term solvency and long-term solvency; while the average payment period has the opposite effect on short-term solvency and long-term solvency.

<sup>1</sup>Kế toán 6 - K10, Khoa Kế toán - Kiểm toán, Trường Đại học Công nghiệp Hà Nội

<sup>2</sup>Kế toán 3 - K11, Khoa Kế toán - Kiểm toán, Trường Đại học Công nghiệp Hà Nội

<sup>3</sup>Kế toán 1 - K11, Khoa Kế toán - Kiểm toán, Trường Đại học Công nghiệp Hà Nội

<sup>4</sup>Kế toán 6 - K12, Khoa Kế toán - Kiểm toán, Trường Đại học Công nghiệp Hà Nội

<sup>5</sup>Kế toán 4 - K11, Khoa Kế toán - Kiểm toán, Trường Đại học Công nghiệp Hà Nội

<sup>6</sup>Khoa Kế toán - Kiểm toán, Trường Đại học Công nghiệp Hà Nội

\*Email: hung1008us@yahoo.com

## VIẾT TẮT:

VLD:	Vốn lưu động
ROA:	Tỷ suất sinh lời trên tài sản
ROE:	Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu
TSNH:	Tài sản ngắn hạn
ACP:	Chỉ tiêu kỳ thanh toán bình quân
CR:	Chỉ số khả năng thanh toán ngắn hạn
NCR:	Chỉ số khả năng thanh toán dài hạn
ACR:	Chỉ số kỳ thu tiền bình quân
IP:	Chỉ tiêu chu kỳ chuyển hóa hàng tồn kho

## 1. ĐẶT VẤN ĐỀ

Quản lý hiệu quả vốn lưu động đóng một vai trò quan trọng trong chiến lược tổng thể của công ty nhằm tạo ra giá trị cho cổ đông. Việc quản trị vốn lưu động có tác động rất lớn đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp đặc biệt là khả năng thanh toán, cụ thể: việc đẩy nhanh tốc độ thu hồi các khoản nợ phải thu, tốc độ xoay vòng hàng tồn kho sẽ giúp cho doanh nghiệp có được lượng tiền mặt dồi dào phục vụ cho hoạt động sản xuất kinh doanh ở chu kỳ kế tiếp, giảm các chi phí vốn, chi phí lưu kho,... để nâng cao hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Quản trị vốn lưu động mà cụ thể là quản trị tài sản ngắn hạn và nợ ngắn hạn hiệu quả là vấn đề thực tế mà các nhà quản trị doanh nghiệp quan tâm để hoàn thành mục tiêu thanh toán và lợi nhuận. Vì vậy, việc quản trị vốn lưu động không hiệu quả không chỉ làm giảm lợi nhuận mà thậm chí còn có thể dẫn đến mất khả năng thanh toán và sự khủng hoảng tài chính của doanh nghiệp. Bên cạnh đó, đối với bất kỳ tổ chức kinh doanh nào, bất kể định hướng lợi nhuận, quy mô và tính chất kinh doanh đều cần có một lượng VLD nhất định. Việc ước tính đúng mức vốn lưu động thực sự cần thiết, là một nhiệm vụ khó khăn cho các nhà quản trị, bởi vì, giữa các công ty khác nhau qua các thời kỳ sẽ có lượng vốn lưu động khác nhau, tùy thuộc vào tính chất kinh doanh, lĩnh vực, quy mô hoạt động, chu kỳ sản xuất, chính sách tín dụng, nguồn nguyên liệu sẵn có,... Vì vậy, quản trị tốt vốn

lưu động còn là một chỉ số quan trọng về sức khỏe hợp lý của một đơn vị kinh doanh, đòi hỏi phải có sự đánh giá chính xác, ngăn chặn sử dụng vốn vay không cần thiết để giảm chi phí tài chính. Từ đó, có thể thấy, quản trị hiệu quả VLĐ là yếu tố quan trọng trong việc duy trì sự tồn tại, khả năng thanh toán và lợi nhuận của bất kỳ một tổ chức kinh doanh nào.

Xem xét tầm quan trọng không thể chối cãi của quản trị hiệu quả VLĐ, nhiều nhà quản trị đã nỗ lực nghiên cứu đưa ra mức độ phù hợp của tài sản ngắn hạn và nợ ngắn hạn (nhiều trường hợp là tổng tài sản và tổng nợ phải trả) nhằm đạt được mức độ cân bằng giữa rủi ro và hiệu quả kinh doanh. Trong bối cảnh hiện nay ở Việt Nam, câu hỏi về tình hình quản trị VLĐ của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán của Việt Nam như thế nào đang là vấn đề nổi cộm, cần có những nghiên cứu thực nghiệm cụ thể, cung cấp các bằng chứng khoa học đảm bảo độ chính xác cao, giúp các đối tượng sử dụng thông tin có cơ sở tin cậy để ra các quyết định phù hợp.

## 2. CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ TỔNG QUAN NGHIÊN CỨU

### 2.1. Khái niệm về vốn lưu động

**Vốn lưu động** là một thành phần quan trọng, không thể thiếu, gắn liền với toàn bộ quá trình hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp. Có nhiều quan điểm khác nhau về VLĐ, như: Theo quan điểm của Adam Smith (1937), khi đề cập đến VLĐ chính là đề cập đến TSNH. Như vậy, có thể hiểu VLĐ của doanh nghiệp là số vốn ứng ra để hình thành nên các TSNH nhằm đảm bảo cho quá trình kinh doanh của doanh nghiệp được thực hiện thường xuyên, liên tục. Theo quan điểm của H. G. Guthman (1953) thì VLĐ là lượng tài sản còn lại của công ty sau khi bù đắp nợ phải trả. Phần còn lại của TSNH sau khi bù đắp các khoản nợ ngắn hạn được xem là vốn lưu động ròng.

Có thể thấy, hiện nay có nhiều quan điểm khác nhau về vốn lưu động. Tuy nhiên, trong nghiên cứu này, tác giả tiếp cận theo quan điểm của Adam Smith, theo đó, vốn lưu động chính là khoản tiền vốn còn lại của tài sản ngắn hạn sau khi bù đắp cho toàn bộ nợ ngắn hạn. Như vậy, đặc điểm của vốn lưu động luôn chịu sự chi phối bởi những đặc điểm của tài sản ngắn hạn và nợ ngắn hạn, do đó vốn lưu động của doanh nghiệp không ngừng vận động qua các giai đoạn của chu kỳ kinh doanh, tùy thuộc vào cơ cấu tài sản và cơ cấu nợ của doanh nghiệp. Quá trình này được diễn ra liên tục và thường xuyên lặp đi lặp lại theo chu kỳ và được gọi là quá trình tuần hoàn hoặc chu kỳ chuyển động của vốn lưu động.

### 2.2. Chỉ tiêu phản ánh quản trị vốn lưu động

#### • Quản trị hàng tồn kho:

Hầu hết các doanh nghiệp đều có hàng tồn kho bởi vì tất cả các công đoạn mua, sản xuất và bán không diễn ra trong cùng một lúc. Mặt khác, cần có hàng tồn kho để duy trì khả năng hoạt động thông suốt của dây chuyền sản xuất và các hoạt động phân phối, ngăn chặn những bất chắc trong sản xuất, vì vậy quản trị hàng tồn kho trong sản xuất là một việc rất quan trọng.

Đo lường ảnh hưởng của quản trị vốn lưu động đến khả năng thanh toán thông qua chỉ tiêu chu kỳ chuyển hóa hàng tồn kho.

$$IP = \frac{\text{Số ngày trong kỳ} \times \text{Giá trị hàng tồn kho bình quân}}{\text{Giá vốn hàng bán}}$$

#### • Quản trị khoản phải thu

Quản trị khoản phải thu liên quan đến các quyết định liệu có cấp tín dụng cho khách hàng nào đó hay không? Tiến trình xây dựng một chính sách tín dụng sẽ được thực hiện như thế nào và các phương thức điều khiển khoản phải thu. Việc thiết lập một hệ thống kiểm soát là cần thiết bởi vì không có nó thì khoản phải thu sẽ vượt qua mức làm cho dòng ngân quỹ giảm xuống, các nguy cơ xuất hiện mất mát sẽ tăng lên.

Một chính sách tín dụng tối ưu sẽ xác định mức hợp lý khoản phải thu tùy thuộc vào điều kiện hoạt động của công ty.

Đo lường ảnh hưởng của quản trị khoản phải thu đến khả năng toán thông qua chỉ tiêu kỳ thu tiền bình quân (ACR).

$$\text{Số ngày phải thu bình quân} = \frac{365}{\text{Số vòng quay KPT}} = \frac{\text{Số dư bình quân KPT}}{\text{Doang thu trong kỳ}} \times 365$$

#### • Quản trị khoản phải trả:

Nội dung cụ thể các khoản phải trả gồm:

- Các khoản nợ phải trả cho người bán, người cung cấp hàng hóa, dịch vụ, vật tư, người nhận thầu về xây dựng cơ bản, sửa chữa lớn.

- Các khoản nợ vay, lãi về nợ vay phải trả.

- Giá trị tài sản chưa xác định được nguyên nhân chờ giải quyết.

- Các khoản phải trả khác như: phạt bồi thường vật chất.

- Nợ công nhân viên, thuế và các khoản phải nộp nhà nước.

Để quản lý các khoản phải trả, nhà quản lý phải biết cách theo dõi các khoản phải trả, trên cơ sở đó có thể thay đổi chính sách tín dụng thương mại kịp thời.

Đo lường ảnh hưởng của quản trị khoản phải trả đến khả năng thanh toán thông qua chỉ tiêu kỳ thanh toán bình quân (ACP):

$$\text{Số ngày thanh toán bình quân} = \frac{365}{\text{Số vòng quay KPT}} = \frac{\text{Số dư bình quân KPT}}{\text{Giá vốn hàng bán hàng}} \times 365$$

### 2.3. Đo lường khả năng thanh toán

❖ **Khả năng thanh toán** của doanh nghiệp là năng lực về tài chính mà doanh nghiệp có được để đáp ứng nhu cầu thanh toán các khoản nợ cho các cá nhân, tổ chức có quan hệ cho doanh nghiệp vay hoặc nợ.

• Khả năng thanh toán của doanh nghiệp phản ánh mối quan hệ giữa hai yếu tố: Số tiền và tương đương tiền mà

doanh nghiệp có thể dùng thanh toán và tổng số nợ ngắn hạn doanh nghiệp cần thanh toán. Như vậy, khi đề cập đến khả năng thanh toán, người ta chỉ đề cập đến số nợ ngắn hạn, bởi vì việc phân tích, đánh giá khả năng thanh toán có thể được tiến hành định kỳ theo quý, 6 tháng và cuối năm, do đó đối với nợ dài hạn là khoản tiền trên một năm không thuộc phạm vi phân tích khả năng thanh toán. Trường hợp nợ dài hạn đến hạn phải trả thì nó lại là yếu tố cấu thành của nợ ngắn hạn. Mặt khác, qua phân tích nội dung cấu thành của công nợ phải trả, người ta nhận thấy số nợ ngắn hạn bao gồm cả số nợ đã đến hạn, quá hạn và chưa đến hạn.

❖ **Đo lường khả năng thanh toán** thông qua hai chỉ tiêu: khả năng thanh toán ngắn hạn và khả năng thanh toán dài hạn.

- Khả năng thanh toán ngắn hạn: là chỉ tiêu cho biết mỗi đồng nợ ngắn hạn sẽ được bù đắp bằng bao nhiêu đồng tài sản ngắn hạn. Chính vì vậy hệ số thanh toán nợ ngắn hạn là chỉ tiêu phản ánh một cách tổng quát nhất khả năng chuyển đổi tài sản thành tiền để thanh toán các khoản nợ ngắn hạn cho doanh nghiệp. Chỉ tiêu hệ số khả năng thanh toán nhanh (quick ratio) thể hiện khả năng bù đắp nợ ngắn hạn bằng các tài sản ngắn hạn có thể chuyển đổi nhanh thành tiền.

- Khả năng thanh toán dài hạn:

Nợ dài hạn là những khoản nợ có thời gian đáo hạn trên 1 năm, doanh nghiệp đi vay dài hạn để đầu tư vào tài sản cố định. Nguồn để trả nợ dài hạn chính là tổng giá trị tài sản cố định của doanh nghiệp được hình thành từ vốn vay chưa được thu hồi. Vì vậy, người ta thường so sánh giá trị còn lại của tài sản cố định hình thành từ vốn vay với số dư dài hạn để xác định khả năng thanh toán nợ dài hạn. Hệ số thanh toán nợ dài hạn = Giá trị còn lại của tài sản cố định được hình thành từ nguồn vốn vay hoặc nợ dài hạn/Tổng nợ dài hạn.

#### 2.4. Tổng quan nghiên cứu

- Để kiểm tra tác động của quản trị vốn lưu động lên khả năng thanh khoản (liquidity) và khả năng thanh toán (solvency) của các doanh nghiệp nhỏ và vừa thì James Sunday (2011) sử dụng số liệu của các công ty Nigeria, kết quả nghiên cứu cho thấy các công ty nhỏ có tình trạng tài chính yếu vì họ phụ thuộc quá lớn vào nguồn tín dụng thương mại cho dòng hoạt động hàng ngày.

- Eljelly (2004) kiểm tra mối quan hệ giữa khả năng thanh toán và khả năng sinh lời trong đó khả năng thanh toán được đo lường bằng khả năng thanh toán ngắn hạn và thời gian quay vòng của tiền mặt trên một mẫu là các công ty niêm yết của Saudi Arabia. Sử dụng phân tích hồi quy tương quan nghiên cứu này chỉ ra rằng có mối tương quan ngược chiều giữa khả năng sinh lời và khả năng thanh toán. Mối tương quan này được thể hiện rõ hơn trong các công ty có hệ số khả năng thanh toán cao và thời gian quay vòng tiền dài, tuy nhiên trong các công ty này thì cũng có bằng chứng chỉ ra rằng thời gian quay vòng của tiền ảnh hưởng mạnh hơn so với khả năng thanh toán ngắn hạn.

- Shin và Soenen (1998) đã sử dụng phân tích tương quan và hồi quy đối với một mẫu lớn gồm 58.895 công ty Mỹ trong giai đoạn 1975-1994 để chứng minh về mối quan hệ giữa quản trị vốn luân chuyển và khả năng tạo ra giá trị cho cổ đông. Kết quả tìm thấy có mối quan hệ ngược chiều mạnh mẽ. Kết quả nghiên cứu hàm ý rằng các nhà quản lý có thể tăng hiệu quả hoạt động của công ty và tạo ra giá trị cho cổ đông bằng cách giảm của chu kỳ thương mại thuận đến giá trị tối thiểu hợp lý.

- Wang (2002) xem xét mối quan hệ giữa quản trị vốn lưu chuyển (đại diện bởi kỳ chuyển đổi tiền mặt - CCC) và hiệu quả hoạt động của công ty (tỷ suất sinh lợi trên tài sản - ROA và tỷ suất sinh lợi trên vốn cổ phần - ROE) cho mẫu 1.555 công ty Nhật Bản và 379 công ty của Đài Loan, mối quan hệ giữa quản trị vốn lưu chuyển và công ty, kết quả cho thấy mối quan hệ ngược chiều giữa chu kỳ chuyển đổi tiền mặt và hiệu quả hoạt động công ty.

- Hay Deloof (2003) đã nghiên cứu mối quan hệ giữa quản trị vốn lưu chuyển và khả năng sinh lợi cho mẫu 1.009 công ty phi tài chính (5.054 quan sát) tại Bỉ giai đoạn từ 1992-1996. Deloof đã tìm thấy bằng chứng về mối tương quan âm giữa tỷ suất sinh lợi gộp và các thành phần của chu kỳ chuyển đổi tiền mặt như: kỳ thu tiền bình quân, kỳ chuyển đổi hàng tồn kho và kỳ chuyển đổi khoản phải trả. Kết quả một lần nữa khẳng định mối quan hệ ngược chiều giữa quản trị vốn lưu chuyển và tổng thu nhập hoạt động, công ty có thể tăng lợi nhuận bằng cách giảm số ngày phải thu và số ngày tồn kho. Ngược lại, mối quan hệ ngược chiều giữa số ngày phải trả và lợi nhuận công ty ủng hộ giả thiết rằng công ty có khả năng sinh lợi thấp thì mất một khoản thời gian dài để trả hết nợ.

- Lazaridis và Tryfonidis (2006) đã điều tra mối quan hệ của lợi nhuận doanh nghiệp và quản lý vốn lưu động gồm 131 công ty được niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán Athens (ASE) trong giai đoạn 2001-2004. Mục đích là thiết lập mối quan hệ có ý nghĩa thống kê giữa lợi nhuận, chu kỳ chuyển đổi tiền mặt và các thành phần của nó cho các công ty niêm yết trong ASE. Kết quả nghiên cứu cho thấy có ý nghĩa thống kê giữa lợi nhuận, được đo lường thông qua lợi nhuận hoạt động gộp và chu kỳ chuyển đổi tiền mặt. Hơn nữa, các nhà quản lý có thể tạo ra lợi nhuận cho công ty của mình bằng cách xử lý chính xác chu kỳ chuyển đổi tiền mặt và giữ cho từng thành phần khác nhau (các khoản phải thu, phải trả tài khoản, hàng tồn kho) ở mức tối ưu.

- Hoàng Minh Đường và Nguyễn Thừa Lộc (2005) đã nghiên cứu và đưa ra những lý thuyết chuyên biệt hơn về vấn đề quản trị vốn kinh doanh ở doanh nghiệp thương mại, tập trung đi sâu vào vốn lưu động và quản trị vốn lưu động ở doanh nghiệp thương mại.

- Năm 2015, tác giả Lê Nguyễn Phương Thảo đã thực hiện nghiên cứu nhân tố ảnh hưởng đến nhu cầu vốn lưu động của các doanh nghiệp được niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Qua kết quả ước lượng, tác giả chỉ ra rằng nhu cầu vốn lưu động ròng của các doanh nghiệp trên thị trường chịu ảnh hưởng của sự biến động doanh

thu, khả năng sinh lời và chu kỳ chuyển hoá tiền mặt. Ngoài ra, nhu cầu vốn lưu động ròng của từng nhóm ngành có sự khác biệt do đặc tính của mỗi ngành riêng nên kiến nghị rằng các nhà đầu tư nên có những phân tích cẩn thận trước khi tiến hành bất cứ một quyết định đầu tư nào.

- Tác giả Trương Thị Thu Loan đã thực hiện nghiên cứu riêng về công tác lập dự toán vốn lưu động tại Công ty Cổ phần Bia Hà Nội - Quảng Bình (2015). Với mục tiêu hoàn thiện công tác lập dự toán vốn lưu động tại Công ty Cổ phần Bia Hà Nội - Quảng Bình, tác giả đã đưa ra cơ sở xây dựng dự toán vốn lưu động gắn với định hướng hoạt động, giúp cho nhà quản trị thực hiện chức năng điều hành, đo lường, kiểm soát... nhằm đạt được các mục tiêu quản lý và sử dụng vốn hiệu quả.

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

#### 3.1. Mô hình nghiên cứu

Mô hình nghiên cứu của Wang (2002) đã chỉ ra mối quan hệ ngược chiều giữa chu kỳ chuyển đổi tiền mặt và hiệu quả hoạt động công ty. Wang đã xem xét mối quan hệ giữa quản trị vốn lưu chuyển (đại diện bởi kỳ chuyển đổi tiền mặt - CCC) và hiệu quả hoạt động của công ty (tỷ suất sinh lợi trên tài sản - ROA và tỷ suất sinh lợi trên vốn cổ phần - ROE) cho mẫu 1.555 công ty Nhật Bản và 379 công ty của Đài Loan, mối quan hệ giữa quản trị vốn lưu chuyển và công ty, kết quả cho thấy mối quan hệ ngược chiều giữa chu kỳ chuyển đổi tiền mặt và hiệu quả hoạt động công ty. Nghiên cứu của Shin và Soenen (1998) cũng chỉ ra kết quả tương tự, là mối quan hệ ngược chiều mạnh mẽ giữa quản trị vốn luân chuyển và khả năng tạo ra giá trị cho cổ đông.

Hay Deloof (2003) đã tìm thấy bằng chứng về mối tương quan âm giữa tỷ suất sinh lợi gộp và các thành phần của chu kỳ chuyển đổi tiền mặt như: kỳ thu tiền bình quân, kỳ chuyển đổi hàng tồn kho và kỳ chuyển đổi khoản phải trả. Kết quả một lần nữa khẳng định mối quan hệ ngược chiều giữa quản trị vốn lưu chuyển và tổng thu nhập hoạt động, công ty có thể tăng lợi nhuận bằng cách giảm số ngày phải thu và số ngày tồn kho với mẫu 1.009 công ty phi tài chính (5.054 quan sát) tại Bỉ giai đoạn từ 1992-1996. Eljelly (2004) kiểm tra mối quan hệ giữa khả năng thanh toán và khả năng sinh lời, ông đã chỉ ra mối tương quan ngược chiều giữa khả năng sinh lời và khả năng thanh toán, trong đó khả năng thanh toán được đo lường bằng khả năng thanh toán ngắn hạn và thời gian quay vòng của tiền mặt trên một mẫu là các công ty niêm yết của Saudi Arabia. Mối tương quan này được thể hiện rõ hơn trong các công ty có hệ số khả năng thanh toán cao và thời gian quay vòng tiền dài, tuy nhiên trong các công ty này thì cũng có bằng chứng chỉ ra rằng thời gian quay vòng của tiền ảnh hưởng mạnh hơn so với khả năng thanh toán ngắn hạn.

Dựa trên các nghiên cứu trên, nghiên cứu này đo lường tác động của ba yếu tố đo lường hiệu quả sử dụng vốn lưu động đến khả năng thanh toán của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, mô hình hồi quy tổng quát được thiết kế như sau:

$$CR_{it} = \alpha + \beta_1 ACR_{it} + \beta_2 IP_{it} + \beta_3 ACP_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$NCR_{it} = \alpha + \beta_1 ACR_{it} + \beta_2 IP_{it} + \beta_3 ACP_{it} + \varepsilon_{it}$$

Trong đó,

$\alpha$ : hệ số chặn;

i: doanh nghiệp nghiên cứu;

t: năm nghiên cứu;

CR (Current Ratio): khả năng thanh toán ngắn hạn;

NCR: khả năng thanh toán dài hạn;

ACR: kỳ thu tiền bình quân;

IP: chu kỳ chuyển hóa hàng tồn kho;

ACP: kỳ thanh toán bình quân;

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$ : hệ số hồi quy;

$\varepsilon$ : phần dư của mô hình hồi quy.

#### 3.2. Dữ liệu

Dữ liệu phục vụ cho nghiên cứu được thu thập từ báo cáo tài chính của các doanh nghiệp niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội Việt Nam, trong giai đoạn 2015 - 2017. Tổng số thu thập được 437 doanh nghiệp, có 395 doanh nghiệp niêm yết đầy đủ thông tin trong giai đoạn 3 năm, tổng số mẫu quan sát là 1185 (395 doanh nghiệp x 3 năm). Dựa trên cơ sở lý thuyết và phương pháp đo lường hiệu quả sử dụng vốn lưu động, các biến độc lập được thiết lập, tính toán từ các chỉ tiêu: Doanh thu, hàng tồn kho, khoản phải thu ngắn hạn, khoản phải thu dài hạn, giá vốn hàng bán. Biến phụ thuộc bao gồm: CR và NCR.

#### 3.3. Phương pháp phân tích dữ liệu

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu bảng cho mô hình kinh tế lượng đã thiết lập để kiểm tra ảnh hưởng của hiệu quả sử dụng vốn lưu động đến khả năng thanh toán của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, bao gồm cả trên sàn HOSE và HNX.

#### 3.4. Phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu bảng cho mô hình kinh tế lượng đã thiết lập để kiểm tra ảnh hưởng của hiệu quả sử dụng vốn lưu động đến khả năng thanh toán của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, bao gồm cả trên sàn HOSE và HNX. Các phương pháp hồi quy được áp dụng bao gồm phương pháp hồi quy bình phương nhỏ nhất (OLS), phương pháp hồi quy mô hình hiệu ứng cố định (FEM) và hồi quy mô hình hiệu ứng ngẫu nhiên (REM). Kiểm định Hausman cũng được thực hiện để lựa chọn phương pháp hồi quy phù hợp với mô hình.

### 4. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

Thống kê mô tả ở bảng 1 cho thấy tổng số quan sát là 1185. Sau khi đưa về giá trị logarit, các giá trị trung bình (mean), độ lệch chuẩn (Std.Dev.), giá trị nhỏ nhất (Min), giá trị lớn nhất (Max) của mỗi biến như sau: chỉ tiêu kỳ thu tiền bình quân (ACR) có giá trị trung bình là 1,198339, giá

trị lớn nhất là 5,172533, giá trị nhỏ nhất là -0,82423. Chỉ tiêu IP (Chu kỳ chuyển hóa hàng tồn kho) có giá trị trung bình là 1,175478, giá trị lớn nhất là 5,931682, giá trị nhỏ nhất là 0,645523. Chỉ tiêu kỳ thanh toán bình quân (ACP) có giá trị trung bình là 1,788546, giá trị lớn nhất là 1,956546, giá trị nhỏ nhất là 0,452148. Chỉ tiêu khả năng thanh toán ngắn hạn (CR) có giá trị trung bình là 1,385679, giá trị lớn nhất là 4,19325, giá trị nhỏ nhất là 0,125863. Chỉ tiêu khả năng thanh toán dài hạn (NCR) có giá trị trung bình là 1,018251, giá trị lớn nhất là 3,15209, giá trị nhỏ nhất là 0,223567.

Bảng 1. Thống kê mô tả

Biến	Quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
ACR	1185	1,198339	1,74969	-0,82423	5,172533
IP	1185	1,175478	1,888952	0,645523	5,931682
ACP	1185	1,788546	0,725862	0,452148	1,956546
CR	1185	1,385679	1,0849944	0,125863	4,19325
NCR	1185	1,018251	1,1602138	0,223567	3,15209

Nghiên cứu thực hiện kiểm tra mối quan hệ giữa các biến độc lập, xem xét có tồn tại mối tương quan mạnh có thể dẫn đến hiện tượng đa cộng tuyến hay không.

Bảng 2. Kết quả kiểm định tương quan

	ACR	IP	ACP
ACR	1		
IP	0,2955	1	
ACP	0,6662	0,4681	1

Kết quả kiểm định tương quan các biến độc lập ở bảng 2 cho thấy kết quả của hệ số tương quan các biến độc lập trong mô hình là ít hơn 0,8. Do đó không có khả năng không có hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến độc lập. Để chắc chắn về điều này, nghiên cứu tiếp tục sử dụng kiểm định VIF.

Bảng 3. Kết quả kiểm định đa cộng tuyến

Biến	VIF	1/VIF
ACP	2,10	0,475487
ACR	1,80	0,555767
IP	1,28	0,780374
Mean VIF	1,73	

Hiện tượng đa cộng tuyến được kiểm tra với giá trị VIF của ACP là 2,10, của ACR là 1,80, của IP là 1,28, đều nhỏ hơn 10. Theo Baltagi (2008), nếu mô hình không có giá trị VIF của các biến độc lập lớn hơn 10, thì không có hiện tượng đa cộng tuyến.

Nghiên cứu thực hiện phân tích hồi quy OLS, FEM, REM giữa các biến độc lập là ACR, IP, ACP với các biến phụ thuộc là CR và NCR. Sau đó sử dụng định Hausman để lựa chọn mô hình hồi quy phù hợp.

Bảng 4. Bảng phân tích hồi quy OLS giữa các biến độc lập của CR

F(3, 1181) = 9,25  
 Prob > F = 0,0000  
 R-squared = 0,0230  
 Adj R-squared = 0,0205  
 Root MSE = 0,08412

CR	Coef.	Std. Err.	Z	P> z	[95% Conf. Interval]	
ACR	0,0912	0,00568	1,61	0,029	-0,00202	0,02026
IP	0,018722	0,001465	1,28	0,032	0,0047465	0,0010022
ACP	-0,0124	3,22e-04	3,86	0,000	0,00188	6,12e-04
_cons	0,0697275	0,0029684	23,49	0,000	0,0639036	0,0755515

Từ bảng 4 ta thấy Prob>F = 0,0000 nhỏ hơn 0,05 ta loại bỏ mô hình OLS.

Bảng 5. Bảng phân tích hồi quy REM giữa các biến độc lập với CR

CR	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
ACR	0,0859	0,0418	2,05	0,040	3,96E-04	-0,01679
IP	0,006909	0,001059	0,65	0,014	-0,0013847	0,0027664
ACP	-0,0118	2,37E-04	-4,78	0,000	-0,00163	-7,17E-04
_cons	0,0667045	0,003826	17,43	0,0000	0,0592038	0,0742052
Sigma_u	0,06515959	(fraction of variables due to u_i)				
Sigma_e	0,0525555					
rho	0,60585921					

Bảng 6. Bảng phân tích hồi quy FEM giữa các biến độc lập với CR

CR	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
ACR	0,0843	0,00435	1,94	0,043	-1,18e-06	0,01697
IP	0,014785	0,0010956	1,35	0,018	-0,0006721	0,0036292
ACP	-0,0116	2,47e-04	4,69	0,000	-0,00165	-6,75e-04
_cons	0,0657747	0,0019792	33,23	0,000	0,0618896	0,0696599
Sigma_u	0,07263404	(fraction of variables due to u_i)				
Sigma_e	0,0525555					
rho	0,65636296					

Bảng 7. Bảng phân tích hồi quy Hausman FEM REM giữa các biến độc lập với CR

	(b) fem	(B) rem	(b-B) Difference	Sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
ACR	0,0843	0,0859	-1,67e-04	0,00121
IP	0,014785	0,06909	0,007877	0,02809
ACP	-0,0116	-0,0118	2,18e-05	6,85e-05

Chi2(3) = 11,48  
 Prob>chi2 = 0,0094

Sau khi chạy Hausman ta thấy Prob>chi2 = 0,0094 nhỏ hơn 0,05 nên nghiên cứu sử dụng mô hình FEM

Qua phân tích, nghiên cứu cho kết quả mô hình hồi quy như sau:

$$CR_{it} = 0,0657747 + 0,0843ACR_{it} + 0,014785IP_{it} - 0,0116ACP_{it}$$

Bảng 8. Bảng phân tích hồi quy OLS giữa các biến độc lập của NCR

$$F(3, 1181) = 44,77$$

$$\text{Prob} > F = 0,0000$$

$$R\text{-squared} = 0,1021$$

$$\text{Adj } R\text{-squared} = 0,0998$$

$$\text{Root MSE} = 0,15201$$

CR	Coef.	Std. Err.	Z	P> z	[95% Conf. Interval]	
ACR	0,01983	0,01026	1,93	0,034	-3,03e-04	0,03996
IP	0,024053	0,0026474	-0,91	0,042	-0,0075994	0,0027887
ACP	-0,0507	5,83e-04	8,71	0,000	-0,00622	-0,00393
_cons	0,1267279	0,005364	23,63	0,000	0,116204	0,1372519

Ta thấy Prob>F = 0,0000 nhỏ hơn 0,05 ta loại bỏ mô hình OLS.

Bảng 9. Bảng phân tích hồi quy REM giữa các biến độc lập với NCR

NCR	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
ACR	0,01942	0,00889	2,18	0,029	0,00199	0,03685
IP	0,07859	0,0022609	0,35	0,028	0,0036454	0,0052173
ACP	-0,0488	5,05e-04	9,67	0,000	-0,00587	-0,00389
_cons	0,1229184	0,006522	18,85	0,000	0,1101356	0,1357012
Sigma_u	0,09801036	(fraction of variables due to u_i)				
Sigma_e	0,1152076					
rho	0,41986562					

Bảng 10. Bảng phân tích hồi quy FEM giữa các biến độc lập với NCR

.xtreg ncr ip acp cr, fe

Random-effects GLS regression      Number of obs = 1,185

Group variable: name 1                  Number of groups = 395

R-sq:    Obs per group:

within = 0,1239                              min = 3

between = 0,0883                            avg = 3,0

overall = 0,0985                            max = 3

Wald chi2(2) = 37,08

corr(u\_i, X) = b0,0582                      Pro > chi2 = 0,000

CR	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
ACR	0,01914	0,00954	2,01	0,045	4,17e-04	0,03787
IP	0,028601	0,0024017	1,19	0,034	0,0018543	0,0075745
ACP	-0,0474	5,42e-04	8,75	0,000	-0,00581	-0,00368
_cons	0,1204382	0,0043386	27,76	0,000	0,1118216	0,1289549
Sigma_u	0,11996368	(fraction of variables due to u_i)				
Sigma_e	0,1152076					
rho	0,52021562					

F test that all u\_i = 0: F(394,787) = 3,22      Prob> F = 0,0000

Bảng 11. Bảng phân tích hồi quy Hausman FEM REM giữa các biến độc lập với NCR

	(b) fem	(B) rem	(b-B) Difference	Sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
ACR	0,01914	0,01942	-2,75e-04	0,00345
IP	0,028601	0,07859	0,0020742	0,00081
ACP	-0,0474	-0,0488	1,3e-07	1,96e-05

Chi2(3) = 12,19

Prob>chi2 = 0,0068

Sau khi chạy Hausman ta thấy Prob>chi2 = 0,0068 nhỏ hơn 0,05 nên nghiên cứu sử dụng mô hình FEM.

Phương trình hồi quy NCR:

$$NCR_{it} = 0,1204382 + 0,01914ACR_{it} + 0,028601IP_{it} - 0,0474ACP_{it}$$

## 5. KẾT LUẬN VÀ KHUYẾN NGHỊ

### 5.1. Kết luận

Nghiên cứu thực nghiệm sử dụng mẫu bao gồm 1185 quan sát, được thu thập từ 395 công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam từ năm 2015 đến 2017. Các phương pháp hồi quy khác nhau được áp dụng, bao gồm OLS, FEM, REM với các biến độc lập: Kỳ thu tiền bình quân (ACR), Chu kỳ chuyển hóa hàng tồn kho (IP), Chu kỳ luân chuyển tiền (ACP) và các biến phụ thuộc: khả năng thanh toán ngắn hạn (CR), khả năng thanh toán dài hạn (NCR). Kết quả nghiên cứu đã cung cấp thông tin hữu ích về ảnh hưởng của các thành phần đo lường hiệu quả sử dụng vốn lưu động đến khả năng thanh toán, đó là: các nhân tố kỳ thu tiền bình quân (ACR), chu kỳ chuyển hóa hàng tồn kho (IP) đều có ảnh hưởng tích cực, cùng chiều đến khả năng thanh toán ngắn hạn và khả năng thanh toán dài hạn; còn kỳ thanh toán bình quân có ảnh hưởng ngược chiều đến khả năng thanh toán ngắn hạn và khả năng thanh toán dài hạn.

### 5.2. Khuyến nghị

Đối với các nhà quản trị, điều quan trọng là phải xem xét, phân tích chính xác cơ cấu tài sản ngắn hạn, những biến động chủ yếu về quy mô vốn lưu động, mức chênh lệch giữa các chu kỳ hoạt động về nhu cầu vốn lưu động. Xác định nhu cầu vốn lưu động để lập kế hoạch huy động vốn; so sánh chi phí từ hoạt động huy động vốn từ các nguồn tài trợ để lựa chọn kênh huy động vốn phù hợp, nhằm đáp ứng vốn kịp thời mà không để xảy ra tình trạng thừa vốn, gây lãng phí hoặc thiếu vốn làm gián đoạn hoạt động kinh doanh của công ty, đồng thời hạn chế rủi ro có thể xảy ra. Bên cạnh đó, cần xây dựng chiến lược về công tác hàng tồn kho, công tác bán hàng để quản lý tốt lượng hàng tồn kho, giảm chi phí phát sinh và có chính sách thu chi hợp lý luồng tiền trong doanh nghiệp. Thường xuyên phân tích đánh giá tình hình sử dụng vốn lưu động, từ đó cung cấp các thông tin kịp thời cho quá trình đánh giá hiệu quả sử dụng vốn lưu động một cách thường xuyên, từ đó, có những điều chỉnh cụ thể, kịp thời trong việc sử dụng VLĐ.

**TÀI LIỆU THAM KHẢO**

- [1]. Adam Smith, 1937. *The Wealth of Nations*. New York, Modern Library Inc, pp.262-263
- [2]. Al-Mualla, M., 2012. *The Impact of Working Capital Policies on firm's Profitability and Value: The Case of Jordan*. International Research Journal of Finance and Economics.
- [3]. Harsh Vineet Kaur, 2014. *Efficient Management Of Working Capital: A Study Of Healthcare Sector In India*. Management Strategies Journal, Constantin Brancoveanu University.
- [4]. H. G. Guthman, 1953. *Analysis of Financial Statements*. New York, p.63
- [5]. Islam, Md. Nazrul., Mili, Shamem Ara., 2012. *Financial Diagnosis of Selected Listed Pharmaceutical Companies in Bangladesh*. European Journal of Business and Management.
- [6]. Mohammad Alipour, 2011. *Working Capital Management and Corporate Profitability: Evidence from Iran*. World Applied Sciences Journal.
- [7]. Taghizadeh Khanqah Vahid at al., 2012. *The Impact of Working Capital Management Policies on Firm's Profitability and Value: Evidence from Iranian Companies*. International Research Journal of Finance and Economics.
- [8]. Chu Thị Thu Thủy, 2014. *Quản trị vốn lưu động và khả năng sinh lời: nghiên cứu điển hình các công ty cổ phần ngành công nghiệp chế biến, chế tạo niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán TP.Hồ Chí Minh*. Kỷ yếu công trình khoa học, trường Đại học Thăng Long.
- [9]. Santanu Kr. Ghosh và Shanthi Gopal Majji, 2003. *Working capital management efficiency: A study on the Indian cement industry*. The Management Accountant.