

CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG TỚI HIỆU QUẢ SỬ DỤNG VỐN LƯU ĐỘNG - NGHIÊN CỨU VỚI CÁC DOANH NGHIỆP NGÀNH THÉP VIỆT NAM

Ths. Tạ Đình Hòa*

Nghiên cứu đánh giá tác động của một số nhân tố ảnh hưởng tới hiệu quả sử dụng vốn lưu động của 17 doanh nghiệp ngành thép Việt Nam trong giai đoạn 2004 - 2017. Bằng phương pháp hồi quy với dữ liệu bảng không cân bằng, kết quả nghiên cứu cho thấy các nhân tố quy mô doanh nghiệp, đòn bẩy kinh doanh và chi tiêu vốn có ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả sử dụng VLĐ, còn tăng trưởng doanh số thì có tác động tích cực. Bài viết cũng hệ thống tổng quan về các nghiên cứu đã qua liên quan đến vốn lưu động và hiệu quả sử dụng vốn lưu động.

• Từ khóa: vốn lưu động, doanh nghiệp ngành thép, dữ liệu bảng.

The purpose of this study is to find the determinants that influence the efficiency of working capital management in 17 steel industry firms, Vietnam, for the period 2004-2010. Using unbalanced panel data, the results show that there is a negative impact of firm's size, leverage, and capital expenditure on working capital management. Sales growth, conversely, has a positive influence. The study also reviews literature related to working capital management.

• Keywords: working capital, steel firms, panel data.

Ngày nhận bài: 3/11/2018

Ngày chuyển phân biện: 7/11/2018

Ngày nhận phản biện: 15/11/2018

Ngày chấp nhận đăng: 20/11/2018

1. Đặt vấn đề

Vốn lưu động (VLĐ) là một trong những nhân tố chính tạo ra lợi nhuận cho mỗi doanh nghiệp (DN), là dòng máu tuần hoàn để nuôi sống DN. Trên thế giới đã có rất nhiều học giả đã khẳng định công tác quản trị VLĐ có tác động mạnh mẽ đến khả năng sinh lợi của các công ty (Shin & Soenen - 1998; Deloof - 2003). Sial và Chaudhry (2010) cho rằng nếu DN có

một chút thuận lợi đối với vốn lưu động thì họ sẽ luôn nhận được lợi nhuận ở bất kỳ cơ hội nào. Quản trị vốn lưu động tốt sẽ dẫn đến lưu chuyển tiền tệ tăng và giảm mức nhu cầu tài trợ từ bên ngoài, từ đó làm giảm chi phí sử dụng vốn và gia tăng hiệu quả kinh doanh (Charitou, 2010).

Đối với ngành thép Việt Nam, trong những năm vừa qua, có xu hướng tích cực trở lại do sự ảm đạm lên từ ngành bất động sản và nhu cầu xây dựng hạ tầng trong quá trình đô thị hoá. Ngoài ra, chính sách tài khóa mở rộng mà trọng tâm trong đó là nhu cầu đầu tư cho cơ sở hạ tầng gia tăng cũng là điểm nhấn giúp nhóm ngành vật liệu xây dựng cũng được hưởng lợi. Theo công bố của Bộ Kế hoạch và Đầu tư, đầu tư cho cơ sở hạ tầng của Việt Nam giai đoạn 2010 - 2015 đạt 12,6 tỷ USD và tăng gấp đôi lên 25 tỷ USD vào giai đoạn 2016 - 2020. Ngoài ra, Việt Nam còn đang là nước chi cho cơ sở hạ tầng/GDP vào mức cao nhất châu Á với tỷ lệ là 5,7%.

Tuy nhiên, năm 2019 có thể sẽ là năm có tác động khá lớn tới toàn ngành thép khi các dấu hiệu ban đầu cho thấy toàn ngành đang có dấu hiệu giảm tốc sau quãng thời gian tăng trưởng ấn tượng trong suốt giai đoạn vừa qua. Nguyên nhân là do liên quan tới việc bất động sản chịu tác động tiêu cực từ thắt chặt tín dụng cho ngành, cùng với đó là rủi ro khó lường từ cuộc chiến

* Học viện Tài chính

tranh thương mại Mỹ - Trung. Bên cạnh đó dư thừa về công suất cũng như áp lực cạnh tranh vẫn là điểm đáng chú ý với ngành thép trong các năm trở lại đây.

Như vậy, có rất nhiều nhân tố khác nhau có thể tác động tới hiệu quả sử dụng VLD của các DN ngành thép. Qua tìm hiểu, tác giả nhận thấy chưa có nghiên cứu thực nghiệm nào về các nhân tố ảnh hưởng tới hiệu quả sử dụng VLD của ngành thép tại thị trường Việt Nam trong những năm gần đây. Do đó, hy vọng nghiên cứu này sẽ góp phần làm cơ sở để giúp các cơ quan quản lý, các DN đưa ra những chính sách quản trị VLD phù hợp.

2. Tổng quan các nghiên cứu trước đây

Bằng việc nghiên cứu các kết quả trước đây, tác giả nhận thấy rằng, có các nhân tố cơ bản ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng VLD của DN, đó là: Khả năng sinh lời, chi phí vốn, đòn bẩy tài chính, quy mô doanh nghiệp, doanh thu và đánh giá của nhà đầu tư.

Bây giờ tác giả sẽ đánh giá và kiểm định mối quan hệ giữa các nhân tố này với hiệu quả sử dụng VLD của các DN ngành thép Việt Nam.

3. Phương pháp thu thập dữ liệu và các biến

3.1. Dữ liệu nghiên cứu

Do điều kiện còn hạn chế nên để thực hiện nghiên cứu, tác giả chủ yếu sử dụng dữ liệu thứ cấp. Đó là các báo cáo tài chính hợp nhất hàng năm đã được kiểm toán đầy đủ bao gồm: Bảng cân đối kế toán, Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh, Báo cáo lưu chuyển tiền tệ, Thuyết minh báo cáo tài chính. Các báo cáo này được tác giả thu thập từ website hsx.vn, hnx.vn, cafef.vn và cổng thông tin của các DN.

Nghiên cứu sử dụng số liệu của 17 DN ngành thép đại chúng trên Sở giao dịch chứng khoán

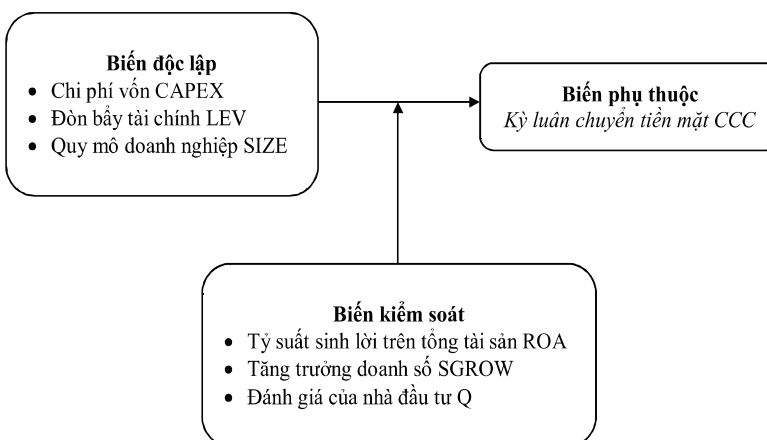
Hà Nội (HNX), Sở giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh (HOSE) và trên sàn UPCOM trong khoảng thời gian 2004 - 2017. Các DN này chiếm tuyệt đại đa số thị phần ngành thép tại Việt Nam. Tuy nhiên, có một vài DN trong mẫu chọn chưa có dữ liệu trong một vài năm đầu khảo sát (từ 2004-2010), do vậy với số lượng 17 DN và 14 năm tạo nên bảng dữ liệu không cân bằng gồm 125 quan sát.

3.2. Các biến

Căn cứ vào các nghiên cứu trước có liên quan, tác giả nhận thấy các biến thường được dùng như sau:

3.2.1. Biến phụ thuộc

Sơ đồ: Mô tả các biến sử dụng trong nghiên cứu



Một trong những chỉ tiêu đo lường hiệu quả sử dụng VLD đã được nhiều nghiên cứu sử dụng là *Chu kỳ luân chuyển tiền mặt (Cash conversion cycle - CCC)*. Mansori và Muhammad (2012), Ahmed Elbadry (2018) trong các nghiên cứu về nhân tố ảnh hưởng tới VLD của mình cũng đã sử dụng CCC để đại diện cho hiệu quả sử dụng VLD. Nhìn chung, các công ty có chu kỳ luân chuyển tiền mặt ngắn hơn sẽ có lợi hơn và tạo ra nhiều giá trị hơn trong thời gian dài (Mansoori và Muhammad - 2012). Do vậy, CCC càng nhỏ thì hiệu quả sử dụng VLD càng lớn và ngược lại.

3.2.2. Biến độc lập

Như đã dẫn chứng ở trên, nhiều nhà khoa học đã chỉ ra các nhân tố khác nhau ảnh hưởng qua lại tới hiệu quả sử dụng VLĐ của DN. Tuy nhiên, do điều kiện về mẫu và dữ liệu thu thập trong đề tài, tác giả sẽ lựa chọn 3 biến độc lập để kiểm định tác động của chúng tới hiệu quả sử dụng VLĐ, đó là *chi phí vốn, đòn bẩy tài chính và khả năng sinh lời*.

- *Chi phí vốn (CAPEX)*: Chi phí vốn là số tiền mà công ty dành để mua, duy trì, hoặc cải thiện tài sản cố định, như nhà cửa, xe cộ, thiết bị hoặc đất đai. Khi chi phí vốn tăng lên, đồng nghĩa với việc trang thiết bị cơ sở vật chất được nâng cấp, hiệu quả hoạt động sẽ tăng lên, đồng thời nâng cao hiệu quả sử dụng VLĐ. Appuhami, B. A. Ranjith (2008), Muhammad Ilyas (2014), Teimoor Hosseini Assl, Monireh Shoja, Shahram Begzadeh, Bahman Isazadeh (2014) đều sử dụng chi phí vốn là biến độc lập trong các nghiên cứu của mình khi đánh giá tác động của chi phí vốn tới VLĐ.

- *Đòn bẩy tài chính (LEV)*: Mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính trong DN được thể hiện ở chỉ tiêu hệ số nợ. Doanh nghiệp có hệ số nợ cao thể hiện DN đó có đòn bẩy tài chính ở mức độ cao và ngược lại. Nazir và Afza (2009) và Amarjit Gill (2011) cùng nhiều nhà khoa học khác đã sử dụng chỉ tiêu đòn bẩy tài chính trong các nghiên cứu của mình để tìm ra mối quan hệ với quản trị VLĐ.

- *Quy mô doanh nghiệp (SIZE)*: Quy mô doanh nghiệp chính là thước đo thể hiện độ lớn của doanh nghiệp, nó được biểu hiện ở quy mô tài sản, tổng doanh thu, vốn chủ sở hữu hay nguồn nhân lực. Biến này được sử dụng tương đối nhiều trong các nghiên cứu, cụ thể: Dečman và Sever (2012), S. Banōs-Caballero và cộng sự, (2010) đều ủng hộ quan điểm cho rằng nhu cầu vốn lưu động ròng của các doanh nghiệp lớn cũng cần được nâng cao hơn so với các doanh nghiệp nhỏ. Thế nhưng, theo nghiên cứu của Nazir và Afza (2009); Amarjit Gill (2011) đã đưa ra kết quả ngược lại, quy mô của doanh nghiệp

tác động ngược chiều đến nhu cầu vốn lưu động. Đồng thời, Petersen và Rajan (1997); Deloof và Jegers (1997) đều cho rằng những doanh nghiệp quy mô lớn thường nhận được sự ưu ái của các nhà cung cấp, từ đó làm giảm nhu cầu vốn lưu động ròng cho doanh nghiệp.

3.2.3. Biến kiểm soát

- *Tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA)*: Khả năng sinh lời đánh giá hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, nó biểu hiện mối tương quan giữa kết quả thu được và những chi phí bỏ ra để có được kết quả đó. Đo lường khả năng sinh lời của doanh nghiệp có thể được tính toán cụ thể qua chỉ tiêu tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA). Rất nhiều nghiên cứu đã sử dụng ROA và chỉ ra mối quan hệ đáng kể giữa khả năng sinh lời và hiệu quả sử dụng vốn lưu động (Tô Thị Thanh Trúc và Nguyễn Đình Thiên, 2015; Bùi Thu Hiền và Nguyễn Hoài Nam, 2015; Bùi Ngọc Toàn, 2016; Dương Thị Hồng Vân và Trần Phương Nga, 2018). Marc Deloof (2003), Abdul Raheman và Mohamed Nasr (2007), Daniel Mogaka Makori và Ambrose Jagongo (2013) cũng có kết quả tương tự. Do vậy, tác giả lựa chọn khả năng sinh lời là biến kiểm soát.

- *Tăng trưởng doanh số (SGROW)*: Doanh số là toàn bộ các khoản tiền doanh nghiệp thu được từ các hoạt động kinh doanh trong một kỳ nhất định. Tăng trưởng doanh số là tỷ lệ tăng lên của doanh số năm trước so với năm sau. Charitou (2010), Daniel Mogaka Makori và Ambrose Jagongo (2013) đều đã sử dụng biến này để đánh giá mối quan hệ giữa khả năng sinh lời và hiệu quả sử dụng VLĐ.

- *Đánh giá của nhà đầu tư (Q)*: Nhà đầu tư thường mong đợi vào sự mở rộng phát triển, nâng cao giá trị của doanh nghiệp trong tương lai. Như vậy, doanh nghiệp được đánh giá có tiềm năng phát triển cao sẽ nhận được nhiều dòng tài trợ lớn và thường xuyên. Để đo lường sự kỳ vọng của nhà đầu tư, các nhà quản trị thường sử dụng các hệ số đo lường giá trị thị trường nhằm đánh giá mức độ sẵn lòng góp vốn

Bảng 1: Mô tả cách tính các biến

STT	Tên biến	Ký hiệu	Cách tính
1	Kỳ luân chuyển tiền mặt	CCC	Số ngày một vòng quay HTK + Kỳ thu tiền trung bình - Số ngày khoản phải trả
2	Chi phí vốn	CAPEX	Từ Báo cáo tài chính
3	Đòn bẩy tài chính	LEV	Tổng nợ/Tổng nguồn vốn
4	Quy mô doanh nghiệp	SIZE	Logarit tự nhiên của doanh số
5	Khả năng sinh lợi trên tổng tài sản	ROA	Lợi nhuận sau thuế/Tổng tài sản
6	Tăng trưởng doanh số	SGROW	(Doanh số năm sau - Doanh số năm trước)/Doanh số năm trước
7	Đánh giá của nhà đầu tư	Q	(Giá trị thị trường của cổ phiếu + Giá trị sổ sách của các khoản nợ)/Giá trị sổ sách của tài sản

của nhà đầu tư, đó là chỉ số Tobin's Q. Chỉ số này đã được Amarjit Gill (2011) và Trịnh Thị Phan Lan (2015) sử dụng làm biến trong các nghiên cứu của mình.

3.3. Mô hình nghiên cứu

Phân tích hồi quy bằng dữ liệu bảng giúp tác giả có nhiều thông tin tốt hơn trong tổng thể nghiên cứu, tính biến thiên nhiều hơn, ít hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến hơn, nhiều bậc tự do hơn và hiệu quả cao hơn. Vì vậy, phương pháp hồi quy với dữ liệu bảng mà bài viết sử dụng là hoàn toàn hợp lý.

Theo đó, tác giả sử dụng 3 mô hình nghiên cứu được biểu diễn như sau:

$$CCC_{i,t} = CAPEX_{i,t} + ROA_{i,t} + SGROW_{i,t} + Q_{i,t} + e \quad (1)$$

$$CCC_{i,t} = LEV_{i,t} + ROA_{i,t} + SGROW_{i,t} + Q_{i,t} + e \quad (2)$$

$$CCC_{i,t} = SIZE_{i,t} + ROA_{i,t} + SGROW_{i,t} + Q_{i,t} + e \quad (3)$$

Trong đó, các chỉ số i là DN thứ i , t là năm t , e là sai số (Bảng 2)

Bảng 2: Kết quả thống kê mô tả

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	N	mean	sd	p25	p50	p75	p99
CCC	158	105.721	76.065	57.844	94.482	138.036	377.029
CAPEX	173	326.137	909.035	7.508	35.202	200.082	3,832.28
SIZE	176	3,710.44	6,342.61	685.124	1,560.02	3,124.81	33,099.23
LEV	176	0.373	0.188	0.261	0.397	0.513	0.723
ROA	176	0.047	0.057	0.01	0.036	0.08	0.258
SGROW	160	0.493	3.343	0.027	0.176	0.385	3.279
Q	143	0.381	0.351	0.171	0.263	0.435	1.468

Nguồn: Tác giả tính toán bằng phần mềm STATA

4. Kết quả thực nghiệm

Bảng 3 báo cáo kết quả mô hình hồi quy giữa hiệu quả sử dụng VLĐ được đo bằng biến Chu kỳ luân chuyển tiền mặt CCC. Mô hình (1) đánh giá tác động của chi phí vốn (CAPEX) đến hiệu quả sử dụng VLĐ. Mô hình (2) đánh giá tác động của đòn bẩy tài chính (LEV) đến hiệu quả sử dụng VLĐ. Mô hình (3) đánh

Bảng 3: Kết quả mô hình hồi quy các nhân tố ảnh hưởng đến biến CCC

VARIABLES	(1)	(2)	(3)
	CCC	CCC	CCC
CAPEX	0.0119** (0.00603)		
ROA	20.32 (97.25)	112.1 (91.84)	27.94 (95.95)
SGROW	-18.83 (12.41)	-23.72** (11.83)	-17.31 (12.46)
Q	20.33 (16.33)	41.30** (16.19)	18.01 (16.42)
LEV		9.95*** (23.73)	
SIZE			0.00161** (0.00075)
Constant	88.53*** (6.101)	47.19*** (12.58)	86.27*** (6.278)
Observations	125	125	125
R-squared	0.073	0.147	0.079
Standard errors in parentheses			
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1			

Nguồn: Tác giả tính toán bằng phần mềm STATA

giá tác động của quy mô DN (SIZE) đến hiệu quả sử dụng VLĐ. *, **, *** thể hiện mức độ tin cậy lần lượt ở 10%, 5% và 1%. Độ lệch chuẩn được báo cáo trong dấu ngoặc.

Mô hình (1) báo cáo tác động của việc chi tiêu vốn đến hiệu quả sử dụng VLĐ. Kết quả cho thấy 1% tăng lên trong chi tiêu vốn (CAPEX), dẫn tới 0,019% tăng lên trong số ngày chu kỳ luân chuyển tiền mặt (CCC), từ đó giảm hiệu quả sử dụng VLĐ. Kết quả đáng tin cậy ở mức 5%.

Kết quả này phù hợp với nghiên cứu của Ranjith (2008). Từ đó hàm ý, với các doanh nghiệp trong ngành thép, mức độ chi tiêu vốn có ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả sử dụng VLD.

Mô hình (2) báo cáo tác động của đòn bẩy tài chính (LEV) tới hiệu quả sử dụng VLD. Kết quả cho thấy 1% tăng lên của tỉ lệ nợ trên tổng tài sản dẫn đến 9,95% tăng lên trong số ngày chu kỳ luân chuyển tiền mặt. Kết quả đáng tin cậy ở mức 1%, phù hợp với kết quả mà Mian Sajid Nazir và Talat Afza (2009) đã chỉ ra trong nghiên cứu của mình. Điều này hàm ý, ở các DN ngành thép, mức độ sử dụng nợ ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả sử dụng VLD. Doanh nghiệp càng sử dụng nhiều nợ vay thì hiệu quả sử dụng VLD càng giảm. Tuy vậy, kết quả nghiên cứu này lại ngược lại với Amarjit Gill (2011) với các công ty sản xuất. Điều này có thể do sự khác nhau về đặc điểm hoạt động kinh doanh tại Việt Nam và Canada hoặc quy mô mẫu.

Bên cạnh đó, với mô hình (2), có thể thấy tăng trưởng doanh số (SGROW) có tác động ngược chiều mạnh mẽ tới chu kỳ luân chuyển tiền mặt. Kết quả cho thấy, cứ 1% tăng lên trong tăng trưởng doanh số hàng năm sẽ dẫn tới chu kỳ luân chuyển tiền mặt giảm 23,72%. Với mức ý nghĩa 5%, kết quả này phù hợp với nghiên cứu của Zdeněk Motlíček và Dana Martinovičová (2014). Như vậy, hàm ý các DN ngành thép Việt Nam khi doanh số tăng trưởng sẽ đồng thời có được hiệu quả sử dụng VLD nâng lên.

Mô hình (3) báo cáo tác động của quy mô doanh nghiệp (SIZE) đến hiệu quả sử dụng VLD. Kết quả cho thấy 1% tăng lên của quy mô tài sản dẫn tới 0,001% tăng lên của số ngày luân chuyển tiền mặt. Kết quả đáng tin cậy ở mức 1%. Điều này hàm ý, ở các doanh nghiệp ngành thép, gia tăng quy mô vốn trong giai đoạn nghiên cứu ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả sử dụng VLD. Điều này cũng giống với kết quả nghiên cứu của Amarjit Gill (2011).

5. Kết luận

Nghiên cứu thực hiện trên 17 doanh nghiệp ngành thép Việt Nam trong khoảng thời gian

từ 2004 - 2017. Dựa trên phân tích kết quả hồi quy với dữ liệu bảng không cân bằng, tác giả đã chỉ ra ảnh hưởng của các nhân tố quy mô doanh nghiệp, đòn bẩy kinh doanh và chi tiêu vốn có ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả sử dụng VLD của các DN ngành thép trong giai đoạn nghiên cứu, còn tăng trưởng doanh số thì có tác động tích cực. Điều này phù hợp với các nghiên cứu trước đây. Đồng thời, hàm ý đối với doanh nghiệp ngành thép nên cân nhắc các hoạt động đầu tư vốn, huy động nợ vay và gia tăng quy mô doanh nghiệp khi hiệu quả của các hoạt động này ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả sử dụng VLD. Tuy nhiên, bài viết không chỉ ra được mối quan hệ có ý nghĩa thống kê giữa khả năng sinh lời và hiệu quả sử dụng VLD của các DN ngành thép Việt Nam.

Tài liệu tham khảo:

Abdul Raheman và Mohamed Nasr (2007), Working Capital Management And Profitability - Case Of Pakistani Firms, Tạp chí International Review of Business Research Papers (Vol.3 Số 1, 2007, Tr.279 - 300).

Amarjit Gill (2011), Factors that influence working capital requirements in Canada, Economics and Finance Review Vol. 1(3) pp. 30 - 40, May, 2011.

Appuhami, B. A. Ranjith (2008), The Impact of Firms' Capital Expenditure on Working Capital Management: An Empirical Study across Industries in Thailand, Tạp chí International Management Review (Vol 4, Số 1, 2008, Tr8-21).

Charitou, M. S., Elfani, M., & Lois, P. (2010), The Effect Of Working Capital Management On Firms Profitability: Empirical Evidence From An Emerging Market, Journal of Business & Economics Research (JBER), 8(12).

Marc Deloof (2003), Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firms?, Tạp chí Journal of Business Finance & Accounting (Vol.30, Số 3 và 4, 2003, Tr.573-587).

PwC Việt Nam (2018), Tăng trưởng bền vững và khả năng thanh khoản: Đánh giá hiệu quả sử dụng vốn lưu động của doanh nghiệp Việt Nam 2018.

Sial, M. S. và Chaudhry, A.(2010), "Relationship Between Working Capital Management and Firm Profitability manufacturing Sector of Pakistan".

Từ Thị Kim Thoa & Nguyễn Thị Uyên Uyên (2014), 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, Số 14 (24) - Tháng 01- 02/2014.