

ẢNH HƯỞNG CỦA VỐN HOẠT ĐỘNG THUẦN ĐẾN KHẢ NĂNG SINH LỜI CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NGÀNH XÂY DỰNG NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM

LÊ THỊ THANH MỸ, LÊ THỊ THANH NHẬT
Khoa Kinh tế & Kế toán, Trường Đại học Quy Nhơn
thanhmy.dhqn@gmail.com

Tóm tắt. Với dữ liệu được thu thập từ Báo cáo tài chính đã được kiểm toán của 38 doanh nghiệp ngành xây dựng niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội trong 5 năm 2015-2019, cùng với các mô hình nghiên cứu bao gồm hồi quy nhỏ nhất, mô hình sai phân bậc 1, mô hình tác động cố định, mô hình tác động ngẫu nhiên và mô hình momen tổng quát, nhóm tác giả đã kiểm định mối quan hệ giữa vốn hoạt động thuần với khả năng sinh lời thông qua hai chỉ tiêu là hệ số đảm nhiệm vốn hoạt động thuần (WCR) và ROA. Kết quả phân tích cho thấy rằng giữa hệ số đảm nhiệm vốn hoạt động thuần (WCR) và khả năng sinh lời của đơn vị có mối quan hệ phi tuyến tính, cụ thể là theo hình chữ U ngược và tại đó sẽ có một giá trị của WCR mà khả năng sinh lời của doanh nghiệp là tối ưu nhất.

Từ khóa: Vốn hoạt động thuần, hệ số đảm nhiệm vốn hoạt động thuần, khả năng sinh lời, hiệu quả kinh doanh.

EFFECTS OF WORKING CAPITAL ON PROFITABILITY OF LISTED CONSTRUCTION ENTERPRISES IN VIETNAM

Abstract. The data was collected from the audited financial statements of 38 construction firms listed on Ho Chi Minh City Stock Exchange and the Hanoi Stock Exchange in five years 2015-2019. The author has used research models including minimum regression, first-order difference model, fixed-effects model, random-effects model and general momen model in order to test the relationship between net working capital and profitability through two indicators, the ratio of net working capital (WCR) and ROA. The analytical results show that there is a non-linear relationship between the net working capital ratio (WCR) and entity's profitability, namely in an inverted U-shape, and there is a WCR value that gives the most optimal business profitability.

Key words: Net working capital, ratio of net working capital, profitability, business efficiency.

1. GIỚI THIỆU

Cùng với sự hồi phục của thị trường bất động sản trong giai đoạn 2014 - 2018, nhiều doanh nghiệp thuộc lĩnh vực xây dựng, phát triển hạ tầng đã đạt được nhiều kết quả kinh doanh rất khả quan. Nhiều doanh nghiệp đạt tốc độ tăng trưởng cao như Công ty Cổ phần FECON (CII), Công ty Cổ phần Xây dựng Coteccons (CTD), Công ty Cổ phần Đầu tư Hạ tầng Kỹ thuật Tp.HCM (HPG), Xây dựng Địa ốc Hòa Bình (HBC), Công ty Cổ phần Xây dựng FLC Faros (ROS)... Thế nhưng hiện nay, bức tranh toàn thị trường xây dựng đang xuất hiện những mảng màu xám. Theo số liệu thống kê của Viện nghiên cứu phát triển hạ tầng và quy hoạch đô thị, kể từ giữa năm 2018 đến nay, tốc độ phát triển của mảng xây dựng xây lắp và hạ tầng giảm mạnh với tỷ lệ tăng trưởng trong năm 2018 – 2019 chỉ đạt 9,2 – 9,5%. Nhóm cổ phiếu ngành xây dựng xây lắp đã giảm giá nhiều trong giai đoạn 2018 – 2019 và hiện nay lại càng giảm sâu hơn khi tâm lý nhà đầu tư bị tác động mạnh bởi các yếu tố khách quan trong đó không thể xem nhẹ tác động tiêu cực từ đại dịch Covid-19. Kết quả giao dịch trên hai sàn chứng khoán cho thấy nhiều cổ phiếu của ngành này như ROS, CTD... đã giảm rất sâu dưới mức giá trị sổ sách của doanh nghiệp.

Có nhiều nguyên nhân dẫn đến tình trạng nêu trên, trong đó phải kể đến năng lực quản trị tài chính, đặc biệt trong việc hoạch định nguồn tài trợ, quản lý và sử dụng vốn hoạt động thuần tại các doanh nghiệp xây dựng ở Việt Nam trong thời qua chưa thực sự hiệu quả, biểu hiện qua việc thiếu vốn trong hoạt động

sản xuất kinh doanh và mất tính thanh khoản trong ngắn hạn, một số các doanh nghiệp rơi vào tình trạng thua lỗ (theo số liệu thống kê của Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX)). Mặt khác trong các nghiên cứu của các tác giả như García-Teruel và cộng sự (2007) [1], Banos-Caballero và cộng sự (2014) [2], Từ Thị Kim Thoa & Nguyễn Thị Uyên Uyên (2014) [3], Dương Thị Hồng Vân & Trần Phương Nga (2018) [4]... cũng đã chỉ ra ảnh hưởng của vốn hoạt động thuần trong việc tối đa hóa khả năng sinh lời của các doanh nghiệp. Một chiến lược quản lý và sử dụng vốn hoạt động thuần hiệu quả có thể làm tăng khả năng sinh lời, nâng cao hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Với lý do đó, nhóm tác giả đã tiến hành nghiên cứu ảnh hưởng của vốn hoạt động thuần đến việc tối đa hóa khả năng sinh lời của các doanh nghiệp trong lĩnh vực xây dựng tại Việt Nam trong giai đoạn 2015-2019. Trên cơ sở kết quả nghiên cứu, bài viết đưa ra một số hàm ý chính sách nhằm quản lý vốn hoạt động thuần hiệu quả, thực hiện tốt cân đối thanh khoản, góp phần làm tăng giá trị cho các doanh nghiệp xây dựng trong giai đoạn hiện nay.

2. TỔNG QUAN NGHIÊN CỨU

Trong những năm gần đây, nghiên cứu về tác động của vốn hoạt động thuần đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp đã được nhiều nhà nghiên cứu ở khắp các quốc gia trên thế giới đề cập đến. Sin và Soenen (1998) [5] đã nghiên cứu mối quan hệ giữa kỳ luân chuyển tiền mặt và lợi nhuận của 58.985 công ty ở Mỹ. Kết quả nghiên cứu đã chỉ ra rằng có mối quan hệ ngược chiều giữa kỳ luân chuyển tiền mặt và lợi nhuận của công ty. Điều này có nghĩa là khi giảm các khoản phải thu và hàng tồn kho, tăng các khoản phải trả thì sẽ làm tăng khả năng sinh lời cho công ty. Kết quả nghiên cứu này cũng trùng với kết quả nghiên cứu của tác giả Jose và cộng sự (1996)[6] khi nghiên cứu mối quan hệ giữa kỳ luân chuyển tiền mặt và lợi nhuận của các công ty thuộc bảy ngành công nghiệp gồm: khai thác khoáng sản và tài nguyên thiên nhiên, sản xuất, dịch vụ, ngành bán lẻ và ngành dịch vụ chuyên nghiệp trong giai đoạn 1974 - 1993. Tác giả cũng đã chỉ ra rằng quản lý vốn hoạt động thuần hiệu quả (nghĩa là kỳ luân chuyển tiền mặt thấp) sẽ giúp cho doanh nghiệp tăng khả năng sinh lời cho các doanh nghiệp thuộc các ngành này. Tương tự Sharma & Kumar (2011) [7] đã nghiên cứu về sự tác động của kỳ thu tiền bình quân, kỳ luân chuyển hàng tồn kho, kỳ thanh toán bình quân, chu kỳ chuyển đổi tiền mặt đến khả năng sinh lợi tại 263 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Bombay trong giai đoạn 2000-2008. Kết quả nghiên cứu cũng đã chỉ ra biến độc lập kỳ thu tiền bình quân tác động cùng chiều, biến kiểm soát quy mô doanh nghiệp tác động ngược chiều lên khả năng sinh lợi và có ý nghĩa thống kê.

Trong khi đó, Mumtaz et al. (2011) [8] thì lại chỉ ra rằng giữa kỳ luân chuyển hàng tồn kho và kỳ thu tiền bình quân có tác động ngược chiều với khả năng sinh lợi khi nghiên cứu dữ liệu của 22 doanh nghiệp ngành hóa học cho giai đoạn từ năm 2005-2010. Ngoài ra, nghiên cứu cũng tìm thấy sự tác động cùng chiều của các biến kiểm soát quy mô doanh nghiệp đến khả năng sinh lợi, đòn bẩy tài chính có mối quan hệ ngược chiều với khả năng sinh lợi. Afeef (2011) [9] cũng cho kết quả tương tự là kỳ luân chuyển hàng tồn kho và kỳ thu tiền bình quân có tác động ngược chiều đến khả năng sinh lợi khi nghiên cứu tại 40 doanh nghiệp vừa và nhỏ tại thị trường chứng khoán Pakistan giai đoạn 2003-2008. Kết quả nghiên cứu này hàm ý rằng, việc rút ngắn kỳ luân chuyển hàng tồn kho và kỳ thu tiền bình quân sẽ giúp gia tăng khả năng sinh lợi.

Nghiên cứu của Blinder và Maccini (1991) [10] đã chỉ ra rằng nếu duy trì vốn hoạt động thuần quá thấp thì lợi nhuận của doanh nghiệp sẽ bị giảm, chẳng hạn như doanh nghiệp duy trì lượng hàng tồn kho quá thấp dẫn đến việc thường xuyên phải mua hàng, chi phí mua hàng tăng lên dẫn đến giá gốc hàng tồn kho tăng, hoặc doanh nghiệp sẽ không có được nguồn hàng với giá thấp khi giá cả có xu hướng ngày càng tăng... Hơn nữa, việc mua các yếu tố đầu vào liên tục sẽ không đảm bảo được sự đồng đều về giá và chất lượng cho sản xuất và tiêu thụ. Do đó, doanh nghiệp sẽ khó duy trì được mức lợi nhuận ổn định. Quan điểm này cũng tương đồng với Wang (2002) [11], đã chỉ ra tác động “đánh đổi” nếu doanh nghiệp thiết lập một lượng hàng tồn kho quá ít tại đơn vị, nó có thể làm tăng nguy cơ giảm doanh thu do thường xuyên bị “cháy hàng”, không kịp thời đáp ứng đủ nhu cầu về sử dụng hàng tồn kho.

Tại Việt Nam cũng đã có khá nhiều nghiên cứu về tác động của vốn hoạt động thuần với khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Nghiên cứu của Từ Thị Kim Thoa và Nguyễn Thị Uyên Uyên (2014) [3] cũng đã chỉ ra mối quan hệ ngược chiều giữa kỳ luân chuyển tiền mặt, thời gian thu nợ, thời gian lưu kho, thời gian trả nợ với lợi nhuận hoạt động của 208 doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội. Nghiên cứu của Bùi Ngọc Toàn (2016) [12] về

ảnh hưởng của vốn hoạt động đến khả năng sinh lợi trên tổng tài sản của 35 doanh nghiệp ngành bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2010-2014 cũng đã chỉ ra khả năng sinh lợi trên tổng tài sản bị tác động ngược chiều bởi kỳ thu tiền bình quân, kỳ luân chuyển hàng tồn kho, chu kỳ chuyển đổi tiền mặt. Ngoài ra, nghiên cứu của tác giả cũng tìm thấy tác động của quy mô doanh nghiệp, tỷ lệ đòn bẩy, tỷ lệ tăng trưởng kinh tế đến khả năng sinh lợi trên tổng tài sản. Dương Thị Hồng Vân, Trần Phương Nga (2018)[4] khi nghiên cứu 42 doanh nghiệp sản xuất vật liệu niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2012-2016 đã chỉ ra rằng các thành phần của vốn hoạt động thuần đều có ảnh hưởng đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp, cụ thể kỳ thu tiền bình quân, chỉ số nợ có tác động ngược chiều tới khả năng sinh lời của doanh nghiệp; kỳ thanh toán bình quân, quy mô doanh nghiệp có tác động cùng chiều tới khả năng sinh lời của doanh nghiệp; còn kỳ luân chuyển hàng tồn kho, kỳ luân chuyển tiền thì lại không có mối quan hệ với khả năng sinh lời của doanh nghiệp.

Gần đây Banos-Caballero và cộng sự (2014)[2] lại chỉ ra rằng có mối quan hệ hình chữ U ngược giữa vốn hoạt động thuần và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Theo đó nghiên cứu đã chỉ ra rằng các doanh nghiệp nên tăng thêm giá trị hàng tồn kho và phải thu khách hàng để tăng cường doanh thu tạo ra trong kỳ, khi vốn hoạt động thuần quá thấp. Tuy nhiên, đến mức độ nào đó của vốn hoạt động thuần, nếu doanh nghiệp tiếp tục tăng cường thêm phải thu khách hàng và hàng tồn kho lại có thể gây ra ảnh hưởng ngược lại đến doanh thu (có thể làm giảm doanh thu). Như vậy, có một tỷ lệ tối ưu hóa đối với vốn hoạt động thuần tại đơn vị, mà ở đó doanh nghiệp có thể vừa tận dụng được tối đa nguồn lực của đơn vị khác (thông qua phải thu khách hàng) và hàng tồn kho, đồng thời có thể tối đa hóa được doanh thu của đơn vị. Nghiên cứu này rất có ý nghĩa cho thị trường Việt Nam nói chung và cho ngành xây dựng tại Việt Nam nói riêng, vì đa phần các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực này có số vốn thấp, quy mô nhỏ và vừa, số vốn hoạt động thuần khá nhỏ - do đó có thể làm suy yếu hiệu quả hoạt động của đơn vị trong khu vực này.

Trên cơ sở nghiên cứu của Banos-Caballero và cộng sự (2014)[2], nhóm tác giả sẽ tiến hành kiểm tra mối quan hệ giữa vốn hoạt động thuần với khả năng sinh lời tại các doanh nghiệp ngành xây dựng để xem đối với các doanh nghiệp này liệu có tồn tại mối liên hệ hình chữ U ngược và có tồn tại giá trị của vốn hoạt động thuần mà ở đó có thể tối ưu hóa khả năng sinh lời của đơn vị hay không. Như vậy nhóm tác giả đưa ra hai giả thuyết nghiên cứu sau:

Giả thuyết nghiên cứu:

Giả thuyết 1: Mối quan hệ giữa vốn hoạt động thuần và khả năng sinh lời của các doanh nghiệp ngành xây dựng niêm yết tại Việt Nam là mối quan hệ phi tuyến tính có hình chữ U ngược.

Giả thuyết 2: Có tồn tại giá trị của WCR mà ở đó doanh nghiệp có thể tối ưu hóa khả năng sinh lời.

3. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Phương pháp nghiên cứu được sử dụng trong bài là phương pháp nghiên cứu định lượng. Dựa trên mô hình nghiên cứu của Banos-Caballero và cộng sự (2014) [2], nhóm tác giả đã tiến hành điều chỉnh một số biến cho phù hợp với mục tiêu nghiên cứu. Sau đó, nhóm tác giả tiến hành thu thập dữ liệu để phục vụ cho nghiên cứu. Số lượng biến đưa vào phân tích là 03 biến, số lượng biến phụ thuộc 1 biến. Kích thước mẫu nghiên cứu chính thức là $n = 209$ quan sát (dữ liệu được thu thập từ các báo cáo tài chính đã được kiểm toán của 38 doanh nghiệp ngành xây dựng niêm yết trên HOSE và HNX trong giai đoạn 2015-2019). Theo Hair và cộng sự (2006) [13] cho rằng kích thước mẫu tối thiểu là 50, tốt hơn là 100 và tỷ lệ quan sát trên biến đo lường (N/p) là 5:1 nghĩa là một biến đo lường cần tối thiểu 5 quan sát, tốt nhất là 10:1 trở lên. Trong khi đó Nunnally (1978) [14] đề nghị tỷ lệ N/p biến thiên từ 2:1 đến 20:1. Dung hòa hai quan điểm trên nhóm tác giả cho rằng kích thước mẫu nghiên cứu $n = 209$ quan sát là phù hợp và đủ độ tin cậy. Cuối cùng, nhóm tác giả sử dụng phần mềm Stata 16.0 để xử lý các số liệu thu thập được nhằm kiểm định các giả thuyết ban đầu đã đặt ra. Các kỹ thuật được sử dụng bao gồm: thống kê mô tả, phân tích hệ số tương quan, phân tích hồi quy theo các phương pháp ước lượng OLS, mô hình sai phân bậc 1 (FDM - First different model), mô hình tác động cố định (FEM - Fixed effects model), mô hình tác động ngẫu nhiên (REM - Random effects model), mô hình moment tổng quát (GMM - Generalized method of moments); dùng kiểm định Hausman để lựa chọn ra mô hình phù hợp. Cụ thể:

- Mô hình sai phân bậc 1 (FDM): Trong phân tích các mô hình dữ liệu theo chuỗi thời gian, điều quan trọng là chuỗi dữ liệu đó phải dừng, vì nếu không dừng thì sự thay đổi trong biến phụ thuộc chỉ là do thời gian thay đổi và do đó các kiểm định thống kê có thể sẽ không cho kết quả chính xác. Để khắc phục điều này, nhóm tác giả đã sử dụng phương pháp sai phân bậc 1. Lợi ích của việc sử dụng phương pháp sai

phân bậc 1 cho mô hình dữ liệu bảng là loại bỏ được tác động gây ra bởi các biến không thay đổi theo thời gian mà những biến này có thể làm sai lệch ước lượng OLS.

- Mô hình tác động cố định (FEM) và mô hình tác động ngẫu nhiên (REM): Để loại bỏ khả năng ảnh hưởng của sai số tương quan, nhóm tác giả sử dụng mô hình ước lượng FEM, REM. Nhóm tác giả cũng đã sử dụng kiểm định Hausman để xác định có sự tồn tại tính tự tương quan giữa sai số $\epsilon_{i,t}$ và các biến giải thích hay không và xem xét FEM hay REM là phù hợp với dữ liệu bảng. Kiểm định Hausman có các giả thuyết sau: H0: Không có tương quan giữa sai số và các biến giải thích (Mô hình REM là phù hợp); H1: Có tương quan giữa sai số và các biến giải thích (Mô hình FEM là phù hợp). Nếu p-value >5% thì chấp nhận H0 bác bỏ H1 và ngược lại.

- Mô hình momen tổng quát (GMM): Để kiểm soát biến nội sinh có ảnh hưởng mạnh mẽ đến kết quả ước lượng hay không, nhóm tác giả đã sử dụng mô hình momen tổng quát hai bước của Arellano- Bond's (1991) [15]. Vấn đề nội sinh thường xảy ra khi một biến độc lập có tương quan với sai số $\epsilon_{i,t}$, nguyên nhân gây ra hiện tượng này là do thiếu biến, sai số đo lường hoặc sự đồng nhất giữa biến phụ thuộc và biến độc lập. Cách hiệu quả nhất với biến nội sinh là sử dụng biến công cụ thích hợp có tương quan chặt với biến độc lập nội sinh nhưng không tương quan với sai số. Do đó, Arellano và Bond (1991) [15] chỉ ra rằng có thể sử dụng biến phụ thuộc của mô hình hồi quy trễ và mô hình sai phân để làm biến công cụ loại bỏ vấn đề biến nội sinh. Mô hình momen tổng quát của Arellano- Bond's (1991)[15] có thể giải quyết vấn đề sai số do quy mô mẫu nhỏ nếu các biến công cụ tương quan yếu với các biến độc lập nội sinh. Do đó, nhóm tác giả đã sử dụng sai số chuẩn mạnh điều chỉnh lệch cho mô hình hồi quy và kiểm định sự tự tương quan trong sai số sai phân bậc 1. Trong tất cả mô hình OLS, FDM, FEM, REM, GMM nhóm tác giả đều sử dụng sai số chuẩn mạnh để đạt được ước lượng mạnh nhất với phương sai sai số thay đổi.

4. MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU

Trong nghiên cứu của Banos-Caballero và cộng sự (2014) [2], tác giả đã sử dụng chỉ tiêu tỷ suất thương mại ròng ($NTC = (ARR + INVR - APR) \times 365$) và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp (được đo lường bởi chỉ tiêu $Q = (\text{giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu} + \text{giá trị ghi sổ của nợ phải trả}) / \text{giá trị ghi sổ của tổng tài sản}$) để nghiên cứu mối quan hệ giữa vốn hoạt động thuần và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Tuy nhiên, trong mô hình NTC của tác giả này chưa tính đến ảnh hưởng của tiền [2]. Trong khi đó việc dự trữ tiền quá ít hoặc quá nhiều cũng có thể ảnh hưởng đến mối quan hệ giữa NTC và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp tại cùng một mức độ của NTC. Mặt khác, giá trị thị trường của một doanh nghiệp không thể chỉ được giải thích bằng các chỉ tiêu của NTC như phải thu khách hàng, phải trả người bán, hàng tồn kho...mà còn bị ảnh hưởng bởi các yếu tố khác như: cổ tức trả cho cổ đông, doanh thu, các chủ sở hữu và điều kiện thị trường.

Mặc dù cũng nghiên cứu về mối quan hệ giữa vốn hoạt động thuần và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, tuy nhiên nghiên cứu của nhóm tác giả được thực hiện trong phạm vi toàn diện hơn, bao gồm cả phương diện hiệu quả hoạt động và tài chính của đơn vị. Do vậy, nhóm tác giả đã nghiên cứu mối quan hệ giữa vốn hoạt động thuần và tỷ suất sinh lời trên tài sản (ROA) thay cho NTC và giá trị thị trường của doanh nghiệp. Với những lập luận trên và kế thừa từ mô hình nghiên cứu của Banos-Caballero và cộng sự (2014) [2], mô hình nghiên cứu được sử dụng trong bài như sau:

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 * WCR_{i,t} + \beta_2 * WCR_{i,t}^2 + \beta_3 * SIZE_{i,t} + \beta_4 * GROWTH_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

Trong đó:

(1) $ROA_{i,t}$ là tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản được tính bằng lợi nhuận kế toán trước thuế, lãi vay và khấu hao TSCĐ chia cho tổng tài sản. Chỉ tiêu này dùng để đo lường khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Đối với các doanh nghiệp thuộc ngành xây dựng, TSCĐ chiếm tỷ trọng lớn, vốn vay nhiều, do vậy nhóm tác giả chọn lợi nhuận trước thuế, lãi vay và khấu hao TSCĐ trên tổng tài sản để tính ROA nhằm mục đích loại bỏ ảnh hưởng của chi phí lãi vay và chi phí khấu hao TSCĐ, giúp cho việc đánh giá về tình hình sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp được chính xác hơn.

(2) $WCR_{i,t}$ là hệ số đảm nhiệm vốn hoạt động thuần được tính bằng công thức vốn hoạt động thuần bình quân chia cho doanh thu thuần. Chỉ số này phản ánh để tạo ra được một đồng doanh thu thì cần phải bỏ ra bao nhiêu đồng vốn hoạt động thuần. $WCR_{i,t}$ được phân tích thành các thành phần như sau:

$$WCR_{i,t} = CASHR_{i,t} + CCR_{i,t} = CASHR_{i,t} + ARR_{i,t} + INVR_{i,t} - APR_{i,t} \quad (1)$$

$CASHR = (\text{Tiền và các khoản tương đương tiền} - \text{Nợ và vay ngắn hạn}) / \text{Doanh thu thuần} \quad (2)$

$CCR = (\text{Phải thu khách hàng} + \text{Hàng tồn kho} - \text{Phải trả người bán}) / \text{Doanh thu thuần}$ (3)

$ARR = \text{Phải thu khách hàng} / \text{Doanh thu thuần}$ (4)

$INVR = \text{Hàng tồn kho} / \text{Doanh thu thuần}$ (5)

$APR = \text{Phải trả người bán} / \text{Doanh thu thuần}$ (6)

(3) $SIZE_{it}$ là chỉ số đại diện cho quy mô doanh nghiệp i ở năm t . Quy mô doanh nghiệp được đo bằng Logarit doanh thu của doanh nghiệp i trong năm t .

(4) $GROWTH_{it}$ là tỷ lệ tăng trưởng doanh thu thuần của doanh nghiệp i ở năm t .

Hai biến $SIZE_{it}$ và $GROWTH_{it}$ là biến kiểm soát mà nhóm tác giả cho rằng có tác động đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Hai biến này cũng được Wang (2002), Banos-Caballero và cộng sự (2014) [11], [2] kết luận có tác động đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp.

Doanh thu thuần được sử dụng trong các công thức trên chỉ bao gồm doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ thuần.

(5) $\varepsilon_{i,t}$ là phần dư không quan sát của doanh nghiệp i ở thời điểm t .

5. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

5.1. Kết quả thống kê mô tả

Dữ liệu nghiên cứu được thu thập từ 38 doanh nghiệp ngành xây dựng niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội trong giai đoạn 2015 - 2019 với các biến số được mô tả trong Bảng 1 dưới đây:

Bảng 1: Kết quả thống kê mô tả các biến quan sát

Biến	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
ROA	209	0,122	0,132	-0,75	1,04
WCR	209	0,217	0,323	-0,27	2,72
CASHR	209	-0,108	0,413	-1,39	2,05
CCR	209	0,324	0,30	-0,14	2,87
ARR	209	0,147	0,14	0,01	1,23
INVR	209	0,246	0,25	0,00	1,93
APR	209	0,082	0,05	0,34	1,08
SIZE	209	6,246	1,5024	1,793	9,071
GROWTH	209	0,151	0,36	-0,71	1,71

Nguồn: Kết quả phân tích của nhóm tác giả

Từ kết quả phân tích ở bảng 1 cho thấy, các biến trong mô hình ước lượng đều thu đủ dữ liệu với 209 quan sát. ROA trung bình của các doanh nghiệp ngành xây dựng là 12,2%, WCR trung bình là 21,7%. Trong đó hai thành phần của WCR là CASHR (-10,8%) và CCR (32,4%). Như vậy phần lớn WCR được cấu thành chính bởi CCR. Trong các yếu tố cấu thành nên CCR thì INVR (24,6%) là yếu tố lớn nhất, kế đến là ARR (14,7%) và cuối cùng là APR (8,2%). Điều này cho thấy trong giai đoạn vừa qua, vốn hoạt động thuần của các doanh nghiệp ngành xây dựng đang nằm ở hàng tồn kho là nhiều nhất và kế đến là các khoản phải thu. Quy mô doanh nghiệp tính theo doanh thu của các doanh nghiệp trong ngành xây dựng khá là đồng đều, tập trung. Nhóm ngành có WCR (+) thì GROWTH chiếm 15,1% nhỏ hơn nhóm có WCR (-) là 13,7%.

5.2. Kết quả phân tích hệ số tương quan

Hệ số tương quan giữa các biến được mô tả ở Bảng 2

Bảng 2: Kết quả phân tích hệ số tương quan giữa các biến quan sát

	ROA	WCR	CASHR	CCR	ARR	INVR	APR	SIZE	GROWTH
ROA	1,000								

WCR	0,0960	1,000							
CASHR	0,3499	0,6693	1,000						
CCR	-0,3577	0,1984	-0,5954	1,000					
ARR	-0,2644	0,1027	-0,4319	0,6808	1,000				
INVR	-0,3257	0,1488	-0,5660	0,9076	0,3514	1,000			
APR	-0,1928	-0,1351	-0,4051	0,3882	0,3886	0,4805	1,000		
SIZE	0,2523	-0,2837	-0,2443	-0,2335	-0,334	-0,3653	-0,3554	1,000	
GROWTH	0,2292	-0,0957	0,0981	-0,2329	-0,1084	-0,2190	-0,0041	0,0482	1,000

Nguồn: Kết quả phân tích của nhóm tác giả

Kết quả phân tích ở Bảng 2 cho thấy các biến WCR, SIZE, GROWTH tác động cùng chiều lên ROA (lần lượt là 0,096; 0,2523 và 0,2292). Trong các thành phần của WCR thì chỉ có CASHR có tác động cùng chiều lên ROA (0,3499) còn CCR có tác động ngược chiều lên ROA (-0,3577), CASHR và CCR đều có mối tương quan chặt với WCR. Hầu hết các thành phần của WCR đều có tác động cùng chiều với WCR, trong đó, CASHR có tác động lớn nhất tới WCR (0,6693), ARR có tác động nhỏ nhất (0,1027), riêng APR là tác động ngược chiều với WCR (-0,1351). Kết quả phân tích tương quan giữa INVR và ARR với CCR khá cao, đạt lần lượt là 0,9076 và 0,6808. Điều này có thể dễ thấy vì $CCR = ARR + INVR - APR$ nên hệ số tương quan giữa các biến này khá cao. Kết quả phân tích hệ số tương quan trên là tương đối phù hợp với các nghiên cứu trước và kỳ vọng của tác giả trong giai đoạn nghiên cứu này tại Việt Nam.

5.3. Kết quả phân tích mô hình nghiên cứu

Kết quả ước lượng về mối quan hệ giữa các biến độc lập và biến kiểm soát với ROA theo các mô hình nghiên cứu OLS, FDM, FEM, REM và GMM được trình bày qua bảng 3:

Bảng 3: Kết quả ước lượng qua các mô hình nghiên cứu OLS, FDM, FEM, REM và GMM

Mô hình	OLS	FDM	FEM	REM	GMM
Biến					
WCR	0,172563***	0,173413*	0,068478	0,137326***	1,451738***
WCR²	-0,080113***	-0,033472	-0,034387	-0,070223**	-1,151182***
SIZE	-6,78E-12*	-3,58E-12	-1,79E-11*	-7,76E-12*	-1,27E-10***
GROWTH	0,074668***	0,025598	0,071985***	0,078856***	-0,000525
Hằng số	0,204307***	0,223103*	0,093292*	0,102336*	0,132334***
R²	0,112	0,019	0,33	0,089	0,213
Giá trị kiểm định P (F-statistic)	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

Ghi chú: *, ** và *** có ý nghĩa thống kê ở mức tương ứng là 10%, 5% và 1%.

Biến công cụ ROA_{i,t-1} được sử dụng trong mô hình nghiên cứu GMM

Nguồn: Kết quả phân tích của nhóm tác giả

Với kết quả phân tích được trình bày ở bảng 3 cho thấy mô hình nghiên cứu OLS, FDM, FEM, REM, GMM đều cho kết quả về mối quan hệ phi tuyến tính, cụ thể là hình parabol hình chữ U ngược giữa ROA

và WCR. Tuy nhiên chỉ có mô hình FDM là không cho hệ số có ý nghĩa, điều này cho thấy ảnh hưởng của chênh lệch WCR không có quan hệ với chênh lệch với ROA. Sau khi thực hiện kiểm định Hausman và nhận thấy giá trị p-value bằng $0,1387 > 0,05$ nên chấp nhận giả thuyết H_0 và bác bỏ giả thuyết H_1 , tức là mô hình REM được lựa chọn. Như vậy các mô hình được lựa chọn bao gồm mô hình OLS, REM và GMM.

Trong mô hình OLS, REM và GMM, các hệ số của WCR^2 đều mang dấu âm, điều này cho thấy có mối liên hệ phi tuyến tính giữa ROA và WCR. Để tính được điểm tối ưu của WCR, ta dựa vào công thức (WCR đạt giá trị lớn nhất = $-\beta_1/(2*\beta_2)$). Sau khi tính toán, nhóm tác giả kết luận rằng để tối ưu hóa khả năng sinh lời của đơn vị thì WCR = 105,3% của doanh thu nếu ước lượng theo mô hình OLS; 104,8% theo mô hình REM và 65,75% nếu ước lượng theo GMM. Điều này có nghĩa là muốn tối ưu khả năng sinh lời của doanh nghiệp trong ngành xây dựng thì cần duy trì tỷ lệ vốn hoạt động thuần tương đối cao so với doanh thu. Ngoài ra, với kết quả phân tích ở bảng 3, quy mô của doanh nghiệp cũng có ảnh hưởng ngược chiều đến khả năng sinh lời của đơn vị, nhưng ảnh hưởng tương đối nhỏ, trong khi đó tốc độ tăng trưởng doanh thu lại có ảnh hưởng khác nhau đến ROA. Trong mô hình OLS và REM thì tốc độ tăng trưởng doanh thu của đơn vị có ảnh hưởng cùng chiều với ROA, trong khi đó với mô hình GMM lại có ảnh hưởng ngược chiều.

6. KẾT LUẬN HÀM Ý VÀ CHÍNH SÁCH

Bài viết đã đánh giá mối liên hệ giữa ROA và WCR của các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực xây dựng. Kết quả phân tích đã chỉ ra rằng có mối liên hệ phi tuyến tính, cụ thể là hình chữ U ngược giữa ROA và WCR và có tồn tại điểm tối ưu cho giá trị vốn hoạt động thuần, như vậy hai giả thuyết nghiên cứu đặt ra đã được thỏa mãn. Kết quả nghiên cứu của nhóm cũng phù hợp với kết quả nghiên cứu của Banos-Cabarello và cộng sự (2014) [2]. Điều này cho thấy không phải cứ giảm chỉ số vòng quay hàng tồn kho, vòng quay tiền, vòng quay phải thu... nghĩa là tăng khả năng sinh lời, mà chỉ có thể giảm đến một giá trị phù hợp. Đồng thời, đối với ngành xây dựng lại yêu cầu chỉ số WCR khá cao để đạt đến giá trị tối ưu khả năng sinh lợi này. Kết quả cũng chỉ ra với mô hình nghiên cứu tối ưu nhất là mô hình GMM và với chỉ số WCR tối ưu nhất là 65,75%.

Kết quả nghiên cứu cũng đã đưa ra một nhận định mới về mối quan hệ giữa hệ số đảm nhiệm vốn hoạt động thuần và khả năng sinh lời đồng thời đưa ra một hướng tiếp cận mới để nâng cao năng lực của doanh nghiệp trong lĩnh vực xây dựng tại Việt Nam. Các nhà quản lý doanh nghiệp trong lĩnh vực này nên duy trì một tỷ lệ vốn hoạt động thuần cao sẽ nâng cao được tốt hơn khả năng sinh lời của doanh nghiệp.

Mặc dù vậy nghiên cứu này còn gặp hạn chế đó là chỉ mới nghiên cứu tác động chung của WCR đến ROA, chứ chưa nghiên cứu riêng rẽ giữa WCR dương và WCR âm với ROA để kiểm tra xem liệu có ảnh hưởng khác nhau giữa hai chỉ số này không. Đồng thời, nghiên cứu này chưa kiểm tra được tác động riêng rẽ của các nhân tố tạo nên WCR trong đơn vị. Đây cũng sẽ là hướng nghiên cứu tiếp theo cho nhóm trong thời gian đến./.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1] García-Teruel, P.J., Martínez-Solano, P., Effects of working capital management on SME profitability, *Int. J. Manag. Financ.* 3 (2), 2007, 164-177.
- [2] Banos-Caballero, S., García-Teruel, P.J., Martínez-Solano, P., Working capital management, corporate performance, and financial constraints. *J. Bus. Res.* 67(3), 2014, 332-338.
- [3] 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*, Số 14 (24) - Tháng 1- 02/2014.
- [4] Dương Thị Hồng Vân & Trần Phương Nga, Ảnh hưởng của quản trị vốn lưu động tới khả năng sinh lời của doanh nghiệp: Bằng chứng từ các doanh nghiệp sản xuất vật liệu xây dựng tại Việt Nam, *Tạp chí Khoa học và Đào tạo ngân hàng*, Số 195 – Tháng 8/2018.
- [5] Shin, H.-H., Soenen, L., Efficiency of working capital management and corporate profitability, *Financ. Pract.*

Educ. 8, 1998, 37-45.

[6] Jose, M.L., Lancaster, C., Stevens, J.L., Corporate returns and cash conversion cycles. J. Econ. Financ. 20 (1), 1996, 33-46.

[7] Sharma, A. & Kumar, S., 2011. Effect of Working Capital Management on Firm Profitability: Empirical Evidence from India. Global Business Review, 12(1) 159–173. [7] Mumtaz, A., Rehan, M., Rizwan, M., Murtaza, F., Jahanger, A., Almas, H., 2011. Impact of Working Capital Management on firms' performance: Evidence from Chemical sector listed firms in KSE-100 index. IOSR

[8] Mumtaz, A., Rehan, M., Rizwan, M., Murtaza, F., Jahanger, A., Almas, H., 2011. Impact of Working Capital Management on firms' performance: Evidence from Chemical sector listed firms in KSE-100 index. IOSR Journal of Business and Management (IOSR-JBM), e-ISSN: 2278-487X, p-ISSN:2319-7668, 93-100.

[9] Afeef, M., Analyzing the Impact of Working Capital Management on the Profitability of SME's in Pakistan. International Journal of Business and Social Science, 2011, Vol. 2 No. 22.

[10] Blinder, A.S., Maccini, L.J., The resurgence of inventories research: what have we learned? J. Econ. Surv. 5 (4), 1991, 291-328.

[11] Wang, Y.J., Liquidity management, operating performance, and corporate value: evidence from Japan and Taiwan. J. Multinatl. Financ. Manag. 12 (2), 2002, 159-169.

[12] Bùi Ngọc Toàn, Tác động của chính sách vốn lưu động đến khả năng sinh lợi trên tổng tài sản của các doanh nghiệp ngành bất động sản Việt Nam, Tạp chí Khoa học Trường Đại học Cần Thơ, Phần D: Khoa học Chính trị, Kinh tế và Pháp luật: 44 (2016): 18-27

[13] Hair, J.F., Black, W.C., Babin, B.J., Anderson, R.E. & Tatham, R.L., Multivariate data analysis (6th Ed.), Pearson-Prentice Hall, Upper Saddle River, NJ, (2006).

[14] Nunnally, J.C., Psychometric theory. 2nd Edition, McGraw-Hill, New York, 1978.

[15] Arellano, M., Bond, S. , Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. Rev. Econ. Stud. 58 (2), 1991, 277-297.

[16] Bảng cáo bạch và Báo cáo tài chính 5 năm 2015, 2016, 2017, 2018, 2019 của 38 doanh nghiệp thuộc ngành xây dựng niêm yết trên sàn chứng khoán HOSE và HNX.

Ngày nhận bài: 14/01/2021

Ngày chấp nhận đăng: 13/05/2021