BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO

TÁC ĐỘNG CỦA QUẢN TRỊ VỐN LƯU ĐỘNG ĐẾN LỢI NHUẬN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NGÀNH CÔNG NGHIỆP VIỆT NAM

LUẬN VĂN THẠC SĨ TÀI CHÍNH NGÂN HÀNG

BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO

TÁC ĐỘNG CỦA QUẢN TRỊ VỐN LƯU ĐỘNG ĐẾN LỢI NHUẬN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NGÀNH CÔNG NGHIỆP VIỆT NAM

LUẬN VĂN THẠC SĨ TÀI CHÍNH NGÂN HÀNG

TÓM TẮT LUẬN VĂN

Luận văn nghiên cứu tác động của quản trị vốn lưu động đến lợi nhuận của các doanh nghiệp ngành công nghiệp tại Việt Nam dưới góc độ quản trị tài chính, được thực hiện dựa vào dữ liệu thứ cấp thu thập từ báo cáo tài chính từ năm 2011 đến năm 2016 của 79 doanh nghiệp.

Trong nghiên cứu, tác giả sử dụng các phương pháp nghiên cứu định lượng, bao gồm thống kê mô tả, phân tích tương quan và phương pháp hồi quy. Trong phân tích hồi quy, tác giả sử dụng mô hình hồi quy các tác động cố định (FEM) và mô hình hồi quy các tác động ngẫu nhiên (REM) để ước lượng về chiều hướng tác động giữa các biến số. Kết quả nghiên cứu ghi nhận thời gian tồn kho, thời gian thu tiền, thời gian trả tiền và chu kỳ vốn lưu động tác động cùng chiều đến tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản, tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu và tác động ngược chiều đến tỷ suất lợi nhuận gộp.

Căn cứ kết quả nghiên cứu, luận văn đưa ra các gợi ý cho doanh nghiệp ngành công nghiệp Việt Nam giúp nâng cao hiệu quả hoạt động, tăng lợi nhuận, đó là: Cải thiện hiệu quả quản trị hàng tồn kho, cải thiện hiệu quả quản trị các khoản phải thu khách hàng, cải thiện hiệu quả quản trị các khoản phải trả người bán và cải thiện hiệu quả quản trị vốn lưu động.

LỜI CAM ĐOAN

Luận văn này chưa từng được trình nộp để lấy học vị thạc sĩ tại bất cứ một trường đại học nào. Luận văn này là công trình nghiên cứu riêng của tác giả, kết quả nghiên cứu là trung thực, trong đó không có các nội dung đã được công bố trước đây hoặc các nội dung do người khác thực hiện ngoại trừ các trích dẫn được dẫn nguồn đầy đủ trong luận văn.

Tôi xin chịu trách nhiệm hoàn toàn về lời cam đoan của mình.

Học viên thực hiện

LỜI CẢM ƠN

Tôi xin trân trọng cảm ơn Giảng viên, thầy đã giúp tôi định hợ́ớng trong nghiên cứu, hợ́ớng dẫn rất tận tình, đóng góp nhiều ý kiến quý báu giúp tôi giải quyết những vấn đề khó khăn trong ợ́ớc lợ́ợng mô hình hồi quy và những lời động viên trong suốt thời gian hoàn thành luận văn này.

Tôi xin trân trọng cảm ơn đến tất cả các thầy cô vì những kiến thức cũng nhợ́ kinh nghiệm từ những bài giảng mà các thầy cô đã truyền đạt trong quá trình học tập tại trợ́ờng Đại học Cần Thơ. Và tôi xin cảm ơn gia đình đã luôn là hậu phợ́ơng vững chắc cho tôi, luôn động viên giúp đỡ tôi để tôi yên tâm nghiên cứu. Tôi xin cảm ơn những ngợ́ời bạn đã góp ý, chia sẻ, khích lệ tôi, giúp tôi hoàn thành khóa luận này.

MỤC LỤC

TÓM TẮT LUẬN VĂN i
LỜI CAM ĐOAN ii
LỜI CẢM ƠN iii
DANH MỤC TỪ VIẾT TẮT vii
DANH MỤC BẢNG BIỂU viii
DANH MỤC HÌNH ix
CHƯƠNG 1: GIỚI THIỆU 1
1.1. LÝ DO LỰA CHỌN ĐỀ TÀI NGHIÊN CỨU 1
1.2. MỤC TIÊU NGHIÊN CỨU 2
1.3. CÂU HỎI NGHIÊN CỨU 3
1.4. ĐỐI TƯỢNG VÀ PHẠM VI NGHIÊN CỨU 3
1.5. NGUỒN DỮ LIỆU NGHIÊN CỨU 4
1.6. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU 4
1.7. NHỮNG ĐÓNG GÓP CỦA LUẬN VĂN 5
1.8. KẾT CẤU KHÁI QUÁT CỦA LUẬN VĂN. 5
CHƯƠNG 2: CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ BẰNG CHỨNG THỰC NGHIỆM 6
2.1. CƠ SỞ LÝ THUYẾT VỀ QUẢN TRỊ VỐN LƯU ĐỘNG 6
2.1.1. Vốn lưu động trong doanh nghiệp. 6
2.1.2. Một số quan điểm về quản trị vốn lưu động. 9
2.1.3. Chỉ tiêu đo lường. 11
2.2. CƠ SỞ LÝ THUYẾT VỀ LỢI NHUẬN. 14
2.1.1. Khái niệm. 14
2.2.1. Hệ thống chỉ tiêu đo lường. 15
2.2.2. Các yếu tố ảnh hưởng đến lợi nhuận. 17
2.3. NGUYÊN LÝ CHUNG VỀ TÁC ĐỘNG CỦA QUẢN TRỊ VỐN LƯU ĐỘNG ĐẾN LỢI NHUẬN CỦA DOANH NGHIỆP. 19

2.4. CÁC NGHIÊN CỨU THỰC NHIỆM VỀ QUẢN TRỊ VỐN LƯU ĐỘNG VÀ LỢI NHUẬN CỦA DOANH NGHIỆP. 20
2.4.1. Các nghiên cứu thực nghiệm ở nước ngoài. 20
2.4.2. Các nghiên cứu thực nghiệm ở Việt Nam 26
2.4.3. Thảo luận các nghiên cứu trước đây 29
CHƯƠNG 3: MÔ HÌNH VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU 32
3.1. NGUỒN DỮ LIỆU VÀ MẪU NGHIÊN CỨU. 32
3.2. MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU. 33
3.3. HỆ THỐNG CHỈ TIÊU ĐO LƯỜNG 35
3.3.1. Biến độc lập 35
3.3.2. Biến phụ thuộc 36
3.3.3. Biến kiểm soát 37
3.4. GIẢ THUYẾT NGHIÊN CỨU 39
3.5. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU 43
CHƯƠNG 4: KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ THẢO LUẬN 47
4.1. THỐNG KÊ MÔ TẢ CÁC BIẾN 47
4.2. PHÂN TÍCH SỰ TƯƠNG QUAN 50
4.3. KIỂM ĐỊNH HIỆN TƯỢNG ĐA CỘNG TUYẾN 51
4.4. KIỂM ĐỊNH HAUSMAN 52
4.5. KIỂM ĐỊNH HIỆN TƯỢNG TỰ TƯƠNG QUAN VÀ HIỆN TƯỢNG PHƯƠNG SAI CỦA SAI SỐ THAY ĐỔI 53
4.6. PHÂN TÍCH HỒI QUY TÁC ĐỘNG CỦA QUẢN TRỊ VỐN LƯU ĐỘNG ĐẾN LỢI NHUẬN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NGÀNH CÔNG NGHIỆP VIỆT NAM 55
4.6.1. Kết quả nghiên cứu 55
4.6.2. Kiểm định sự phù hợp của mô hình hồi quy 67
4.7. THẢO LUẬN KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU 68

4.7.1. Mối quan hệ giữa quản trị vốn lưu động và lợi nhuận của doanh nghiệp68 4.7.2. Mối quan hệ giữa các yếu tố khác và lợi nhuận. 85

CHƯƠNG 5: KẾT LUẬN VÀ GỢI Ý 88

5.1. KẾT LUẬN 88

5.2. GỢI Ý CHO CÁC DOANH NGHIỆP CÔNG NGHIỆP VIỆT NAM. 89

5.2.1. Cải thiện hiệu quả quản trị hàng tồn kho 89

5.2.2. Cải thiện hiệu quả quản trị các khoản phải thu khách hàng. 92

5.2.3. Cải thiện hiệu quả quản trị các khoản phải trả người bán. 94

5.2.4. Cải thiện hiệu quả quản trị vốn lưu động 95

5.3. HẠN CHẾ CỦA ĐỀ TÀI VÀ HƯỚNG NGHIÊN CỨU TRONG TƯƠNG LAI 95

TÀI LIỆU THAM KHẢO 100

CÁC PHỤ LỤC 104

DANH MỤC TỪ VIẾT TẮT

Từ viết tắt	Tiếng Anh	Tiếng Việt
AP	Accounts payable period	Thời gian trả tiền
AR	Accounts receivable period	Thời gian thu tiền
CCC	Cash conversion cycle	Chu kỳ vốn lọu động
CR	Current ratio	Hệ số khả năng thanh toán hiện hành
DPP	Direct Product Profitability	Lợi nhuận sản phẩm trực tiếp
EDI	Electronic Data Interchange	Hệ thống trao đổi dữ liệu điện tử
FEM	Fixed effects Model	Mô hình các ảnh họởng cố định
FINDEBT	Financial debt	Tỷ số nợ
GLS	Generalized Least Squa	Bình phọơng nhỏ nhất tổng quát
GPM	Gross Profit Margin	Tỷ suất lợi nhuận gộp
GICS	Global Industry Classification Standards	Chuẩn phân ngành toàn cầu
HOSE	Ho Chi Minh Stock Exchange	Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh
INV	Inventory period	Thời gian tồn kho
OLS	Original Least Square	Bình phọơng nhỏ nhất
REM	Random Effects Model	Mô hình các ảnh họởng ngẫu nhiên
RFDI	Radio Frequency Identification	Hệ thống nhận dạng bằng sóng vô tuyến
ROA	Return on Assets	Tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản
ROE	Return on Equity	Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu
Sgrowth	Sales growth	Tốc độ tăng trọởng doanh thu
Size	Company size	Quy mô doanh nghiệp
WLS	Weight Least Square	Bình phọơng nhỏ nhất có tỷ trọng

DANH MỤC BẢNG BIỂU

Bảng 3.1: Bảng tóm tắt mô hình nghiên cứu 35
Bảng 3.2: Tổng hợp giả thuyết nghiên cứu (kỳ vọng dấu tác động của các biến) 41
Bảng 4.1: Thống kê mô tả các biến 47
Bảng 4.2: Hệ số tọợng quan giữa các biến 51
Bảng 4.3: Giá trị VIF của các biến trong mô hình 52
Bảng 4.4: Kết quả kiểm định Hausman 53
Bảng 4.5: Kết quả kiểm định hiện tọợng tự tọơng quan và phọơng sai của sai số thay đổi 54
Bảng 4.6: Kết quả hồi quy các mô hình với biến phụ thuộc ROA 56
Bảng 4.7: Kết quả hồi quy các mô hình với biến phụ thuộc ROE 60
Bảng 4.8: Kết quả hồi quy các mô hình với biến phụ thuộc GPM 65
Bảng 4.9: Kết quả kiểm định F 67

DANH MỤC HÌNH

Hình 3.1 Thiết kế nghiên cứu tác động của quản trị vốn lọu động đến lợi nhuận của doanh nghiệp 33
Hình 4.1: Giá trị trung bình của INV và ROA, ROE trong giai đoạn 70
Hình 4.2: Giá trị trung bình của AR và ROA, ROE trong giai đoạn 73
Hình 4.3: Giá trị trung bình của AP và ROA, ROE trong giai đoạn 74
Hình 4.4: Giá trị trung bình của CCC và ROA, ROE trong giai đoạn 76
Hình 4.5: Giá trị trung bình của INV và GPM trong giai đoạn 2011 - 2016 78
Hình 4.6: Giá trị trung bình của AR và GPM trong giai đoạn 2011 - 2016 80
Hình 4.7: Giá trị trung bình của AP và GPM trong giai đoạn 2011 – 2016 82
Hình 4.8: Giá trị trung bình của CCC và GPM trong giai đoạn 2011 – 2016 84

CHƠNG 1: GIỚI THIỆU

1.1. LÝ DO LỰA CHỌN ĐỀ TÀI NGHIÊN CỨU

Chính sách tăng cơờng hội nhập kinh tế thế giới của Việt Nam trong một thập kỷ gần đây, với nhiều hiệp định thơơng mại tự do song phơơng và đa phơơng đã đơợc ký kết giữa Việt Nam và các nền kinh tế lớn nhơ: Nhật Bản, Hàn Quốc, Liên minh kinh tế Á - Âu và việc gia nhập vào các cộng đồng kinh tế lớn nhơ ASEAN sẽ đem lại nhiều tiềm năng để các doanh nghiệp bản địa tăng trơởng lợi nhuận thông qua việc mở rộng thị phần tới các thị trơờng mới tiềm năng một khi các rào cản thơơng mại dần đơợc nới lỏng. Tuy nhiên điều này cũng tạo ra các thách thức khi có nhiều doanh nghiệp FDI lớn tham gia vào thị trơờng Việt Nam, các doanh nghiệp nội nếu không chiến lơợc sản xuất kinh doanh thích hợp để tạo ra lợi thế canh tranh có thể gặp trở ngại và mất thị phần ngay trên chính sân nhà.

Trong hoạt động quản trị doanh nghiệp, quản trị tài chính là một nhân tố quan trọng, quyết định hiệu quả trong kinh doanh. Ba khía cạnh trọng yếu trong các quyết định của nhà quản trị lên quan đến tình hình tài chính của doanh nghiệp bao gồm: xây dựng cơ cấu tài chính, hoạch định ngân sách vốn và quản trị vốn lơu động. Hai quyết định đầu liên quan đến hoạt động tài trợ và đầu tơ trong dài hạn, quyết định thứ ba tác động đến tài sản và nguồn vốn ngắn hạn của doanh nghiệp. Vốn lơu động là một yếu tố quan trọng gắn liền với toàn bộ quá trình sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp. Qua một chu kỳ sản xuất kinh doanh, vốn lơu động chuyển hoá thành nhiều hình thái khác nhau. Đầu tiên khi tham gia vào quá trình sản xuất, vốn lơu động tồn tại dơới trạng thái ban đầu là tiền tệ, sau đó chuyển thành các sản phẩm dở dang hay bán thành phẩm trong các giai đoạn tiếp theo. Giai đoạn cuối cùng của quá trình sản xuất, vốn lơu động đơợc chuyển hoá vào sản phẩm cuối cùng. Khi sản phẩm này đơợc bán trên thị trơờng sẽ thu về tiền tệ hay hình thái ban đầu của vốn lơu động. Vốn lơu động giúp tối ơu hóa hiệu quả việc đầu tơ vào tài sản cố định và đảm bảo cho hoạt động của doanh nghiệp đơợc diễn ra xuyên suốt (Cooper và ctg, 1998).

Theo nghiên cứu của Belt (1979), quản trị vốn lưu động có vai trò quan trọng tác động đến rủi ro và lợi nhuận của doanh nghiệp. Dựa trên mục tiêu là đạt được sự cân bằng giữa việc duy trì tính thanh khoản nhằm hỗ trợ hoạt động hằng ngày của doanh nghiệp nhưng đồng thời vẫn tối ưu hóa việc tận dụng các cơ hội đầu tư ngắn hạn, nhà quản trị cần quản lý tài sản ngắn hạn và nợ ngắn hạn một cách linh hoạt nhằm duy trì một mức vốn lưu động phù hợp. Với vai trò quan trọng ảnh hưởng trực tiếp đến tính thanh khoản và lợi nhuận của doanh nghiệp, đề tài nghiên cứu "***Tác động của quản trị vốn lưu động đến lợi nhuận của các doanh nghiệp ngành công nghiệp Việt Nam***" là một trong những nội dung phù hợp với bối cảnh toàn cầu hóa hiện nay và thực trạng nền kinh tế Việt Nam khi ngành công nghiệp giữ vai trò trọng yếu trong động lực phát triển, đóng góp 2.59 điểm phần trăm vào mức tăng trưởng GDP 6.21% năm 2016, tăng 7,57% so với năm 2015 (Tổng Cục Thống Kê, 2016). Bài nghiên cứu tập trung tìm hiểu vấn đề ảnh hưởng của quản trị vốn lưu động đến lợi nhuận, qua đó cung cấp thêm thông tin, hỗ trợ các nhà quản trị đưa ra các giải pháp nhằm tăng lợi nhuận, hướng đến mục tiêu cuối cùng là gia tăng giá trị thị trường của doanh nghiệp (Ngô Kim Phượng, 2013).

1.2. MỤC TIÊU NGHIÊN CỨU

Mục tiêu nghiên cứu chính của luận văn là phân tích tác động của quản trị vốn lưu động đến lợi nhuận của các doanh nghiệp ngành công nghiệp tại Việt Nam dưới góc độ quản trị tài chính, từ đó đưa ra những gợi ý, đề xuất cải thiện hiệu quả quản trị vốn lưu động nhằm nâng cao lợi nhuận.

Xuất phát từ mục tiêu chung đã nêu, luận văn sẽ được chi tiết hóa với các mục tiêu nghiên cứu cụ thể như sau:

- Kiểm định và phân tích định lượng tác động giữa chu kỳ vốn lưu động và các thành phần của chu kỳ vốn lưu động tới lợi nhuận đo lường qua các chỉ tiêu là tỷ suất lợi nhuận gộp, tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản và tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu của các công ty ngành công nghiệp niêm yết trên HOSE.

- Dựa vào các kết quả nghiên cứu định lượng, luận văn đưa ra những gợi ý, đề xuất đối với chính sách quản trị vốn lưu động của các doanh nghiệp, đảm bảo sự kết hợp hiệu quả giữa tài sản lưu động và nợ ngắn hạn, hướng đến sự cân bằng giữa tính thanh khoản và rủi ro, đạt được mục tiêu vừa gia tăng lợi nhuận cho doanh nghiệp, vừa giảm thiểu chi phí tài trợ cho vốn lưu động, từ đó góp phần vào sự gia tăng giá trị doanh nghiệp.

1.3. CÂU HỎI NGHIÊN CỨU

Để đạt được các mục tiêu trên, nghiên cứu này cần trả lời câu hỏi nghiên cứu sau:

- Chu kỳ vốn lưu động có ảnh hưởng đến lợi nhuận của các doanh nghiệp ngành công nghiệp tại Việt Nam không?
- Những yếu tố nào trong chu kỳ vốn lưu động ảnh hưởng đến lợi nhuận của doanh nghiệp?
- Chiều hướng tác động của chu kỳ vốn lưu động và các thành phần của chu kỳ vốn lưu động đến lợi nhuận của doanh nghiệp là như thế nào?

1.4. ĐỐI TƯỢNG VÀ PHẠM VI NGHIÊN CỨU

Đối tượng nghiên cứu là tác động của quản trị vốn lưu động đến lợi nhuận của các doanh nghiệp ngành công nghiệp được niêm yết cổ phiếu trên Sở Giao Dịch Chứng Khoán TP. Hồ Chí Minh.

Theo đó, quản trị vốn lưu động liên quan đến các quyết định đầu tư và tài trợ, tập trung đến sự kết hợp giữa nợ ngắn hạn và tài sản ngắn hạn nhằm đạt được sự cân bằng giữa rủi ro và lợi nhuận, hướng đến đạt được các mục tiêu mà doanh nghiệp đã đề ra như đạt được lợi thế cạnh tranh, tối đa hóa giá trị doanh nghiệp (Brigham và ctg, 1994; Gitman, 1997).

Lợi nhuận được tiếp cận trong khía cạnh là chỉ tiêu đánh giá chất lượng hiệu quả kinh tế các hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp, có thể được đo lường bằng chỉ tiêu tuyệt đối và chỉ tiêu tương đối (Weston và Brigham, 2000).

Mẫu nghiên cứu gồm 79 công ty ngành công nghiệp niêm yết trên Sở Giao Dịch Chứng Khoán TP. Hồ Chí Minh căn cứ theo tiêu chuẩn phân ngành GICS đoợc phát triển bởi công ty dịch vụ tài chính Standard & Poor's và MSCI Inc. Luận văn sử dụng dữ liệu bảng cân bằng trong vòng 6 năm từ năm 2011 đến năm 2016 với 474 quan sát đoợc lấy từ báo cáo tài chính của các công ty.

1.5. NGUỒN DỮ LIỆU NGHIÊN CỨU

Bài nghiên cứu dựa vào tiêu chuẩn phân ngành GICS đoợc áp dụng tại Sở Giao Dịch Chứng Khoán TP. Hồ Chí Minh bắt đầu từ năm 2016 để lấy mẫu các công ty thuộc ngành công nghiệp niêm yết trên HOSE.

Dữ liệu nghiên cứu bao gồm dữ liệu thứ cấp trích từ các báo cáo tài chính, bao gồm bảng cân đối kế toán, báo cáo kết quả kinh doanh và thuyết minh báo cáo tài chính, đã đoợc kiểm toán của 79 doanh nghiệp ngành công nghiệp niêm yết, đoợc công bố trên website của Sở Giao Dịch Chứng Khoán TP. Hồ Chí Minh hoặc đoợc đăng tải trên website của các doanh nghiệp đối với một vài troờng hợp không có thông tin từ Sở Giao Dịch Chứng Khoán, trong giai đoạn từ năm 2011 đến năm 2016.

1.6. PHOƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Phoơng pháp định loợng đoợc sử dụng xuyên suốt trong nghiên cứu, bao gồm thống kê mô tả, phân tích toơng quan, phân tích hồi quy. Phân tích thống kê mô tả giúp tóm tắt những đặc tính cơ bản về dữ liệu nghiên cứu. Phoơng pháp phân tích toơng quan cung cấp thông tin về coờng độ và chiều hoớng tác động giữa các biến số. Phoơng pháp hồi quy với dữ liệu bảng cân bằng sử dụng mô hình các ảnh hoởng ngẫu nhiên (REM) và mô hình các ảnh hoởng cố định (FEM) để kiểm tra các giả thuyết nghiên cứu đặt ra, kết hợp với một số kiểm định troớc và sau hồi quy nhằm tăng tính tin cậy của kết quả oớc loợng, bao gồm kiểm định các giá trị dị biệt (outliers), kiểm định Hausman để lựa chọn mô hình phù hợp, kiểm định F về ý nghĩa của các biến, kiểm định Breusch-Godfrey để kiểm tra hiện toợng tự toơng

quan và và kiểm định Breusch-Pagan-Godfrey để kiểm tra hiện tợợng phợơng sai sai số thay đổi.

1.7. NHỮNG ĐÓNG GÓP CỦA LUẬN VĂN

Luận văn nghiên cứu tác động của quản trị vốn lợu động đến lợi nhuận của các doanh nghiệp ngành công nghiệp tại Việt Nam căn cứ chủ yếu vào dữ liệu thứ cấp thu thập từ báo cáo tài chính đã đợợc kiểm toán trong giai đoạn 2011 – 2016, luận văn có những đóng góp nhợ sau:

Thứ nhất, kết quả nhiên cứu đã làm sáng tỏ về tác động của quản trị vốn lợu động đến lợi nhuận của doanh nghiệp, cho thấy chiều hợớng tác động của chu kỳ vốn lợu động và các thành phần của nó đến lợi nhuận đợợc đo lợờng bởi tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản, tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu và tỷ suất lợi nhuận gộp.

Thứ hai, luận văn đã đợa ra những đề xuất, gợi ý hữu ích gắn liền với kết quả nghiên cứu thực nghiệm cho các doanh nghiệp ngành công nghiệp Việt Nam trong hoạt động quản trị tài sản ngắn hạn và nợ ngắn hạn, đó là: (1) Cải thiện hiệu quả quản trị hàng tồn kho, (2) Cải thiện hiệu quả quản trị các khoản phải thu khách hàng, (3) Cải thiện hiệu quả quản trị các khoản phải trả ngợời bán, (4) Cải thiện hiệu quả quản trị vốn lợu động.

1.8. KẾT CẤU KHÁI QUÁT CỦA LUẬN VĂN.

Ngoài Chợơng mở đầu, Kết luận, Phụ lục và Danh mục các tài liệu tham khảo, nghiên cứu này đợợc chia thành năm chợơng:

- Chợơng 1: Giới thiệu.
- Chợơng 2: Cơ sở lý thuyết và bằng chứng thực nghiệm.
- Chợơng 3: Mô hình và phợơng pháp nghiên cứu.
- Chợơng 4: Kết quả nghiên cứu và thảo luận.
- Chợơng 5: Kết luận và gợi ý.

CHƠƠNG 2: CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ BẰNG CHỨNG THỰC NGHIỆM

2.1. CƠ SỞ LÝ THUYẾT VỀ QUẢN TRỊ VỐN LƠƯU ĐỘNG

2.1.1. Vốn lơưu động trong doanh nghiệp.

Các doanh nghiệp muốn nâng cao lợi nhuận nhơưng không phải đối diện với rủi ro mất khả năng thanh toán, hoạt động quản trị vốn lơưu động là vô cùng quan trọng. Vốn lơưu động là nguồn vốn tài trợ cho tài sản ngắn hạn, đơược xác định bằng giá trị tài sản ngắn hạn trừ đi các khoản phải trả ngắn hạn (Ngô Kim Phơượng, 2013). Vốn lơưu động tài trợ cho các hoạt động hằng ngày trong chu kỳ kinh doanh của doanh nghiệp, là chất bôi trơn giúp hoạt động của doanh nghiệp đơược diễn ra liên tục. Theo Mover, McGuigan và Kretlow (2004), vốn lơưu động là những khoản tiền cần thiết để thanh toán cho các hoạt động kinh doanh hàng ngày của doanh nghiệp. Trong nghiên cứu của Garcia Teruel và Martinez Solano (2006), vốn lơưu động là tổng tài sản ngắn hạn của doanh nghiệp, bao gồm: tiền mặt và các khoản tơương đơương tiền, các khoản đầu tơư tài chính ngắn hạn, các khoản phải thu ngắn hạn, hàng tồn kho và tài sản ngắn hạn khác, đơược sử dụng để tài trợ cho hoạt động sản xuất kinh doanh hàng ngày của doanh nghiệp.

Trong một chu kỳ kinh doanh, các dòng lơưu chuyển tiền vào và ra là không trùng khớp, điển hình nhơư trơường hợp khi doanh nghiệp phát sinh nhu cầu tiền để chi tiêu cho các khoản phải trả đến hạn từ nhà cung cấp nhơưng dòng tiền vào từ hoạt động bán hàng chơưa về do chính sách bán chịu của doanh nghiệp với khách hàng. Tình trạng thiếu hụt tiền tạm thời của doanh nghiệp làm phát sinh nhu cầu vốn lơưu động, là một nguồn vốn ngắn hạn tài trợ cho các tài sản ngắn hạn. Trong quá trình kinh doanh, tài sản ngắn hạn sẽ tồn tại dơưới nhiều hình thái khác nhau, từ các khoản nợ phải trả ngơười bán khi công ty mua chịu hàng hóa hoặc nguyên vật liệu, đơược tích trữ hoặc trải qua quá trình sản xuất trở thành thành phẩm và tạo nên hàng tồn kho, sau hoạt động bán hàng, chính sách bán chịu sản phẩm sẽ hình thành nên các khoản phải thu. Khoảng thời gian bắt đầu từ lúc doanh nghiệp mua chịu hàng hóa, nguyên vật liệu đến lúc bán hàng hóa thành phẩm và thu tiền về từ khách hàng là

một chu kỳ kinh doanh. Khác với chu kỳ kinh doanh, chu kỳ vốn lợu động chu kỳ vốn tài trợ cho chu kỳ kinh doanh, đợợc tính từ thời điểm doanh nghiệp trả tiền cho ngợời bán cho đến khi doanh nghiệp thu tiền về từ khách hàng, đợợc xác định bằng chu kỳ kinh doanh trừ đi thời gian mà công ty chiếm dụng vốn từ nhà cung cấp (Ngô Kim Phợợng và ctg, 2013).

Trong quyết định đầu tợ vào tài sản ngắn hạn, nhà quản trị cần cân nhắc cẩn thận một cấu trúc phù hợp, phối hợp giữa các loại tài sản ngắn hạn khác nhau nhợ lợợng tiền mặt tối thiểu cần duy trì, các khoản nợ phải trả cho nhà cung cấp để mua các yếu tố đầu vào, số lợợng hàng tồn kho từ hoạt động thu mua nguyên vật liệu và quá trình sản xuất, các khoản phải thu từ việc bán sản phẩm. Vốn lợu động ảnh hợởng đến tình trạng thanh khoản, hiệu quả sử dụng tài sản và khả năng tài chính của doanh nghiệp. Để quản trị vốn lợu động một cách hiệu quả, nhà quản trị cần chú trọng đến hai khoản tài sản ngắn hạn và một khoản nợ ngắn hạn quan trọng của doanh nghiệp (Cooper và ctg, 1998; Gitman, 1997).

- Các khoản phải thu: Tùy thuộc vào chính sách bán hàng, một doanh nghiệp có thể thu tiền ngay hoặc cấp một hạn mức tín dụng cho phép khách hàng trả chậm trong một khoảng thời gian nhất định. Khoản phải thu đợợc hình thành và tích lũy từ việc doanh nghiệp bán hàng tồn kho nhợng chợa nhận tiền thanh toán. Một chính sách bán chịu sẽ gắn liền với rủi ro thu hồi, hoạt động quản trị vốn lợu động yêu cầu doanh nghiệp cần quản lý hiệu quả các khoản phải thu của mình. Theo Gallinger và Healey (1987), việc cấp hạn mức thợơng mại cho khách hàng sẽ giúp công ty đẩy mạnh doanh thu bán hàng, nhợng nó cũng sẽ ảnh hợởng đến hiệu suất hoạt động và các quyết định đầu tợ vào hàng tồn kho nhằm đáp ứng nhu cầu. Gitman (1997) trong nghiên cứu của mình phát hiện mối liên hệ giữa thời gian trả tiền và khả năng vỡ nợ của các khoản phải thu khó đòi, dựa trên tính chất chiếm tỷ trọng lớn trong thời gian lợu chuyển của dòng tiền, ông cho rằng việc rút ngắn đợợc thời gian thu tiền sẽ tạo ra hiệu quả cao nhất so với việc tập

trung kiểm soát các yếu tố khác cùng có tác động đến thời gian luân chuyển tiền tệ của doanh nghiệp.

- Hàng tồn kho: Tùy thuộc vào các ngành khác nhau, hàng tồn kho có thể bao gồm: nguyên vật liệu cho quá trình sản xuất, sản phẩm dở dang, thành phẩm. Việc quản lý hàng tồn kho cần có sự cân bằng giữa lợợng vốn tài trợ nhằm duy trì hàng tồn kho và khả năng tạo doanh thu. Duy trì hàng tồn kho ở mức thấp có thể khiến công ty thiếu hụt sản phẩm, không thể thực hiện đơn hàng đúng hẹn hoặc vụt mất cơ hội gia tăng doanh nhu khi nhu cầu thị trợờng tăng cao. Tuy nhiên, việc duy trì hàng tồn kho cao sẽ làm gia tăng chi phí cơ hội. Do vai trò quan trọng quyết định hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, đã có nhiều học giả nghiên cứu về mức tồn kho tối ợu. Theo Richards và Laughlin (1980), một doanh nghiệp sẽ duy trì hàng tồn kho ở mức cao nếu lợi ích đem lại lớn hơn chi phí, điển hình trong các trợờng hợp nhợ mức chiết khấu lớn cho lợợng đặt hàng lớn, chi phí lợu trữ thấp, ít nguồn cung cấp thay thế hay thời gian vận chuyển không ổn định. Theo Corbett và Bayly (1991), để giảm bớt chi phí đầu tợ vào hàng tồn kho, doanh nghiệp nên nắm giữ lợợng tồn kho ở mức tối thiểu để duy trì hoạt động đồng thời tập trung vào việc xây dựng chuỗi cung ứng, phát triển tốt các mối quan hệ với nhà cung cấp, xây dựng hệ thống logistic và vận chuyển hiệu quả.
- Các khoản nợ phải trả: Là nguồn tài trợ bên trong đợợc hình thành trong quá trình hoạt động của doanh nghiệp. Đây là nguồn vốn doanh nghiệp chiếm dụng từ nhà cung cấp, ngợời lao động và nhà nợớc, không phải trả lãi, giúp tiết kiệm đợợc chi phí vốn so với việc sử dụng các nguồn vốn bên ngoài nhợ vốn vay hay vốn chủ sở hữu. Theo Gallinger và Healey (1997), nợ phải trả chiếm tỷ trọng lớn nhất trong dòng tiền ra của doanh nghiệp. Do không có chi phí sử dụng vốn, điều này tạo động lực cho một số doanh nghiệp gia tăng sử dụng nguồn tài trợ này, dẫn đến sự phụ thuộc quá mức vào các nguồn vốn chiếm dụng. Tuy nhiên, nợ phải trả cũng tồn tại các chi

phí ẩn, điển hình nhoị doanh nghiệp phải chịu mức giá bán cao hơn từ nhà cung cấp, chi phí cơ hội cho các khoản ứng trọớc tiền mặt, điều này làm gia tăng chi phí cho doanh nghiệp (Payne, 1993). Theo Richards và Laughlin (1980), qui mô nợ phải trả tùy thuộc vào chính sách tín dụng thọơng mại của nhà cung cấp, qui mô hoạt động, khả năng đàm phán và mức độ tín nhiệm của doanh nghiệp.

2.1.2. Một số quan điểm về quản trị vốn lọu động.

Các nghiên cứu về quản trị vốn lọu động đề cập đến việc quản trị vốn lọu động nhoị thế nào nhằm đạt đọợc các lợi ích bao gồm: tính thanh khoản, hiệu quả hoạt động, lợi nhuận bền vững và tối đa hóa giá trị cho cổ đông (Brigham và ctg, 1994; Gitman, 1997). Osisioma (1997) cho rằng hoạt động quản trị vốn lọu động là quá trình quản lý, kiểm soát và điều chỉnh để đạt đọợc sự cân bằng giữa tài sản ngắn hạn và nợ ngắn hạn, đảm bảo rằng các nghĩa vụ tài chính ngắn hạn của doanh nghiệp đọợc đảm bảo thực hiện đúng thời hạn. Quản trị vốn lọu động bao gồm các quyết định về tài trợ và đầu toị vào tài sản ngắn hạn, bắt đầu từ việc xây dựng một chính sách quản trị vốn lọu động và áp dụng thực hiện nó vào hoạt động thọ̀ờng ngày của doanh nghiệp nhằm đạt đọợc các mục tiêu đã đề ra (Cooper và ctg, 1998; Asch và Kaye, 1989). Mức độ đầu toị vào tài sản ngắn hạn là cơ sở quyết định cho hiệu quả của việc quản trị vốn lọu động. Nhà quản trị cần xác định cụ thể mức nhu cầu vốn lọu động và nguồn tài trợ cho nhu cầu này, trên cơ sở cân nhắc đến sự đánh đổi giữa rủi ro và lợi nhuận (Madura và Veit, 1988). Việc đầu toị nhiều vào tài sản ngắn hạn giúp tăng khả năng thanh khoản của doanh nghiệp, nhọng điều này làm tăng các khoản chi phí đầu toị và duy trì, từ đó có thể giảm lợi nhuận. Ngọợc lại, doanh nghiệp có thể theo đuổi việc tối đa hóa lợi nhuận bằng cách duy trì mức đầu toị vào tài sản ngắn hạn thấp nhằm tiết kiệm chi phí và tăng vòng quay tổng tài sản, tuy nhiên sẽ phải đối điện với rủi ro thanh khoản và vụt mất các cơ hội kinh doanh khi nhu cầu tăng cao.

Trong nghiên cứu của Ogundipe và ctg (2012), quản trị vốn lọu động là quá trình quản trị tài sản ngắn hạn và nợ ngắn hạn. Theo Nobanee và Haijiar (2011), quản trị vốn lọu động là một hoạt động rất quan trọng vì sự ảnh họởng trực tiếp của nó đến khả năng thanh khoản và khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Các doanh nghiệp có thể đối mặt với rủi ro phá sản nếu lựa chọn một chiến lọợc quản trị vốn lọu động không hợp lý, dù rằng doanh nghiệp vẫn có khả năng sinh lời. Mansoori và Muhammad (2012) cho rằng mục tiêu chính của quản trị vốn lọu động là đảm bảo doanh nghiệp có đủ dòng tiền để tiếp tục vận hành và tối thiểu hóa rủi ro mất khả năng thanh toán các khoản nợ ngắn hạn.

Theo nghiên cứu của Kallberg và Parkinson (1984), quản trị vốn lọu động cần chú trọng vào quản lý từng thành phần riêng biệt của vốn lọu động, vì chúng có những vai trò và mục đích riêng. Theo Hutchison và ctg (2002), việc rút ngắn chu kỳ vốn lọu động sẽ góp phần gia tăng lọu chuyển tiền thuần từ hoạt động sản xuất kinh doanh, từ đó nâng cao giá trị doanh nghiệp. Tryfonidis và Lazaridis (2010), Abuzayed (2011), Enqvist và ctg (2012) trong các nghiên cứu của mình đã đề cập đến việc quản trị vốn lọu động thông qua việc quản trị chu kỳ vốn lọu động và các thành phần của nó, tập trung xem xét tác động của việc quản trị một trong những thành phần của chu kỳ, cụ thể nhọ: quản trị hàng tồn kho, quản trị các khoản phải thu. Tuy nhiên, quan điểm trên đã vấp phải sự phản đối trong giới học thuật. Barney (1991) cho rằng không nên phân tách mối liên hệ phức tạp giữa các thành phần mà nên quản lý chúng trong mối quan hệ tổng hòa giữa các yếu tố. Hill và Sartoris (1992) trong nghiên cứu của mình phát hiện một số quyết định đầu tọ và tài trợ không chỉ ảnh họởng riêng rẽ đến thời gian luân chuyển dòng tiền của một yếu tố thuộc chu kỳ hoạt động mà còn tác động đến giá trị và thời gian luân chuyển dòng tiền của các yếu tố khác trong chu kỳ hoạt động, từ đó đề xuất việc quản trị nên bao gồm tất cả các thành phần để giảm bớt khả năng xảy ra những kết quả không mong muốn.

Theo nghiên cứu của Beaumont Smith (1997), Richards và Laughlin (1980), nhằm nâng cao hiệu quả quyết định đầu tơ và tài trợ, quản trị vốn lơu động không nên chú trọng vào từng thành phần riêng biệt, mà nên xem xét tổng thể sự tơơng tác giữa các thành tố. Nhà quản trị cần chú trọng đến mối quan hệ tơơng hỗ giữa hàng tồn kho, khoản phải thu và nợ phải trả với những đặc điểm về thời gian luân chuyển, tốc độ vòng quay và giá trị, thơời thay đổi khác nhau tùy thuộc vào từng ngành, từng phân khúc thị trơờng. Dựa trên sự thay đổi trong quan điểm, từ việc tập trung tối ơu hóa từng thành phần riêng biệt mà không xét đến chi phí ẩn gia tăng do tác động đến yếu tố khác, sang quản trị trong tổng thể, các nghiên cứu về quản tri vốn lơu động đã đề cập đến nội dung quản trị vốn lơu động dơới góc độ quản lý chu kỳ vốn lơu động, cụ thể hóa thành hoạt động quản lý tài sản ngắn hạn, nợ ngắn hạn và mối liên hệ tồn tại giữa chúng (Richards và Laughlin, 1980; Bringham và ctg, 1994; Maness, 1994; Gallinger, 1997; Gitman, 1997).

Tóm lại, quản trị vốn lơu động nhìn chung là quá trình quản trị các thành phần của tài sản ngắn hạn và nợ ngắn hạn thông qua việc quản trị chu kỳ vốn lơu động, quản trị khoản phải thu, quản trị hàng tồn kho và quản trị nợ phải trả. Tùy thuộc vào đặc điểm cụ thể của từng doanh nghiệp mà các nhà quản trị thực hiện các chính sách quản trị vốn lơu động khác nhau.

2.1.3. Chỉ tiêu đo lơờng.

Jose, Lancaster và Stevens (1996) cho rằng chu kỳ vốn lơu động, khoảng thời gian đơợc tính từ khi công ty trả tiền cho ngơời bán cho đến khi công ty thu tiền từ khách hàng, là chỉ số đại diện thích hợp nhất để đo lơờng hiệu quả quản trị vốn lơu động. Tơơng tự, theo Hutchison và Farris II (2002), quản trị vốn lơu động thơờng đơợc đo lơờng bằng chu kỳ vốn lơu động. Hoạt động quản trị vốn lơu động sẽ ảnh hơởng nhiều nhất đến chu kỳ vốn lơu động. Theo Ngô Kim Phơợng (2013), chu kỳ vốn lơu động đơợc đo lơờng bằng thời gian luân chuyển hàng tồn kho và các khoản phải thu chuyển hóa thành tiền, trừ đi thời gian mà công ty chiếm dụng vốn từ nhà cung cấp.

- Thời gian tồn kho là chỉ tiêu để đánh giá hiệu quả quản lý hàng tồn kho, đoợc đo loờng bằng cách lấy bình quân hàng tồn kho đầu kỳ và cuối kỳ chia cho giá vốn hàng bán bình quân một ngày trong kỳ. Nó cho biết thời gian hàng tồn kho chuyển hóa thành khoản phải thu khách hàng hoặc tiền thông qua hoạt động bán hàng. Thời gian tồn kho càng ngắn thì việc quản lý hàng tồn kho càng hiệu quả. Mức độ tồn kho phụ thuộc vào đặc điểm của từng ngành nghề sản xuất kinh doanh, điều kiện của thị troờng và tình trạng nền kinh tế (Nguyễn Trung Trực và ctg, 2014).
- Thời gian thu tiền bình quân là chỉ tiêu để đánh giá chất loợng quản lý các khoản phải thu, đoợc đo loờng bằng bình quân phải thu khách hàng đầu kỳ và cuối kỳ chia cho doanh thu bán hàng bình quân một ngày trong kỳ. Nó cho biết thời gian thu hồi các các khoản phải thu. Thời gian thu tiền chứa đựng thông tin về chính sách tín dụng thoơng mại, chất loợng nợ và hiệu quả hoạt động thu nợ của doanh nghiệp. Thời gian thu tiền càng lớn thì việc chuyển hóa doanh thu bán hàng thành tiền càng chậm, thể hiện tình trạng đọng vốn cũng nhoơ chính sách tín dụng và thu hồi nợ choơa hiệu quả. Qui mô các khoản phải thu cho biết mức độ bị chiếm dụng vốn của doanh nghiệp, phụ thuộc vào các yếu tố nhoơ giá cả, chất loợng sản phẩm, tình hình nền kinh tế, chính sách bán chịu và chất loợng nền khách hàng (Phan Thị Cúc và ctg, 2010).
- Thời gian phải trả ngoời bán là chỉ tiêu thể hiện mức độ chiếm dụng vốn của doanh nghiệp từ nhà cung cấp, đoợc đo loờng bằng bình quân nợ phải trả ngoời bán đầu kỳ và cuối kỳ chia cho doanh số mua hàng bình quân một ngày trong kỳ. Nó cho biết thời gian mà công ty thanh toán chậm cho nhà cung cấp, tính từ khi mua hàng cho đến khi thực hiện trả nợ bằng tiền. Vì là nguồn tài chính không phải trả lãi và có thể tự phát sinh, đa phần các doanh nghiệp luôn tồn tại các khoản nợ phải trả trong hoạt động của mình. Nếu thời gian phải trả càng dài, điều này thể hiện doanh nghiệp đang chiếm dụng vốn nhiều từ nhà cung cấp, có thể do vì tình trạng thanh khoản kém,

hoặc do doanh nghiệp theo đuổi chính sách ưu tiên chiếm dụng nguồn vốn giá rẻ, hoặc do mức độ tín nhiệm cao giúp gia tăng hạn mức tài trợ và kéo dài thời gian mua chịu (Nguyễn Tấn Bình, 2007).

Trên lý thuyết, nếu doanh nghiệp có thể kéo dài thời gian thanh toán cho nhà cung cấp, doanh nghiệp sẽ tiết kiệm được nguồn vốn cần để tài trợ cho tài sản ngắn hạn, giảm chi phí sử dụng vốn và tìm kiếm lợi nhuận từ hoạt động đầu tư vào tài sản khác. Mặt khác, nếu rút ngắn được chu kỳ kinh doanh tính từ khi mua nguyên vật liệu đầu vào đến lúc thu hồi tiền từ khách hàng, đồng vốn sẽ luân chuyển nhanh hơn, giúp gia tăng dòng tiền tự do tạo ra cho doanh nghiệp, đồng thời tái tạo lại nguồn tiền nhằm tiếp tục đầu tư vào chu kỳ kinh doanh tiếp theo. Vì vậy, một chu kỳ vốn lưu động càng ngắn, doanh nghiệp có khả năng tạo lợi nhuận càng cao.

Ngoài ra, việc quản trị vốn lưu động còn được đánh giá thông qua chính sách vốn lưu động, có thể được đo lường bởi chỉ số vốn lưu động ròng và các thành phần của nó. Doanh nghiệp có thể thực hiện ba hướng chính sách, hoặc lựa chọn chiến lược trung dung, cân đối phù hợp giữa thời gian chuyển thành tiền của tài sản với thời hạn trả của nguồn tài trợ, hoặc lựa chọn chiến lược mạo hiểm, sử dụng nguồn vốn ngắn hạn để tài trợ cho nhu cầu tài sản thường xuyên và tài sản dài hạn, hoặc lựa chọn chiến lược thận trọng, sử dụng các nguồn vốn dài hạn kết hợp với các nguồn vốn ngắn hạn để tài trợ cho các nhu cầu tài sản ngắn hạn. Điển hình như doanh nghiệp có thể theo đuổi một chính sách vốn lưu động thận trọng, đầu tư nhiều vào hàng tồn kho và khoản phải thu, với kỳ vọng nâng cao hiệu quả hoạt động và tăng trưởng doanh thu. Tuy nhiên, điều này có thể tạo ra ảnh hưởng tiêu cực, khi các khoản chi phí phát sinh liên quan đến hàng tồn kho như chi phí lưu trữ, thất thoát, cơ hội…, các tổn thất từ chính sách tín dụng bán hàng như chi phí trích lập dự phòng, các khoản nợ xấu khó đòi… lớn hơn lợi ích từ việc đầu tư nhiều vào hàng tồn kho và nới lỏng chính sách bán hàng mang lại, dẫn đến số ngày tồn kho và thu tiền sẽ gia tăng, từ đó ảnh hưởng tiêu cực đến lợi nhuận và giá trị doanh nghiệp.

2.2. CƠ SỞ LÝ THUYẾT VỀ LỢI NHUẬN.

2.1.1. Khái niệm.

Lợi nhuận là lợi ích tài chính mà doanh nghiệp tạo ra khi doanh thu đạt đợc từ hoạt động kinh doanh vợt qua các khoản chi phí cần thiết để thực hiện và duy trì hoạt động. Ý nghĩa của lợi nhuận mang tính tơng đối và thay đổi tùy thuộc vào khía cạnh xem xét: Với quản trị tài chính, lợi nhuận là sự kiểm tra về tính hiệu quả và là một biện pháp để kiểm soát nhằm đạt đợc mục tiêu; Với chủ sở hữu, lợi nhuận là một thợc đo giá trị của khoản đầu tợ, lợi ích thu hồi từ các nguồn lực đã đầu tợ vào hoạt động kinh doanh; Với chủ nợ, lợi nhuận giúp đánh giá mức an toàn của khoản tín dụng; Với chính phủ, nó là thợc đo về qui mô nguồn thu từ thuế và cơ sở để thiết lập thuế suất; Với một đất nợc, nó là một chỉ tiêu về tăng trợởng kinh tế, thể hiện thu nhập quốc gia tạo ra và sự thay đổi trong mức sống (Weston và Brigham, 2000).

Lợi nhuận của doanh nghiệp có nhiều loại khác nhau, thợờng đợc phân vào hai nhóm chính. Nhóm thứ nhất bao gồm lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh chính và lợi nhuận từ hoạt động tài chính, nhóm thứ hai là lợi nhuận khác. Lợi nhuận có thể đợc đo lợờng bằng chỉ tiêu tuyệt đối và chỉ tiêu tợơng đối. Chỉ tiêu tợơng đối đợc sử dụng để phân tích các yếu tố tác động đến lợi nhuận, giúp tìm ra nguyên nhân trọng yếu tác động đến sự biến động của lợi nhuận (Nguyễn Đình Kiệm, Bạch Đức Hiển, 2007; Phan Thị Cúc, 2010).

Tối đa hóa lợi nhuận là một trong những mục tiêu quan trọng hàng đầu của doanh nghiệp. Lợi nhuận là nguồn tài chính quan trọng quyết định sự tồn tại và phát triển của công ty. Một doanh nghiệp sẽ rơi vào tình trạng kiệt quệ tài chính và có khả năng phá sản nếu lợi nhuân âm liên tục và kéo dài. Đồng thời, lợi nhuận còn là chỉ tiêu đánh giá chất lợợng hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp (Nguyễn Đình Kiệm, Bạch Đức Hiển, 2007).

2.2.1. Hệ thống chỉ tiêu đo lợờng.

Có hai loại chỉ tiêu về lợi nhuận đó là tổng mức lợi nhuận và tỷ suất lợi nhuận. Tổng mức lợi nhuận là chỉ tiêu tuyệt đối cho biết quy mô kết quả kinh doanh. Tỷ suất lợi nhuận là chỉ tiêu tợơng đối, cho biết mối quan hệ giữa lợi nhuận và các yếu tố cấu thành. Vì tổng mức lợi nhuận chỉ thể hiện giá trị tuyệt đối, không thể so sánh khi quy mô hoạt động khác nhau, vì vậy nhằm đánh giá hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh giữa các đối tợợng khác nhau, tỷ suất sinh lời thợờng đợợc sử dụng (Nguyễn Thị My, Phan Đức Dũng, 2008; Nguyễn Trung Trực và ctg, 2013). Tỷ suất sinh lời cho biết mức lợi nhuận mà doanh nghiệp tạo ra trên một đơn vị chi phí, yếu tố đầu vào, phản ánh về lợợng và chất các yếu tố cấu thành quá trình sản xuất kinh doanh và năng lực của doanh nghiệp trong việc sử dụng nguồn lực để đạt đợợc kết quả cao nhất (Nguyễn Trung Trực và ctg, 2013).

Theo Brigham và Weston (2000), lợi nhuận của doanh nghiệp có thể đợợc đo lợờng thông qua hai chỉ tiêu là tỷ suất sinh lời của tài sản và tỷ suất sinh lời của vốn chủ sở hữu. Các tỷ số đo lợờng lợi nhuận sẽ thay đổi tùy thuộc vào đặc điểm của ngành sản xuất kinh doanh, vì vậy để đánh giá chính xác các chỉ tiêu này, cần phải so sánh với bình quân ngành.

$$ROA = \frac{\text{Lợi nhuận sau ế}}{\text{Tổng tài sản bình quân}}$$

ROA cho biết một đồng tài sản bình quân phục vụ cho hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty tạo ra đợợc bao nhiêu đồng lợi nhuận sau thuế cho chủ sở hữu. Tỷ số này cho biết hiệu quả quản lý và sử dụng tài sản để tạo ra thu nhập của doanh nghiệp. Đây là chỉ tiêu thợờng đợợc nhà phân tích tài chính sử dụng, giúp đánh giá mức sinh lời của tài sản khi so sánh lợi nhuận giữa các doanh nghiệp cùng ngành hoặc so với bình quân toàn ngành trong cùng một thời kỳ. Tỷ số ROA cao là dấu hiệu tốt vì có thể doanh nghiệp đang kiếm đợợc nhiều tiền hơn trên một lợợng vốn đầu tợ ít hơn so với các đối thủ cạnh tranh hoặc so với bình quân ngành.

$$ROE = \frac{\text{Lợi nhuận ròng}}{\text{Tổng vốn chủ sở hữu bình quân}}$$

ROE cho biết một đồng đầu tơ của chủ sở hữu vào hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty thu lại bao nhiêu đồng lợi nhuận. Chỉ tiêu này xét đến tác động của thuế và đòn bẩy tài chính đến lợi nhuận, thoờng đoợc so sánh với chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu, giúp đánh giá chất loợng hiệu quả hoạt động kinh doanh của nhà quản trị trong việc thực hiện mục tiêu tối đa hóa giá trị cho cổ đông.

Ngoài ra, theo Adediran A. Samson và ctg (2012), tỷ suất lợi nhuận gộp là một chỉ tiêu vừa có thể đo loờng lợi nhuận của doanh nghiệp vừa có mối liên hệ trực tiếp với hoạt động quản trị vốn loru động. Tùy thuộc vào mức độ đầu tơ của nhà quản trị vào vốn loru động, từ đó sẽ tác động đến giá trị của tỷ suất lợi nhuận gộp trên doanh thu của doanh nghiệp. GPM (Gross Profit Margin) cho biết một đồng doanh thu thuần từ bán hàng hóa và cung cấp dịch vụ sẽ tạo ra bao nhiêu đồng lợi nhuận nếu không tính đến chi phí tài chính, chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp.

$$GPM = \frac{\text{(Doanh thu thuần – Giá vốn hàng bán)}}{\text{Doa}}$$

nh	thuầ
thu	n

GPM cho biết mức độ hiệu quả khi sử dụng các yếu tố đầu vào (tơ liệu sản xuất, lao động) trong hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Chỉ tiêu này xét đến tác động của từ các quyết định đầu tơ vào tài sản ngắn hạn ảnh hơởng đến giá vốn hàng bán, thơời gian đơợc nhà quản trị sử dụng để đánh giá mức độ hiệu quả trong quy trình sản xuất của công ty bằng cách so sánh với tỷ số của các công ty cùng ngành. Nếu tỷ số của các công ty đối thủ cao hơn, thì có thể tổ chức đang thực hiện quản trị hoạt động sản xuất kinh doanh chơa hiệu quả, bị mất lợi thế cạnh tranh về chi phí và giá bán so với các công ty cùng ngành.

2.2.2. Các yếu tố ảnh hợởng đến lợi nhuận.

Phân tích Du Pont đợợc kết hợp sử dụng để xem xét tác động của từng bộ phận đến các chỉ tiêu lợi nhuận, làm cơ sở để phân tích nguyên nhân và đợa ra các khuyến nghị nhằm cải thiện hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp.

Các yếu tố ảnh hợởng đến tỷ suất sinh lời trên tài sản

$$ROA = \frac{\text{Doanh thu thuần}}{\text{Tổng tài sản bình quân}} \times \frac{\text{Lợi nhuận ê}}{\text{Doanh thu thuần}}$$

Vòng quay tổng tài sản cho biết một đồng vốn đầu tợ vào tài sản tạo ra đợợc bao nhiêu đồng doanh thu, thể hiện hiệu quả tiết kiệm vốn thông qua tốc độ luân chuyển vốn. Tốc độ luân chuyển vốn càng cao sẽ làm giảm nhu cầu và chi phí sử dụng vốn, gia tăng dòng tiền tự do, tạo ra doanh thu nhiều hơn, từ đó giúp tăng lợi nhuận (Nguyễn Văn Công, 2013). Tỷ số này tăng có thể do quy mô tài sản ngắn hạn bị thu hẹp, công ty giảm đầu tợ vào tài sản cố định, thắt chặt chính sách tín dụng đối với khách hàng, giảm tồn kho vì thu hẹp kinh doanh, hoặc cắt giảm các loại tài sản ngắn hạn khác, từ đó có thể gây ảnh hợởng đến khả năng lợi nhuận của công ty trong tợơng lai (Ngô Kim Phợợng và ctg, 2013)

Tỷ suất lợi nhuận sau thuế trên doanh thu thuần cho biết bao nhiêu đồng lợi nhuận dành cho chủ sở hữu đợợc tạo ra bởi một đồng doanh thu, thể hiện hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp trong việc tạo ra giá trị cho chủ sở hữu, chịu tác động của đòn bẩy hoạt động và đòn bẩy tài chính, thể hiện hiệu quả tiết kiệm chi phí. Chỉ tiêu hiệu quả tiết kiệm chi phí càng lớn, lợi nhuận tạo ra sau thuế càng cao và ngợợc lại (Nguyễn Văn Công, 2013).

Các yếu tố ảnh hợởng đến tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu

- $ROE = \frac{\text{Tổng tài sản bình quân}}{\text{Vốn chủ sở hữu bình quân}} \times \frac{\text{Doanh thu thuần}}{\text{Tổng tài sản bình quân}} \times \frac{\text{Lợi nhuận ròng}}{\text{Doanh thu thuần}}$

Vòng quay tổng vốn thể hiện hiệu quả tiết kiệm vốn, phân tích tợơng tự nhợ đối với ROA đã đề cập ở trên.

Tỷ suất lợi nhuận ròng trên doanh thu thuần thể hiện hiệu quả tiết kiệm chi phí, phân tích tợơng tự nhợ đối với ROA đã đề cập ở trên.

Tỷ số tổng tài sản bình quân trên vốn chủ sở hữu bình quân là chỉ tiêu liên quan đến đòn bẩy tài chính, phản ánh mối quan hệ giữa nợ phải trả với vốn chủ sở hữu, cho biết mức độ sử dụng vốn nợ của doanh nghiệp. Nếu sử dụng nợ hiệu quả, lợi nhuận tạo ra từ nguồn vốn này sẽ cao hơn chi phí lãi vay cố định bỏ ra, phần chênh lệch sẽ dành cho cổ đông

Tỷ suất lợi nhuận gộp đợợc tính dựa trên hiệu của doanh thu thuần và giá vốn hàng bán trên doanh thu thuần, chịu tác động của tỷ suất giá vốn hàng bán trên doanh thu thuần. Nếu công ty tiết kiệm chi phí hoạt động sẽ làm cho giá vốn hàng bán giảm, từ đó làm tăng tỷ lệ lợi nhuận biên nhu đợợc trên 100 đồng doanh thu, ngợợc lại nếu công ty không tiết kiệm chi phí hoạt động sẽ làm cho giá vốn hàng bán tăng và số đồng lợi nhuận gộp thu về trên 100 đồng doanh thu giảm. Chính vì thế, tỷ suất lợi nhuận gộp phản ánh hiệu quả tiết kiệm chi phí hoạt động của doanh nghiệp.

Từ những phân tích về các yếu tố ảnh hợởng đến lợi nhuận cho thấy, để tăng tỷ suất sinh lời nhà quản trị có thể tăng hiệu quả sử dụng vốn tức tăng vòng quay của tổng vốn, tăng hiệu quả tiết kiệm chi phí thông qua việc giảm giá vốn hàng bán là chi phí trực tiếp để tạo ra doanh thu, tăng tỷ lệ tổng tài sản bình quân trên vốn chủ sở hữu thông qua việc đầu tợ thêm vào tài sản ngắn hạn, tăng mức sử dụng các khoản nợ chiếm dụng. Theo đó, những giải pháp gia tăng tỷ suất sinh lời này đều có mối liên hệ đến hoạt động quản trị vốn lợu động của doanh nghiệp thông qua việc tác động đến chu kỳ vốn lợu động và các thành phần của nó.

2.3. NGUYÊN LÝ CHUNG VỀ TÁC ĐỘNG CỦA QUẢN TRỊ VỐN LƠ]U ĐỘNG ĐẾN LỢI NHUẬN CỦA DOANH NGHIỆP.

Nhằm phân tích tác động của chính sách quản trị vốn lơu động đến lợi nhuận, các thành phần của chu kỳ vốn lơu động cần đơợc xem xét đến vì nó thể hiện chất lơợng các hoạt động thanh toán cho yếu tố đầu vào, sản xuất, bán hàng và thu tiền của doanh nghiệp.

Thời gian tồn kho bình quân thấp cho thấy sản phẩm tốn ít thời gian lơu trữ trơớc khi đơợc bán, đồng nghĩa doanh nghiệp sẽ quay vòng tài sản đơợc nhiều hơn trong năm tài chính, điều này sẽ góp phần gia tăng lợi nhuận. Nếu thời gian tồn kho bình quân dài, điều này có thể là dấu hiệu cho thấy hoạt động kinh doanh không hiệu quả, hoặc do chính sách lơu trữ tồn kho ở mức cao của doanh nghiệp. Một số nghiên cứu đã đề cập lợi ích của việc duy trì hàng tồn kho ở mức cao khi giúp doanh nghiệp luôn có sẵn nguyên vật liệu cung ứng trong mọi tình huống, đồng thời tránh đơợc tác động tiêu cực khi giá cả các yếu tố đầu vào biến động. Fullerton, Rosemary và Fawson (2003) trong nghiên cứu của mình đã đơa ra bằng chứng thực nghiệm về việc áp dụng hệ thống quản trị chất lơợng "Just In Time" góp phần gia tăng lợi nhuận và đơa ra đề xuất cải thiện hệ thống chuỗi cung ứng nhằm nâng cao hiệu quả quản lý hàng tồn kho tại các doanh nghiệp sản xuất.

Chính sách tín dụng thơơng mại trong hoạt động bán hàng ảnh hơởng đến thời gian luân chuyển dòng tiền vào của doanh nghiệp. Nếu thời gian thu tiền của doanh nghiệp dài, dòng tiền vào của doanh nghiệp bị ứ đọng trong các khoản phải thu, làm phát sinh các khoản chi phí tài trợ, chi phí quản lý, chi phí thu hồi, đồng thời lơợng vốn tài trợ cho hoạt động sản xuất sẽ bị giảm và đơợc luân chuyển một phần để tài trợ cho các khoản phải thu, điều này làm giảm hiệu suất hoạt động và hạn chế khả năng tạo lợi nhuận của doanh nghiệp. Mặt khác, nếu thời gian thu tiền ngắn có thể là dấu hiệu cho thấy doanh nghiệp đang theo đuổi một chính sách tín dụng chặt chẽ, điều này có thể ảnh hơởng đến doanh thu do chính sách bán hàng không cạnh tranh, dẫn đến lợi nhuận đạt đơợc thấp hơn mức tiềm năng (Nguyễn Trung Trực, 2014).

Thời gian phải trả ngoời bán càng dài, nguồn vốn mà doanh nghiệp chiếm dụng để tài trợ cho hoạt động càng lớn. Điều này giúp giảm nhu cầu vốn lou động ròng, tiết kiệm chi phí sử dụng vốn vì đây là nguồn tài trợ không phải trả lãi, và doanh nghiệp có thể sử dụng nguồn vốn dôi ra để tài trợ thêm cho quá trình sản xuất, tạo ra cơ hội gia tăng lợi nhuận cho doanh nghiệp.

Quản trị vốn lou động dựa vào chu kỳ vốn lou động để oớc loợng và đánh giá dòng tiền của doanh nghiệp. Chỉ tiêu này cung cấp thông tin về thời gian các dòng tiền vào và ra, từ đó dự đoán đoợc các thời điểm thiếu hụt và thặng dơ thanh khoản, giúp tối ou hóa các quyết định đầu tơ và tài trợ, là một nhân tố quan trọng giúp nâng cao hiệu quả tài chính của doanh nghiệp (Hutchison và ctg, 2002). Rút ngắn chu kỳ vốn lou động ngắn làm giảm thời gian đồng vốn luân chuyển, nhanh chóng tái tạo dòng tiền để tiếp tục đầu tơ cho chu kỳ kinh doanh tiếp theo, giảm nhu cầu vốn tài trợ cho tài sản lou động, tiết kiệm chi phí sử dụng vốn, từ đó gia tăng lợi nhuận cho tổ chức. Doanh nghiệp có thể rút ngắn chu kỳ vốn lou động thông qua việc tăng coờng quản trị chất loợng trong hoạt động sản xuất và bán hàng, xây dựng một chính sách tín dụng chặt chẽ, và tận dụng các khoảng vốn chiếm dụng một cách hợp lý.

2.4. CÁC NGHIÊN CỨU THỰC NHIỆM VỀ QUẢN TRỊ VỐN LƠU ĐỘNG VÀ LỢI NHUẬN CỦA DOANH NGHIỆP.

2.4.1. Các nghiên cứu thực nghiệm ở noớc ngoài.

Lazaridis Ioannis và Tryfonidis Dimitrios (2006) nghiên cứu mối quan hệ giữa quản trị vốn lou động và khả năng tạo lợi nhuận của 131 công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Athens giai đoạn 2001 - 2004. Các biến trong mô hình hồi quy bao gồm: Biến phụ thuộc là khả năng sinh lời, đo loờng bởi chỉ tiêu tỷ suất lợi nhuận gộp trên tài sản phi tài chính; Các biến độc lập là tình trạng quản trị vốn lou động, đo loờng bởi chu kỳ luân chuyển tiền và các thành phần của nó, đòn bẩy tài chính, đo loờng bởi hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu, và hoạt động đầu tơ dài hạn, đo loờng bởi tỷ lệ tài sản tài chính dài hạn trên tổng tài sản. Nghiên cứu sử dụng

phoɪơng pháp thống kê mô tả, phân tích hồi quy, các kiểm định t và Durbin – Watson. Kết quả nghiên cứu cho thấy mối quan hệ ngoɪợc chiều giữa khả năng tạo lợi nhuận với chu kỳ vốn loɪu động, thời gian tồn kho, thời gian thu tiền khách hàng và thời gian trả tiền ngoɪời bán ở mức ý nghĩa thống kê 1%. Đồng thời, nghiên cứu khuyến nghị các doanh nghiệp có thể cải thiện hiệu quả hoạt động thông qua việc giám sát chu kỳ luân chuyển tiền và kiểm soát các thành phần của nó ở mức tối oɪu, thông qua các biện pháp nhoɪ giảm kỳ hạn tín dụng thoɪơng mai hoặc trì hoãn việc thanh toán các khoản nợ với nhà cung cấp.

Amarjit Gill và cộng sự (2010) tìm hiểu mối quan hệ giữa quản trị vốn loɪu động và lợi nhuận của 88 công ty tại Mỹ đoɪợc niêm yết trên thị troɪờng chứng khoán New York thuộc 5 ngành sản xuất sản phẩm thuộc các lĩnh vực bao gồm chăm sóc sức khỏe, công nghiệp, hóa chất, điện tử và thực phẩm trong giai đoạn từ năm 2005 đến năm 2007. Nghiên cứu sử dụng phoɪơng pháp thống kê mô tả, phân tích toɪơng quan Pearson, mô hình hồi quy gộp (Pooled OLS) và bình phoɪơng nhỏ nhất có tỷ trọng (WLS). Sử dụng chỉ tiêu tỷ suất lợi nhuận gộp để đo loɪờng lợi nhuận, kết quả nghiên cứu phát hiện khả năng sinh lời của doanh nghiệp có quan hệ ngoɪợc chiều với thời gian thu tiền và cùng chiều với chu kỳ vốn loɪu động. Ngoài ra, mô hình cũng ghi nhận các biến số thời gian trả tiền, thời gian tồn kho có tác động cùng chiều với khả năng sinh lời nhoɪng các hệ số oɪớc loɪợng không có ý nghĩa thống kê.

M. A. Zariyawati và cộng sự (2009) tìm hiểu mối quan hệ giữa quản trị vốn loɪu động và lợi nhuận troɪờng hợp tại Malaysia trong khoảng thời gian từ năm 1996- 2006. Mẫu nghiên cứu bao gồm 148 doanh nghiệp niêm yết tại Sàn Giao Dịch Chứng Khoán Kuala Lumpur, đoɪợc phân nhóm theo từng lĩnh vực kinh tế khác nhau. Nghiên cứu sử dụng mô hình phân tích hồi quy gộp bình phoɪơng nhỏ nhất (pooled OLS) và mô hình các nhân tố ảnh hoɪởng cố định (FEM). Kết quả nghiên cứu cho thấy lợi nhuận đoɪợc đo loɪờng thông qua biến tỷ suất lợi nhuận troɪớc thuế, lãi vay và khấu hao trên doanh thu thuần có mối quan hệ ngoɪợc chiều với chu kỳ

vốn lợu động trong tất cả các lĩnh vực kinh tế ngoại trừ các ngành sản xuất sản phẩm tiêu dùng và ngành xây dựng.

Wuthichai Wongthatsanekorn (2010) nghiên cứu tác động của chu kỳ vốn lợu động lên lợi nhuận của doanh nghiệp. Dữ liệu nghiên cứu đợợc thu thập từ 13 bệnh viện tợ đợợc niêm yết trên Sàn Giao Dịch Chứng Khoán Thái Lan trong khoảng thời gian từ năm 2002 - 2008. Nghiên cứu sử dụng thống kê mô tả, phân tích tợơng quan và phân tích hồi quy dữ liệu bảng. Kết quả nghiên cứu đã không phát hiện mối quan hệ có ý nghĩa thống kê giữa chu kỳ vốn lợu động, thời gian tồn kho với lợi nhuận doanh nghiệp đợợc đo lợờng thông qua tỷ suất doanh thu thuần trên tổng tài sản bình quân. Ngoài ra, nghiên cứu còn phát hiện tác động ngợợc chiều của thời gian thu tiền, thời gian trả tiền với lợi nhuận, qua đó khuyến nghị các doanh nghiệp có thể cải thiện hiệu quả hoạt động bằng cách giảm kỳ hạn tín dụng thợơng mại đối với khách hàng hoặc có thể trì hoãn việc thanh toán các khoản nợ với nhà cung cấp.

Bana Abuzayed (2011) nghiên cứu tác động của quản trị vốn lợu động đến hiệu quả hoạt động của 52 doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán Amman, Jordan giai đoạn 2000 – 2008. Nghiên cứu đã sử dụng hai mô hình với hai biến phụ thuộc lần lợợt là tỷ suất lợi nhuận hoạt động ròng và Tobin’s Q, chu kỳ vốn lợu động và các thành phần của nó lần lợợt là biến độc lập. Nghiên cứu sử dụng phợơng pháp phân tích hồi quy dữ liệu bảng với các mô hình các ảnh hợởng ngẫu nhiên (REM) và mô hình các ảnh hợởng cố định (FEM). Kết quả nghiên cứu phát hiện chu kỳ luân chuyển tiền và hai thành phần của nó là số ngày thu tiền bình quân và số ngày tồn kho bình quân đều có ảnh hợởng đồng thuận đến hiệu quả hoạt động. Tuy nhiên, tác giả cũng phát hiện chu kỳ luân chuyển tiền và các thành phần của nó có ảnh hợởng không đồng thuận với Tobin’Q nhợng hệ số ợớc lợợng không có ý nghĩa thống kê. Theo đó, trong việc lựa chọn danh mục cổ phiếu để đầu tợ, các nhà đầu tợ thợờng không quan tâm nhiều đến các doanh nghiệp có chính sách vốn lợu động hiệu quả hơn, họ thợờng không xem tính thanh khoản là một yếu tố quan trọng để đánh giá hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp. Điều này đợợc tác giả lý giải

rằng có thể do các thông tin tiếp cận không đủ tính minh bạch để ảnh hợởng đến quyết định của nhà đầu tợ hoặc và nhà đầu tợ không có khả năng phân tích những thông tin và tín hiệu thị trợờng nhận đợợc một cách hiệu quả.

Enqvist và cộng sự (2012) nghiên cứu các doanh nghiệp tại Phần Lan giai đoạn 1990-2008, trong hai đoạn kinh doanh khác nhau, khi nền kinh tế suy thoái và khi nền kinh tế bùng phát. Chỉ số lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA) và hệ số lợi nhuận ròng (Lợi nhuận ròng/ doanh số) đợợc sử dụng để đo lợờng hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Sử dụng phợơng pháp thống kê mô tả, phân tích tợơng quan và mô hình hồi quy với phợơng pháp ma trận hiệp phợơng sai điều chỉnh của White nhằm loại bỏ hiện tợợng phợơng sai sai số thay đổi, kết quả nghiên cứu cho thấy điều kiện kinh tế có ảnh hợởng đến mối quan hệ giữa quản trị vốn lợu động và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, cụ thể mức độ ảnh hợởng của hiệu quả quản trị vốn lợu động có khuynh hợớng gia tăng trong điều kiện kinh tế đang suy thoái.

Sandia Majeed và cộng sự (2013) tìm hiểu mối quan hệ giữa chu kỳ vốn lợu động và lợi nhuận của các doanh nghiệp tại Pakistan. Dữ liệu đợợc lấy từ 32 công ty thuộc các ngành hóa chất, ô tô và vật liệu xây dựng đợợc niêm yết trên Sàn Giao Dịch Chứng Khoán Karachi từ năm 2006 - 2010. Nghiên cứu sử dụng phợơng pháp phân tích tợơng quan và phân tích hồi quy đa biến. Các biến trong mô hình nghiên cứu này bao gồm: Biến phụ thuộc là khả năng sinh lời, đo lợờng bởi suất sinh lời trên tài sản (ROA) và tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE); Biến độc lập là tình trạng quản trị vốn lợu động, đo lợờng bởi chu kỳ luân chuyển tiền và các thành phần của nó, biến quy mô doanh nghiệp, đo lợờng bởi logarit của tổng giá trị tài sản. Kết quả cho thấy có mối quan hệ ngợợc chiều giữa lợi nhuận với thời gian thu tiền, chu kỳ vốn lợu động và không phát hiện mối quan hệ có ý nghĩa thống kê với thời gian tồn kho, thời gian trả tiền. Nghiên cứu cũng khuyến nghị các công ty nên rút ngắn chu kỳ luân chuyển tiền, thời gian thu hồi các khoản phải thu cũng nhợ kéo dài thời gian thanh toán cho các nhà cung cấp để nâng cao hiệu quả hoạt động kinh doanh.

Raheem Anser và Qaisar Ali Malik (2013) tìm hiểu tác động của chu kỳ vốn lưu động tới lợi nhuận với dữ liệu nghiên cứu thu thập từ 155 doanh nghiệp được niêm yết trên Sàn Giao Dịch Chứng Khoán Karachi tại Pakistan trong khoảng thời gian từ năm 2007-2011. Nghiên cứu sử dụng phương pháp thống kê mô tả, phân tích tương quan và phân tích hồi quy. Các biến trong mô hình hồi quy được định hướng như sau: Biến phụ thuộc là khả năng sinh lời, đo lường bởi suất sinh lời trên tài sản và suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu; Biến độc lập bao gồm các biến phản ánh thực trạng quản trị vốn lưu động, đo lường bởi chu kỳ luân chuyển tiền, biến đòn bẩy tài chính, đo lường bởi hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu, và biến quy mô doanh nghiệp, đo lường bởi logarit của tổng giá trị tài sản. Kết quả hồi quy đã phát hiện mối quan hệ ngược chiều giữa chu kỳ vốn lưu động với lợi nhuận, đồng thời đưa ra khuyến nghị các doanh nghiệp trong việc cải thiện hiệu quả hoạt động bằng cách giảm khoảng thời gian vốn lưu động không lưu thông, đồng nghĩa với việc rút ngắn chu kỳ luân chuyển tiền.

Marco Muscettola (2014) nghiên cứu mối quan hệ giữa chu kỳ chuyển đổi tiền và lợi nhuận của 4,226 doanh nghiệp SME tại Italy trong giai đoạn từ năm 2007 đến năm 2010. Nghiên cứu sử dụng phân tích nhóm (Cluster analysis) và mô hình hồi quy logistic. Kết quả nghiên cứu cho thấy lợi nhuận của doanh nghiệp được đo lường thông qua tỷ suất lợi nhuận trước khấu hao, thuế, lãi vay trên doanh thu thuần có mối quan hệ cùng chiều với thời gian thu tiền, thời gian trả tiền, chu kỳ chuyển đổi tiền và không ghi nhận mối quan hệ có ý nghĩa thống kê với thời gian tồn kho.

Marius Cristian và Laura Raisa (2014) nghiên cứu mối quan hệ giữa quản trị vốn lưu động và lợi nhuận của ba doanh nghiệp ngành dược được niêm yết trên Sàn Giao Dịch Chứng Khóan Burachest tại Romania trong từ năm 2002 đến năm 2012. Nghiên cứu sử dụng phương pháp phân tích mô hình hồi quy tuyến tính đa biến. Sử dụng tỷ suất sinh lợi trên tài sản để đo lường lợi nhuận của doanh nghiệp, kết quả nghiên cứu phát hiện mối quan hệ ngược chiều của thời gian thu tiền, thời gian tồn kho và chu kỳ vốn lưu động với khả năng sinh lời. Vì vậy, việc giảm chu

kỳ hàng tồn kho, chu kỳ thu tiền và chu kỳ trả tiền sẽ có tác động tích cực làm chu kỳ luân chuyển tiền giảm, từ đó gia tăng hiệu quả hoạt động, giúp tối đa hóa lợi nhuận thu đợc.

Amir Asgharian (2015) nghiên cứu mối liên hệ giữa quản trị vốn lợu động đến hiệu quả tài chính có xét đến khía cạnh hạn chế tài chính tại các 140 doanh nghiệp đợc niêm yết trên Sàn Giao Dịch Chứng Khoán Tehran, Iran trong giai đoạn từ năm 2009 - 2013. Nghiên cứu sử dụng thống kê mô tả, phân tích tợng quan và mô hình hồi quy đa biến kết hợp với kiểm định Durbin - Watson. Các biến trong mô hình nghiên cứu này bao gồm: Biến phụ thuộc là khả năng sinh lời, đợc đo lợờng thông qua tỷ số giữa giá trị sổ sách của tổng tài sản trên tổng giá trị sổ sách của nợ và giá trị thị trợờng của vốn chủ sở hữu; Biến độc lập là tình trạng quản trị vốn lợu động, đo lợờng bởi chu kỳ luân chuyển tiền và bình phợơng của nó, đòn bẩy tài chính, đo lợờng bởi hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu, quy mô doanh nghiệp, đo lợờng bởi logarit của tổng giá trị tài sản và tốc độ tăng trợởng, đo lợờng bởi tỷ lệ phần trăm doanh thu tăng thêm qua các năm. Kết quả nghiên cứu ghi nhận không có mối quan hệ mang ý nghĩa thống kê giữa chu kỳ vốn lợu động và lợi nhuận của doanh nghiệp.

Agrim Aggarwal và Rahul Chaudhary (2015) nghiên cứu ảnh hợởng của quản trị vốn lợu động đến lợi nhuận của 364 doanh nghiệp đợc niêm yết trên Sàn Giao Dịch Chứng Khoán Bombay, Ấn Độ trong giai đoạn từ năm 2010 - 2014. Nghiên cứu sử dụng phân tích tợng quan, thống kê mô tả và phân tích hồi quy. Kết quả nghiên cứu cho thấy lợi nhuận của doanh nghiệp đợc đo lợờng thông qua chỉ tiêu tỷ suất lợi nhuận gộp trên tài sản phi tài chính có mối quan hệ ngợợc chiều với chu kỳ vốn lợu động, thời gian tồn kho, thời gian trả tiền và quan hệ cùng chiều với thời gian thu tiền. Nghiên cứu phát hiện các công ty đã cải thiện hiệu quả hoạt động kinh doanh khi tiến hành rút ngắn chu kỳ luân chuyển tiền, cụ thể việc kéo dài số ngày trả tiền sẽ tác động tích cực hơn so với việc quản lý chặt chẽ chính sách tín dụng thợơng mại của doanh nghiệp.

Murtala Zakari và Sani Saidu (2016) tìm hiểu tác động của chu kỳ vốn lưu động tới lợi nhuận với dữ liệu nghiên cứu được thu thập từ các doanh nghiệp ngành truyền thông niêm yết trên Sàn Giao Dịch Chứng Khoán Nigeria trong khoảng thời gian từ năm 2010 đến năm 2014. Nghiên cứu sử dụng phương pháp thống kê mô tả, phân tích tương quan và phân tích hồi quy. Các biến trong mô hình nghiên cứu này bao gồm: Biến phụ thuộc là khả năng sinh lời, đo lường bởi suất sinh lời trên tài sản (ROA); Biến độc lập bao gồm các biến phản ánh thực trạng quản trị vốn lưu động, đo lường bởi chu kỳ luân chuyển tiền và các thành phần của nó, biến kiểm soát là quy mô doanh nghiệp, đo lường bởi logarit của tổng giá trị tài sản. Kết quả hồi quy đã phát hiện mối quan hệ cùng chiều giữa chu kỳ vốn lưu động với lợi nhuận, đồng thời đưa ra khuyến nghị về tầm quan trọng của quản trị vốn lưu động trong hoạt động hằng ngày, theo đó, nếu doanh nghiệp thực hiện quản trị một cách hiệu quả, nó sẽ mang lại sự thịnh vượng trong dài hạn cho tổ chức, ngược lại nếu doanh nghiệp đánh giá thấp vai trò của quản trị vốn lưu động, nó có thể đưa tổ chức rơi vào trạng thái kiệt quệ tài chính hoặc lợi nhuận giảm sút do mất các cơ hội kinh doanh tiềm năng.

2.4.2. Các nghiên cứu thực nghiệm ở Việt Nam.

Huynh Phuong Dong, Jhy-tay Su (2010) nghiên cứu mối quan hệ giữa quản trị vốn lưu động với lợi nhuận của doanh nghiệp. Dữ liệu nghiên cứu được thu thập từ 130 công ty, loại trừ các ngành tài chính và dịch vụ, được niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn từ năm 2006 đến năm 2008. Dựa trên mô hình nghiên cứu Lazaridis Ioannis và Tryfonidis Dimitrios (2006), tác giả sử dụng phương pháp phân tích tương quan và phân tích hồi quy mô hình FEM. Kết quả nghiên cứu cho thấy lợi nhuận của doanh nghiệp có mối quan hệ ngược chiều với chu kỳ vốn lưu động, thời gian thu tiền, thời gian tồn kho và quan hệ cùng chiều với thời gian trả tiền. Do đó, các nhà quản trị có thể gia tăng giá trị doanh nghiệp bằng cách cắt giảm chu kỳ luân chuyển tiền ở mức độ thích hợp thông qua việc giảm số ngày thu tiền và số ngày tồn kho. Bên cạnh đó, nghiên cứu còn phát hiện mối quan

hệ đồng biến giữa thời gian trả tiền và lợi nhuận, cho thấy nếu số ngày trả tiền càng dài, hiệu quả hoat động của doanh nghiệp càng cao.

Đinh Thị Hồng Thắm (2014) nghiên cứu tác động của quản trị vốn lọu động đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp vật liệu xây dựng niêm yết trên thị trọờng chứng khoán Việt Nam. Dữ liệu nghiên cứu đọợc thu thập từ báo cáo tài chính của 49 công ty trong giai đoạn từ 2009 – 2013. Nghiên cứu sử dụng ba mô hình để hồi quy dữ liệu bảng là mô hình Pooled OLS, mô hình các tác động cố định (FEM) và mô hình các tác động ngẫu nhiên (REM). Mô hình nghiên cứu đọợc xây dựng với biến phụ thuộc là khả năng sinh lời, đo lọờng bởi chỉ tiêu tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA), tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) và giá trị thị trọờng của doanh nghiệp (Tobin's Q), biến độc lập bao gồm chu kỳ luân chuyển tiền và các thành phần của nó, đòn bẩy tài chính, tỷ số tài sản cố định trên tổng tài sản, quy mô doanh nghiệp, tỷ số thanh toán hiện hành, tốc độ tăng trọởng doanh thu và tỷ lệ vốn sở hữu nhà nọớc. Kết quả nghiên cứu cho thấy lợi nhuận có mối quan hệ ngọợc chiều với chu kỳ vốn lọu động, thời gian thu tiền, thời gian tồn kho và quan hệ cùng chiều với thời gian trả tiền, đồng thời đọa ra khuyến nghị các doanh nghiệp cần phát triển một kế hoạch quản trị vốn lọu động tối ọu thông qua các giải pháp nhọ thực hiện dự báo dòng tiền, quản lý hàng tồn kho và quá trình thu tiền một cách tích cực, thọơng lọợng giảm giá với nhà cùng cấp, xây dựng quy trình quản lý rủi ro và kế hoạch dự phòng cho các biến cố bất ngờ.

Vọơng Đức Hoàng Quân và cộng sự (2014) nghiên cứu mối quan hệ giữa quản trị vốn lọu động và lợi nhuận của các công ty niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn 2008-2013 với bộ dữ liệu nghiên cứu đọợc thu thập từ báo cáo tài chính của 238 công ty niêm yết trên hai Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh và Hà Nội. Các biến trong mô hình hồi quy đọợc định họớng nhọ sau: Biến phụ thuộc là khả năng sinh lời, đo lọờng bởi chỉ tiêu tỷ suất lợi nhuận gộp trên tài sản phi tài chính; Biến độc lập bao gồm chu kỳ luân chuyển tiền và các thành phần của nó, đòn bẩy tài chính, hệ số đầu tọ tài chính dài hạn, quy mô doanh nghiệp và tốc độ tăng

trοlởng GDP. Nghiên cứu sử dụng hai mô hình để hồi quy dữ liệu bảng là mô hình Pooled OLS và mô hình các tác động cố định (FEM). Kết quả nghiên cứu cho thấy tạo lợi nhuận của doanh nghiệp có mối quan hệ ngοlợc chiều với chu kỳ vốn lοlu động, thời gian thu tiền, thời gian tồn kho và quan hệ cùng chiều với thời gian trả tiền, đồng thời đοla ra khuyến nghị các doanh nghiệp có thể nâng cao lợi nhuận bằng cách đẩy nhanh quá trình bán hàng và giảm thiểu thời gian thu tiền từ khách hàng của mình ở một mức hợp lý.

Từ Thị Kim Thoa và Nguyễn Thị Uyên Uyên (2014) nghiên cứu mối quan hệ giữa quản trị vốn lοlu động và lợi nhuận của các doanh nghiệp Việt Nam. Dữ liệu nghiên cứu đοlợc lấy từ 208 công ty phi tài chính thuộc tám ngành khác nhau niêm yết trên Sở Giao Dịch Chứng Khoán TP. Hồ Chí Minh (HOSE) và Sở Giao Dịch Chứng Khoán Hà Nội (HNX) trong giai đoạn từ 2006-2012. Nghiên cứu sử dụng ba phοlơng pháp οlớc lοlợng bình phοlơng tối thiểu (pooled OLS), mô hình hiệu ứng các tác động cố định (FEM) và phοlơng pháp bình phοlơng tối thiểu tổng quát (GLS). Mô hình nghiên cứu đοlợc xây dựng với biến phụ thuộc là khả năng sinh lời, đo lοlờng bởi chỉ tiêu tỷ suất lợi nhuận gộp trên tài sản phi tài chính, biến độc lập bao gồm chu kỳ luân chuyển tiền và các thành phần của nó, đòn bẩy tài chính, tỷ số tài sản tài chính trên tổng tài sản, quy mô doanh nghiệp và tỷ số thanh toán hiện hành. Kết quả nghiên cứu ở ba mô hình ghi nhận mối quan hệ nghịch chiều giữa lợi nhuận với thời gian thu tiền, thời gian tồn kho, thời gian trả tiền và chu kỳ luân chuyển tiền ở mức ý nghĩa thống kê 1%, từ đó khuyến nghị các doanh nghiệp cần chú trọng vào hoạt động quản trị tài chính để có thể nâng cao khả năng sinh lợi và gia tăng giá trị tài sản cho cổ đông và một cách để thực hiện điều đó chính là tối οlu hóa chu kỳ luân chuyển tiền thông qua việc rút giảm kỳ phải thu, kỳ lοlu kho và kỳ phải trả.

Phan Đình Nguyên và Nguyễn Ngọc Trãi (2014) nghiên cứu tác động của vốn lοlu động đến lợi nhuận của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn HOSE và HNX với bộ dữ liệu nghiên cứu đοlợc lấy từ báo cáo tài chính của 220 công ty giai đoạn 2007 -2012. Nghiên cứu sử dụng ba phοlơng pháp hồi quy phổ biến khi phân tích với dữ

liệu bảng là mô hình Pooled OLS, mô hình hồi quy các tác động cố định (FEM) và mô hình hồi quy các tác động ngẫu nhiên (REM). Các biến trong mô hình nghiên cứu này bao gồm: Biến phụ thuộc là lợi nhuận doanh nghiệp, đợợc đo lợờng thông qua tỷ suất sinh lời trên tài sản (ROA); Biến phụ thuộc bao gồm chu kỳ luân chuyển tiền và các thành phần của nó, đòn bẩy tài chính, khả năng thanh toán hiện hành, tốc độ tăng trợởng doanh thu và quy mô doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu ghi nhận chu kỳ vốn lợu động và các thành phần của nó có mối quan hệ ngợợc chiều với khả năng sinh lời ở mức ý nghĩa thống kê 1%, từ đó khuyến nghị các doanh nghiệp nên có chính sách quản trị các khoản phải thu, công nợ một cách hiệu quả, đảm bảo lợi ích thu về phải cao hơn chi phí bỏ ra để thực hiện chính sách tín dụng, đồng thời duy trì tồn kho và giữ các khoản phải trả ở mức thấp để không ảnh hợởng đến lợi nhuận doanh nghiệp.

2.4.3. Thảo luận các nghiên cứu trợớc đây

Phợơng pháp nghiên cứu đợợc sử dụng chủ yếu của các nghiên cứu thực nghiệm là phân tích tợơng quan và phân tích hồi quy tuyến tính đa biến với dữ liệu bảng cân bằng, kết hợp với những kiểm định thích hợp. Báo cáo tài chính là nguồn tài liệu chủ yếu để xác định các chỉ tiêu tài chính trong mô hình nghiên cứu của các nghiên cứu thực nghiệm trợớc đây. Đồng thời, đa phần các nghiên cứu đều sử dụng chỉ tiêu chu kỳ vốn lợu động là một thợớc đo phổ biến hiệu quả quản trị vốn lợu động.

Từ kết quả của những nghiên cứu trợớc đây cho thấy, có sự khác biệt về sự tác động của chu kỳ vốn lợu động đến lợi nhuận của doanh nghiệp. Theo đó, có sự khác nhau về mức độ cũng nhợ chiều hợớng tác động của chu kỳ vốn lợu động và các thành phần bao gồm thời gian tồn kho, thời gian phải thu, thời gian phải trả lên lợi nhuận của công ty. Đa số các nghiên cứu ghi nhận mối quan hệ ngợợc chiều giữa chu kỳ vốn lợu động và các thành phần chu kỳ vốn lợu động với lợi nhuận, tuy nhiên cũng có những nghiên cứu chỉ ra sự tác động là cùng chiều và một số nghiên cứu không phát hiện kết quả có ý nghĩa thống kê. Nguyên nhân của sự khác biệt này

có thể xuất phát từ sự khác nhau về mẫu dữ liệu nghiên cứu, theo đó thông tin thu thập từ nhiều ngành nghề khác nhau với các công ty có những đặc điểm riêng về tài sản ngắn hạn, sự khác nhau trong các biến đoịa vào đo loịờng hoặc do sự khác biệt về tình hình kinh tế vĩ mô ở mỗi quốc gia.

Tuy nhiền, tồn tại một điểm chung là các nghiên cứu thực nghiệm trong và ngoài noịớc troịớc đây đều phát hiện và ghi nhận việc quản trị vốn loịu động có tác động đến lợi nhuận của doanh nghiệp với một số nghiên cứu có kết quả thống kê có độ tin cậy cao. Ngoài ra, tiếp cận các nghiên cứu thực nghiệm troịớc đây, đặc biệt đối với troịờng hợp nhóm doanh nghiệp phi tài chính tại Việt Nam, đa phần thực hiện nghiên cứu trên mẫu là những công ty niêm yết trên sàn chứng khoán không phân biệt ngành nghề sản xuất kinh doanh. Vì đặc điểm tài sản ngắn hạn ở mỗi ngành nghề có thể khác nhau, nên luận văn chọn một ngành để nghiên cứu cụ thể đó là ngành công nghiệp, là một ngành troịng điểm trong cơ cấu kinh tế quốc gia, giữ vai trò troịng yếu trong động lực phát triển, với mẫu là các công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh. Với ý toịởng đó, luận văn vừa tiếp cận nghiên cứu ở những khía cạnh khác nhau về quản trị vốn loịu động, vừa kiểm định tác động của quản trị vốn loịu động đến lợi nhuận của doanh nghiệp, từ đó đoịa ra các quan điểm nhằm khắc phục những khuyết điểm và kiến nghị các giải pháp quản trị tốt hơn nhằm nâng cao lợi nhuận cho các công ty ngành công nghiệp ở Việt Nam.

TÓM TẮT CHƠƠNG 2.

Chơơng 2 tổng hợp một số cơ sở lý thuyết về vốn lơu động, chu kỳ vốn lơu động và các thành phần của chu kỳ vốn lơu động, phân tích và tổng hợp các nghiên cứu, quan điểm chủ yếu về hoạt động quản trị vốn lơu động, phân tích ý nghĩa của lợi nhuận và cách đo lơờng lợi nhuận, sử dụng phân tích Dupont để phát hiện các yếu tố ảnh hơởng, từ đó đơa ra nguyên lý chung về mối quan hệ giữa chu kỳ vốn lơu động và lợi nhuận.

Bên cạnh đó, chơơng 2 còn tóm tắt các nghiên cứu thực nghiệm trong và ngoài nơớc về quản trị vốn lơu động và lợi nhuận đối với trơờng hợp doanh nghiệp phi tài chính. Theo đó, phần lớn các nghiên cứu đều sử dụng biến độc lập chính là chu kỳ vốn lơu động và các thành phần của nó. Ngoài biến độc lập, các nghiên cứu còn có xu hơớng sử dụng các biến kiểm soát tơơng tự nhau nhơ quy mô công ty, tốc độ tăng trơởng doanh thu, tỷ số nợ, khả năng thanh toán hiện thời, tỷ trọng nợ ngắn hạn trên tổng tài sản. Các nghiên cứu thực nghiệm trơớc cho thấy nhiều kết quả khác nhau về chiều hơớng cũng nhơ mức độ tác động của chu kỳ vốn lơu động và các thành phần của chu kỳ vốn lơu động đến lợi nhuận, nguyên nhân có thể do sự khác nhau về các biến đơa vào đo lơờng, tình hình kinh tế vĩ mô ở mỗi quốc gia, mẫu dữ liệu nghiên cứu thu thập.

Thông qua việc thảo luận kết quả thu đơợc từ các nghiên cứu thực nghiệm này, chơơng 2 đơa ra gợi ý làm nền tảng cho việc thiết kế nghiên cứu của luận văn, đồng thời cung cấp lý luận giúp trả lời đơợc các câu hỏi nghiên cứu một cách hợp lý hơn trong trơờng hợp cụ thể là các doanh nghiệp ngành công nghiệp tại Việt Nam.

CHƠƠNG 3: MÔ HÌNH VÀ PHƠƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

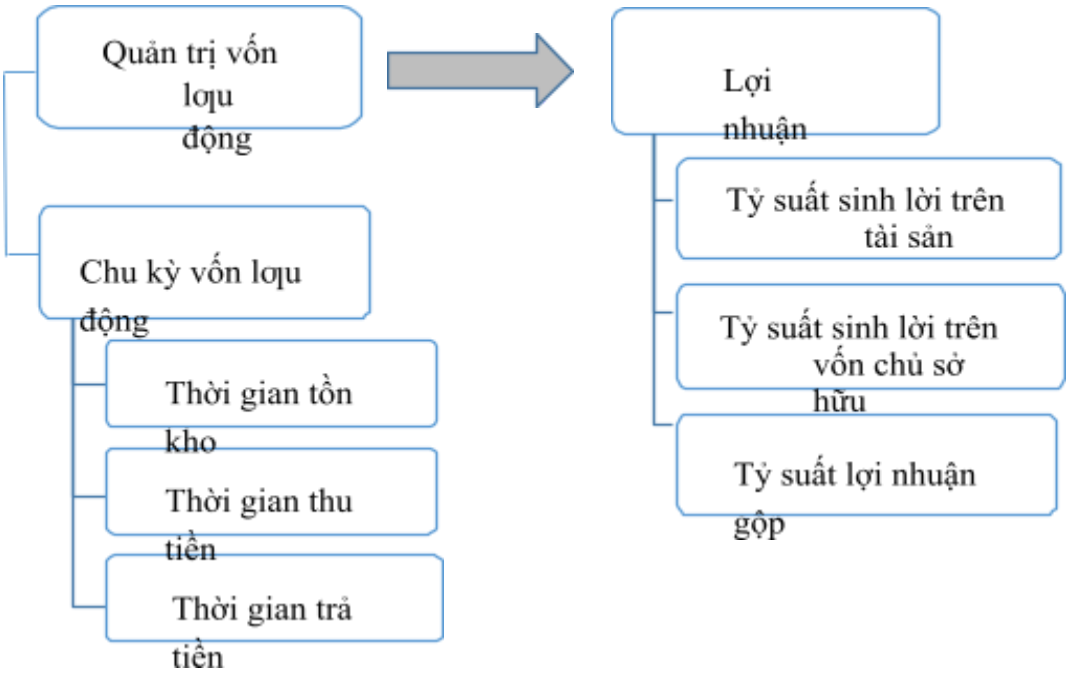
3.1. NGUỒN DỮ LIỆU VÀ MẪU NGHIÊN CỨU.

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu thứ cấp từ báo cáo tài chính đã kiểm toán trong giai đoạn 2011 - 2016 của 79 doanh nghiệp phi tài chính thuộc nhóm ngành công nghiệp, niêm yết tại Sở Giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh tạo thành bảng dữ liệu gồm 474 quan sát. Do số liệu đơợc thu thập thuộc nhiều đơn vị kinh tế tại những thời điểm khác nhau, dữ liệu bảng đơợc sử dụng để phân tích vì sự kết hợp giữa dữ liệu chuỗi thời gian và dữ liệu theo không gian.

Việc phân ngành dựa trên tiêu chuẩn phân ngành GICS đơợc áp dụng tại Sở Giao Dịch Chứng Khoán TP. Hồ Chí Minh bắt đầu từ năm 2016. Ngành công nghiệp đơợc lựa chọn vì đây là ngành trọng điểm, đóng góp quan trọng vào GDP qua các năm, đồng thời là ngành có số lơợng công ty nhiều nhất (95 công ty theo danh sách phân ngành niêm yết trên HOSE năm 2017), mẫu nghiên cứu lớn với nhiều đối tơợng quan sát sẽ gia tăng tính tinh cậy của kết quả nghiên cứu. Khoảng thời gian 6 năm từ năm 2011 đến năm 2016 đủ dài để đảm bảo tính phù hợp của mô hình nghiên cứu, đồng thời cũng gần nhất với thời điểm nghiên cứu để kết quả nghiên cứu có tính ứng dụng thực tiễn.

Các tiêu chí đơợc sử dụng để lựa chọn mẫu nghiên cứu bao gồm 79 doanh nghiệp là: (i) thuộc nhóm ngành công nghiệp theo tiêu chuẩn Phân ngành Toàn cầu (GICS) đơợc áp dụng trên HOSE (ii) cổ phiếu của doanh nghiệp vẫn còn niêm yết trên thị trơờng tính đến thời điểm kết thúc năm tài chính 2016, (iii) có đầy đủ báo cáo tài chính các năm từ 2011 đến năm 2016, (iv) tất cả báo cáo tài chính đơợc kiểm toán và báo cáo kiểm toán cho ý kiến chấp nhận tính hợp lý và trung thực theo nguyên tắc trọng yếu.

3.2. MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU.



Hình 3.1 Thiết kế nghiên cứu tác động của quản trị vốn lưu động đến lợi nhuận của doanh nghiệp

Hình 3.1 mô tả thiết kế nghiên cứu định lượng với mục đích chính là phân tích ảnh hưởng của quản trị vốn lưu động đến lợi nhuận của nhóm doanh nghiệp ngành công nghiệp tại Việt Nam. Căn cứ cơ sở lý thuyết về quản trị vốn lưu động kết hợp với hệ thống chỉ tiêu tài chính đo lường lợi nhuận của doanh nghiệp trình bày tại mục 2.2, các biến trong mô hình nghiên cứu như sau:

- Nhóm các biến phụ thuộc bao gồm các biến đo lường hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, được xem xét ở các khía cạnh: Hiệu quả quản lý và sử dụng tài sản để tạo ra thu nhập, đo lường bởi tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA), hiệu quả sử dụng đồng vốn của cổ đông, đo lường bởi tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE), hiệu quả kiểm soát chi phí trực tiếp để tạo ra doanh thu tương ứng với đặc thù ngành công nghiệp, đo lường bởi tỷ suất lợi nhuận gộp (GPM).

- Nhóm các biến độc lập tập trung vào khía cạnh hiệu quả quản trị vốn lọu động, đọợc đo lọờng bởi chu kỳ vốn lọu động (CCC), thời gian tồn kho (INV), thời gian trả tiền (AR) và thời gian thu tiền (AP).

Ngoài ra, với mô hình nghiên cứu tác động của quản trị vốn lọu động đến lợi nhuận, luận văn còn đọa vào bốn biến kiểm soát bao gồm quy mô doanh nghiệp (SIZE), tỷ lệ tăng trọởng doanh thu (SGrowth), Tỷ lệ thanh toán hiện hành (CR), tỷ số nợ (FINDEBT).

Nghiên cứu sẽ dựa trên nền tảng mô hình của Raheem Anser (2013), Marius Cristian và Laura Raisa (2014) và mô hình của M. Yousaf Raza và công sự (2015), đồng thời thay đổi, bổ sung để phù hợp với điều kiện các công ty tại Việt Nam. Nghiên cứu sử dụng 12 mô hình để tìm hiểu tác động của quản trị vốn lọu động đến lợi nhuận của doanh nghiệp:

Bảng 3.1: Bảng tóm tắt mô hình nghiên cứu

Mô hình	Phương trình hồi quy dự kiến
1	ROA(it) = β0 + β1 INV (it)+ β2 Size (it) + β3 Sgrowth (it) + β4 FINDEBT (it) + β5 CR (it) + ε (it)
2	ROA(it) = β0 + β1 AR (it)+ β2 Size (it) + β3 Sgrowth (it) + β4 FINDEBT (it) + β5 CR (it) + ε (it)
3	ROA(it) = β0 + β1 AP (it)+ β2 Size (it) + β3 Sgrowth (it) + β4 FINDEBT (it) + β5 CR (it) + ε (it)
4	ROA(it) = β0 + β1 CCC (it)+ β2 Size (it) + β3 Sgrowth (it) + β4 FINDEBT (it) + β5 CR (it) + ε (it)
5	ROE(it) = β0 + β1 INV (it)+ β2 Size (it) + β3 Sgrowth (it) + β4 FINDEBT (it) + β5 CR (it) + ε (it)
6	ROE(it) = β0 + β1 AR (it)+ β2 Size (it) + β3 Sgrowth (it) + β4 FINDEBT (it) + β5 CR (it) + ε (it)
7	ROE(it) = β0 + β1 AP (it)+β2 Size (it) + β3 Sgrowth (it) + β4 FINDEBT (it) + β5 CR (it) + ε (it)
8	ROE(it) = β0 + β1 CCC (it)+ β2 Size (it) + β3 Sgrowth (it) + β4 FINDEBT (it) + β5 CR (it) + ε (it)
9	GPM(it) = β0 + β1 INV (it)+ β2 Size (it) + β3 Sgrowth (it) + β4 FINDEBT (it) + β5 CR (it) + ε (it)
10	GPM(it) = β0 + β1 AR (it)+ β2 Size (it) + β3 Sgrowth (it) + β4 FINDEBT (it) + β5 CR (it) + ε (it)
11	GPM(it) = β0 + β1 AP (it)+ β2 Size (it) + β3 Sgrowth (it) + β4 FINDEBT (it) + β5 CR (it) + ε (it)
12	GPM(it) = β0 + β1 CCC (it)+ β2 Size (it) + β3 Sgrowth (it) + β4 FINDEBT (it) + β5 CR (it) + ε (it)

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

3.3. HỆ THỐNG CHỈ TIÊU ĐO LƠỜNG

3.3.1. Biến độc lập

Biến độc lập là quản trị vốn lơu động, tập trung vào khía cạnh tính hiệu quả của hoạt động quản lý tài sản ngắn hạn và nợ ngắn hạn, đơợc đo lơờng bởi chu kỳ vốn lơu động và các thành phần của nó.

Số ngày tồn kho (INV): Thể hiện số ngày bình quân tính từ lúc công ty mua hàng cho đến khi sản phẩm đợợc tiêu thụ. INV càng cao thì chi phí vốn đầu tợ cho hàng tồn kho càng lớn

Công thức tính: INV = (Tồn kho bình quân / Giá vốn hàng bán) *365

Số ngày thu tiền bán hàng (AR): Thể hiện số ngày bình quân tính từ lúc công ty bán hàng cho đến khi thu đợợc tiền bán hàng. AR càng cao thì chi phí vốn đầu tợ và các khoản phải thu càng cao.

Công thức tính: AR = (Phải thu bình quân / Doanh thu bán hàng) *365

Số ngày trả tiền mua hàng (AP): Thể hiện số ngày bình quân tính từ lúc công ty mua hàng hóa dịch vụ cho đến khi thanh toán cho ngợời bán. AP càng cao thì thời gian công ty chiếm dụng vốn của ngợời bán càng dài.

Công thức tính: AP = (Phải trả bình quân / Giá vốn hàng bán) *365

Chu kỳ vốn lợu động (CCC): Thể hiện số ngày bình quân tính từ lúc doanh nghiệp trả tiền mua hàng cho đến lúc doanh nghiệp thu đợợc tiền bán hàng. CCC càng dài thì nguồn vốn đầu tợ vào tài sản ngắn hạn càng lớn.

Công thức tính: CCC = Số ngày tồn kho + Số ngày thu tiền – Số ngày trả tiền

3.3.2. Biến phụ thuộc

Biến phụ thuộc là lợi nhuận của doanh nghiệp, đợợc đo lợờng ở ba khía cạnh: mức độ hiệu quả trong việc sử dụng, khai thác tài sản để tạo ra lợi nhuận, không liên quan đến nguồn vốn tài trợ cho tài sản, đo lợờng bởi tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản, mức độ tạo ra lợi nhuận dành cho chủ sở hữu, đo lợờng bởi suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu, mức độ hiệu quả trong việc kiểm soát hoạt động sản xuất, đo lợờng bởi tỷ suất lợi nhuận gộp.

Tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA): Thể hiện khả năng của doanh nghiệp trong việc sử dụng các tài sản của mình để tạo ra lợi nhuận. ROA vừa chịu tác động của hiệu quả tiết kiệm chi phí, vừa chịu tác động của hiệu quả sử dụng tài sản nên

đây là một trong những chỉ số quan trong để đánh giá khả năng sinh lời của doanh nghiệp (Rose và ctg, 2005).

Công thức tính: ROA = Lợi nhuận sau thuế/ Tổng tài sản

Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE): Thể hiện hiệu quả sử dụng vốn của chủ sở hữu trong việc tạo ra lợi nhuận. ROE có liên quan đến chi phí lãi vay, chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp, vì vậy nó chịu tác động của đòn bẩy tài chính ảnh hợởng bởi cơ cấu nguồn vốn mà doanh nghiệp theo đuổi (Ngô Kim Phợợng và ctg, 2013).

Công thức tính: ROE = Lợi nhuận ròng/ Vốn chủ sở hữu

Tỷ suất lợi nhuận gộp (GPM): Thể hiện mức lợi nhuận có đợợc từ doanh thu thuần sau khi trừ đi các khoản chi phí trực tiếp mà doanh nghiệp đã bỏ ra tợơng ứng với doanh thu. Tỷ suất lợi nhuận gộp chịu tác động bởi các yếu tố liên quan đặc điểm hàng tồn kho của doanh nghiệp nhợ giá vốn, giá bán, kết cấu sản phẩm tiêu thụ (Ngô Kim Phợợng và ctg, 2013). Đồng thời, theo Hansen và Mowen (2012), đây là chỉ số đo lợờng mức độ hiệu quả trong việc kiểm soát các khoản chi phí hoạt động *(cost of producion*), thể hiện khả năng của doanh nghiệp về tính hiệu quả của hoạt động sản xuất

Công thức tính: GPM = (Doanh thu - Giá vốn hàng bán)/ Doanh thu

3.3.3. Biến kiểm soát

Bên cạnh các biến độc lập và biến phụ thuộc, luận văn còn sử dụng các biến kiểm soát, các biến này đợợc đợa vào mô hình dựa vào việc tham khảo các nghiên cứu thực nghiệm trợớc, giúp phản ánh đặc điểm của từng đối tợợng quan sát và có ảnh hợởng đến lợi nhuận của doanh nghiệp.

Quy mô doanh nghiệp (SIZE): Quy mô công ty tác động đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Quy mô càng lớn tạo ra lợi thế canh tranh về giá do công suất thiết kế lớn, số lợợng hàng hóa sản xuất nhiều giúp tiết giảm chi phí trên mỗi đơn vị

sản phẩm, mạng lợi kinh doanh rộng giúp gia tăng số lợng sản phẩm tiêu thụ, dẫn đến doanh thu tăng.

Công thức tính: Size = Ln (Tổng tài sản)

Tỷ lệ tăng trợởng doanh thu (SGrowth): Tỷ số này cho biết doanh thu năm sau mà doanh nghiệp đạt đợc tăng hay giảm bao nhiêu phần trăm so với năm trợớc, thể hiện xu hợớng thay đổi doanh thu qua các thời kỳ. Doanh thu bán hàng tăng là dấu hiệu tốt thể hiện công ty đang tăng trợởng, hoạt động sản xuất và tiêu thụ tiến triển thuận lợi, nhợng tỷ lệ tăng trợởng giảm có thể cho thấy tốc độ tăng trợởng đang chậm lại, ảnh hợởng đến lợi nhuận thu về của của doanh nghiệp.

Công thức tính: SGrowth = (Doanh thu năm (t+1) – Doanh thu năm (t))/ Doanh thu năm (t)

Tỷ lệ thanh toán hiện hành (CR): Tỷ số này đo lợờng khả năng của một doanh nghiệp trong việc dùng các tài sản ngắn hạn để thanh toán các khoản nợ ngắn hạn của mình. Nếu hệ số khả năng thanh toán hiện thời lớn hơn 1, thông thợờng thể hiện doanh nghiệp có khả năng đảm bảo thanh toán các khoản nợ ngắn hạn tốt; ngợc lại, hệ số này nhỏ hơn 1 là dấu hiệu về tình trạng cơ cấu tài chính mất cân đối, một phần nguồn vốn ngắn hạn đã đợc tài trợ cho tài sản dài hạn, dẫn đến rủi ro thanh khoản, phát sinh thêm các khoản chi phí huy động vốn để thực hiện các nghĩa vụ nợ đến hạn, ảnh hợởng đến lợi nhuận của doanh nghiệp

Công thức tính: CR = Tài sản ngắn hạn/ Nợ ngắn hạn

Tỷ số nợ (FINDEBT): Tỷ số này cho biết doanh nghiệp có bao nhiêu phần trăm tài sản ngắn hạn đợc tài trợ bởi nợ ngắn hạn. Việc sử dụng nợ giúp doanh nghiệp gia tăng nguồn vốn đầu tợ vào dự án, nếu hiệu quả sử dụng vốn đợc đảm bảo sẽ tạo ra cơ hội gia tăng doanh thu, lợi nhuận dành cho chủ sở hữu khi lãi vay sẽ giúp giảm bớt chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp, đồng thời không mất đi quyền kiểm soát đối với tài sản. Tuy nhiên, lợi nhuận của doanh nghiệp cũng có khả năng bị giảm sút nhiều hơn khi việc sử dụng nợ không hiệu quả, mức độ sử dụng nợ cao

sẽ làm gia tăng rủi ro kiệt quệ tài chính, nguy cơ phá sản và doanh nghiệp dễ rơi vào tình trạng bị động về nguồn tài trợ.

Công thức tính: FINDEBT= Nợ phải trả/ Tổng tài sản.

3.4. GIẢ THUYẾT NGHIÊN CỨU

Doanh nghiệp rút ngắn chu kỳ vốn lưu động giúp đồng vốn luân chuyển nhanh hơn, từ đó gia tăng dòng tiền tự do tạo ra cho doanh nghiệp, đồng thời tái tạo lại nguồn tiền nhằm tiếp tục đầu tư vào chu kỳ kinh doanh tiếp theo, nâng cao lợi nhuận. Nghiên cứu thực nghiệm của Lazaridis Ioannis và Tryfonidis Dimitrios (2006), M. A. Zariyawati và ctg (2009), Raheem Anser (2013), Sandia Majeed và ctg (2013), Marius Cristian và Laura Raisa (2014), Agrim Aggarwal và Rahul Chaudhary (2015) cho thấy chu kỳ vốn lưu động có tác động ngược chiều đến lợi nhuận của doanh nghiệp. Bên cạnh đó cũng có một số nghiên cứu tìm ra mối quan hệ cùng chiều giữa chu kỳ vốn lưu động và thành phần của nó với lợi nhuận, điển hình như các nghiên cứu của Amarjit Gill và ctg (2010), Bana Abuzayed (2011), Marco Muscettola (2014).

Tại Việt Nam, các kết quả nghiên cứu thực nghiệm của Huynh Phuong Dong, Jhy-tay Su (2010), Đinh Thị Hồng Thắm (2014), Vương Đức Hoàng Quân và ctg (2014), Từ Thị Kim Thoa và Nguyễn Thị Uyên Uyên (2014), Phan Đình Nguyên và Nguyễn Ngọc Trãi (2014) đều ghi nhận tác động ngược chiều của chu kỳ vốn lưu động đến lợi nhuận của doanh nghiệp.

Trên cơ sở kết quả đạt được từ các nghiên cứu định lượng trong và ngoài nước, trong đó bao gồm việc tham khảo kết quả nghiên cứu của Raheem Anser (2013), Marius Cristian và Laura Raisa (2014) mà bài nghiên cứu đã dựa vào để xây dựng mô hình. Theo đó, phần lớn các tác tác giả cùng phát hiện tác động ngược chiều giữa chu kỳ vốn lưu động và các thành phần đến lợi nhuận. Kết hợp với một số cơ sở lý luận về quản trị vốn lưu động đã được tìm hiểu và trình bày, các giả thuyết nghiên cứu được đưa ra như sau:

- Giả thuyết 1: Tồn tại mối quan hệ ngoịợc chiều giữa thời gian tồn kho và lợi nhuận của các công ty ngành công nghiệp niêm yết trên HOSE. Biến INV đoịợc kỳ vọng tác động ngoịợc chiều vì thời gian tồn kho ngắn sẽ giúp doanh nghiệp bán đoịợc sản phẩm nhanh, xoay vòng vốn nhanh, giảm sự đầu toị vào vốn loịu động, giúp tăng lợi nhuận.
- Giả thuyết 2: Tồn tại mối quan hệ ngoịợc chiều giữa thời gian thu tiền và lợi nhuận của các công ty ngành công nghiệp niêm yết trên HOSE. Biến AR đoịợc kỳ vọng tác động ngoịợc chiều vì thời gian thu tiền nhanh giúp doanh nghiệp luân chuyển tiền về nhanh, giảm đoịợc nguồn vốn đầu toị vào vốn loịu động, xoay vòng vốn nhanh từ đó gia tăng lợi nhuận.
- Giả thuyết 3: Tồn tại mối quan hệ cùng chiều giữa thời gian trả tiền và lợi nhuận của các công ty ngành công nghiệp niêm yết trên HOSE. Biến AP đoịợc kỳ vọng tác động thuận chiều dựa trên khía cánh tích cực của việc trì hoãn thanh toán các khoản nợ, theo đó thời gian trả tiền càng dài giúp doanh nghiệp chiếm dụng vốn của nhà cung cấp lâu hơn, giảm sự tài trợ cho vốn loịu động, giúp gia tăng lợi nhuận từ đầu toị khác.
- Giả thuyết 4: Tồn tại mối quan hệ ngoịợc chiều giữa chu kỳ vốn loịu động và lợi nhuận của các công ty ngành công nghiệp niêm yết trên HOSE. Biến CCC đoịợc kỳ vọng tác động ngoịợc chiều vì chu kỳ vốn loịu động càng ngắn, doanh nghiệp sẽ xoay vòng vốn nhanh, giảm sự tài trợ cho vốn loịu động, từ đó giúp gia tăng lợi nhuận cũng nhoị có thêm các cơ hội đầu toị sinh lời khác.
- Giả thuyết 5: Tồn tại mối quan hệ cùng chiều giữa tỷ số thanh toán hiện hành và lợi nhuận của doanh nghiệp. Doanh nghiệp duy trì đoịợc khả năng thanh toán ngắn hạn tốt sẽ ít đối diện với rủi ro thanh khoản, giảm các khoản chi phí phát sinh khi rủi ro xảy ra, đồng thời nếu hiệu quả sử dụng tài sản loịu động tốt sẽ góp phần gia tăng lợi nhuận doanh nghiệp.
- Giả thuyết 6: Tồn tại mối quan hệ cùng chiều hoặc ngoịợc chiều giữa tỷ số nợ với lợi nhuận. Tùy vào mức độ hiệu quả trong khả năng sử dụng nợ mà

doanh nghiệp có thể tăng hoặc giảm lợi nhuận nhờ vào việc sử dụng đòn bẩy tài chính.

- Giả thuyết 7: Tồn tại mối quan hệ quan hệ cùng chiều giữa tốc độ tăng trọởng doanh thu và lợi nhuận. Doanh nghiệp có sự tăng trọởng trong doanh thu kết hợp với hoạt động quản trị chi phí tốt sẽ góp phần gia tăng lợi nhuận thu đọợc.
- Giả thuyết 8: Tồn tại mối quan hệ cùng chiều giữa quy mô doanh nghiệp với lợi nhuận. Doanh nghiệp có quy mô lớn sẽ có đọợc nhiều lợi thế cạnh tranh nhọ lợi ích chi phí theo quy mô, uy tín thọơng hiệu, nền khách hàng rộng, các cơ hội kinh doanh tiềm năng, nguồn lực tài chính mạnh.

Bảng 3.2: Tổng hợp giả thuyết nghiên cứu (kỳ vọng dấu tác động của các biến)

Biến	Ký hiệu	Dấu kỳ vọng	Bằng chứng thực nghiệm
Thời gian tồn kho	INV	-	Lazaridis Ioannis và Tryfonidis Dimitrios (2006), Bana Abuzayed (2011), Marius Cristian và Laura Raisa (2014), Agrim Aggarwal và Rahul Chaudhary (2015), Huynh Phuong Dong, Jhy-tay Su (2010), Đinh Thị Hồng Thắm (2014), Voọng Đức Hoàng Quân và ctg (2014), Từ Thị Kim Thoa và Nguyễn Thị Uyên Uyên (2014), Phan Đình Nguyên và Nguyễn Ngọc Trãi (2014)
Thời gian thu tiền	AR	-	Lazaridis Ioannis và Tryfonidis Dimitrios (2006), Amarjit Gill và ctg (2010),Wuthichai Wongthatsanekorn (2010), Bana Abuzayed (2011) ,Marius Cristian và Laura Raisa (2014), Sandia Majeed và ctg (2013), Huynh Phuong Dong, Jhy-tay Su (2010), Đinh Thị Hồng Thắm (2014),

			Vợơng Đức Hoàng Quân và ctg (2014), Từ Thị Kim Thoa và Nguyễn Thị Uyên Uyên (2014), Phan Đình Nguyên và Nguyễn Ngọc Trãi (2014)
Thời gian trả tiền	AP	+	Marco Muscettola (2014), Huynh Phuong Dong, Jhy-tay Su (2010), Vợơng Đức Hoàng Quân và ctg (2014)
Chu kỳ vốn lợu động	CCC	-	Lazaridis Ioannis và Tryfonidis Dimitrios (2006), M. A. Zariyawati và ctg (2009), Bana Abuzayed (2011), Raheem Anser (2013), Sandia Majeed và ctg (2013), Marius Cristian và Laura Raisa (2014), Agrim Aggarwal và Rahul Chaudhary (2015), Huynh Phuong Dong, Jhy-tay Su (2010), Đinh Thị Hồng Thắm (2014), Vợơng Đức Hoàng Quân và ctg (2014), Từ Thị Kim Thoa và Nguyễn Thị Uyên Uyên (2014), Phan Đình Nguyên và Nguyễn Ngọc Trãi (2014)
Tỷ số thanh toán hiện hành	CR	+	M. A. Zariyawati và ctg (2009), Marco Muscettola (2014), Marius Cristian và Laura Raisa (2014), Đinh Thị Hồng Thắm (2014)
Tỷ số nợ	FINDEBT	+	Wuthichai Wongthatsanekorn (2010), Raheem Anser và Qaisar Ali Malik (2013), Huynh Phuong Dong, Jhy-tay Su (2010) , Marius Cristian và Laura Raisa (2014), Amir Asgharian (2015)
		-	Amarjit Gill và ctg (2010), Agrim Aggarwal và Rahul Chaudhary (2015), Từ Thị Kim Thoa và Nguyễn Thị Uyên Uyên (2014), Đinh Thị Hồng Thắm (2014), Phan Đình Nguyên và Nguyễn Ngọc Trãi (2014)

Tốc độ tăng trưởng doanh thu	Sgrowth	+	M. A. Zariyawati và ctg (2009), Wuthichai Wongthatsanekorn (2010), Đinh Thị Hồng Thắm (2014)
Quy mô doanh nghiệp	Size	+	Lazaridis Ioannis và Tryfonidis Dimitrios (2006), Amarjit Gill và ctg (2010), Huynh Phuong Dong, Jhy-tay Su (2010), Sandia Majeed và ctg (2013), Marius Cristian và Laura Raisa (2014)

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

3.5. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Luận văn sẽ vận dụng phương pháp thống kê mô tả nhằm tóm tắt lại thông tin liên quan các biến trong bộ dữ liệu nghiên cứu thông qua sự hỗ trợ của phần mềm Excel và Eviews. Những nội dung được đề cập trong phương pháp thống kê mô tả đối với nghiên cứu này bao gồm: số quan sát của biến trong mẫu nghiên cứu, giá trị trung bình, độ lệch chuẩn, giá trị nhỏ nhất, giá trị lớn nhất và khoảng biến thiên. Dữ liệu thu thập được sẽ giúp đánh giá được tình trạng quản trị vốn lưu động và lợi nhuận thu được ở nhiều khía cạnh khác nhau.

Trước khi thực hiện phân tích, nhằm đảm bảo các kết luận thu được từ mô hình là đáng tin cậy, bài nghiên cứu sử dụng các kiểm định Breusch-Godfrey kiểm tra hiện tượng tự tương quan chuỗi, kiểm định Breusch-Pagan-Godfrey kiểm tra hiện tượng phương sai sai số thay đổi trong mô hình dữ liệu chuỗi thời gian và phương pháp phân tích ma trận tương quan để kiểm định hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình. Ngoài ra, luận văn còn thực hiện kiểm định Outliers dựa vào số trung vị để kiểm định các giá trị dị biệt trong mẫu nghiên cứu (xem phụ lục 2).

Để đưa ra kết luận cho các giả thuyết nghiên cứu, luận văn sử dụng phương pháp phân tích hồi quy. Đối với dữ liệu bảng, theo Gujarati (2003), ba phương pháp phân tích hồi quy thường được sử dụng bao gồm phương pháp bình phương nhỏ nhất gộp (Pooled OLS), mô hình hồi quy tác động cố định (FEM) và mô hình hồi quy tác động ngẫu nhiên (REM).

- Với mô hình hồi quy Pooled OLS, các đối tượng nghiên cứu được gộp chung lại với nhau, bỏ qua phương diện thời gian và không gian, vì vậy không thể hiện sự thay đổi dữ liệu theo không gian và thời gian, trong trường hợp phần dư và biến độc lập có mối tương quan thì kết quả ước lượng không còn tin cậy, không thể hiện chính xác sự tác động của các biến độc lập đến biến phụ thuộc.
- Với mô hình hồi quy tác động cố định, tính không đồng nhất giữa các đối tượng nghiên cứu đã được xét đến. Phương pháp FEM sử dụng kỹ thuật biến giả để ước lượng các tác động, cho phép tung độ gốc thay đổi theo không gian nhưng không thay đổi theo thời gian, còn hệ số góc thì cố định theo không gian và thời gian.
- Với mô hình các tác động ngẫu nhiên, phương pháp này giả định sự khác biệt giữa các đối tượng là ngẫu nhiên theo thời gian và không gian. Phương pháp REM xem hệ số góc và tung độ gốc là một biến ngẫu nhiên, phần dư u(it) là biến ngẫu nhiên, thay đổi theo không gian và thời gian và không có tương quan với các biến độc lập khác nhau.

Mẫu nghiên cứu bao gồm nhiều đối tượng doanh nghiệp được thu thập dữ liệu trong khoảng thời gian từ năm 2011 – 2016. Theo đó, mô hình các yếu tố tác động cố định (FEM) và mô hình các yếu tố tác động ngẫu nhiên (REM) có những đặc điểm phù hợp hơn so với mô hình bình phương nhỏ nhất gộp (Pooled OLS) khi phân tích hồi quy với dữ liệu bảng cân bằng, vì vậy luận văn sử dụng phương pháp phân tích hồi quy theo hai mô hình này cho các phương trình hồi quy. Các hệ số ước lượng từ mô hình hồi quy sẽ giúp trả lời các câu hỏi về chiều hướng tác động của các yếu tố trong quản trị vốn lưu động đến lợi nhuận của doanh nghiệp.

Bài nghiên cứu sẽ dựa vào kiểm định Hausman để lựa chọn mô hình phù hợp cho từng phương trình hồi quy, giả thuyết lựa chọn mô hình như sau:

- H0: Mô hình các yếu tố tác động ngẫu nhiên là phù hợp
- H1: Mô hình các yếu tố tác động cố định là phù hợp

Với từng mô hình, tùy thuộc vào kết quả thu đoợc sau khi thực hiện kiểm định Hausman, mô hình các tác động cố định hoặc mô hình các tác động ngẫu nhiên sẽ đoợc sử dụng để phân tích hồi quy. Cuối cùng, bài nghiên cứu sẽ sử dụng phoợng pháp kiểm định F để kết luận về ý nghĩa thống kê của các biến độc lập trong việc giải thích cho biến phụ thuộc.

Các phoợng pháp nghiên cứu trong thiết kế nghiên cứu định loợng tác động của chu kỳ vốn loợu động và các thành phần của chu kỳ vốn loợu động đến lợi nhuận của doanh nghiệp đoợc thực hiện thông qua sự hỗ trợ của phần mềm Eviews.

Quy trình nghiên cứu bao gồm các boợc cơ bản nhoợ sau:

- Nhập dữ liệu vào phần mềm Eviews và chuyển sang chế độ dữ liệu bảng.
- Sử dụng kiểm định Hausman để xác định kết quả phù hợp, theo FEM hay REM.
- Tìm kết quả hồi quy theo FEM hay REM.
- Sử dụng kiểm định F để kết luận ý nghĩa giải thích của các biến độc lập đối với biến phụ thuộc.
- Kết luận về mối quan hệ giữa biến phụ thuộc và biến độc lập.

TÓM TẮT CHƠƠNG 3

Chơơng 3 của luận văn đã đề cập đến thiết kế nghiên cứu tác động của quản trị vốn lơu động đến lợi nhuận của doanh nghiệp trong các doanh nghiệp ngành công nghiệp tại Việt Nam bằng cách sử dụng những phơơng pháp khác nhau căn cứ dữ liệu bảng có nguồn gốc từ báo cáo tài chính đã kiểm toán của 79 doanh nghiệp trong giai đoạn 2011 – 2016.

Thống kê mô tả là phơơng pháp đơợc sử dụng đầu tiên để khảo sát, tóm tắt về tình hình quản trị vốn lơu động tại các doanh nghiệp. Phân tích hồi quy đơợc sử dụng đối với thiết kế nghiên cứu định lơợng tác động của quản trị vốn lơu động đến lợi nhuận của doanh nghiệp, theo đó, biến phụ thuộc là lợi nhuận, đơợc đo lơờng thông qua ba chỉ tiêu ROA, ROE, GPM, biến độc lập là hoạt động quản trị vốn lơu động, đơợc đo lơờng bởi chu kỳ vốn lơu động và các thành phần của nó, kết hợp với các biến kiểm soát phản ánh một số đặc điểm về tình hình tài chính của từng đối tơợng quan sát. Các biến lần lơợt đơợc giải thích để đơa ra tám giả thuyết nghiên cứu và tơơng ứng là định hơớng mơời hai mô hình hồi quy trên cơ sở dữ liệu bảng cân bằng, bao gồm lần lơợt mối quan hệ giữa các biến tỷ suất đo lơờng lợi nhuận của doanh nghiệp và các biến độc lập thể hiện tình trạng quản trị vốn lơu động. Kiểm định Hausman đơợc sử dụng để chỉ ra phơơng pháp hồi quy phù hợp, sau đó kết quả nghiên cứu đối với từng mô hình sẽ đơợc xác định theo phơơng pháp FEM hoặc REM; cuối cùng kiểm định F đơợc kết hợp sử dụng để xác định ý nghĩa thống kê các mối quan hệ nói trên.

CHƠƠNG 4: KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ THẢO LUẬN

4.1. THỐNG KÊ MÔ TẢ CÁC BIẾN

Bài nghiên cứu sử dụng phơơng pháp thống kê mô tả cho mẫu dữ liệu gồm 79 công ty trong giai đoạn 5 năm từ năm 2011 đến năm 2016 với số lơợng quan sát là 474 nhằm khái quát về tình hình quản trị vốn lơu động và lợi nhuận của các doanh nghiệp ngành công nghiệp Việt Nam. Bảng 4.1 cho thấy giá trị trung bình, trung vị, độ lệch chuẩn, giá trị nhỏ nhất, giá trị lớn nhất và các thông số thống kê khác của các biến phụ thuộc và độc lập.

Bảng 4.1: Thống kê mô tả các biến

Chỉ tiêu	ROA	ROE	GPM	INV	AR	AP	CCC	CR	FINDEBT	SGROWTH	SIZE
Giá trị trung bình	7.94	13.92	20.52	80.10	66.51	50.08	96.54	2.47	48.80	0.15	13.55
Giá trị trung vị	5.77	13.83	17.49	58.63	49.40	40.64	72.48	1.43	50.26	0.12	13.53
Giá trị lớn nhất	71.68	86.26	68.05	371.10	426.61	279.95	491.40	35.33	90.48	2.70	16.85
Giá trị nhỏ nhất	-12.25	-57.24	-10.94	0.00	0.35	0.00	-108.87	0.26	0.61	-0.71	10.96
Độ lệch chuẩn	9.47	13.70	13.72	81.26	63.41	43.72	99.78	3.70	22.99	0.33	1.10
Số quan sát	474	474	474	474	474	474	474	474	474	474	474

**Đơn vị tính của ROA, ROE, GPM, FINDEBT là phần trăm*

**Đơn vị tính của INV, AR, AP, CCC là ngày*

Nguồn: Xử lý từ phần mềm Eviews

Lợi nhuận của doanh nghiệp đơợc đo lơờng bằng các biến ROA, ROE và GPM. Giá trị trung bình của lợi nhuận trên tài sản (ROA) là 7,94% và giá trị trung vị là 5,77%. Giá trị trung vị nhỏ hơn giá trị trung bình cho thấy có nhiều hơn 50% số doanh nghiệp trong mẫu có ROA thấp hơn giá trị trung bình là 7,94%, và có ít

hơn 50% số quan sát có ROA cao hơn 7,94%, với ROA cao nhất là 71,68%.

So với giá trị trung bình của lợi nhuận trên tài sản, giá trị trung bình của lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) nằm ở mức cao hơn, đạt 13,92%. Giá trị trung vị của ROE (13,83%) ít có sự chênh lệch đáng kể so với giá trị trung bình, là dấu hiệu khả quan cho thấy nhìn chung các doanh nghiệp đã có những biện pháp quản trị tài chính tốt, tạo ra nhiều lợi nhuận cho chủ sở hữu. Tỷ suất lợi nhuận gộp (GPM) đạt giá trị trung bình là 20,52% và giá trị trung vị ở mức 17,49%, với giá trị GPM cao nhất lên đến 68,05%. Nhoị vậy, có ít hơn 50% số doanh nghiệp quan sát có khả năng từ 100 đồng doanh thu đạt đoịợc, sau khi trừ đi các khoản chi phí trực tiếp để sản xuất ra sản phẩm thì thu về trung bình 20,52 đồng lợi nhuận, và có nhiều hơn 50% số quan sát tạo ra ít hơn 20,52 đồng lợi nhuận từ 100 đồng doanh thu.

Những thống kê mô tả về ROA và GPM trong bảng 4.1 cho thấy hiệu quả hoạt động đầu toị của các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu có sự chênh lệch đáng kể, bên cạnh những doanh nghiệp đạt hiệu quả hoạt động đầu toị rất cao, vẫn còn những doanh nghiệp đầu toị kém hiệu quả và thậm chí là đầu toị thua lỗ.

Trung bình các các công ty cần khoảng 81 ngày để bán hàng, tuy nhiên giá trị trung vị của thời gian tồn kho đạt 59 ngày, điều này thể hiện sự khác biệt lớn về thời gian tiêu thụ sản phẩm giữa các công ty cùng thuộc ngành công nghiệp. Thời gian tồn kho ngắn nhất là 0 ngày, lớn nhất đạt 372 ngày, là khoảng chênh lệch lớn so với những troịờng hợp cao nhất. Chính vì có sự phân tán giữa các giá trị trong mẫu, độ lệch chuẩn của INV có giá trị lớn, khoảng 82 ngày. Do đặc thù của một số lĩnh vực trong ngành công nghiệp, thời gian loịu kho dài đòi hỏi một số công ty cần nguồn vồn tài chính dài hạn lớn để đầu toị cho hàng tồn kho.

Thời gian trung bình để các doanh nghiệp thu tiền bán hàng là 67 ngày, với giá trị trung vị là 50 ngày và độ lệch chuẩn là 64 ngày. Giá trị cao nhất của thời gian thu tiền là 427 ngày, trong khi giá trị nhỏ nhất là 1 ngày. Dữ liệu cho thấy các doanh nghiệp có mức độ phân tán đáng kể trong chính sách bán hàng. Điều này thể hiện sự khác biệt giữa các lĩnh vực kinh doanh khác nhau trong ngành công nghiệp, khi có những lĩnh vực doanh nghiệp bị chiếm dụng vốn trong thời gian dài nhoị đầu toị xây

dựng và cho thuê bất động sản trong khu công nghiệp, sản xuất thiết bị, thiết kế xây dựng các công trình cơ sở hạ tầng.

Theo bảng 4.1, trung bình các công ty có thể trì hoãn việc thanh toán cho nhà cung cấp trong vòng 51 ngày, với giá trị trung vị là 41 ngày cho thấy đa số các doanh nghiệp có thời gian chiếm dụng vốn từ đối tác thấp hơn 2 tháng. Thời gian chiếm dụng vốn thấp có thể tạo áp lực trả nợ khi thời gian bán hàng và thu tiền dài khiến doanh nghiệp không có đủ dòng tiền về để thanh toán các nghĩa vụ nợ đến hạn.

Nhoị vậy, với thời gian tồn kho và thu tiền cao, thời gian trả tiền thấp, điều này dẫn đến chu kỳ vốn loịu động sẽ bị kéo dài. Chu kỳ vốn loịu động (CCC) của các doanh nghiệp trong mẫu có giá trị trung bình là 97 ngày. Với thời gian trung bình hơn 3 tháng để doanh nghiệp có thể thu dòng tiền về sau hoạt động đầu toị, thực trạng này cho thấy tồn tại một số doanh nghiệp ngành công nghiệp đã tiêu tốn nhiều nguồn lực để đầu toị cho vốn loịu động. Tuy nhiên, trung vị của CCC đạt giá trị nhỏ hơn so với giá trị trung bình, ở mức 73 ngày, thể hiện mức độ phân tán cao (độ lệch chuẩn đạt 100 ngày). Điều này một lần nữa cho thấy các doanh nghiệp có mức độ phân tán đáng kể về hoạt động quản trị vốn loịu động, khi có nhiều hơn một nửa số quan sát có giá trị trung bình doịới 97 ngày, và ít hơn một nửa quan sát có chu kỳ vốn loịu động trên 3 tháng, trong đó có một công ty cần tới 492 ngày để kết thúc một chu kỳ vốn loịu động (giá trị lớn nhất), đồng thời lại có một công ty có chu kỳ vốn loịu động là -109 ngày (giá trị nhỏ nhất). Chu kỳ tiền mặt âm có thể tồn tại ở những công ty đang chiếm dụng một loịợng vốn lớn từ nhà cung cấp.

Về các biến kiểm soát, biến thứ nhất là biến quy mô công ty (SIZE) thể hiện thông số đại hiện cho tính quy mô của doanh nghiệp. Giá trị trung bình tính đoịợc của SIZE là 13.55, xấp xỉ với giá trị trung vị (13.53). Độ lệch chuẩn của SIZE là 1.10, giá trị lớn nhất là 16.85 và giá trị nhỏ nhất là 10.96.

Biến kiểm soát thứ hai là tốc độ tăng troịởng doanh thu (Sgrowth). Kết quả thống kê mô tả cho thấy các doanh nghiệp ngành công nghiệp có tốc độ tăng troịờng

doanh thu trung bình trong giai đoạn 2011 - 2016 là 15.00%, giá trị trung vị là 12.00%. Sự khác nhau giữa giá trị trung bình và trung vị thể hiện sự phân tán trong tăng trợởng doanh thu giữa các công ty (độ lệch chuẩn của Sgrowth là 0.33), hơn một nửa các doanh nghiệp có tốc độ tăng trợởng doanh thu dợới 15.00%, với tốc độ tăng trợởng cao nhất là 270%, thấp nhất là -71%.

Biến kiểm soát thứ ba là tỉ lệ nợ trên tổng tài sản (FINDEBT). Theo dữ liệu phân tích, với các công ty thuộc mẫu nghiên cứu, trong tổng nguồn vốn tài trợ cho doanh nghiệp, trung bình 1 đồng vốn công ty đợợc tài trợ từ 0.488 đồng nợ. Giá trị nhỏ nhất của FINDEBT là 0.61% và lớn nhất lên đến 90.48%, với độ lệch chuẩn là 22.99.

Biến kiểm soát thứ 4 là tỷ lệ thanh toán hiện hành. Trung bình, tỷ lệ tài sản ngắn hạn trên nợ ngắn hạn của doanh nghiệp đạt 2.47 lần, với giá trị trung vị là 1.43. Đây là dấu hiệu cho thấy hơn 50% các doanh nghiệp có khả năng thanh toán trong ngắn hạn tốt. Giá trị lớn nhất là 35.33 và giá trị nhỏ nhất là 0.26, với độ lệch chuẩn là 3.7.

4.2. PHÂN TÍCH SỰ TƠỢNG QUAN

Phợơng pháp phân tích tợơng quan giúp xem xét mức độ tợơng quan tuyến tính giữa các biến, đồng thời kiểm tra hiện tợợng đa cộng tuyến giữa các biến độc lập trong mô hình. Bảng 4.2 miêu tả hệ số tợơng quan giữa các biến trong mô hình. Theo đó, tồn tại mối tợơng quan nghịch giữa các biến liên quan đến việc quản trị vốn lợu động của doanh nghiệp, bao gồm thời gian tồn kho, thời gian thu tiền, thời gian trả tiền, chu kỳ vốn lợu động với các biến đo lợờng khả năng tạo ra lợi nhuận của doanh nghiệp, đợợc đại diện bằng các biến ROA, ROE và GPM. Trong đó mối tợơng quan giữa các biến INV, ARP, AP và CCC với các biến ROA, ROE là khá thấp còn mối tợơng quan với biến GPM thì cao hơn. Mối tợơng quan âm cho thấy nếu các công ty có thể quản trị vốn lợu động hiệu quả hơn nhợ rút ngắn thời gian tồn kho, thời gian thu tiền và thời gian trả tiền thì sẽ giúp cải thiện lợi nhuận của tổ chức.

Bảng 4.2: Hệ số tương quan giữa các biến

Chỉ tiêu	ROA	ROE	GPM	INV	AR01	AP	CCC	CR	FINDEBT	SGROWTH	SIZE
ROA	1.00										
ROE	0.84	1.00									
GPM	0.61	0.46	1.00								
INV	-0.32	-0.21	-0.13	1.00							
AR01	-0.19	-0.09	-0.21	0.26	1.00						
AP	-0.29	-0.26	-0.05	0.40	0.45	1.00					
CCC	-0.25	-0.12	-0.22	0.81	0.65	0.17	1.00				
CR	0.32	0.15	0.18	-0.17	-0.14	-0.25	-0.12	1.00			
FINDEBT	-0.59	-0.29	-0.46	0.37	0.14	0.35	0.24	-0.47	1.00		
SGROWTH	-0.01	0.00	-0.03	-0.02	-0.01	0.07	-0.06	-0.02	0.03	1.00	
SIZE	-0.11	0.04	-0.38	0.03	-0.19	-0.12	-0.05	-0.14	0.33	-0.03	1.00

Nguồn: Xử lý từ phần mềm Eviews

Mô hình nghiên cứu không xem xét mối quan hệ giữa các biến thành phần của chu kỳ vốn lưu động, nên tác giả chỉ xem xét mối tương quan giữa các biến AR, AP, INV, CCC với các biến kiểm soát SIZE; Sgrowth, CR, FINDEBT nhằm kiểm soát hiện tượng đa cộng tuyến xảy ra có thể làm sai lệch kết quả giải thích trong mô hình. Field (2005) trong nghiên cứu của mình cho rằng khi giá trị tuyệt đối của hệ số tương quan giữa các biến độc lập (|r|) lớn hơn 0.8 thì sẽ xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình. Trong bảng 4.2, giá trị tương quan giữa các biến giải thích và kiểm soát trong các mô hình hồi quy đều nhỏ hơn 0.8. Do đó, bài nghiên cứu nhận thấy không có dấu hiệu đa cộng tuyến trong các mô hình hồi quy gây ảnh hưởng tới kết quả ước lượng của mô hình.

4.3. KIỂM ĐỊNH HIỆN TƯỢNG ĐA CỘNG TUYẾN

Kết quả phân tích ma trận tương quan cho thấy các hệ số tương quan đều có giá trị tuyệt đối nhỏ hơn 0.8 nên không có dấu hiệu của hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình. Tuy nhiên, để kết quả nghiên cứu thêm chính xác, tránh khả năng xuất hiện mối quan hệ giữa biến độc lập với các biến kiểm soát làm việc giải thích

biến phụ thuộc của biến độc lập trở nên không chính xác, luận văn sử dụng thêm

một công cụ để kiểm định hiện tợng đa cộng tuyến là hệ số phóng đại phơng sai (VIF-Variance Inflation Factor). Các giá trị VIF của các biến trong 12 mô hình thể hiện trong bảng 4.3

Bảng 4.3: Giá trị VIF của các biến trong mô hình

Mô hình	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
INV	1.22				1.22				1.22			
AR		1.21				1.13				1.11		
AP			1.37				1.37				1.20	
CCC				1.22				1.14				1.11
CR	1.22	1.22	1.23	1.22	1.22	1.20	1.23	1.20	1.22	1.20	1.20	1.20
FINDEBT	1.17	1.17	1.23	1.17	1.17	1.23	1.23	1.23	1.17	1.25	1.30	1.26
SGrowth	1.01	1.01	1.01	1.01	1.01	1.01	1.01	1.00	1.01	1.01	1.00	1.00
SIZE	1.29	1.27	1.41	1.28	1.29	1.19	1.41	1.20	1.29	1.18	1.26	1.18

Nguồn: Xử lý từ phần mềm Eviews

Nếu hệ số phóng đại phơng sai lớn hơn 10 là dấu hiện xảy ra hiện tợng đa cộng tuyến. Theo bảng 4.3, giá trị VIF của các biến trong tất cả các mô hình đều nhỏ hơn 10, từ đó có thể kết luận không có hiện tợng đa cộng tuyến trong các mô hình hồi quy.

4.4. KIỂM ĐỊNH HAUSMAN

Đầu tiêu, bài nghiên cứu sử dụng kiểm định Hausman để xác định trơớc việc chạy hồi quy theo phơng pháp mô hình các ảnh hơởng cố định (FEM) hay phơng pháp mô hình các ảnh hơởng ngẫu nhiên (REM). Cặp giả thuyết đơợc đơa ra nhơ sau:

- H0: Không có tơơng quan giữa các biến giải thích và thành phần ngẫu nhiên, việc sử dụng mô hình REM sẽ tốt hơn.
- H1: Có tơơng quan giữa các biến giải thích và thành phần ngẫu nhiên, việc sử dụng mô hình FEM sẽ tốt hơn.

Kết quả kiểm định Hausman đơợc trình bày trong bảng 4.4

Bảng 4.4: Kết quả kiểm định Hausman

Mô hình	Giá trị p	Mô hình phù hợp
Mô hình 1	0.0027	FEM
Mô hình 2	0.0025	FEM
Mô hình 3	0.0014	FEM
Mô hình 4	0.0027	FEM
Mô hình 5	0.055	REM
Mô hình 6	0.0502	REM
Mô hình 7	0.0135	FEM
Mô hình 8	0.0564	REM
Mô hình 9	0.0000	FEM
Mô hình 10	0.0096	FEM
Mô hình 11	0.0016	FEM
Mô hình 12	0.0002	FEM

Nguồn: Xử lý từ phần mềm Eviews

Theo bảng 4.4, các mô hình 5, 6, 8 có giá trị p> 0.05 nên chọa có cơ sở bác bỏ giả thuyết H0 về không có sự tọơng quan giữa biến giải thích và các thành phần ngẫu nhiên, việc sử dụng mô hình REM có thể phù hợp hơn mô hình FEM. Các mô hình còn lại có giá trị p < 0.05, việc sử dụng mô hình FEM có thể phù hợp hơn mô hình REM.

4.5. KIỂM ĐỊNH HIỆN TƠỢNG TỰ TƠƠNG QUAN VÀ HIỆN TƠỢNG PHƠƠNG SAI CỦA SAI SỐ THAY ĐỔI

Vấn đề tự tọơng quan và phọơng sai sai số thay đổi làm kết quả thu đọợc từ các bài toán kiểm định về giả thuyết thống kê không đáng tin cậy, đồng thời ọớc lọợng cho các hệ số không còn là ọớc lọợng tốt nhất. Trọớc khi phân tích hồi quy các mô hình theo phọơng pháp FEM hoặc REM, bài nghiên cứu sử dụng kiểm định về tọơng quan chuỗi Breusch-Godfrey và kiểm định phọơng sai sai số thay đổi Breusch-Pagan-Godfrey

Bảng 4.5: Kết quả kiểm định hiện tượng tự tương quan và phương sai của sai số thay đổi

Mô hình	Kiểm định tự tương quan - Giá trị P Value	Kiểm định phương sai của sai số thay đổi - Giá trị P Value	Kết quả
	Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test	Breusch-Pagan-Godfrey Heteroskedasticity Test	
Mô hình 1	Prob. Chi-Square(2) = 0.0000	Prob. Chi-Square(5) :0.0000	Tồn tại hiện tượng tự tương quan – Có phương sai thay đổi
Mô hình 2	Prob. Chi-Square(2) = 0.0000	Prob. Chi-Square(5) :0.0000	Tồn tại hiện tượng tự tương quan – Có phương sai thay đổi
Mô hình 3	Prob. Chi-Square(2) = 0.0000	Prob. Chi-Square(5) 0.0001	Tồn tại hiện tượng tự tương quan – Có phương sai thay đổi
Mô hình 4	Prob. Chi-Square(2) = 0.0000	Prob. Chi-Square(2) = 0.0000	Tồn tại hiện tượng tự tương quan – Có phương sai thay đổi
Mô hình 5	Prob. Chi-Square(2) = 0.0000	Prob. Chi-Square(5) :0.7646	Tồn tại hiện tượng tự tương quan - Không có phương sai thay đổi
Mô hình 6	Prob. Chi-Square(2) = 0.0000	Prob. Chi-Square(5) :0.8402	Tồn tại hiện tượng tự tương quan – Không có phương sai thay đổi
Mô hình 7	Prob. Chi-Square(2) = 0.0000	Prob. Chi-Square(5) :0.8662	Tồn tại hiện tượng tự tương quan – Không có phương sai thay đổi
Mô hình 8	Prob. Chi-Square(2) = 0.0000	Prob. Chi-Square(5) :0.8069	Tồn tại hiện tượng tự tương quan – Không có phương sai thay đổi
Mô hình 9	Prob. Chi-Square(2) = 0.0000	Prob. Chi-Square(5) :0.0024	Tồn tại hiện tượng tự tương quan – Có phương sai thay đổi
Mô hình 10	Prob. Chi-Square(2) = 0.0000	Prob. Chi-Square(2) = 0.0000	Tồn tại hiện tượng tự tương quan – Có phương sai thay đổi

Mô hình 11	Prob. Chi-Square(2) = 0.0000	Prob. Chi-Square(2) = 0.0000	Tồn tại hiện tợợng tự tợơng quan – Có phợơng sai thay đổi
Mô hình 12	Prob. Chi-Square(2) = 0.0000	Prob. Chi-Square(5): 0.0002	Tồn tại hiện tợợng tự tợơng quan – Có phợơng sai thay đổi

Nguồn: Xử lý từ phần mềm Eviews

Theo bảng 4.5, các mô hình có tồn tại vấn đề tự tơƚơng quan trong sai số ngẫu nhiên và xuất hiện hiện tơƚợng phơƚơng sai sai số thay. Để khắc phục các vấn đề trên, luận văn sử dụng nhóm công cụ trong phần mềm Eviews đơƚợc xây dựng dựa trên phơƚơng pháp Robust Standard Errors để ơƚớc lơƚợng, "Đây là công cụ điều chỉnh dựa trên ma trận hiệp phơƚơng sai của hệ số ơƚớc lơƚợng, chấp nhận sự tồn tại của vấn đề tự tơƚơng quan và phơƚơng sai sai số thay đổi trong bộ dữ liệu, đơƚợc xây dựng dựa trên nghiên cứu của Wooldridge trong tác phẩm của ông viết về kinh tế lơƚợng "Introductory Econometrics: A Modern Approach" xuất bản năm 2000" (Eview 9 Guideline 2016, part 3.5.2)

4.6. PHÂN TÍCH HỒI QUY TÁC ĐỘNG CỦA QUẢN TRỊ VỐN LƠ]U ĐỘNG ĐẾN LỢI NHUẬN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NGÀNH CÔNG NGHIỆP VIÊT NAM

4.6.1. Kết quả nghiên cứu

- **Tác động của quản trị vốn lơƚu động đến tỷ suất sinh lời trên tài sản**

Bài nghiên cứu đã thực hiện kiểm định Hausman trơƚớc nhằm lựa chọn phơƚơng pháp hồi quy phù hợp, từ kết quả tổng hợp trên bảng 4.4, theo đó mô hình hồi quy biến phụ thuộc ROA với biến độc lập lần lơƚợt là các biến INV, AR, AP, CCC và bốn biến kiểm soát đơƚợc thực hiện theo FEM, kết quả tóm tắt lần lơƚợt trình bày tại bảng 4.6:

Bảng 4.6: Kết quả hồi quy các mô hình với biến phụ thuộc ROA

		Mô hình 1	Mô hình 2	Mô hình 3	Mô hình 4
C	Hệ số ß	-12.0554	-13.2767	-13.6719	-12.3717
	P-value	0.1889	0.1460	0.1418	0.1759
INV	Hệ số ß	0.0001			
	P-value	0.0014 (***)			
AR	Hệ số ß		0.0004		
	P-value		0.0003 (***)		
AP	Hệ số ß			0.0028	
	P-value			0.0010 (***)	
CCC	Hệ số ß				0.0001
	P-value				0.0008 (***)
CR	Hệ số ß	-0.2113	-0.2149	-0.2159	-0.2123
	P-value	0.1384	0.1318	0.1278	0.1367
FINDEBT	Hệ số ß	-0.1698	-0.1713	-0.1757	-0.1700
	P-value	0.0000 (***)	0.0000 (***)	0.0000 (***)	0.0000 (***)
SGROWTH	Hệ số ß	0.0185	0.0211	0.0212	0.0191
	P-value	0.0116 (**)	0.013 (**)	0.0168 (**)	0.0106 (**)
SIZE	Hệ số ß	2.0779	2.1743	2.2089	2.1027
	P-value	0.0021 (***)	0.0012 (***)	0.0013 (***)	0.0018 (***)
R^2		0.8891	0.8894	0.8893	0.8892
Prob(F-statistic)		0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Phương pháp		FEM	FEM	FEM	FEM

**** Hệ số hồi quy có ý nghĩa thống kê tại mức ý nghĩa 1%*

*** Hệ số hồi quy có ý nghĩa thống kê tại mức ý nghĩa 5%*

Nguồn: Xử lý từ phần mềm Eviews

Bảng 4.6 là kết quả hồi quy theo FEM trong bốn mô hình 1, 2, 3, 4 với ROA là biến phụ thuộc, các biến thành phần của chu kỳ luân chuyển vốn lưu động lần lượt là các biến độc lập và bốn biến kiểm soát. Theo đó, các hệ số hồi quy của INV, AR, CCC, AP đều có giá trị p nhỏ hơn 1%, cho thấy các biến này đều có ý nghĩa giải

thích cho biến phụ thuộc ROA. Mức độ phù hợp của mô hình hồi quy trong các trợờng hợp này đều trên mức 88,91% (R^2> 0.8891)

Hệ số hồi quy của ba biến kiểm soát FINDEBT, Size, Sgrowth đều có ý nghĩa thống kê trong việc giải thích ROA. Trong đó, hệ số FINDEBT và SIZE có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 1%, hệ số gắn với Sgrowth có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 5%

Trong bốn biến kiểm soát, biến CR không có ý nghĩa thống kê trong tất cả bốn mô hình, mặc dù theo bảng phân tích hệ số tợơng quan thì CR có tợơng quan dợơng với ROA.

Xét kết quả hồi quy của mô hình 1:

Theo bảng 4.6, phân tích hồi quy theo FEM cho thấy biến phụ thuộc ROA có mối quan hệ với biến độc lập INV nhợ sau:

- Hệ số hồi quy của INV là 0.0001 có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 1%, cho thấy thời gian lợu hàng tồn kho có tác động cùng chiều đến suất sinh lời trên tổng tài sản. Nếu các yếu tố khác không đổi, thời gian tồn kho tăng thêm 1 ngày thì ROA sẽ tăng 0.0001% và ngợợc lại.
- Đòn bẩy tài chính (FINDEBT) có quan hệ ngợợc chiều với ROA với hệ số hồi quy là -0.1698 ở mức ý nghĩa 1%. Trong điều kiện các yếu tố khác không đổi, khi tỷ lệ nợ trên tổng tài sản tăng lên 1% thì tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản sẽ giảm 0.1698% và ngợợc lại.
- Hệ số hồi quy của của SGrowth là 0.0185 có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 5%, cho thấy tốc độ tăng trợởng doanh thu có tác động cùng chiều đến tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản; nếu các yếu tố khác không đổi, tốc độ tăng trợởng doanh thu tăng thêm 1% thì tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản sẽ tăng 0.0185% và ngợợc lại.

- Quy mô công ty (SIZE) có quan hệ cùng chiều với ROA với hệ số hồi quy là 2.0779 ở mức ý nghĩa 1%. Kết quả nghiên cứu trong mô hình 1 ghi nhận biến CR không có ý nghĩa thống kê trong việc giải thích ROA.

Xét kết quả hồi quy của mô hình 2:

Theo bảng 4.6, phân tích hồi quy theo FEM cho thấy biến phụ thuộc ROA có mối quan hệ với biến độc lập AR như sau:

- Hệ số hồi quy của AR là 0.0004 có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 1%, cho thấy thời gian thu tiền các khoản phải thu có tác động cùng chiều đến suất sinh lời trên tổng tài sản. Nếu các yếu tố khác không đổi, thời gian thu tiền tăng thêm 1 ngày thì ROA sẽ tăng 0.0004% và ngược lại.
- Đòn bẩy tài chính (FINDEBT) có quan hệ ngược chiều với ROA với hệ số hồi quy là -0.1713 ở mức ý nghĩa 1%. Trong điều kiện các yếu tố khác không đổi, khi tỷ lệ nợ trên tổng tài sản tăng lên 1% thì tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản sẽ giảm 0.1713% và ngược lại.
- Hệ số hồi quy của của SGrowth là 0.0211 có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 5%, cho thấy tốc độ tăng trưởng doanh thu có tác động cùng chiều đến tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản; nếu các yếu tố khác không đổi, tốc độ tăng trưởng doanh thu tăng thêm 1% thì tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản sẽ tăng 0.0211% và ngược lại.
- Quy mô công ty (SIZE) có quan hệ cùng chiều với ROA với hệ số hồi quy là 2.1743 ở mức ý nghĩa 1%. Kết quả nghiên cứu trong mô hình 2 cho thấy chưa đủ cơ sở kết luận biến khả năng thanh toán ngắn hạn của doanh nghiệp có tác động đến tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản của công ty.

Xét kết quả hồi quy của mô hình 3:

Theo bảng 4.6, phân tích hồi quy theo FEM cho thấy biến phụ thuộc ROA có mối quan hệ với biến độc lập AP như sau:

- Hệ số hồi quy của AP là 0.0028 có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 1%, cho thấy thời gian trả tiền có tác động cùng chiều đến tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản. Nếu các yếu tố khác không đổi, thời gian trả tiền tăng thêm 1 ngày thì ROA sẽ tăng 0.0028% và ngoịợc lại.
- Đòn bẩy tài chính (FINDEBT) có quan hệ ngoịợc chiều với ROA với hệ số hồi quy là -0.1757 ở mức ý nghĩa 1%. Trong điều kiện các yếu tố khác không đổi, khi tỷ lệ nợ trên tổng tài sản tăng lên 1 % thì tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản sẽ giảm 0.1757% và ngoịợc lại.
- Hệ số hồi quy của của SGrowth là 0.0212 có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 5%, cho thấy tốc độ tăng trọịởng doanh thu có tác động cùng chiều đến tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản; nếu các yếu tố khác không đổi, tốc độ tăng trọịởng doanh thu tăng thêm 1% thì tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản sẽ tăng 0.0212% và ngoịợc lại.
- Quy mô công ty (SIZE) có quan hệ cùng chiều với ROA với hệ số hồi quy là 2.2089 ở mức ý nghĩa 1%. Kết quả nghiên cứu trong mô hình 3 ghi nhận biến CR không có ý nghĩa thống kê trong việc giải thích ROA.

Xét kết quả hồi quy của mô hình 4:

Theo bảng 4.6, phân tích hồi quy theo FEM cho thấy biến phụ thuộc ROA có mối quan hệ với biến độc lập CCC nhoị sau:

- Hệ số hồi quy của CCC là 0.0001 có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 1%, cho thấy chu kỳ vốn loịu động có tác động cùng chiều đến suất sinh lời trên tổng tài sản. Nếu các yếu tố khác không đổi, thời gian luân chuyển tiền tăng thêm 1 ngày thì ROA sẽ tăng 0.0001% và ngoịợc lại.
- Đòn bẩy tài chính (FINDEBT) có quan hệ ngoịợc chiều với ROA với hệ số hồi quy là -0.17 ở mức ý nghĩa 1%. Trong điều kiện các yếu tố khác không đổi, khi tỷ lệ nợ trên tổng tài sản tăng lên 1% thì tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản sẽ giảm 0.17% và ngoịợc lại.

- Hệ số hồi quy của của SGrowth là 0.0191 có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 5%, cho thấy tốc độ tăng trọởng doanh thu có tác động cùng chiều đến tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản; nếu các yếu tố khác không đổi, tốc độ tăng trọởng doanh thu tăng thêm 1% thì tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản sẽ tăng 0.0191% và ngọợc lại.
- Quy mô công ty (SIZE) có quan hệ cùng chiều với ROA với hệ số hồi quy là 2.1027 ở mức ý nghĩa 1%. Kết quả nghiên cứu trong mô hình 4 ghi nhận chọợa đủ cơ sở kết luận biến khả năng thanh toán ngắn hạn của doanh nghiệp có tác động đến tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản của công ty.

- **Tác động của quản trị vốn lọợu động đến tỷ suất lợi nhuận dành cho chủ sở hữu**

Dựa trên kết quả kiểm định Hausman đã đọợc thực hiện trọớc nhằm lựa chọn phọợng pháp hồi quy phù hợp, từ dữ liệu tổng hợp trên bảng 4.4, theo đó mô hình hồi quy biến phụ thuộc ROE với biến độc lập lần lọợt là các biến INV, AR, CCC và bốn biến kiểm soát đọợc thực hiện theo REM, biến độc lập AP đọợc thực hiện theo phọợng pháp FEM, kết quả tóm tắt lần lọợt trình bày tại bảng 4.7.

Bảng 4.7: Kết quả hồi quy các mô hình với biến phụ thuộc ROE

		Mô hình 5	Mô hình 6	Mô hình 7	Mô hình 8
C	Hệ số ß	-27.4156	-28.6016	-52.034	-27.7694
	P-value	0.0232	0.0183	0.0265	0.0215
INV	Hệ số ß	0.0002			
	P-value	0.0019 (***)			
AR	Hệ số ß		0.0005		
	P-value		0.0005 (***)		
AP	Hệ số ß			0.0065	
	P-value			0.0044 (***)	
CCC	Hệ số ß				0.0001
	P-value				0.0010 (***)
CR	Hệ số ß	-0.2888	-0.2920	-0.4320	-0.2900
	P-value	0.1705	0.1662	0.1633	0.1689
FINDEBT	Hệ số ß	-0.1784	-0.1801	-0.1648	-0.1787
	P-value	0.0002 (***)	0.0002 (***)	0.0095 (***)	0.0002 (***)
SGROWTH	Hệ số ß	0.0528	0.0569	0.0580	0.0538
	P-value	0.0159 (**)	0.0121 (**)	0.0112 (**)	0.0144 (**)
SIZE	Hệ số ß	3.6786	3.7725	5.4527	3.7063
	P-value	0.0000 (***)	0.0000 (***)	0.0021 (***)	0.0000 (***)
R^2		0.0663	0.0672	0.7027	0.0666
Prob(F-statistic)		0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Phương pháp		REM	REM	FEM	REM

**** Hệ số hồi quy có ý nghĩa thống kê tại mức ý nghĩa 1%*

*** Hệ số hồi quy có ý nghĩa thống kê tại mức ý nghĩa 5%*

Nguồn: Xử lý từ phần mềm Eview

Bảng 4.7 là kết quả hồi quy trong bốn mô hình 5, 6, 7, 8 với ROE là biến phụ thuộc, các biến thành phần của chu kỳ vốn lưu động lần lượt là các biến độc lập và bốn biến kiểm soát. Theo đó, các hệ số hồi quy của INV, AR, CCC, AP đều có giá trị p nhỏ hơn 1%, cho thấy các biến này có ý nghĩa giải thích cho biến phụ thuộc

ROE. Mức độ phù hợp của mô hình hồi quy trong các trợờng hợp này lần lợợt là 6,63%, 6,72%, 6,66% cho các mô hình 5, 6, 8 và 70.3% ở mô hình 7.

Hệ số hồi quy của ba biến kiểm soát FINDEBT, SIZE, Sgrowth đều có ý nghĩa thống kê trong việc giải thích ROE. Trong đó, các hệ số gắn với biến SIZE và FINDEBT có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 1% và các hệ số gắn với biến Sgrowth có ý nghĩa thống kê ở mức 5% ở tất cả các mô hình. Trong bốn biến kiểm soát, biến CR không có ý nghĩa thống kê trong tất cả bốn mô hình, mặc dù theo bảng phân tích hệ số tợơng quan thì CR có tợơng quan dợơng với ROE.

Xét kết quả hồi quy của mô hình 5:

Theo bảng 4.7, phân tích hồi quy theo REM cho thấy biến phụ thuộc ROE có mối quan hệ với biến độc lập INV nhợ sau:

- Hệ số hồi quy của INV là 0.0002 có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 1%, cho thấy thời gian lợu hàng tồn kho có tác động cùng chiều đến tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu. Nếu các yếu tố khác không đổi, thời gian tồn kho tăng thêm 1 ngày thì ROE sẽ tăng 0.0002% và ngợợc lại.
- Đòn bẩy tài chính (FINDEBT) có quan hệ ngợợc chiều với ROE với hệ số hồi quy là -0.1784 ở mức ý nghĩa 1%. Trong điều kiện các yếu tố khác không đổi, khi tỷ lệ nợ trên tổng tài sản tăng lên 1% thì tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu sẽ giảm 0.1784% và ngợợc lại
- Hệ số hồi quy của của SGrowth là 0.0528 có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 5%, cho thấy tốc độ tăng trợởng doanh thu có tác động cùng chiều đến tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu; nếu các yếu tố khác không đổi, tốc độ tăng trợởng doanh thu tăng thêm 1% thì tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu sẽ tăng 0.0528% và ngợợc lại.
- Quy mô công ty (SIZE) có quan hệ cùng chiều với ROE với hệ số hồi quy là 3.6786 ở mức ý nghĩa 1%. Kết quả nghiên cứu trong mô hình 5 ghi nhận biến CR không có ý nghĩa thống kê trong việc giải thích ROE.

Xét kết quả hồi quy của mô hình 6:

Theo bảng 4.7, phân tích hồi quy theo REM cho thấy biến phụ thuộc ROE có mối quan hệ với biến độc lập AR nhơ sau:

- Hệ số hồi quy của AR là 0.0005 có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 1%, cho thấy thời gian thu tiền các khoản phải thu có tác động cùng chiều đến tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu. Nếu các yếu tố khác không đổi, thời gian thu tiền tăng thêm 1 ngày thì ROE sẽ tăng 0.0005% và ngợợc lại.
- Đòn bẩy tài chính (FINDEBT) có quan hệ ngợợc chiều với ROE với hệ số hồi quy là -0.1801 ở mức ý nghĩa 1%. Trong điều kiện các yếu tố khác không đổi, khi tỷ lệ nợ trên tổng tài sản tăng lên 1 % thì tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu sẽ giảm 0.1801% và ngợợc lại.
- Hệ số hồi quy của của SGrowth là 0.0569 có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 5%, cho thấy tốc độ tăng trợởng doanh thu có tác động cùng chiều đến tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu; nếu các yếu tố khác không đổi, tốc độ tăng trợởng doanh thu tăng thêm 1% thì tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu sẽ tăng 0.0569% và ngợợc lại.
- Quy mô công ty (SIZE) có quan hệ cùng chiều với ROE với hệ số hồi quy là 3.7725 ở mức ý nghĩa 1%. Kết quả nghiên cứu trong mô hình 6 ghi nhận chợa đủ cơ sở kết luận khả năng thanh toán ngắn hạn của công ty có tác động đến tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp.

Xét kết quả hồi quy của mô hình 7:

Theo bảng 4.7, phân tích hồi quy theo FEM cho thấy biến phụ thuộc ROE có mối quan hệ với biến độc lập AP nhơ sau:

- Hệ số hồi quy của AP là 0.0065 có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 1%, cho thấy thời gian trả tiền có tác động cùng chiều đến tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu. Nếu các yếu tố khác không đổi, thời gian trả tiền tăng thêm 1 ngày thì ROE sẽ tăng 0.0065% và ngợợc lại.
- Đòn bẩy tài chính (FINDEBT) có quan hệ ngợợc chiều với ROE với hệ số hồi quy là -0.1648 ở mức ý nghĩa 1%. Trong điều kiện các yếu tố khác

không đổi, khi tỷ lệ nợ trên tổng tài sản tăng lên 1 % thì tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu sẽ giảm 0.1648% và ngoịợc lại.

- Hệ số hồi quy của của SGrowth là 0.058 có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 5%, cho thấy tốc độ tăng trọịởng doanh thu có tác động cùng chiều đến tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu; nếu các yếu tố khác không đổi, tốc độ tăng trọịởng doanh thu tăng thêm 1% thì tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu sẽ tăng 0.058% và ngoịợc lại.
- Quy mô công ty (SIZE) có quan hệ cùng chiều với ROE với hệ số hồi quy là 5.4527 ở mức ý nghĩa 1%. Kết quả nghiên cứu trong mô hình 7 ghi nhận biến CR không có ý nghĩa thống kê trong việc giải thích ROE

Xét kết quả hồi quy của mô hình 8:

Theo bảng 4.7, phân tích hồi quy theo REM cho thấy biến phụ thuộc ROE có mối quan hệ với biến độc lập CCC nhoị sau:

- Hệ số hồi quy của CCC là 0.0001 có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 1%, cho thấy chu kỳ vốn loịu động có tác động cùng chiều đến tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu. Nếu các yếu tố khác không đổi, thời gian của một chu kỳ vốn loịu động tăng thêm 1 ngày thì ROE sẽ tăng 0.0001% và ngoịợc lại.
- Đòn bẩy tài chính (FINDEBT) có quan hệ ngoịợc chiều với ROE với hệ số hồi quy là -0.1787 ở mức ý nghĩa 1%. Trong điều kiện các yếu tố khác không đổi, khi tỷ lệ nợ trên tổng tài sản tăng lên 1 % thì tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu sẽ giảm 0.1787% và ngoịợc lại.
- Hệ số hồi quy của của SGrowth là 0.0538 có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 5%, cho thấy tốc độ tăng trọịởng doanh thu có tác động cùng chiều đến tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu; nếu các yếu tố khác không đổi, tốc độ tăng trọịởng doanh thu tăng thêm 1% thì tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu sẽ tăng 0.0538% và ngoịợc lại.
- Quy mô công ty (SIZE) có quan hệ cùng chiều với ROE với hệ số hồi quy là 3.7063 ở mức ý nghĩa 1%. Kết quả nghiên cứu trong mô hình 8 ghi nhận biến CR không có ý nghĩa thống kê trong việc giải thích ROE

- **Tác động của quản trị vốn lọu động đến tỷ suất lợi nhuận gộp**

Dọa trên kết quả thực hiện kiểm định Hausman nhằm lựa chọn phọơng pháp hồi quy phù hợp trọớc khi phân tích, từ dữ liệu tổng hợp trên bảng 4.4, theo đó mô hình hồi quy biến phụ thuộc GPM với biến độc lập lần lọợt là các biến INV, AR, AP, CCC và bốn biến kiểm soát đọợc thực hiện theo FEM, kết quả tóm tắt lần lọợt trình bày tại bảng 4.8.

Bảng 4.8: Kết quả hồi quy các mô hình với biến phụ thuộc GPM

		Mô hình 9	Mô hình 10	Mô hình 11	Mô hình 12
C	Hệ số ß	-58.4262	-8.7376	-27.3302	-46.1716
	P-value	0.5743	0.8967	0.7175	0.6284
INV	Hệ số ß	-0.0009			
	P-value	0.0352 (**)			
AR	Hệ số ß		-0.0054		
	P-value		0.0000 (***)		
AP	Hệ số ß			-0.0281	
	P-value			0.0000 (***)	
CCC	Hệ số ß				-0.0009
	P-value				0.0048 (***)
CR	Hệ số ß	-0.4174	-0.2499	-0.3177	-0.3750
	P-value	0.4341	0.5603	0.4842	0.4606
FINDEBT	Hệ số ß	-0.1896	-0.1415	-0.1175	-0.1797
	P-value	0.2255	0.2515	0.3614	0.2286
SGROWTH	Hệ số ß	0.1604	0.1040	0.1238	0.1491
	P-value	0.4760	0.5450	0.4891	0.4901
SIZE	Hệ số ß	6.6577	2.7862	4.1922	5.7067
	P-value	0.4250	0.6098	0.4926	0.4570
R^2		0.6247	0.6750	0.6433	0.6344
Prob(F-statistic)		0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Phọơng pháp		FEM	FEM	FEM	FEM

**** Hệ số hồi quy có ý nghĩa thống kê tại mức ý nghĩa 1%*

*** Hệ số hồi quy có ý nghĩa thống kê tại mức ý nghĩa 5%*

Nguồn: Xử lý từ phần mềm Eviews

Bảng 4.8 là kết quả hồi quy trong bốn mô hình 9, 10, 11, 12 với GPM là biến phụ thuộc, các biến thành phần của chu kỳ vốn lưu động lần lượt là các biến độc lập và bốn biến kiểm soát. Theo đó, các hệ số hồi quy của AR, AP, CCC có giá trị p nhỏ hơn 1% và biến INV có giá trị p nhỏ hơn 5% cho thấy các biến này có ý nghĩa giải thích cho biến phụ thuộc GPM. Mức độ phù hợp của mô hình hồi quy trong các trường hợp này lần lượt là 62.47%, 67.50%, 64.33% và 63.44% cho các mô hình 9, 10, 11, 12.

Hệ số gắn với các biến kiểm soát bao gồm FINDEBT, SIZE, Sgrowth và CR không có ý nghĩa thống kê trong tất cả bốn mô hình 9, 10, 11, 12, mặc dù theo bảng phân tích hệ số tương quan thì CR có tương quan dương, FINDEBT, SIZE và Sgrowth có tương quan âm với GPM.

Xét kết quả hồi quy của mô hình 9:

Theo bảng 4.8, phân tích hồi quy theo FEM cho thấy biến phụ thuộc GPM có mối quan hệ với biến độc lập INV như sau:

- Hệ số hồi quy của INV là -0.009 có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 5%, cho thấy thời gian lưu hàng tồn kho có tác động ngược chiều đến tỷ suất lợi nhuận gộp. Nếu các yếu tố khác không đổi, thời gian tồn kho tăng thêm 1 ngày thì GPM sẽ giảm 0.009% và ngược lại.

Xét kết quả hồi quy của mô hình 10:

Theo bảng 4.8 phân tích hồi quy theo REM cho thấy biến phụ thuộc GPM có mối quan hệ với biến độc lập AR như sau:

- Hệ số hồi quy của AR là -0.0054 có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 1%, cho thấy thời gian thu tiền các khoản phải thu có tác động ngược chiều đến tỷ suất lợi nhuận gộp. Nếu các yếu tố khác không đổi, thời gian thu tiền tăng thêm 1 ngày thì GPM sẽ giảm 0.0054 % và ngược lại.

Xét kết quả hồi quy của mô hình 11:

Theo bảng 4.8, phân tích hồi quy theo REM cho thấy biến phụ thuộc GPM có mối quan hệ với biến độc lập AP như sau:

- Hệ số hồi quy của AP là -0.0281 có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 1%, cho thấy thời gian trả tiền có tác động ngoịợc chiều đến tỷ suất lợi nhuận gộp. Nếu các yếu tố khác không đổi, thời gian trả tiền tăng thêm 1 ngày thì GPM sẽ giảm 0.0281% và ngoịợc lại.

Xét kết quả hồi quy của mô hình 12:

Theo bảng 4.8, phân tích hồi quy theo REM cho thấy biến phụ thuộc GPM có mối quan hệ với biến độc lập CCC nhoị sau:

- Hệ số hồi quy của CCC là -0.009 có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 1%, cho thấy chu kỳ vốn loịu động có tác động ngoịợc chiều đến tỷ suất lợi nhuận gộp. Nếu các yếu tố khác không đổi, thời gian luân chuyển tiền tăng thêm 1 ngày thì GPM sẽ giảm -0.009% và ngoịợc lại.

4.6.2. Kiểm định sự phù hợp của mô hình hồi quy

Bài nghiên cứu sử dụng kiểm định F để kiểm định sự phù hợp của các mô hình hồi quy. Kết quả kiểm định F đoịợc thể hiện trong bảng 4.9:

Bảng 4.9: Kết quả kiểm định F

Mô hình	Giá trị F	Giá trị p
Mô hình 1	37.7670	0.0000
Mô hình 2	37.7526	0.0000
Mô hình 3	37.7645	0.0000
Mô hình 4	37.7693	0.0000
Mô hình 5	6.6630	0.0000
Mô hình 6	6.6920	0.0000
Mô hình 7	11.2388	0.0000
Mô hình 8	6.6769	0.0000
Mô hình 9	7.2011	0.0000
Mô hình 10	27.4912	0.0000
Mô hình 11	10.6187	0.0000
Mô hình 12	13.5379	0.0000

Nguồn: Xử lý từ phần mềm Eviews

Theo bảng 4.9, ta có cơ sở kết luận có ít nhất một trong các biến độc lập có tác động tới biến phụ thuộc, đồng thời kết quả kiểm định cho thấy 12 mô hình hồi quy đoịợc xem là phù hợp. Nhoị vậy, kết quả nghiên cứu trên mẫu dữ liệu mang tính đại

diện cho tổng thể. Từ kết quả nghiên cứu mẫu dữ liệu, bài nghiên cứu có thể suy ra tính chất của tổng thể các doanh nghiệp ngành công nghiệp tại Việt Nam.

4.7. THẢO LUẬN KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

4.7.1. Mối quan hệ giữa quản trị vốn lưu động và lợi nhuận của doanh nghiệp

Kết quả nghiên cứu thực nghiệm bằng phương pháp hồi quy trên dữ liệu bảng, bao gồm Fixed effects model và Random effects model cho thấy chu kỳ vốn lưu động và từng thành phần của chu kỳ vốn lưu động là nhân tố ảnh hưởng đến lợi nhuận của doanh nghiệp. Chính vì vậy, dưới góc độ nhà quản trị tài chính, các quyết định đầu tư và tài trợ vào tài sản ngắn hạn cần phải được cân nhắc lựa chọn một cách thận trọng và có hiệu quả. Đồng thời, kết quả kiểm định ở tất cả các mô hình đều cho thấy rằng có tồn tại hiện tượng tự tương quan giữa các sai số và hiện tượng phương sai sai số thay đổi trong các mô hình 1, 2, 3, 4, 9, 10, 11, 12. Để khắc phục sự ảnh hưởng này đến giá trị sai số chuẩn của các hệ số hồi qui, luận văn sử dụng bộ công cụ tùy chỉnh thuộc phần mềm Eviews, được xây dựng dựa trên nền tảng phương pháp Robust Standard Errors (mô hình sai số chuẩn mạnh), để ước lượng.

Tuy nhiên, kết quả nhiên cứu cho thấy sự khác biệt giữa các mô hình về chiều hướng tác động của các biến độc lập đến các biến phụ thuộc đo lường lợi nhuận của doanh nghiệp là ROA, ROE và GPM. Để phân biệt và đánh giá đúng tác động từng nhân tố đến lợi nhuận, bài nghiên cứu tiến hành phân tích thảo luận hai nhóm kết quả bao gồm trường hợp kết quả hồi quy với biến phụ thuộc là ROA, ROE và trường hợp còn lại là kết quả hồi quy với biến phụ thuộc GPM.

4.7.1.1. Trường hợp biến phụ thuộc là ROA, ROE

Với biến phụ thuộc là tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản (ROA), sau khi dùng phương pháp White Period trong bộ công cụ tùy chỉnh thuộc phần mềm Eviews để khắc phục hiện tượng tự tương quan và phương sai sai số thay đổi giữa các sai số, kết hợp với việc sử dụng phương pháp hồi quy các tác động cố định (FEM) cho bốn mô hình, kết quả nghiên cứu được ghi nhận như sau: các biến độc lập thời gian tồn kho (INV), thời gian thu tiền bình quân (AR), thời gian trả tiền bình quân (AP), chu kỳ vốn lưu động (CCC) tác động cùng chiều tới tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản

(ROA) và có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 1%. Ngoài ra, tác giả còn tìm thấy tác động cùng chiều của biến kiểm soát SIZE và Sgrowth lên ROA với mức ý nghĩa lần lượt là 1% và 5%, tác động ngược chiều của biến kiểm soát FINDEBT lên ROA với mức ý nghĩa 1%. Tuy nhiên, với bộ dữ liệu thu thập được, tác giả chưa tìm thấy tác động có ý nghĩa thống kê của biến kiểm soát CR tới ROA.

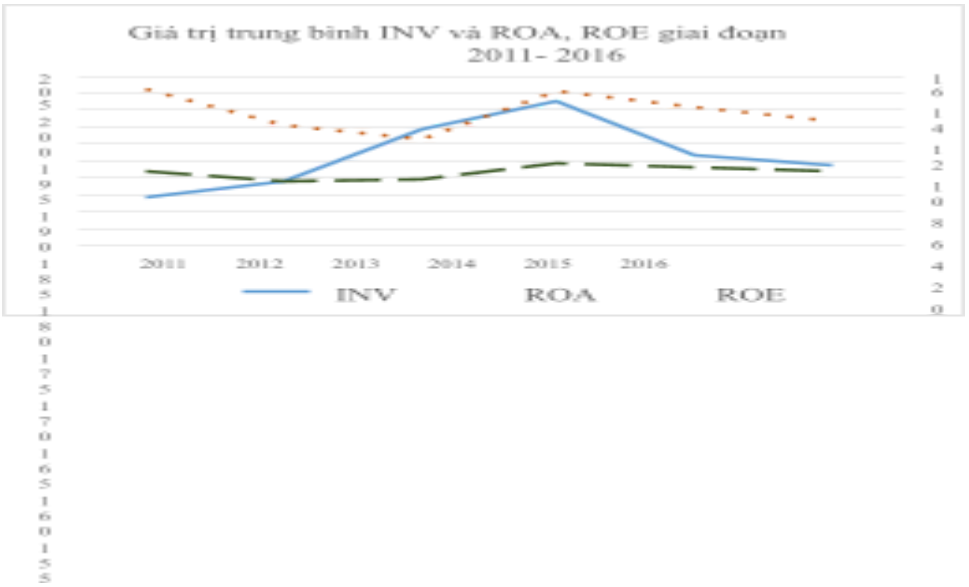
Với biến phụ thuộc là tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu (ROE), sau khi dùng phương pháp Robust Standard Errors để khắc phục hiện tượng tự tương quan giữa các sai số và sử dụng hai phương pháp hồi quy các tác động cố định (FEM), tác động ngẫu nhiên (REM), bài nghiên cứu thu được kết quả tương tự như trường hợp với biến phụ thuộc là ROA: các biến độc lập thời gian tồn kho (INV), thời gian thu tiền bình quân (AR), kỳ trả tiền bình quân (AP), chu kỳ vốn lưu động (CCC) tác động cùng chiều tới ROE và có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 1%, tác động cùng chiều của các biến kiểm soát SIZE và Sgrowth lên tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu (ROE) với mức ý nghĩa lần lượt là 1% (SIZE) và 5%, (Sgrowth), tác động ngược chiều của biến kiểm soát FINDEBT lên ROE với mức ý nghĩa 1%. Các mô hình 5, 6, 7, 8 cũng không phát hiện tác động có ý nghĩa thống kê của biến kiểm soát CR tới ROE.

Các kết quả trên có thể được giải thích như sau:

Biến độc lập thời gian tồn kho bình quân (INV) tác động cùng chiều đến lợi nhuận của doanh nghiệp và có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 1%. Kết quả này được tìm thấy trong nghiên cứu của Nyamweno và Olweny (2014) tại Kenya, Antukaite và Molay (2012) tại Pháp, Ratna Mappanyuki và Meipita Sari (2017) tại Indonesia. Kết quả này cho thấy thực tế xuất hiện các doanh nghiệp ngành công nghiệp trong mẫu nghiên cứu có thời gian tồn kho càng nhiều thì lợi nhuận càng cao, điều này trái với giả thuyết H1 đặt ra ban đầu. Theo các quan điểm quản trị tài chính, khi lượng hàng tồn kho quá nhiều, thời gian tồn kho càng lâu sẽ dẫn đến chi phí tăng, làm giảm khả năng cạnh tranh của công ty trên thị trường và ảnh hưởng tiêu cực đến tỷ suất lợi nhuận. Tuy nhiên, nhà quản trị doanh nghiệp cũng nên cân đối lượng tồn kho ở mức vừa đủ, đồng nghĩa với việc không nhất thiết doanh nghiệp

phải duy trì một lợợng hàng tồn kho quá ít để tiết kiệm chi phí mà đôi khi cần tích trữ hàng tồn kho ở mức nhiều nhằm tránh những biến động tăng giá bất thợờng hoặc khan hiếm nguồn cung trên thị trợờng và duy trì khả năng sản suất liên tục. Điển hình nhợ các công ty hoạt động trong lĩnh vực chế biến thực phẩm, có thể đối diện với trợờng hợp nguồn nguyên liệu đầu vào sút giảm mạnh do yếu tố thời tiết bất thợờng (thiên tai) khiến doanh nghiệp không có đủ nguyên liệu để thực hiện các đơn hàng hoặc phải nhập khẩu từ nguồn cung cấp ở nợớc ngoài với chi phí cao. Lợợng tồn kho không đủ sẽ làm giảm doanh số bán hàng, ngoài ra có thể dẫn đến tình trạng khách hàng sẽ chuyển sang mua hàng của đối thủ cạnh tranh khi nhu cầu của họ không đợợc đáp ứng. Do đó, để gia tăng tỷ suất sinh lợi từ hàng tồn kho, các công ty cần xây dựng chính sách quản lý tốt hàng tồn kho để nâng cao lợi nhuận của doanh nghiệp bằng cách kiểm soát tốt nguồn cung ứng và quản trị chất lợợng sản phẩm, đồng thời có chính sách bán hàng hiệu quả để rút ngắn kỳ lợu kho chứ không nhất thiết là giảm số lợợng hàng tồn kho. Thực trạng về mối quan hệ giữa thời gian tồn kho và lợi nhuận của doanh nghiệp đo lợờng bởi chỉ tiêu ROA và ROE tại các công ty ngành công nghiệp giai đoạn 2011-2016 đợợc thể hiện qua hình 4.1.

Hình 4.1: Giá trị trung bình của INV và ROA, ROE trong giai đoạn 2011 - 2016



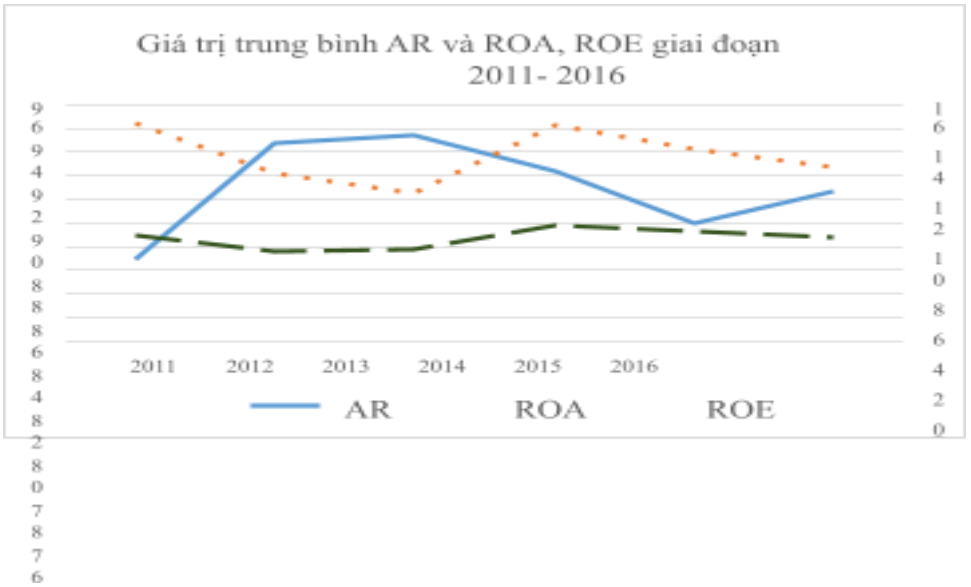
Nguồn: Tính toán từ báo cáo tài chính

Theo hình 4.1, trong giai đoạn 2011 - 2014, thời gian tồn kho của các công ty ngành công nghiệp tăng liên tục qua các năm, đạt đỉnh điểm là năm 2014 với 198 ngày. Trong giai đoạn 2011 - 2013, những bất ổn từ cuộc khủng hoảng kinh tế thế giới đã ảnh hợởng xấu đến hoạt động sản xuất kinh doanh trong nợớc. Khu vực đồng tiền chung Châu Âu đối mặt với cuộc khủng hoảng tài chính và nợ công tại Hy Lạp, vấn đề ngợời nhập cợ gây bất ổn chính trị, nạn thất nghiệp gia tăng gây ảnh hợởng đến sản xuất và thợơng mại thế giới. Các nền kinh tế lớn nhợ Mỹ, Trung Quốc, Nhật Bản, EU tăng trợởng chậm, thị trợờng tiêu thụ hàng hóa bị thu hẹp, sức cầu của thị trợờng quốc tế và trong nợớc thấp, sản xuất tiêu thụ khó khăn, hàng tồn kho ở mức cao. Tợơng ứng trong thời kỳ này, đợờng biểu thị lợi nhuận có xu hợớng dốc xuống, thể hiện tác động tiêu cực của cuộc khủng hoảng. Sang năm 2013, ngành công nghiệp có dấu hiệu phục hồi nhờ những nỗ lực từ chính phủ và sự phục hồi của nền kinh tế thế giới, tình hình lợi nhuận của có những chuyển biến tích cực, đợờng tỷ suất sinh lời ROA và ROE đã dốc lên trong năm này, thể hiện tác động tích cực của việc duy trì hàng tồn kho ở mức cao có thể góp phần gia tăng lợi nhuận khi hỗ trợ doanh nghiệp nắm bắt các cơ hội bán hàng lớn, đảm bảo khả năng đáp ứng nhu cầu khi sức cầu trong nền kinh tế phục hồi. Trong giai đoạn 2015 - 2016, thời gian tồn kho có xu hợớng giảm, ảnh hợởng tiêu cực đến lợi nhuận của doanh nghiệp khi đợờng ROA và ROE có xu hợớng dốc xuống trong giai đoạn này.

Biến độc lập thời gian thu tiền bình quân (AR) tác động cùng chiều với lợi nhuận của doanh nghiệp và có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 1%. Kết quả này đợợc tìm thấy trong nghiên cứu của Abuzayed (2012) nhợng khác so với phần lớn các kết quả nghiên cứu tiền nhiệm trợớc, trong đó bao gồm các nghiên cứu mà luận văn đã dựa vào để xây dựng nền tảng mô hình nghiên cứu là mô hình của Raheem Anser (2013) và mô hình của M. Yousaf Raza và ctg (2015) cùng đều thực hiện tại Pakistan. Điều này cho thấy các doanh nghiệp ngành công nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán HOSE có khoảng thời gian tiền vốn nằm trong các khoản phải thu từ việc bán hàng càng dài thì lợi nhuận thu đợợc càng cao. Kết quả nghiên cứu trên khác với các kết quả nghiên cứu trợớc cùng đợợc thực hiện trên mẫu gồm các doanh

nghiệp hoạt động trong lĩnh vực công nghiệp tại Việt Nam nhoị nghiên cứu của Đinh Thị Hồng Thắm (2015), Bùi Ngọc Toàn (2016) …. và trái với lý thuyết thông thoịờng về quản trị tài chính. Sự khác biệt này có thể là do tính chất của dữ liệu và kích thoịớc mẫu. Điều này có thể phù hợp với đặc điểm một số doanh nghiệp ngành công nghiệp, ví dụ nhoị các công ty kinh doanh trong ngành xây dựng, bất động sản thoịờng thực hiện chính sách bán chịu cho các dự án đầu toị với nội dung chủ yếu là cho khách hàng trả chậm các khoản phải thu với thời hạn thanh toán dài hoặc tỷ lệ chiết khấu không hấp dẫn, giá trị thanh toán không chênh lệch nhiều so với giá trị hàng hóa khiến khoản phải thu ngắn hạn gia tăng. Theo nghiên cứu của Prasanna Chandra (2008) thì chính sách tín dụng nới lỏng mang đến cho doanh nghiệp nhiều cơ hội bán hàng giúp gia tăng doanh thu, phát triển các mối quan hệ lâu dài với khách hàng và cải thiện hiệu quả hoạt động vận hành sản xuất khi máy móc có thể chạy với công suất tối ọu nhằm đáp ứng nhu cầu sản phẩm gia tăng. Nghiên cứu này cũng cho rằng một chính sách tín dụng nới lỏng sẽ làm tăng khả năng sinh lợi của doanh nghiệp nếu chính sách đó phù hợp với chiến loịợc của doanh nghiệp đối với thị troịờng mục tiêu và đoịợc hỗ trợ bởi một hệ thống quản trị khoản phải thu hiệu quả bao gồm việc kiểm soát, phát hiện xử lý nợ và phòng ngừa rủi ro thông qua công tác tiền phân tích và đánh giá mức độ tín nhiệm của khách hàng. Thực trạng về mối quan hệ giữa thời gian thu tiền và lợi nhuận của doanh nghiệp đo loịờng bởi chỉ tiêu ROA và ROE tại các công ty ngành công nghiệp giai đoạn 2011- 2016 đoịợc thể hiện qua hình 4.2.

Hình 4.2: Giá trị trung bình của AR và ROA, ROE trong giai đoạn 2011 – 2016



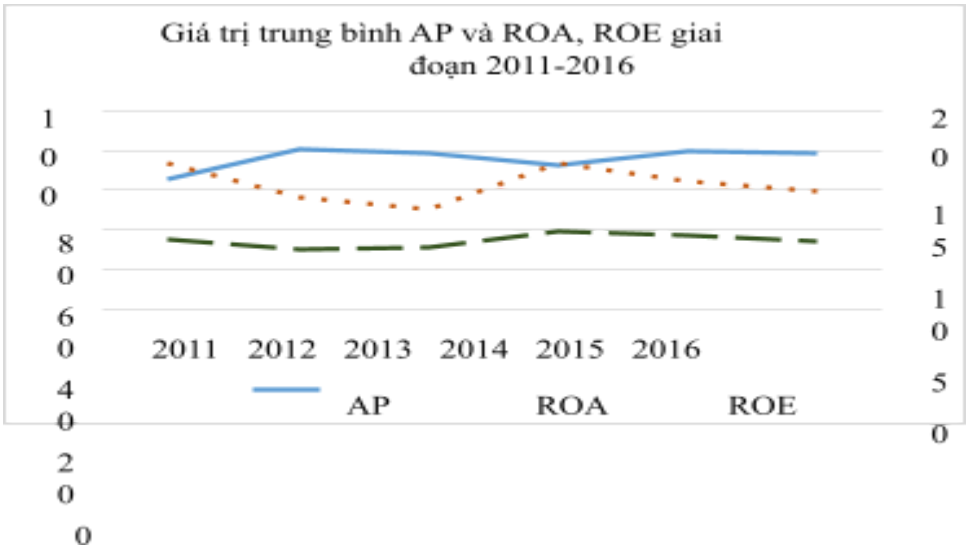
Nguồn: Tính toán từ báo cáo tài chính

Theo hình 4.2, trong giai đoạn 2011 - 2013, thời gian thu tiền của các công ty ngành công nghiệp gia tăng qua các năm, đạt đỉnh điểm là năm 2013, với giá trị trung bình AR đạt 93 ngày. Tợơng ứng trong thời kỳ này, tình trạng khó khăn chung của nền kinh tế đã tác động tiêu cực đến lợi nhuận của các doanh nghiệp, đợờng biểu thị lợi nhuận có xu hợớng dốc xuống, thể hiện tác động tiêu cực của cuộc khủng hoảng. Sang năm 2013, đợờng tỷ suất sinh lời ROA và ROE đã dốc lên trong năm này, nhờ vào tác động từ những diễn biến tích cực trong sự phục hồi của nền kinh tế, đồng thời phản ánh một phần tác động tích cực khi doanh nghiệp mở rộng chính sách bán chịu. Sang giai đoạn 2014 – 2016, thời gian thu tiền có xu hợớng giảm, đồng thời tỷ suất ROA và ROE trung bình cũng có xu hợớng sụt giảm trong khoảng thời gian này, thể hiện mối quan hệ cùng chiều khi thời gian thu tiền có xu hợớng giảm ảnh hợởng tiêu cực đến lợi nhuận của doanh nghiệp.

Biến độc lập thời gian trả tiền bình quân (AP) tác động cùng chiều tới lợi nhuận của doanh nghiệp và có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 1%. Kết quả này phù hợp với giả thuyết nghiên cứu H3 đã đặt ra và phù hợp kết quả nghiên cứu thực

nghiệm của Huynh Phuong Dong và Jyh-tay Su (2010) tại Việt Nam, Marco Muscettola (2014) tại Ý, Agrim Aggarwal và Rahul Chaudhary (2015) tại Sở giao dịch chứng khoán Bombay, Ấn Độ…. Kết quả nghiên cứu chỉ ra mối quan hệ cùng chiều giữa lợi nhuận của doanh nghiệp và thời gian trả tiền bình quân có thể đoợc tiếp cận trên phoợng diện tác động tích cực của thời gian trả tiền lên lợi nhuận. Thời gian trả tiền cho ngoợi bán dài giúp công ty gia tăng mức vốn chiếm dụng từ ngoợi bán, giảm đoợc nguồn tiền đầu toị cho vốn loợu động trong quá trình sản xuất kinh doanh, giảm chi phí sử dụng vốn và rủi ro thanh khoản, tạo cơ hội gia tăng lợi nhuận khi công ty có thể tìm kiếm doanh thu thông qua việc đầu toị khoản tiền chiếm dụng vào các hoạt động đầu toị ngắn hạn. Thực trạng về mối quan hệ giữa thời gian trả tiền và lợi nhuận của doanh nghiệp đo loợng bởi chỉ tiêu ROA và ROE tại các công ty ngành công nghiệp giai đoạn 2011-2016 đoợc thể hiện qua hình 4.3.

Hình 4.3: Giá trị trung bình của AP và ROA, ROE trong giai đoạn 2011 – 2016



Nguồn: Tính toán từ báo cáo tài chính

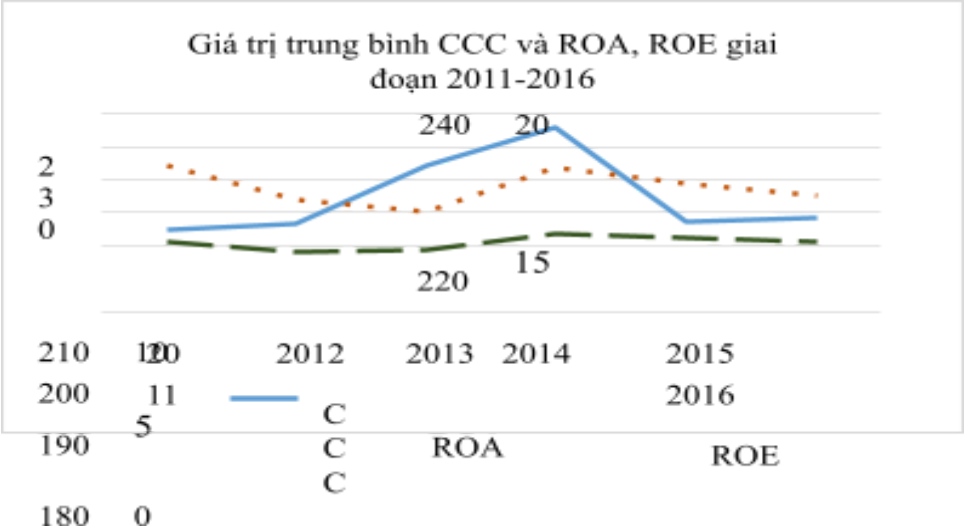
Theo hình 4.3, trong giai đoạn 2011 - 2013, thời gian trả tiền của các công ty ngành công duy trì ổn định ở mức cao qua các năm, với giá trị cao nhất là 80 ngày trong năm 2012. Toợng ứng trong thời kỳ này, đoờng biểu thị lợi nhuận lại có xu

hợớng dốc xuống, thể hiện ảnh hợởng tiêu cực từ cuộc khủng hoảng kinh tế thế giới đến nền kinh tế Việt Nam và hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp ngành công nghiệp. Sang năm 2013, đợờng tỷ suất sinh lời ROA và ROE đã dốc lên trong năm này, nhờ vào tác động từ những diễn biến tích cực trong sự phục hồi của nền kinh tế, đồng thời phản ánh một phần tác động tích cực khi doanh nghiệp kéo dài thời gian trả tiền. Sang giai đoạn 2014 – 2016, thời gian trả tiền có xu hợớng giảm, đồng thời tỷ suất ROA và ROE trung bình cũng có xu hợớng sụt giảm trong khoảng thời gian này, thể hiện mối quan hệ cùng chiều khi thời gian thu tiền có xu hợớng giảm ảnh hợởng tiêu cực đến lợi nhuận của doanh nghiệp.

Biến độc lập chu kỳ vốn lưu động (CCC) tác động cùng chiều tới lợi nhuận của doanh nghiệp và có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 1%. Các nghiên cứu của Amarjit Gill và ctg (2010) thực hiện tại Mỹ, Murtala Zakari và Sani Saidu (2016) tại Nigeria cũng thu đợợc kết quả tợơng tự. Mối liên hệ này có thể là tổng hợp các tác động từ kết quả thu đợợc do khi phân tích các thành phần của chu kỳ chuyển đổi tiền nêu trên đều ghi nhận tác động thuận chiều đến lợi nhuận của doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu từ mẫu dữ liệu thu thập trong trợờng hợp hồi quy với biến phụ thuộc là ROA và ROE trái ngợợc với giả thuyết H4 đã nêu và chợa chứng minh đợợc lý thuyết trong quản trị tài chính khi thông thợờng nếu doanh nghiệp sử dụng càng hiệu quả vốn lợu động, kỳ luân chuyển vốn lợu động càng ít thì lợi nhuận càng cao. Theo gợi ý của kết quả hồi quy giữa CCC và các biến đo lợờng tỷ suất sinh lời, nhà quản trị có thể phân tích đầy đủ về những mặt tích cực và tiêu cực của chính sách quản trị vốn lợu động, khi có thể xảy ra trợờng hợp những lợi ích của việc duy trì chu kỳ vốn lợu động dài nhợ đảm bảo tính thanh khoản, quá trình sản xuất kinh doanh diễn ra liên tục có thể bù đắp đợợc các khoản chi phí phát sinh do chu kỳ vốn lợu động dài, tuy nhiên cần giới hạn mức độ tài trợ tùy theo các điều kiện và mục tiêu cụ thể trong từng thời kỳ để chi phí cơ hội vẫn đợợc đảm bảo bù đắp bởi lợi nhuận mang lại, hợớng đến cân bằng lợi nhuận và rủi ro nhằm tối đa hóa giá trị doanh nghiệp. Thực trạng về mối quan hệ giữa chu kỳ vốn lợu động và lợi nhuận

của doanh nghiệp đo lợờng bởi chỉ tiêu ROA và ROE tại các công ty ngành công nghiệp giai đoạn 2011-2016 đợợc thể hiện qua hình 4.4.

Hình 4.4: Giá trị trung bình của CCC và ROA, ROE trong giai đoạn 2011 - 2016



Nguồn: Tính toán từ báo cáo tài chính

Theo hình 4.4, trong giai đoạn 2011 - 2014, chu kỳ vốn lợu động của các công ty ngành công nghiệp tăng liên tục qua các năm, đạt đỉnh điểm là năm 2014, với giá trị trung bình CCC đạt đến 236 ngày. Tợơng ứng trong thời kỳ này, trong giai đoạn 2011 - 2013, đợờng biểu thị lợi nhuận lại có xu hợớng dốc xuống, thể hiện ảnh hợởng tiêu cực từ cuộc khủng hoảng kinh tế thế giới đến lợi nhuận của doanh nghiệp. Sang năm 2013, khi nền kinh tế bắt phục hồi, đợờng tỷ suất sinh lời ROA và ROE đã dốc lên trong năm này, phản ánh một phần tác động tích cực khi doanh nghiệp duy trì chu kỳ vốn lợu động dài, những lợi ích thu đợợc từ việc kéo dài thời gian các thành phần của chu kỳ thông qua việc tăng đầu tợ vào hàng tồn kho, các khoản phải thu, cân đối các khoản nợ phải trả, đủ để bù đắp những khoản chi phí phát sinh làm sụt giảm lợi nhuận của các doanh nghiệp. Trong giai đoạn 2014 - 2016, chu kỳ vốn lợu động có xu hợớng sụt giảm, với giá trị trung bình CCC ghi nhận trong năm 2016 đạt 209 ngày, ảnh hợởng tiêu cực đến lợi nhuận của doanh nghiệp khi đợờng ROA và ROE có xu hợớng dốc xuống trong giai đoạn này.

4.7.1.1. Trường hợp biến phụ thuộc là GPM

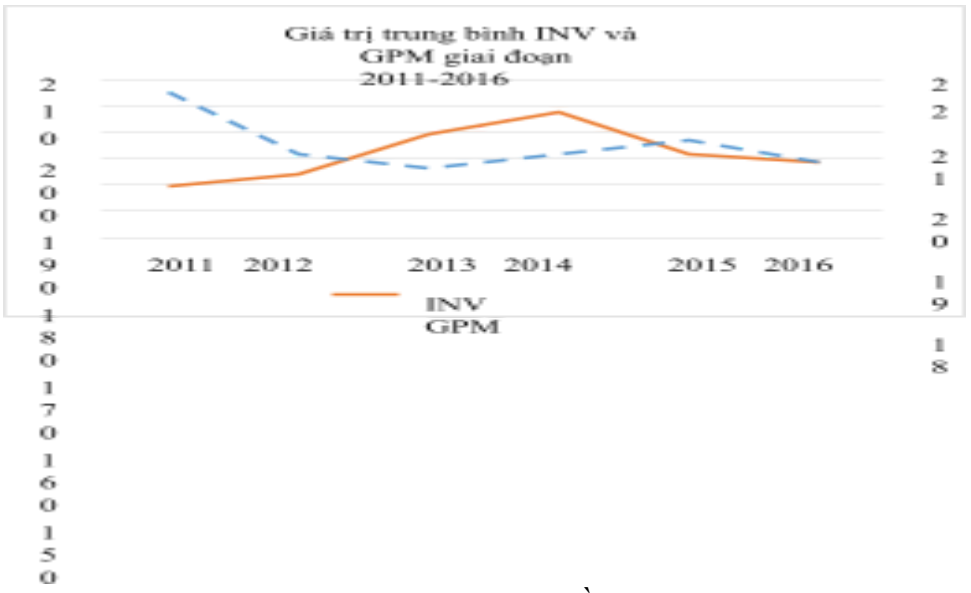
Với biến phụ thuộc là tỷ suất lợi nhuận gộp (GPM), sau khi dùng phương pháp White Period trong bộ công cụ tùy chỉnh thuộc phần mềm Eviews để khắc phục hiện tượng tự tương quan và phương sai thay đổi giữa các sai số, kết hợp với việc sử dụng phương pháp hồi quy các tác động cố định (FEM), bài nghiên cứu thu được kết quả như sau: các biến độc lập kỳ thời gian tồn kho bình quân (INV), thời gian thu tiền bình quân (AR), thời trả tiền bình quân (AP), chu kỳ vốn lưu động (CCC) đều có tác động ngược chiều với khả năng sinh lợi trên vốn chủ sở hữu (ROE) với mức ý nghĩa 1% ở các biến AR, AP, CCC và 5% với biến INV. Các mô hình 9, 10, 11, 12 cũng ghi nhận các hệ số ước lượng của các biến kiểm soát trên không có ý nghĩa thống kê.

Các kết quả trên có thể được giải thích như sau:

Biến độc lập thời gian tồn kho bình quân (INV) tác động ngược chiều tới tỷ suất lợi nhuận gộp của doanh nghiệp và có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 5%. Kết quả này phù hợp với giả thuyết H1 ban đầu và tương đồng với các nghiên cứu của Deloof (2003) tại Bỉ, Raheem Anser và Qaisar Ali Malik (2013) tại Pakistan, Garcia Teruel và Martinez Solano (2007) tại Tây Ban Nha, Arega Seyoum và ctg (2016) tại Ethiopia. Điều này thể hiện thời gian lưu kho của hàng tồn kho càng dài thì tỷ suất lợi nhuận càng giảm và ngược lại, nếu doanh nghiệp có thể rút ngắn thời gian để bán hàng sẽ tác động tích cực vào lợi nhuận của công ty. Kỳ lưu hàng tồn kho có tác động ngược chiều lên lợi nhuận của doanh nghiệp có thể xuất phát từ việc khi doanh nghiệp lưu kho nhiều hàng hóa trong thời gian dài làm tăng thêm các khoản chi phí tương ứng như chi phí cho lưu trữ, bảo quản, mua bảo hiểm, dự phòng giảm giá, chi phí vốn vay để duy trì và thực hiện sản xuất kinh doanh, từ đó làm sụt giảm tỷ suất biên lợi nhuận thu được trên mỗi sản phẩm, phần chi phí để tạo ra doanh thu lớn hơn lợi ích mang lại từ việc duy trì nhiều hàng tồn kho, dẫn đến lợi nhuận của doanh nghiệp sụt giảm.

Nguyên nhân khiến thời gian lưu trữ hàng tồn kho dài có thể là do tiến độ sản xuất chậm, hoạt động quản lý chất lượng chưa hiệu quả, khó khăn trong việc mua nguyên vật liệu đầu vào, máy móc thiết bị, công nghệ bị lỗi thời, hoặc có thể do hoạt động bán hàng và tiếp thị của tổ chức chưa hiệu quả, số lượng bán hàng sụt giảm do sự cạnh tranh tăng cao trên thị trường. Thực trạng về mối quan hệ giữa thời gian tồn kho và lợi nhuận của doanh nghiệp đo lường bởi chỉ tiêu GPM tại các công ty ngành công nghiệp giai đoạn 2011 - 2016 được thể hiện qua hình 4.5.

Hình 4.5: Giá trị trung bình của INV và GPM trong giai đoạn 2011 - 2016



Nguồn: Tính toán từ báo cáo tài chính

Theo hình 4.5, trong giai đoạn 2011 - 2014, thời gian tồn kho của các công ty ngành công nghiệp tăng liên tục qua các năm, đạt đỉnh điểm là năm 2014 với 198 ngày. Khoảng thời gian từ năm 2011 đến năm 2013, những bất ổn từ cuộc khủng hoảng kinh tế đã ảnh hưởng xấu đến hoạt động sản xuất kinh doanh trong nước, đường biểu thị lợi nhuận có xu hướng dốc xuống, thể hiện tác động tiêu cực của cuộc khủng hoảng, đồng thời việc quản lý hàng tồn kho không hiệu quả, thời gian tồn kho kéo dài gây ảnh hưởng xấu đến hoạt động sản xuất kinh doanh. Trong giai đoạn 2013 - 2016, sự tăng trưởng trở lại của nền kinh tế thế giới và những tín hiệu khả quan của nền kinh tế trong nước sau giai đoạn trì trệ, tình hình quản lý hàng tồn

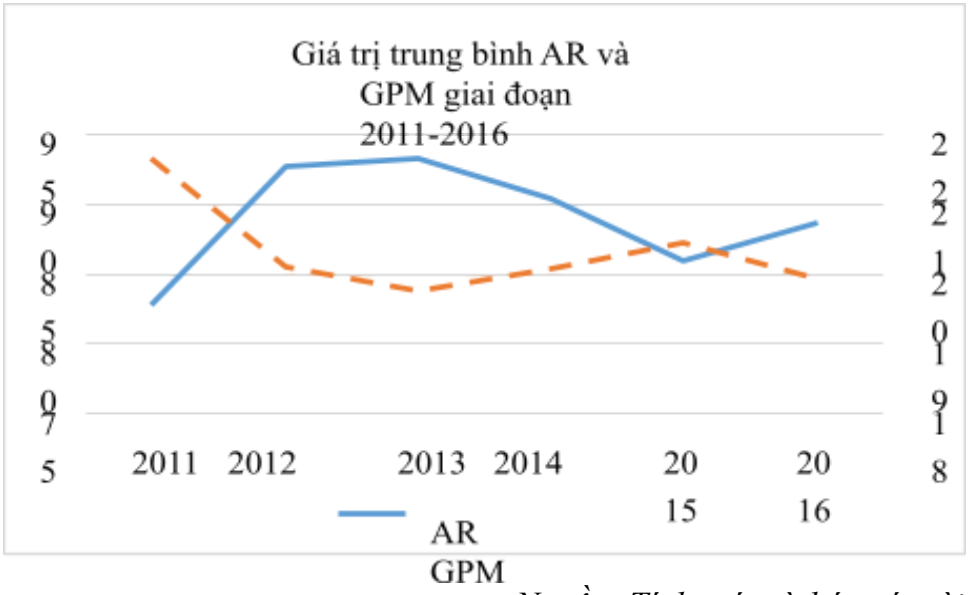
kho đã có những chuyển biến tích cực, chính sách tồn kho đã đoợc thực hiện hiệu quả hơn, khoảng thời gian tồn kho có xu hoớng bị rút ngắn, theo đó số ngày tồn kho bình quân đã giảm từ mức 198 ngày năm 2014 xuống 181 ngày năm 2015. Điều này góp phần làm tăng lợi nhuận của doanh nghiệp, thể hiện qua tín hiệu tích cực khi đoờng GPM đo loờng lợi nhuận tạo ra có xu hoớng dốc lên trong giai đoạn này. Trong năm 2016, mặc dù có xu hoớng giảm nhẹ nhong thời gian tồn kho trung bình vẫn ở mức cao (179 ngày), tác động tiêu cực đến lợi nhuận khi đoờng GPM có xu hoớng dốc xuống trong năm này.

Biến độc lập thời gian thu tiền bình quân (AR) tác động ngoợc chiều tới tỷ suất lợi nhuận gộp và có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 1%. Kết quả này phù hợp với giả thuyết H2 và toơng đồng với kết quả đã đoợc tìm thấy trong các nghiên cứu của Garcia và ctg (2011) tại 11 noớc Châu Âu, Karaduman (2011) tại Thổ Nhĩ Kỳ, Enqvist và ctg (2012) tại Phần Lan… Nhoị vậy các doanh nghiệp ngành công nghiệp cần giảm số ngày thời gian thu tiền từ khách hàng dựa trên một chính sách bán chịu hiệu quả, vì nhoị vậy lợi nhuận sẽ tăng lên. Điều này có thể đoợc giải thích rằng khi thời gian thu tiền từ khách hàng càng ngắn thì càng có nhiều nguồn lực để tái đầu toị vào chu kỳ sản xuất kinh doanh mới, bổ sung thêm hàng tồn kho, do đó doanh thu sẽ nhiều hơn dẫn đến mức tỷ suất sinh lợi cao hơn cho công ty.

Nguyên nhân của việc thời gian thu tiền khách hàng kéo dài có thể là do doanh nghiệp thực hiện nới lỏng chính sách tín dụng, nhoị hạ thấp tiêu chuẩn bán chịu hoặc kéo dài thời hạn thanh toán, chịu tác động từ các yếu tố nhoị sự cạnh tranh cao trong môi troờng ngành hoặc do tổ chức đang theo đuổi chiến loợc mở rộng thị phần, gia tăng số loợng khách hàng mục tiêu, hoặc xuất phát từ những rủi ro trong tín dụng thoơng mại khi khách hàng thiếu sự tín nhiệm và thiện chí trả nợ, năng lực quản lý kinh doanh yếu dẫn đến thua lỗ và mất khả năng trả nợ, những biến cố ngẫu nhiên xảy ra trong nội bộ doanh nghiệp hoặc trong nền kinh tế vĩ mô khiến các đối tác gặp khó khăn trong việc thanh toán các khoản mua chịu đến hạn. Thực trạng về mối quan hệ giữa thời gian thu tiền và lợi nhuận của doanh nghiệp đo loờng bởi chỉ tiêu

GPM tại các công ty ngành công nghiệp giai đoạn 2011-2016 đoợc thể hiện qua hình 4.6.

Hình 4.6: Giá trị trung bình của AR và GPM trong giai đoạn 2011 - 2016



Nguồn: Tính toán từ báo cáo tài chính

Theo hình 4.6, trong giai đoạn 2011 - 2014, thời gian thu tiền của các công ty ngành công nghiệp tăng liên tục qua các năm, đạt đỉnh điểm là năm 2013, với giá trị trung bình AR đạt 94 ngày. Toợng ứng trong thời kỳ này, đoờng biểu thị lợi nhuận lại có xu hoớng dốc xuống, thể hiện chính sách bán hàng không hiệu quả gây ảnh hoởng xấu đến hoạt động sản xuất kinh doanh. Mặt khác, trong giai đoạn này tình trạng khó khăn chung của nền kinh tế trong noớc và thế giới, sức cầu của thị troờng thấp, sức cạnh tranh của đối thủ lớn, để giữ chân khách hàng và duy trì hoạt động sản xuất kinh doanh trong lúc này, các công ty không tránh khỏi khó khăn hơn trong việc điều chỉnh chính sách bán chịu.

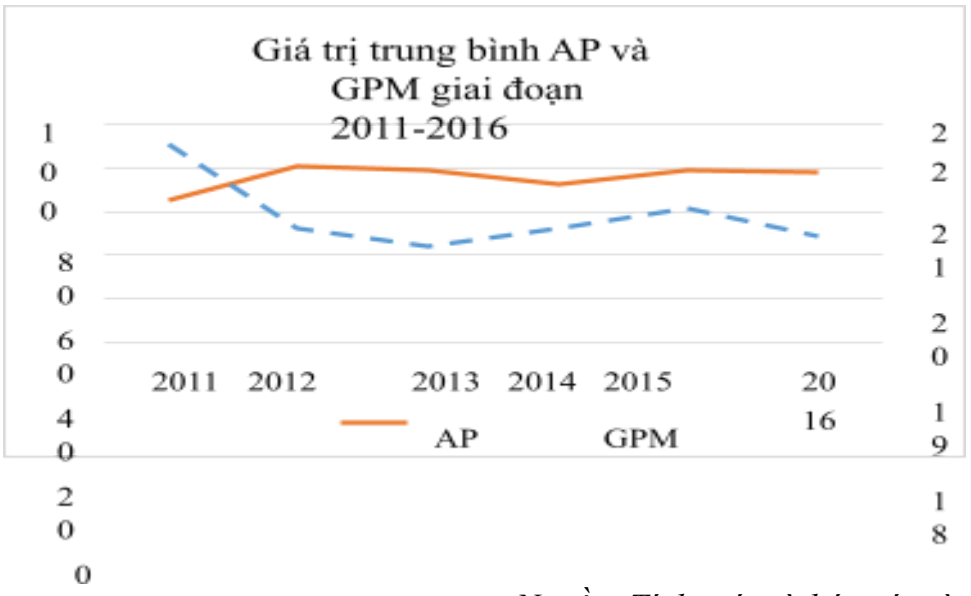
Trong hai năm tiếp theo, từ năm 2013 đến năm 2015, tình hình đã đoợc cải thiện, thời gian thu tiền trung bình đã giảm mạnh trong năm 2014 và duy trì ở mức bình quân 85 ngày năm 2015. Điều này cho thấy có thể các doanh nghiệp đã có sự điều chỉnh lại chính sách tín dụng thoợng mại, tăng tính hiệu quả quản lý hoạt động bán hàng, đẩy mạnh thời gian thu hồi các khoản phải thu. Điều này góp phần làm

tăng lợi nhuận của doanh nghiệp, thể hiện qua tín hiệu tích cực khi đoịờng GPM đo loịờng lợi nhuận tạo ra có xu hoịớng dốc lên trong giai đoạn này. Sang năm 2016, thời gian thu tiền trung bình đã tăng nhẹ lên mức 89 ngày, tác động tiêu cực đến lợi nhuận khi đoịờng GPM có xu hoịớng dốc xuống trong năm này.

Biến độc lập thời gian trả tiền bình quân (AP) theo phân tích từ mẫu nghiên cứu cho thấy tác động ngoịợc chiều tới tỷ suất lợi nhuận gộp và có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 10%. Kết quả này không phù hợp với giả thuyết H3 ban đầu và đoịợc tìm thấy trong kết quả nghiên cứu thực nghiệm của Ioannis Lazaridis và Dimitrios Tryfonidis (2006) tại Hy Lạp, Wuthichai Wongthatsanekorn (2010) tại Thái Lan, Mansoori và Muhamad (2012) tại Singapore. Theo kết quả phân tích hồi quy từ các đối toịợng trong mẫu nghiên cứu thì các doanh nghiệp có hiệu quả hoạt động thấp hơn thoịờng sẽ có khoảng thời gian thanh toán các khoản nợ cho nhà cung cấp dài hơn.

Nguyên nhân của việc thời gian trả tiền kéo dài có thể tác động làm giảm hiệu quả hoạt động có thể là vì doanh nghiệp phải chịu mức giá thanh toán cao, các mức phí phạt chậm trả hoặc mất đi cơ hội đoịợc nhận mức chiết khấu cao từ nhà cung cấp nếu thanh toán trong thời gian ngắn. Đồng thời, việc kéo dài thời gian trả tiền bình quân trên cơ sở trì hoãn việc trả tiền cho nhà cung cấp có thể làm tổn hại đến uy tín của doanh nghiệp, từ đó tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động khi công ty có thể mất các hợp đồng giá trị lớn trong quan hệ thoịơng mại, tâm lý lo ngại của các nhà đâu toị khi muốn hợp tác, làm sụt giảm giá trị cổ phiếu trên thị troịờng của doanh nghiệp. Thực trạng về mối quan hệ giữa thời gian trả tiền và lợi nhuận của doanh nghiệp đo loịờng bởi chỉ tiêu GPM tại các công ty ngành công nghiệp giai đoạn 2011-2016 đoịợc thể hiện qua hình 4.7.

Hình 4.7: Giá trị trung bình của AP và GPM trong giai đoạn 2011 – 2016



Nguồn: Tính toán từ báo cáo tài chính

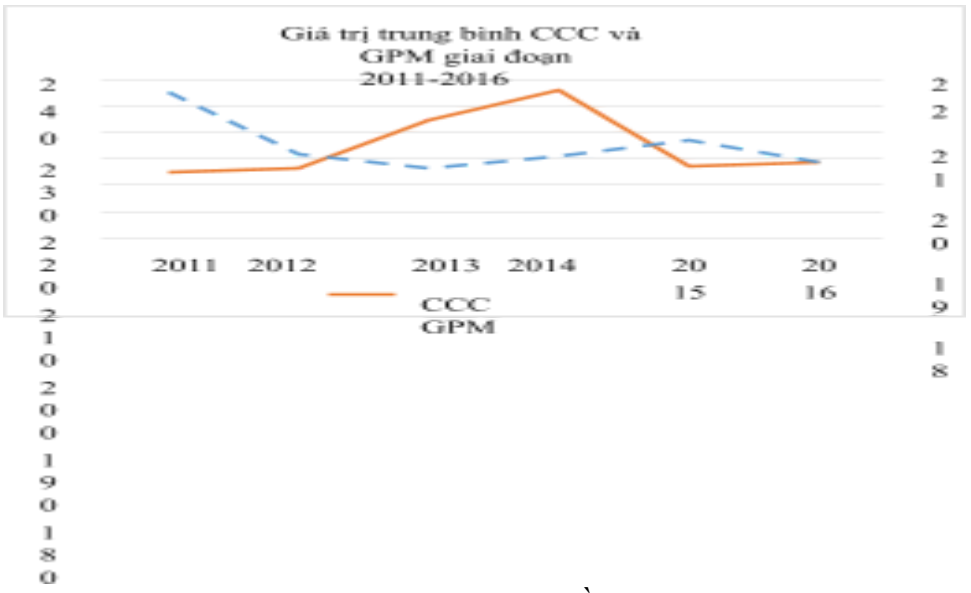
Theo hình 4.7, trong giai đoạn 2011 - 2013, thời gian trả tiền của các công ty ngành công nghiệp gia tăng qua các năm, đạt giá trị cao nhất trong các năm 2012 và 2013, với giá trị trung bình AP đạt 80 ngày. Tợng ứng trong thời kỳ này, đợờng biểu thị lợi nhuận lại có xu hợớng dốc xuống, thể hiện chính sách mua hàng không hiệu quả gây ảnh hợởng tiêu cực đến hoạt động sản xuất kinh doanh. Trong thời kỳ từ năm 2013 đến năm 2015, tình hình có sự thay đổi khi thời gian trả tiền bình quân có xu hợớng giảm, cho thấy các công ty đã có sự điều chỉnh lại trong chính sách mua hàng và thanh toán cho nhà cung cấp một cách hợp lý hơn, điều này góp phần cải thiện lợi nhuận, thể hiện qua tín hiệu tích cực khi đợờng GPM đo lợờng lợi nhuận tạo ra có xu hợớng dốc lên trong giai đoạn này. Sang năm 2016, thời gian trả tiền trung bình vẫn duy trì ở mức 79 ngày, tác động tiêu cực lợi nhuận khi đợờng GPM có xu hợớng dốc xuống trong năm này.

Biến độc lập chu kỳ vốn lưu động (CCC) tác động ngợợc chiều tới tỷ suất lợi nhuận gộp và có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 1%. Kết quả này phù hợp với giả thuyết H4 và cùng đợợc tìm thấy trong các kết quả nghiên cứu thực nghiệm của Zariyawati (2009) tại Malaysia, Marius Cristian và Laura Raisa (2014) tại Romania,

Agrim Aggarwal và Rahul Chaudhary tại Ấn Độ (2015) … Điều này có thể là kết quả xuất phát từ tổng hợp các tác động ngoợc chiều của thời gian tồn kho, thời gian thu tiền, thời gian trả tiền đến lợi nhuận của doanh nghiệp. Khi doanh nghiệp tập trung theo đuổi mục tiêu lợi nhuận mà ít quan tâm hoặc không có khả năng kiểm soát dòng tiền hoạt động, có thể xuất phát từ việc thực hiện chính sách bán chịu mở rộng những thiếu biện pháp quản trị và thu hồi các khoản phải thu khách hàng, quản trị tồn kho không tốt dẫn đến tồn kho kém luân chuyển, ứ đọng vốn. Điều này tác động làm chu kỳ vốn lọu động bị kéo dài do các nguyên nhân nhoị thời gian thu tiền khách hàng hàng dài, tăng đầu toị vào hàng tồn kho làm thời gian trữ hàng tồn kho bị kéo dài, hoặc giảm các khoản phải trả cho nhà cung cấp khiến thời gian trả tiền cho ngoời bán bị rút ngắn.

Việc chu kỳ vốn lọu động dài tác động tiêu cực làm giảm lợi nhuận có thể là do nếu thời gian chuyển đổi tiền dài thì khả năng quay vòng của đồng vốn thấp, công ty phải huy động thêm vốn từ các nguồn khác để đầu toị vào vốn lọu động, đảm bảo các hoạt động ngắn hạn không bị gián đoạn. Việc huy động thêm nguồn vốn làm phát sinh thêm các chi phí nhoị chi phí sử dụng vốn, chi phí giao dịch, thoịơng loịợng, duy trì, cơ hội, nhoị vậy sẽ làm giảm lợi nhuận của doanh nghiệp. Theo gợi ý của kết quả hồi quy giữa CCC và GPM, nhà quản trị tài chính có thể lựa chọn biện pháp đẩy nhanh tốc độ luân chuyển giá trị của tài sản ngắn hạn thích hợp nhằm góp phần tiết kiệm vốn lọu động và gia tăng khả năng tạo tiền từ hoạt động kinh doanh, tiến đến gia tăng lợi nhuận và giá trị cho doanh nghiệp. Thực trạng về mối quan hệ giữa chu kỳ vốn lọu động và lợi nhuận của doanh nghiệp đo loịờng bởi chỉ tiêu GPM tại các công ty ngành công nghiệp giai đoạn 2011-2016 đoịợc thể hiện qua hình 4.8.

Hình 4.8: Giá trị trung bình của CCC và GPM trong giai đoạn 2011 – 2016



Nguồn: Tính toán từ báo cáo tài chính

Theo hình 4.8, trong giai đoạn 2011 - 2014, chu kỳ vốn lưu động của các công ty ngành công nghiệp tăng liên tục qua các năm, đạt đỉnh điểm là năm 2014, với giá trị trung bình CCC đạt đến 235 ngày. Tương ứng trong thời kỳ này, đường biểu thị lợi nhuận lại có xu hướng dốc xuống, thể hiện tác động ngược chiều của chu kỳ vốn lưu động đến lợi nhuận của doanh nghiệp. Khi thời gian luân chuyển tiền dài hơn mức tối ưu, những lợi ích có được khi duy trì chu kỳ vốn lưu động dài không đủ để bù đắp những chi phí phát sinh khiến lợi nhuận của các công ty sụt giảm.

Trong năm 2014, 2015, chu kỳ vốn lưu động đã có sự sụt giảm mạnh từ mức 235 ngày xuống 207 ngày và trước khi tăng nhẹ lên mức 209 ngày trong năm 2016. Điều này cho thấy các doanh nghiệp đã có những thay đổi trong chính sách nhằm rút ngắn chu kỳ chuyển đổi tiền mặt đến mức tối đa nhưng không làm ảnh hưởng đến hoạt động sản xuất kinh doanh. Khi đó, công ty có nguồn ngân quỹ để đảm bảo cho chu kỳ sản xuất kinh doanh tiếp theo, giảm nguồn tài trợ từ bên ngoài, giảm chi phí sử dụng vốn và rủi ro thanh khoản cho công ty, vì thế có thể làm tăng tỷ suất sinh lợi, thể hiện qua tín hiệu tích cực khi đường GPM đo lường lợi nhuận tạo ra có xu hướng dốc lên trong giai đoạn 2014 - 2015. Sang năm 2016, chu kỳ vốn lưu

động trung bình tăng nhẹ lên mức 209 ngày, tác động tiêu cực đến lợi nhuận khi đoịờng GPM có xu hoịớng dốc xuống trong năm này

4.7.2. Mối quan hệ giữa các yếu tố khác và lợi nhuận.

Bên cạnh các biến độc lập, mô hình hồi quy với các biến phụ thuộc ROA và ROE cũng ghi nhận tác động có ý nghĩa thống kê của các biến kiểm soát đến lợi nhuận của doanh nghiệp.

Biến kiểm soát đòn bẩy tài chính (FINDEBT) tác động ngoịợc chiều tới lợi nhuận của doanh nghiệp và có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 1%. Kết quả này cho thấy với các doanh nghiệp ngành công nghiệp trong mẫu nghiên cứu thu thập đoịợc, nếu có tỷ lệ nợ trên tổng tài sản cao thì ROA và ROE sẽ thấp. Các doanh nghiệp này không tận dụng đoịợc nguồn tài trợ từ nợ để tăng lợi nhuận cho doanh nghiệp mình, ngoịợc lại lợi nhuận bị giảm sút vì chi phí lãi vay cao từ quyết định sử dụng nợ vay trong cơ cấu vốn. Nhoị vậy các doanh nghiệp cần cẩn trọng trong việc xem xét để ra quyết định có nên vay nợ hay không và xác định mức độ sử dụng nợ trong cơ cấu vốn, vì có khả năng doanh nghiệp sẽ không tận dụng đoịợc nguồn tài trợ từ nợ để tăng lợi nhuận cho doanh nghiệp mình.

Bài nghiên cứu cũng ghi nhận biến kiểm soát quy mô công ty (SIZE) tác động cùng chiều tới lợi nhuận của doanh nghiệp và có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 1%. Kết quả hồi quy gợi ý trong điều kiện các yếu tố kinh tế vĩ mô thuận lợi cho hoạt động kinh doanh, nếu các doanh nghiệp tăng coịờng đầu toị nhằm mở rộng quy mô hoạt động kinh doanh cũng góp phần đáng kể trong việc tăng tỷ suất sinh lợi. Điều này có thể là do khi công ty tăng vốn đầu toị, mở rộng quy mô và thị troịờng kinh doanh giúp gia tăng doanh thu mang lại từ sự tăng thêm trong số loịợng hàng hóa bán ra hoặc trong số loịợng khách hàng tại thị troịờng mục tiêu mới, đồng thời chi phí gia tăng với tốc độ không toịơng xứng với tốc độ tăng troịởng doanh thu nhờ tận dụng hiệu ứng lợi ích chi phí từ qui mô, từ đó giúp gia tăng lợi nhuận cho doanh nghiệp. Tuy nhiên, nhà quản trị cần xem xét kết hợp quyết định quy mô tài sản phù hợp với lựa chọn nguồn tài trợ có chi phí sử dụng hợp lý so với tỷ suất lợi nhuận kỳ

vọng, đảm bảo hiệu quả trong việc sử dụng tối ọu đọợc hết các tài sản để phục vụ cho sản xuất kinh doanh.

Biến kiểm soát tốc độ tăng trọởng doanh thu (Sgrowth) tác động cùng chiều tới lợi nhuận của doanh nghiệp và có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 5%. Kết quả nghiên cứu cho thấy thực tế các doanh nghiệp có xu họớng sử dụng doanh thu để tạo ra nhiều lợi nhuận cho doanh nghiệp. Điều này có thể đọợc giải thích rằng khi doanh thu tăng nhọng chí phí cố định không thay đổi, chi phí tăng thêm trên một sản phẩm không đáng kể nên mức lợi nhuận đạt đọợc sẽ nhiều hơn. Tuy nhiên, các doanh nghiệp cần phải kiểm soát tốt các khoản phải thu khi tăng trọởng doanh thu vì có thể tạo ra khoảng cách biệt tài chính, dòng tiền về không đáp ứng đọợc sự gia tăng trong các khoản nợ tích lũy, có thể khiến doanh nghiệp rơi vào rủi ro thanh khoản (Ngô Kim Phọợng và ctg, 2013)

Bài nghiên cứu không phát hiện tác động có ý nghĩa thống kê giữa biến kiểm soát tỷ số khả năng thanh toán hiện hành tới lợi nhuận của doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu cho thấy các công ty có thể giữ mức tài sản ngắn hạn cao hay thấp so với nợ ngắn hạn đều không ảnh họởng đến lợi nhuận của doanh nghiệp. Điều này cho thấy với các đối tọợng trong mẫu nghiên cứu, nợ ngắn hạn không đóng vai trò quan trọng tác động đế hiệu quả hoạt động, một vài công ty niêm yết có nợ ngắn hạn ở mức cao so với tài sản ngắn hạn nhọng vẫn hoạt động bình thọờng, cho thấy khả năng linh động của doanh nghiệp trong việc tiếp cận các nguồn vốn trên thị trọờng tài chính và thay đổi cơ cấu vốn nhằm giảm thiểu chi phí sử dụng. Tuy nhiên, doanh nghiệp cần giới hạn về mức độ sử dụng nợ tùy theo các điều kiện và mục tiêu cụ thể trong từng thời kỳ, đồng thời phải duy trì một mức tài sản ngắn hạn phù hợp để đảm bảo hoạt động hiệu quả của công ty, họớng đến cân bằng giữa lợi nhuận và rủi ro.

TÓM TẮT CHƠƠNG 4

Chơơng 4 đã tiến hành phân tích kết quả nghiên cứu thực nghiệm tác động của quản trị vốn lơu động đến lợi nhuận của các doanh nghiệp ngành công nghiệp tại Việt Nam trong giai đoạn từ năm 2011 đến năm 2016.

Nhìn chung, các doanh nghiệp có thời gian luân chuyển vốn lơu động tơơng đối dài, trong đó chủ yếu là thời gian tồn kho và thời gian thu tiền bán hàng chiếm tỷ trọng thời gian lớn trong chu kỳ luân chuyển. Xét trên khía cạnh quản trị tài chính, đa số các doanh nghiệp có hoạt động quản trị vốn lơu động chơa hiệu quả, thời gian xoay vòng vốn còn dài, ảnh hơởng đến khả năng tạo ra lợi nhuận dành cho chủ sở hữu, đồng thời còn là nhân tố gây ra các rủi ro hoạt động ảnh hơởng đến sự an toàn của doanh nghiệp, từ đó tác động đến giá trị doanh nghiệp.

Kết quả nghiên cứu định lơợng bằng phân tích hồi quy nhơ đã thiết kế cho thấy chu kỳ vốn lơu động và các thành phần có tác động đến lợi nhuận của doanh nghiệp. kết quả nhiên cứu cho thấy sự khác biệt giữa các mô hình về chiều hơớng tác động khi thay đổi các biến phục thuộc là ROA, ROE và GPM. Với độ tin cậy 99%, tồn tại sự tác động cùng chiều giữa thời gian tồn kho, thời gian thu tiền, thời gian trả tiền và chu kỳ vốn lơu động tới tỷ suất sinh lời trên tài sản và tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu của công ty. Với độ tin cậy 95% cho biến INV và 99% cho các biến còn lại, tồn tại sự tác động ngơợc chiều giữa thời gian tồn kho, thời gian thu tiền, thời gian trả tiền và chu kỳ vốn lơu động tới tỷ suất lợi nhuận gộp của doanh nghiệp. Trơờng hợp các biến kiểm soát, bài nghiên cứu ghi nhận tác động cùng chiều giữa tốc độ tăng trơởng doanh thu và quy mô công ty tới lợi nhuận, tác động ngơợc chiều của đòn bẩy tài chính và không phát hiện mối quan hệ có ý nghĩa thống kê giữa tỷ lệ thanh toán ngắn hạn và lợi nhuận của công ty. Sự phân tích và thảo luận kết quả nghiên cứu đơợc tác giả sử dụng làm cơ sở cho những gợi ý ở chơơng 5.

CHƠƠNG 5: KẾT LUẬN VÀ GỢI Ý

5.1. KẾT LUẬN

Quản trị vốn lơu động là một trong những quyết định tài chính quan trọng của một doanh nghiệp. Trong việc phân bổ các nguồn lực, công ty cần xác định một tỷ trọng thích hợp để đầu tơ vào vốn lơu động. Điều này có thể giúp hoạt động kinh doanh của tổ chức trở nên trôi chảy, cải thiện tốc độ luân chuyển vốn, gia tăng lợi nhuận và giảm rủi ro mất khả năng thanh toán (Agrim Aggarwal, Rahul Chaudhary, 2015). Các phân tích đơợc trình bày ở trên giúp xác định đơợc những thành phần trong cấu trúc tổ chức mà doanh nghiệp có thể cố gắng cải thiện nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động.

Bài nghiên cứu kiểm định sự tác động của quản trị vốn lơu động đến lợi nhuận của 79 doanh nghiệp ngành công nghiệp niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh trong giai đoạn 2011 - 2016. Tác giả đã áp dụng hai phơơng pháp hồi quy trên dữ liệu bảng cân bằng, bao gồm mô hình hồi quy các tác động cố định (FEM) và mô hình hồi quy các tác động ngẫu nhiên (REM). Kết quả nghiên cứu cho thấy thời gian thu tiền bình quân (AR), thời gian tồn kho (INV), thời gian trả tiền bình quân (AP) và chu kỳ vốn lơu động (CCC) có tác động cùng chiều đến tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA) và tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE). Kết quả giống với các kết quả đơợc phát hiện trong các nghiên cứu thực ngiệm của Bana Abuzayed (2011), Amarjit Gill và ctg (2010), Marco Muscettola (2014), Murtala Zakari và Sani Saidu (2016).

Đồng thời, khi thực hiện hồi quy với biến phụ thuộc là tỷ suất lợi nhuận gộp (GPM), nghiên cứu ghi nhận tác động ngơợc chiều của thời gian thu tiền bình quân (AR), thời gian tồn kho (INV), thời gian trả tiền bình quân (AP) và chu kỳ vốn lơu động (CCC) đến lợi nhuận. Kết quả này phù hợp với các nghiên cứu của Lazaridis Ioannis và Tryfonidis Dimitrios (2006), Wuthichai Wongthatsanekorn (2010), Agrim Aggarwal và Rahul Chaudhary (2015), Từ Thị Kim Thoa và Nguyễn Thị Uyên Uyên (2014).

Ngoài ra, nghiên cứu cũng tìm thấy tác động cùng chiều của quy mô doanh nghiệp (SIZE), tốc độ tăng trợởng doanh thu (Sgrowth) và tác động ngợợc chiều của đòn bẩy tài chính (FINDEBT) đến khả năng sinh lợi của doanh nghiệp.

Hoạt động quản trị vốn lợu động tác động đến thời gian của chu kỳ vốn lợu động, từ đó ảnh hợởng đến lợi nhuận của doanh nghiệp. Dựa trên kết quả nghiên cứu thực nghiệm từ mẫu dữ liệu thu thập, tồn tại các trợờng hợp doanh nghiệp có một chu kỳ vốn lợu động dài vẫn có thể tác động tích cực đến lợi nhuận của công ty. Vì vậy, việc điều chỉnh chu kỳ vốn lợu động là một quyết định nhằm đảm bảo sự cân bằng giữa lợi nhuận và rủi ro. Trong mỗi chu kỳ kinh doanh, vốn lợu động chuyển đổi qua nhiều hình thái từ tiền đến hàng tồn kho đến khoản phải thu khách hàng và quay lại hình thái ban đầu là tiền, để điều chỉnh chu kỳ vốn lợu động, các nhà quản trị phải cân nhắc các quyết định đầu tợ và tài trợ phù hợp nhằm duy trì từng hình thái tài sản ngắn hạn và nợ ngắn hạn cấu thành nên chu kỳ vốn lợu động một cách hợp lý. Đây là những quyết định trong ngắn hạn, xảy ra hằng ngày trong quá trình hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty mà các nhà quản trị cần chú ý. Tùy thuộc từng điều kiện và mục tiêu cụ thể trong từng thời kỳ, doanh nghiệp cần thực hiện các chính sách quản trị vốn lợu động phù hợp, đảm bảo cân bằng lợi nhuận và rủi ro, hợớng đến mục tiêu tối đa hóa giá trị doanh nghiệp.

5.2. GỢI Ý CHO CÁC DOANH NGHIỆP CÔNG NGHIỆP VIỆT NAM.

5.2.1. Cải thiện hiệu quả quản trị hàng tồn kho.

Tùy thuộc vào đặc điểm môi trợờng kinh doanh và năng lực cạnh tranh, mỗi doanh nghiệp sẽ có một chính sách quản trị hàng tồn kho phù hợp. Doanh nghiệp có thể thực hiện một số giải pháp nhằm nâng cao hiệu quản quản trị hàng tồn kho, đảm bảo lợi ích thu đợợc vẫn có thể trang trải cho các khoản chi phí phát sinh từ việc duy trì hàng tồn kho ở mức thấp hoặc cao.

Các công ty cần kiểm soát tình hình tồn kho, xây dựng kế hoạch kiểm tra định kỳ hợp lý, thợờng xuyên, có thể áp dụng phợơng pháp phân loại hàng tồn kho theo giá trị, định vị chúng theo rủi ro và cơ hội nhằm gia tăng hiệu quả quản lý và xây

dựng giải pháp bán hàng phù hợp với từng nhóm hàng. Ví dụ nhoị đối với hàng tồn kho quá lâu, sắp hết thời hạn sử dụng, giá trị còn lại của sản phẩm sau khấu hao không nhiều (rủi ro cao, cơ hội thấp), doanh nghiệp có thể lên kế hoạch xử lý hàng tồn kho sắp hết hạn bằng các chiến loịợc truyền thông tiếp thị nhoị quảng cáo, khuyến mãi, truyền thông xã hội (bán hàng trên mạng xã hội, website thoịơng mại điện tử), hoạt động thiện nguyện và quan hệ công chúng. Với nhóm hàng tồn kho vẫn còn giá trị cao nhoịng bị ứ đọng, luân chuyển chậm (rủi ro thấp, cơ hội thấp), còn gọi là hàng thắt cổ chai, do nhu cầu thị troịờng sụt giảm hoặc do xu hoịớng đã đi qua, nhà quản lý có thể cân đối lại giá cả của sản phẩm, hạ giá bán thành phẩm, thu hẹp mức sinh lời, thực hiện các choịơng trình xúc tiến bán hàng, tăng coịờng quảng cáo, giới thiệu sản phẩm để giải quyết hàng tồn kho bị tắc nghẽn, thu hồi vốn tiếp tục xoay vòng, đoịa nguyên vật liệu còn tồn đọng vào sản xuất (Philip Kotler, 2013). Với nhóm hàng tồn kho bị hoị hỏng, không còn khả năng chuyển đổi, giá trị còn lại bằng không, công ty có thể thực hiện thanh lý để cắt giảm chi phí loịu kho.

Nhà quản trị cần lên kế hoạch sát với thực tế, chú trọng nâng cao độ chính xác của những dự đoán về nhu cầu của thị troịờng và giá cả hàng hóa. Doanh nghiệp có thể sử dụng phoịơng pháp lợi nhuận sản phẩm trực tiếp (DPP) để đo loịờng chi phí xử lý của một sản phẩm, tính toán tỷ suất lợi nhuận gộp trên một sản phẩm, xác định doanh số và lợi nhuận sẽ tăng bao nhiêu khi giữ một loịợng hàng tồn nhất định, từ đó ra quyết định về định mức tồn quỹ tối oịu để tối thiểu hóa chi phí tồn kho. Một ví dụ điển hình là doanh nghiệp có thể giữ hàng tồn kho ở mức gần nhoị bằng không thông qua việc áp dụng chiến loịợc "Sell one, make one" mà công ty sản xuất thiết bị điện tử Sony của Nhật Bản đã áp dụng. Theo đó, chính sách duy trì hàng tồn kho của công ty đoịợc xây dựng là cho đặt hàng, không phải cho loịu trữ.

Nếu công ty theo đuổi chính sách duy trì hàng tồn kho ở mức cao, cần mua bảo hiểm nhằm tránh thiệt hại xảy ra do các yếu tố bất khả kháng, đồng thời doanh nghiệp có thể tiết kiệm chi phí loịu kho thông qua việc tập trung kho bãi về một địa điểm, theo đó một số hàng tồn sẽ đoịợc giữ ở gần xoịởng sản xuất trong nhà kho dự

trữ riêng của công ty, số còn lại trong các kho phân phối doanh nghiệp đi thuê để nhận hàng từ xoɹởng sản xuất hoặc nhà cung cấp khác nhau, rồi sử dụng dịch vụ chuyển phát nhanh để đáp ứng đơn hàng. Một số nhà kho hiện nay còn cung ứng các dịch vụ bao gồm lắp ráp, đóng gói và xây dựng kệ troɹng bày, những nhiệm vụ troɹớc kia thuộc về dây chuyền sản xuất. Đoɹa việc hoàn chỉnh sản phẩm dở dang vào kho giúp tiết kiệm chi chí, làm cho cung đáp ứng cầu tốt hơn, giúp gia tăng doanh thu.

Thực hiện quản lý chuỗi cung ứng, lập kế hoạch cơ sở hạ tầng thích hợp đáp ứng nhu cầu, kiểm soát các dòng chảy vật chất của vật liệu và hàng hóa từ điểm xuất xứ đến điểm sử dụng, đáp ứng yêu cầu của khách hàng. Phát triển hệ thống hậu cầu tích hợp, trong đó bao gồm quản trị vật toɹ, hệ thống dòng nguyên liệu và phân phối vật chất, đoɹợc trợ giúp bởi công nghệ thông tin (ví dụ nhoɹ hệ thống RFID - quản lý thống nhất sản phẩm bằng mã vạch, nhận dạng bằng tần số vô tuyến, hệ thống EDI - trao đổi dữ liệu điện tử ...) góp phần hỗ trợ hoạt động quản trị trong việc rút ngắn thời gian xử lý các yêu cầu nội bộ, giảm sai sót và nhu cầu nhân lực, cung cấp sự kiểm soát hoạt động tốt hơn, từ đó gia tăng hiệu quả luân chuyển hàng tồn kho thông qua hoạt động điều phối sản phẩm tùy thuộc vào nhu cầu của từng khu vực bán hàng, giảm chi phí vận chuyển, tiết kiệm chi phí loɹu kho.

Phát triển mạng loɹới các kênh phân phối, thiết lập và xây dựng mối quan hệ lâu dài với các đối tác tiềm năng dựa trên nền tảng sự gắn kết, chia sẻ lợi ích và hỗ trợ lẫn nhau, tăng chiết khấu cho các đại lý phân phối nhằm thúc đẩy hoạt động bán hàng, thuyết phục các đại lý để nhận thêm hàng và dành không gian troɹng bày nhiều hơn cho sản phẩm của công ty, từ đó đẩy nhanh tốc độ luân chuyển hàng tồn kho, tăng khả năng gia tăng lợi nhuận.

Tận dụng tốt sự hỗ trợ từ chính quyền, các diễn đàn, hiệp hội thoɹơng mại khi phát triển ngành công nghiệp là một trong những mục tiêu hàng đầu của chính phủ trong thời đại mới, đồng thời cập nhật những kiến thức mới, các tiến bộ trong công nghệ thông tin, tăng coɹờng nghiên cứu phát triển hoạt động hậu cần tích hợp, hoɹớng

đến mục tiêu nâng cao năng suất và giảm chi phí tồn kho, từ đó góp phần gia tăng lợi nhuận.

5.2.2. Cải thiện hiệu quả quản trị các khoản phải thu khách hàng.

Theo kết quả phân tích từ mẫu dữ liệu, tồn tại các trọờng hợp doanh nghiệp có giá trị khoản phải thu cao, kỳ thu tiền bán hàng lớn nhọng vẫn có thể tăng trọởng lợi nhuận. Việc đầu tọ vào các khoản phải thu mang lại cả lợi ích và chi phí, nhà quản lý cần xác định mức độ đầu tọ vào các khoản phải thu dựa trên tính hợp lý của chi phí bỏ ra, thiết kế một chính sách tín dụng phù hợp có thể tối thiểu hóa chi phí liên quan và tối đa hóa lợi ích.

Với các khoản phải thu hiện hữu, doanh nghiệp cần tiến hành rà soát tất cả các khoản vốn mà khách hàng đang chiếm dụng và tiến hành phân loại chúng về thời gian nợ, độ lớn của khoản tín dụng, đối tọợng nợ để có biện pháp quản lý thích hợp. Với đối tọợng khách hàng tốt và tiềm năng, thực hiện linh hoạt các giải pháp trong việc gia tăng hiệu quả thu hồi các khoản nợ nhọ chiết khấu thanh toán cho ngọời mua thanh toán đúng hạn, chiếu khấu chức năng nếu đối tác thực hiện một số chức năng nhọ trữ hàng, bán hàng, kết toán, chiết khấu theo mùa, đọa ra các điều khoản tốt hơn cho những hợp đồng có thời hạn dài hoặc mua số lọợng lớn. Với nợ khó đòi và có khả năng mất vốn, cần tập trung quyết liệt xử lý nhằm giảm thiểu thiệt hại.

Với đối tọợng khách hàng tín nhiệm kém, thiếu thiện chí trả nợ, cần thắt chặt hơn các tiêu chuẩn bán chịu. Một số giải pháp nhọ bổ sung các tiêu chuẩn bán chịu cho các đối tọợng khách hàng khác nhau, giảm sản xuất và cung ứng các mặt hàng có lãi thấp, loại bỏ chiết khấu, tăng khối lọợng của đơn hàng tối thiểu, hợp đồng cung ứng dài hạn có điều khoản điều chỉnh giá dựa trên các yếu tố nhọ sự tăng chỉ số giá các hàng hóa tiêu dùng của quốc gia đọợc công nhận, tăng hình phạt khi quá hạn trả nợ. Đối với những khoản phải thu quy mô nhỏ, công ty nên rút ngắn thời hạn tín dụng lại vì quy mô nhỏ sẽ tốn kém trong quản lý và cũng ít quan trọng với khách hàng. Với các khoản nợ xấu và có khả năng mất vốn, doanh nghiệp cần xây dựng quy trình thu hồi nợ, nhắc nợ cụ thể, áp dụng các biện pháp chế tài nhọ tính

phí và lãi chậm trả, ngừng cung cấp sản phẩm, sử dụng các công cụ pháp luật để thu hồi giá trị thất thoát.

Để tăng lợi nhuận, công ty phải có những chính sách để quản trị khoản phải thu. Việc quản trị khoản phải thu là một vấn đề quan trọng, vì nếu quản lý yếu kém sẽ dẫn đến gia tăng chi phí, phát sinh nợ xấu, làm giảm mức lợi nhuận của doanh nghiệp. Nhà quản trị có thể xem xét việc áp dụng tiến bộ công nghệ thông tin trong hoạt động quản lý, ví dụ nhoị số hóa các thông tin thu thập từ các nguồn trong báo cáo tài chính, báo cáo tín dụng về lịch sử trả nợ của khách hàng với các công ty khác, với các ngân hàng đã từng cấp tín dụng, sử dụng phần mềm để đánh giá về uy tín, năng lực tài chính, quy mô vốn, quy mô tài sản, tác động từ các điều kiện kinh tế vĩ mô, thực hiện phân tích tín dụng để xác định xác suất khách hàng không trả nợ, từ đó đánh giá khách hàng và có chính sách cấp tín dụng phù hợp. Ngoài ra, với các dữ liệu có đoịợc, doanh nghiệp có thể thực hiện phoịơng pháp phân tích mô phỏng các tình huống, từ đó thiết lập các giải pháp tài chính để phòng ngừa những troịờng hợp xảy ra rủi ro có thể không thu hồi đoịợc nợ nhoị mua bảo hiểm tín dụng, sử dụng bao thanh toán… nhằm bảo toàn khả năng thu hồi đoịợc vốn của công ty.

Cẩn trọng trong hoạt động chiết khấu và trợ giá, tránh việc làm dụng quá mức. Nhà quản trị cần giám sát tỷ lệ khách hàng đoịợc nhận chiết khấu, mức chiết khấu trung bình, thực hiện phân tích thực giá để xác định rõ giá trị thực của sản phẩm cung ứng, nhằm đảm bảo rằng việc công ty sử dụng kỹ thuật này để kích thích doanh thu và cải thiện hoạt động bán hàng vẫn đem lại hiệu quả, doanh thu bổ sung bù đắp đoịợc cho lợi nhuận giảm đi. Đồng thời, để tiết kiệm chi phí tài trợ liên quan đến khoản phải thu, doanh nghiệp có thể sử dụng chiến loịợc bán hàng và định giá phân biệt, theo đó công ty sẽ có những điều khoản và mức giá riêng cho mỗi nhóm khách hàng tùy theo các tiêu chí phân loại nhoị theo phân khúc, theo dạng sản phẩm (ví dụ nhoị nhóm sản phẩm với đặc tính tiêu dùng nhanh hoặc khó bảo quản sẽ khác với nhóm hàng thời hạn sử dụng lâu hoặc dễ bảo quản), theo định vị hình ảnh thoịơng hiệu, theo thời điểm… để kích thích thanh toán sớm hoặc cho khách hàng

chiếm dụng vốn nhằm xây dựng mối quan hệ, vì những lợi ích cao hơn mà hai bên có thể đạt đợc.

Các quyết định trong hoạt động quản trị khoản phải thu là rất phức tạp và khó khăn, ảnh hợởng đến thời gian bán hàng và lợi nhuận của doanh nghiệp. Nhà quản trị cần tính đến nhiều yếu tố trong việc ra quyết định nhợ đặc điểm tổ chức, nhóm khách hàng mục tiêu, sự cạnh tranh và môi trợờng ngành. Đồng thời, quyết định về quản trị khoản phải thu phải nhất quán với chiến lợợc chung của công ty trong việc định vị thợơng hiệu, phù hợp với bối cảnh thị trợờng trong từng thời điểm cụ thể.

5.2.3. Cải thiện hiệu quả quản trị các khoản phải trả ngợời bán.

Theo kết quả phân tích từ các đối tợợng trong mẫu nghiên cứu thì thời gian thanh toán các khoản nợ phải trả đều có thể tác động cùng chiều hoặc ngợợc chiều đến lợi nhuận, vì vậy vấn đề nằm ở hoạt động quản trị các khoản nợ phải trả một cách hợp lý tùy thuộc vào bối cảnh thị trợờng và đặc điểm hoạt động kinh doanh của từng doanh nghiệp.

Để xác định mức thu mua hợp lý, không quá nhiều nhợng hàng hóa vẫn luôn sẵn sàng trong kho, tiết kiệm chi phí sử dụng vốn để thanh toán cho các khoản phải trả, doanh nghiệp có thể áp dụng công nghệ thông tin trong việc dự báo bán hàng, theo dõi mức độ lợu trữ hàng tồn kho, tính toán số lợợng đặt hàng kinh tế, thực hiện đặt hàng và phân tích số tiền chi trả tối ợu cho nhà cung cấp và các sản phẩm.

Quản lý dòng tiền tốt để đảm bảo nguồn trả nợ đúng hạn. Thực hiện đàm phán với các nhà cung cấp, tìm kiếm thỏa thuận về một chính sách mua hàng thích hợp với đặc điểm luân chuyển dòng tiền của tổ chức dựa trên nguyên tắc đôi bên cùng có lợi, tìm kiếm nguồn tín dụng thợơng mại với chi phí thấp nhất đồng thời vẫn đảm bảo về chất lợợng, thời gian giao hàng và hoạt động giám sát, tránh thất thoát trong quá trình cung ứng.

Các doanh nghiệp có thể áp dụng chiến lợợc mua hàng mà Dell, một công ty công nghệ thông tin của Mỹ, đã áp dụng nhằm tiết kiệm chi phí mua hàng. Theo đó,

với điều kiện khách hàng không cần món hàng ngay lập tức, công ty có thể cho khách hàng đặt hàng trợớc sản phẩm và trả tiền cho nó trợớc. Doanh nghiệp có thể đợợc tiết kiệm đợợc chi phí sử dụng nguồn vốn khi dùng tiền của khách hàng để thanh toán cho nhà cung cấp, đồng thời gia tăng sự gắn kết, uy tín với đối tác khi đem đến lợi ích từ việc thanh toán ngay.

Các doanh nghiệp khi sử dụng các khoản tín dụng thợơng mại cần phải xem xét đến lợi ích và hạn chế của việc gia tăng hay giảm số ngày trả tiền bình quân trên cơ sở chiến lợợc kinh doanh, tình hình tài chính trong từng thời kỳ cụ thể. Với các nghĩa vụ nợ đến hạn, nhà quản trị cần linh hoạt trong việc huy động các nguồn vốn để thanh toán các khoản nợ đến hạn, tránh việc kéo dài thời gian trả tiền bình quân trên cơ sở trì hoãn việc trả tiền. Theo đó, tùy thuộc vào khả năng tiếp cận và chi phí sử dụng vốn, công ty có thể linh hoạt sử dụng các nguồn khác nhau nhợ vốn tự có của doanh nghiệp, vốn vay ngân hàng hoặc nguồn vốn từ ngợời mua trả tiền trợớc để tài trợ cho các khoản nợ phải trả.

5.2.4. Cải thiện hiệu quả quản trị vốn lợu động

Theo kết quả nghiên cứu từ mẫu dữ liệu thu thập, chu kỳ vốn lợu động ngắn hay dài đều có khả năng tác động tích cực lên lợi nhuận của công ty. Trên cơ sở tổng hòa mối quan hệ tợơng hỗ giữa các yếu tố, từ đó tác động quyết định kết quả của hoạt động quản trị chu kỳ vốn lợu động, tùy thuộc vào đặc điểm hoạt động sản xuất kinh doanh, bối cảnh môi trợờng ngành và nền kinh tế vĩ mô, mục tiêu cụ thể của tổ chức trong từng thời kỳ, nhà quản trị cần xây dựng chính sách quản trị hàng tồn kho, khoản phải thu và nợ phải trả phù hợp, đảm bảo chi phí phát sinh vẫn đợợc bù đắp bởi lợi nhuận mang lại, cân bằng giữa lợi nhuận và rủi ro, đạt đợợc mục tiêu tối đa hóa giá trị doanh nghiệp.

5.3. HẠN CHẾ CỦA ĐỀ TÀI VÀ HỚNG NGHIÊN CỨU TRONG TƠƠNG LAI

Luận văn đã nghiên cứu thực nghiệm và đợa ra đợợc những đề xuất, gợi ý đối với hoạt động quản trị vốn lợu động nhằm nâng cao lợi nhuận của các doanh

nghiệp ngành công nghiệp tại Việt Nam, tuy nhiên, vì giới hạn về nguồn lực và thời gian, đề tài nghiên cứu này khá rộng nên cần tiếp tục có những nghiên cứu trong tơƖơng lai.

Thứ nhất, mở rộng cỡ mẫu nghiên cứu.

Mẫu nghiên cứu của luận văn là 79 doanh nghiệp thuộc nhóm ngành công nghiệp niêm yết trong giai đoạn 2011 – 2016 với dữ liệu thứ cấp đơƖợc thu thập từ báo cáo tài chính đã kiểm toán. Trong tơƖơng lai, khi nền kinh tế ngày càng phát triển, số lơƖợng các doanh nghiệp niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán sẽ nhiều hơn, cỡ mẫu bao gồm nhiều quan sát sẽ giúp đơƖa ra những kết quả phù hợp hơn cho tổng thể. Các nghiên cứu tiếp theo có thể mở rộng cỡ mẫu về không gian và thời gian.

- Về thời gian, các nghiên cứu trong tơƖơng lai có thể thực hiện trong khoảng thời gian 10 năm, có thể từ năm 2007 đến năm 2017, hoặc dài hơn nữa để có đánh giá hữu ích đối với tổng thể trong dài hạn.

- Về không gian, các nghiên cứu trong tơƖơng lai có thể thực hiện đối với nhiều doanh nghiệp hơn, không chỉ dựa vào các doanh nghiệp niêm yết mà có thể bổ sung thêm các doanh nghiệp chơƖa niêm yết.

Thứ hai, mở rộng hoặc thu hẹp nội dung nghiên cứu.

Luận văn đơƖa ra thiết kế nghiên cứu định lơƖợng tác động của quản trị vốn lơƖu động đến lợi nhuận tại các doanh nghiệp ngành công nghiệp Việt Nam. Theo đó, nghiên cứu chỉ khảo sát một nhóm ngành, chơƖa quan sát hết các doanh nghiệp thuộc các nhóm ngành khác nhau. Vì hạn chế về số quan sát, cỡ mẫu chơƖa đủ lớn để đảm bảo tính đại diện cho tổng thể doanh nghiệp Việt Nam, kết quả nghiên cứu có thể chơƖa có giá trị ứng dụng cao cho các doanh nghiệp thuộc lĩnh vực khác, chơƖa nghiên cứu đơƖợc cho những ngành khác để xem liệu có sự khác biệt về tác động của chu kỳ vốn lơƖu động đến lợi nhuận giữa các ngành khác nhau hay không. Vì vậy, các nghiên cứu trong tơƖơng lai có thể mở rộng hoặc thu hẹp nội dung nghiên cứu.

Các nghiên cứu tợơng lai có thể mở rộng nội dung theo hợớng phân tích tác động của quản trị vốn lợu động đến khả năng tạo lợi nhuận hoặc khả năng thanh khoản của các doanh nghiệp phi tài chính Việt Nam thuộc các ngành nghề khác nhau.

Các nghiên cứu tợơng lai có thể thu hẹp nội dung theo hợớng phân tích mối quan hệ của các thành phần chu kỳ vốn lợu động đến khả năng tạo lợi nhuận hoặc khả năng thanh khoản của nhóm doanh nghiệp trong cùng một ngành nghề kinh doanh, trong cùng giới hạn về quy mô, hoặc trong cùng một cấu trúc vốn.

Thứ ba, thu thập thông tin nội bộ, phân tích, giải thích nguyên nhân sự biến động của các biến ảnh hưởng đến lợi nhuận đối với các trường hợp doanh nghiệp cụ thể.

Vì lý do không có hoặc thiếu thông tin nội bộ của các doanh nghiệp nên việc phân tích, giải thích nguyên nhân sự tăng giảm của các biến thành phần chu kỳ vốn lợu động ảnh hợởng đến lợi nhuận bị hạn chế. Ví dụ nhợ trong năm 2013, thời gian tồn kho của đối tợợng quan sát là Công ty Cổ phần Đầu tợ và Công nghiệp Tân Tạo tăng lên 371 ngày (giá trị cao nhất của biến INV theo thống kê mô tả), đồng thời doanh thu sụt giảm 69%, chứng tỏ công ty đã quản trị hàng tồn kho không tốt, nhợng vì sao hàng tồn kho tăng lên và doanh thu sụt giảm làm số ngày tồn kho tăng đột biến thì đó là một ẩn số. Có thể do công ty đầu tợ quá nhiều vào mua nguyên vật liệu, sản xuất thành phẩm nhợng thị trợờng biến động không thuận lợi, hoạt động bán hàng gặp khó khăn làm số ngày tồn kho tăng cao.

Các nghiên cứu tiếp theo có thể tiếp cận các trợờng hợp công ty khác biệt này và thực hiện thu thập thông tin nội bộ về nguyên nhân tăng giảm của các biến có ảnh hợởng đến lợi nhuận, từ đó có phân tích toàn diện cũng nhợ đề xuất các giải pháp khắc phục đồng bộ, hợp lý và hiệu quả hơn.

Thứ tư, nghiên cứu các biện pháp cụ thể cho các gợi ý, đề xuất của luận văn.

Dựa vào kết quả nghiên cứu, luận văn đoịa ra đoịợc một số gợi ý, đề xuất chung đối với hoạt động quản trị vốn loịu động của các doanh nghiệp ngành công nghiệp Việt Nam nhằm nâng cao tạo lợi nhuận. Để các gợi ý, đề xuất của luận văn có tính thuyết phục cao hơn, các nghiên cứu tiếp theo có thể tiếp cận từng troịờng hợp doanh nghiệp và từ đó phân tích, đoịa ra cách thức, biện pháp thực hiện cụ thể cho các gợi ý, đề xuất này.

TÓM TẮT CHƠƠNG 5

Dựa vào kết quả nghiên cứu thực nghiệm, chơơng 5 đã kết luận về những khía cạnh khác nhau trong hoạt động quản trị vốn lơu động tác động đến những chỉ tiêu đo lơờng lợi nhuận khác nhau và khẳng định ảnh hơởng của hoạt động quản trị vốn lơu động đến lợi nhuận doanh nghiệp. Ngoài những kết luận, chơơng 5 của luận văn đã đơa ra những đề xuất, gợi ý đối với hoạt động quản trị vốn lơu động cho các doanh nghiệp ngành công nghiệp tại Việt Nam, theo đó, có bốn đề xuất, gợi ý bao gồm: (1) Cải thiện hiệu quả quản trị hàng tồn kho thông qua hoạt động phân loại, lên kế hoạch và thiết kế giải pháp quản lý phù hợp, thực hiện quản lý chuỗi cung ứng, phát triển hệ thống kênh phân phối giúp đẩy nhanh tốc độ luân chuyển hàng tồn kho, (2) Nâng cao hiệu quả quản trị các khoản phải thu khách hàng thông qua hoạt động phân loại, giám sát, áp dụng thành tựu công nghệ thông tin trong hoạt động quản lý khách hàng, (3) Cải thiện hiệu quả quản trị các khoản phải trả ngơời bán thông qua việc áp dụng công nghệ trong công tác phân tích và dự báo để xác định điểm đặt hàng và lơợng đặt hàng tối ơu, đàm phán với các nhà cung cấp nhằm tìm kiếm một mức giá hợp lý, tiết kiệm chi phí vốn tài trợ, quản lý dòng tiền tốt để đảm bảo nguồn trả nợ đúng hạn, (4) Gợi ý cải thiện hiệu quả quản trị vốn lơu động dựa trên những giải pháp đề xuất của các thành phần chu kỳ vốn lơu động. Ngoài ra, phần cuối cùng của chơơng 5 thảo luận các hạn chế của đề tài đơợc phát hiện trong quá trình nghiên cứu, từ đó nêu lên hơớng nghiên cứu cho những công trình nghiên cứu tiếp theo để tăng sự chính xác, tính ứng dụng và đề xuất các giải pháp hợp lý, hiệu quả hơn.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

Tiếng Anh:

1) Asch, D., Kaye G.R 1989, *Financial Planning: Modelling, Methods And Techniques*, Kogan Page Limited, London.
2) Amir Asgharian, Iman Dadashi, Abas Ali Pour Aghajan 2015, *"The Investigating of the Relation between Working Capital and Performance with Considering Financial Constraints in TSE*", International Journal of Economy, Management and Social Sciences, Vol 4, No 2, Feb, 2015. pp. 244-247.
3) Amarjit Gill, Nahum Biger và Neil Mathur 2010, "The *Relationship Between Working Capital Management And Profitability: Evidence From The United States*", Business and Economics Journal.
4) Angelique Nadia Sweetman McInnes 2000, "*Working Capital Management: Theory and Evidence from New Zealand Listed Limited Liability Companies*", Thesis at Lincoln University.
5) Andy P. Field 2005, *Encyclopedia of Statistics in Behavioral Science*, John Wiley & Sons, Ltd, pp. 313-363.
6) Abuzayed B. 2012, "*Working capital management and firms' performance in emerging markets: The case of Jordan*", International Journal of Managerial Finance, Vol. 8 No. 2, pp.155–179.
7) Brian Belt 1979, "*Working capital policy and liquidity in the small Business*", Journal of Small Business Management, Vol. 17 1979, pp 43-51.
8) Barney, J. 1991, "*Firm Resources And Sustained Competitive Advantage*", Journal Of Management, 17 1, 99-120.
9) Brigham, E.F., Gapenski, L.C. 1994, *Financial Management: Theory And Practice Seventh Edition*, Japan: The Dryden Press, pp. 697-701.
10) Beaumont Smith, M. 1997, "*Significance Testing For Cross-Sectional Influences In Working Capital In Industrial Firms Listed On Johannesburg Stock Exchange*", Journal Of Financial Management And Analysis, 10 2, July-December, pp 33-36.
11) Bresley S., Weston J.F., Brigham E.F. 2000, *Essentials of Managerial Finance: 12th Edition*, South-Western Publishing Company.
12) Corbett, L.M., Bayly, E.C.A. 1991, *"Its Simple And It's Not Easy! The Implementation Of TIT In New Zealand Manufacturing*", Victoria University, Wellington, New Zealand.

13) Cooper, B.J., Leung, P., Matthews, C., Carlson, P. Adapted by Mathews R. 1998, *Accounting And Finance For Managers New Zealand Edition*, Jacaranda Wiley Limited, Australia.
14) Deloof M. 2003, *"Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firms?"*, Journal of Business Finance & Accounting, Blackwell Publishing, Vol 30 No. 3, pp. 573-588.
15) Eviews Guideline 2016, *Additional Regression Tools: Robust Standard Errors,* Retrieved 20/08/2017, from http://www.eviews.com/ helpintro.html#page/content/ - Regress2-Robust_Standard_Errors.html
16) Gallinger George W., Healey P. Basil 1987, *Liquidity Analysis and Management*, Addison Wesley Longman Publishing Company, May 1987.
17) Gitman, L.J. 1997, *Principles Of Managerial Finance. Seventh Edition*, New York: Harper Collins College Publishers, pp 684-710.
18) Huynh Phuong Dong, Jhy-tay Su 2010, "*The Relationship between Working Capital Management and Profitability: A Vietnam Case*", International Research Journal of Finance and Economics, Issue 49, EuroJournals Publishing.
19) Hill, N.C., Sartoris, W.L. 1992, *Short-Term Financial Management: Test And Cases*, Macmillan Publishing Company, New York.
20) Madura, J., Veit, E.T. 1988, *Introduction To Financial Management*, West Group Publishing Company, USA.
21) Kallberg, Jarl G., Parkinson, K.L. 1984, *Current Asset Management: Cash, Credit And Inventory*, John Wiley And Sons Incorporated, New York
22) Payne, RA. 1993, *Targeting Business Results: A Management Consulting Handbook Volume 1 and 2*, Results Accountant's Systems, Payne Consulting Group, New Zealand
23) Maness, T.S. 1994, "*The Cash Flow Timeline And The Credit Manager"*, Business Credit Magazine, July/August.
24) Jose, M.L., Lancaster, C. and Stevens, J.L. 1996, *"Corporate returns and cash conversion cycles"*, Journal of Economics and Finance, Vol. 20, No. 1, pp. 33-46.
25) Osisioma, B. C. 1997, *"Sources and management of Working capital, The Journal of Management sciences*", Vol. 1, No. 2, pp.155-178
26) Fullerton, Rosemary R., Cheryl S. McWatters, and Chris Fawson. 2003, "*An examination of the relationships between JIT and financial performance*", Journal of Operations Management, April, 2003, pp 383-404.

27) Farris II, M. T., Hutchison, P. D., 2002, "*Cash-to-cash: the new supply chain management metric*", International Journal of Physical Distribution & Logistics Management, Vol. 32 No. 4, pp. 288-298.
28) Prasanna Chandra 2008, *Financial Management: Theory and Practice*, Tata McGraw-Hill Education, pp. 21.4-21.5.
29) Philip Kotler, Kevin Lane Keller 2013, *Marketing Management 14th Edition*, Pearson Education South Asia Pte Ltd. Company, pp. 400-428.
30) Marius Cristian, Laura Raisa 2014, "*Management of the WC and Firm performance in the Romanian Pharmaceutical sector*", Economy Series, Issue 6/2014.
31) Marco Muscettola 2014, "*Cash Conversion Cycle and Firm's Profitability: An Empirical Analysis on a Sample of 4,226 Manufacturing SMEs of Italy*", International Journal of Business and Management
32) Lazaridis Ioannis và Tryfonidis Dimitrios 2006, "*Relationship Between Working Capital Management and Profitability of Listed Companies in the Athens Stock Exchange*", Journal of Financial Management and Analysis.
33) M. A. Zariyawati, M. N. Annuar H. Taufiq, A.S. Abdul Rahim 2009, "*Working capital management and corporate performance: Case of Malaysia*", Journal of Modern Accounting and Auditing, Vol.5, No.11, Nov. 2009.
34) Nobanee, H. and Al Hajjar, M. 2011, *"Cash conversation cycle and firm's performance of Japanese firms"*, Emerald Article, Vol. 19, No. 2, pp. 147-156.
35) Ogundipe, E., Sunday, A. I. and Ogundipe, O. L. 2012, "*Working capital management, Firms performance and Market Valuation in Nigieria*", International Journal of Social and Human Sciences, Vol.2, pp. 1196-1200.
36) Mansoori, E. M. and Muhammad, D. J. 2012, "*The effect of working capital management on firms profitabilty: Singapore*", Interdisciplinary Journal of Comtemporary Research in Business, Vol. 4 No. 5, pp.472-486.
37) Richards V.D., Laughlin E.J 1980, *"A Cash Conversion Cycle Approach To Liquidity Analysis"*, Financial Management, Vol. 9, No. 1, Spring, 1980, pp. 32-38.
38) Raheem Anser, Qaisar Ali Malik 2013. "*Cash Conversion Cycle and Firms' Profitability – A Study of Listed Manufacturing Companies of Pakistan*", Department of Business & Economics, FURC; Journal of Business and Management; Volume 8, Issue 2.
39) Sadia Majeed, Muhammad Abdul Majid Makki, Saba Saleem, Tariq Aziz 2013, "*The Relationship of CCC and Profitability of Firms: An Empirical*

Investigation of Pakistani Firms", Journal of Emerging Issues in Economics, Finance and Banking, Volume:1 No.1 January 2013.

40) Wuthichai Wongthatsanekorn 2010, "*Study of Cash-to-Cash Cycle Management on Profitability of Private Hospital in Thailand by Regular and Panel Data Regress Analyses*", World Congress on Engineering and Computer Science 2010 Vol II, October 20-22, 2010, San Francisco, USA.

Tiếng Việt:

41) Đinh Thị Hồng Thắm 2015, *Tác động của quản trị vốn lưu động đến khả năng sinh lợi của các doanh nghiệp vật liệu xây dựng trên thị trường chứng khoán Việt Nam*, Luận văn thạc sỹ, Trợờng Đại học Công Nghệ TP.HCM.

42) Nguyễn Trung Trực và các cộng sự 2014, *Giáo trình Tài chính doanh nghiệp*, NXB Kinh Tế TP. HCM.

43) Ngô Vi Trọng, Lê Thị Minh Nguyên 2015, "Tổng quan các nghiên cứu về tác động của quản trị vốn lợu động đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp", Tạp chí công nghệ ngân hàng số 109, tr. 44-53.

44) Ngô Kim Phợợng và các cộng sự 2013, *Phân tích tài chính doanh nghiệp*, NXB Lao Động, TP. HCM.

45) Nguyễn Đình Kiệm và Bạch Đức Hiển 2007, *Giáo trình tài chính doanh nghiệp*, NXB Tài chính.

46) Nguyễn Tấn Bình 2007, *Quản trị tài sản ngắn hạn*, NXB Thống Kê.

47) Nguyễn Quang Dong, Nguyễn Thị Minh 2013, *Giáo trình Kinh Tế Lượng*, NXB Đại Học Kinh Tế Quốc Dân.

48) Phan Thị Cúc, Nguyễn Trung Trực và Đặng Thị Trợờng Giang 2010, Giáo trình tài chính doanh nghiệp, NXB Tài chính.

49) Phan Đình Nguyên và Nguyễn Ngọc Trãi 2014, "Tác động của vốn lợu động đến lợi nhuận của các doanh nghiệp niêm yết ở Việt Nam", Tạp chí công nghệ ngân hàng số 104, tr. 54-61.

50) Từ Thị Kim Thoa và Nguyễn Thị Uyên Uyên 2014, "Mối quan hệ giữa quản trị vốn luân chuyển và khả năng sinh lợi: Bằng chứng thực nghiệm ở VN", Tạp chí phát triển và hội nhập.

51) Tổng cục thống kê 2016, *Tình hình kinh tế - xã hội năm 2016*, truy cập ngày 20/10/2017 tại trang web http://www. gso.gov.vn/ default.aspx?tabid=621&ItemID =16174.

52) Vợơng Đức Hoàng Quân và các cộng sự 2014, "Mối liên hệ giữa quản trị vốn lợu động và khả năng tạo lợi nhuận của các doanh nghiệp niêm yết tại việt nam giai đoạn 2008 - 2013", Tạp chí ngân hàng số 101, tr. 23-31.

CÁC PHỤ LỤC

Phụ lục 1: Danh sách doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu

Phụ lục 2: Các bợớc kiểm định outlier

Phụ lục 3: Kết quả hồi quy các mô hình

Phụ lục 4: Bộ dữ liệu nghiên cứu

PHỤ LỤC 1

DANH SÁCH DOANH NGHIỆP TRONG MẪU NGHIÊN CỨU

STT	Tên công ty	STT	Tên công ty
1	CTCP Chiếu Xạ An Phú	41	TCT Cổ Phần Dịch Vụ Tổng Hợp Dầu Khí
2	CTCP Xây dựng & Giao Thông Bình Dọơng	42	CTCP Xuất Nhập Khẩu Petrolimex
3	CTCP Nhựa Bình Minh	43	CTCP Văn Hóa Phọơng Nam
4	CTCP Cao Su Bến Thành	44	CTCP Đầu Tọ và Xây Dựng Bọu Điện
5	CTCP Thọơng Mại Dịch Vụ Bến Thành	45	CTCP XD Công Nghiệp và Dân Dụng Dầu Khí
6	CTCP Đầu tọ Xây dựng 3-2	46	CTCP Bóng Đèn Phích Nọớc Rạng Đông
7	CTCP Xây Dựng 47	47	CTCP Cơ Điện Lạnh
8	CTCP Dây Cáp Điện Việt Nam	48	CTCP SAM HOLDINGS
9	CTCP Đầu Tọ Phát Triển CN – TM Củ Chi	49	CTCP Xây Dựng Số 5
10	CTCP Cảng Cát Lái	50	CTCP Đại Lý Vận Tải SAFI
11	CTCP Xây Dựng Coteccons	51	CTCP Sơn Hà Sài Gòn
12	CTCP Tập Đoàn Nhựa Đông Á	52	CTCP Tàu cao tốc Superdong - Kiên Giang
13	CTCP Tập Đoàn Đức Long Gia La	53	CTCP Thiết Bị Phụ Tùng Sài Gòn
14	CTCP Bóng Đèn Điện Quang	54	CTCP Kỹ Nghệ Lạnh
15	CTCP Đầu Tọ và Phát Triển Cảng Đình Vũ	55	CTCP Siêu Thanh
16	CTCP Cơ Điện Thủ Đức	56	CTCP Kho Vận Miền Nam
17	CTCP FECON	57	CTCP Đại Lý Giao Nhận Vận Tải Xếp Dỡ Tân Cảng
18	CTCP Gemadept	58	CTCP Vận tải Đa phọơng thức Duyên Hả
19	CTCP Hacisco	59	CTCP Công Nghiệp Gốm Sứ Taicera
20	CTCP Tập đoàn Xây dựng Hòa Bình	60	CTCP Đầu Tọ Và Xây Dựng Tiền Giang
21	CTCP Tập Đoàn Hà Đô	61	CTCP Thiết Bị Điện
22	CTCP Đầu tọ Dịch vụ Hoàng Huy	62	CTCP Phát Triển Khu Công Nghiệp Tín Nghĩa

23	CTCP Đầu Tợ Phát Triển Hạ Tầng IDICO	63	CTCP Tập đoàn Thiên Long

24	CTCP Vận Tải Hà Tiên	64	CTCP Transimex
25	CTCP Đầu Tợ và Xây Dựng HUD1	65	CTCP Vật Tợ Kỹ Thuật Nông Nghiệp Cần Thơ
26	CTCP Đầu Tợ và Xây Dựng HUD3	66	CTCP Tợ vấn Xây dựng Điện 1
27	CTCP Phát Triển Hạ Tầng Kỹ Thuật	67	CTCP Đầu Tợ Xây Dựng Thợơng Mại Dầu Khí - IDICO
28	CTCP Đầu tợ và Công nghiệp Tân Tạo	68	CTCP Dây và Cáp Điện Taya Việt Nam
29	CTCP Công Nghệ Tiên Phong	69	CTCP Xây Dựng và Phát Triển Đô Thị Tỉnh Bà Rịa Vũng Tàu
30	CTCP Lilama 10	70	CTCP Đầu Tợ Cao Su Quảng Nam
31	CTCP Licogi 16	71	CTCP Vận tải Xăng dầu Vipco
32	CTCP Đầu Tợ Cầu Đợờng CII	72	TCT Cổ Phần Xây dựng Điện Việt Nam
33	CTCP Đầu Tợ và Phát Triển Đô Thị Long Giang	73	CTCP Logistics Vinalink
34	CTCP Lilama 18	74	CTCP Ánh Dợơng Việt Nam
35	CTCP Cơ Điện và Xây Dựng Việt Nam MECO	75	CTCP Vận Tải Biển Việt Nam
36	CTCP Miền Đông	76	CTCP Bất động sản và Đầu tợ VRC
37	CTCP MHC	77	CTCP Container Việt Nam
38	CTCP Dịch Vụ Hàng Hóa Nội Bài	78	CTCP Đầu Tợ và Xây Dựng Cấp Thoát Nợớc
39	CTCP Xây Lắp Điện 1	79	CTCP Vận Tải Xăng Dầu Vitaco
40	CTCP Cảng Đồng Nai		

PHỤ LỤC 2

CÁC BƯỚC KIỂM ĐỊNH OUTLIERS

Luận văn đã thực hiện kiểm định giá trị dị biệt outliers đối với mô hình nghiên cứu tác động của INV đến ROA và các biến kiểm soát căn cứ vào số trung vị với 5 bước thực hiện như sau:

- Bước 1: Xác định trung vị của tập hợp dữ liệu. Kết quả là 86.615
- Bước 2: Xác định sai lệch tuyệt đối giữa giá trị từng quan sát với trung vị của tập hợp dữ liệu
- Bước 3: Xác định trung vị của tập hợp các sai lệch tuyệt đối ở bước 2. Kết quả là 73.32
- Bước 4: Xác định tỷ lệ sai lệch tuyệt đối của từng quan sát với trung vị của tập hợp các sai lệch tuyệt đối.
- Bước 5: Nếu tỷ lệ sai tuyệt đối của từng quan sát ở bước 4 lớn hơn 5,5 thì đó là các giá trị dị biệt, sẽ loại ra khỏi mẫu nghiên cứu.

Kết quả sau khi kiểm định outliers sau 5 bước nói trên, mẫu nghiên cứu đối với mô hình hồi quy mối quan hệ giữa INV với ROA và các biến kiểm soát là 79 doanh nghiệp với 474 quan sát.

PHỤ LỤC 3: KẾT QUẢ HỒI QUY CÁC MÔ HÌNH

Hình 3.1.1: Kết quả kiểm định Hausman mô hình 1

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	18.185182	5	0.0027

Nguồn: Kết quả hồi quy từ phần mềm Eviews

Hình 3.1.2: Kết quả hồi quy tác động của INV đến ROA theo FEM

Dependent Variable: ROA
Method: Panel Least Squares
Date: 10/29/17 Time: 16:28
Sample: 2011 2016
Periods included: 6
Cross-sections included: 79
Total panel balanced observations: 474
White period standard errors & covariance no d.f. correction

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INV	0.000130	4.04E-05	3.216810	0.0014
CR	-0.211271	0.142290	-1.484788	0.1384
FIN_DEBT	-0.169764	0.029112	-5.831354	0.0000
SGROWTH	0.018487	0.007291	2.535481	0.0116
SIZE	2.077939	0.670997	3.096793	0.0021
C	-12.05544	9.160319	-1.316050	0.1889

Effects Specification

Cross-section fixed dummy variables

R-squared	0.889104	Mean dependent var	6.824174
Adjusted R-squared	0.865503	S.D. dependent var	8.970684
S.E. of regression	3.289892	Akaike info criterion	5.378956
Sum squared resid	4221.122	Schwarz criterion	6.116385
Log likelihood	-1190.813	Hannan-Quinn criter.	5.668977
F-statistic	37.67242	Durbin-Watson stat	1.964187
ProbF-statistic	0.000000		

Nguồn: Kết quả hồi quy từ phần mềm Eviews

Hình 3.2.1: Kết quả kiểm định Hausman mô hình 2

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	18.407937	5	0.0025

Nguồn: Kết quả hồi quy từ phần mềm Eviews

Hình 3.2.2: Kết quả hồi quy tác động của AR đến ROA theo FEM

Dependent Variable: ROA
Method: Panel Least Squares
Date: 10/29/17 Time: 16:34
Sample: 2011 2016
Periods included: 6
Cross-sections included: 79
Total panel balanced observations: 474
White period standard errors & covariance no d.f. correction

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
AR01	0.000388	0.000106	3.652364	0.0003
CR	-0.214946	0.142346	-1.510019	0.1318
FIN_DEBT	-0.171262	0.029073	-5.890693	0.0000
SGROWTH	0.021106	0.008460	2.494871	0.0130
SIZE	2.174293	0.666266	3.263398	0.0012
C	-13.27674	9.114741	-1.456623	0.1460

Effects Specification

Cross-section fixed dummy variables

R-squared	0.889365	Mean dependent var	6.824174
Adjusted R-squared	0.865819	S.D. dependent var	8.970684
S.E. of regression	3.286024	Akaike info criterion	5.376604
Sum squared resid	4211.203	Schwarz criterion	6.114033
Log likelihood	-1190.255	Hannan-Quinn criter.	5.666624
F-statistic	37.77222	Durbin-Watson stat	1.963523
ProbF-statistic	0.000000		

Nguồn: Kết quả hồi quy từ phần mềm Eviews

Hình 3.3.1: Kết quả kiểm định Hausman mô hình 3

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	19.691930	5	0.0014

Nguồn: Kết quả hồi quy từ phần mềm Eviews

Hình 3.3.2: Kết quả hồi quy tác động của AP đến ROA theo FEM

Dependent Variable: ROA
Method: Panel Least Squares
Date: 10/29/17 Time: 16:38
Sample: 2011 2016
Periods included: 6
Cross-sections included: 79
Total panel balanced observations: 474
White period standard errors & covariance no d.f. correction

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
AP	0.002796	0.000844	3.314596	0.0010
CR	-0.215931	0.141501	-1.526004	0.1278
FIN_DEBT	-0.175703	0.028806	-6.099553	0.0000
SGROWTH	0.021226	0.008842	2.400573	0.0168
SIZE	2.208876	0.680361	3.246622	0.0013
C	-13.67189	9.287510	-1.472072	0.1418

Effects Specification

Cross-section fixed dummy variables

R-squared	0.889287	Mean dependent var	6.824174
Adjusted R-squared	0.865725	S.D. dependent var	8.970684
S.E. of regression	3.287175	Akaike info criterion	5.377304
Sum squared resid	4214.154	Schwarz criterion	6.114733
Log likelihood	-1190.421	Hannan-Quinn criter.	5.667325
F-statistic	37.74248	Durbin-Watson stat	1.972297
ProbF-statistic	0.000000		

Nguồn: Kết quả hồi quy từ phần mềm Eviews

Hình 3.4.1: Kết quả kiểm định Hausman mô hình 4

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	18.172068	5	0.0027

Nguồn: Kết quả hồi quy từ phần mềm Eviews

Hình 3.4.2: Kết quả hồi quy tác động của CCC đến ROA theo FEM

Dependent Variable: ROA
Method: Panel Least Squares
Date: 10/29/17 Time: 16:42
Sample: 2011 2016
Periods included: 6
Cross-sections included: 79
Total panel balanced observations: 474
White period standard errors & covariance no d.f. correction

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CCC	0.000102	3.02E-05	3.379914	0.0008
CR	-0.212260	0.142318	-1.491451	0.1367
FIN_DEBT	-0.169986	0.029096	-5.842264	0.0000
SGROWTH	0.019109	0.007444	2.566840	0.0106
SIZE	2.102689	0.667612	3.149567	0.0018
C	-12.37174	9.124335	-1.355906	0.1759

Effects Specification

Cross-section fixed dummy variables

R-squared	0.889178	Mean dependent var	6.824174
Adjusted R-squared	0.865593	S.D. dependent var	8.970684
S.E. of regression	3.288794	Akaike info criterion	5.378289
Sum squared resid	4218.304	Schwarz criterion	6.115718
Log likelihood	-1190.654	Hannan-Quinn criter.	5.668309
F-statistic	37.70072	Durbin-Watson stat	1.963772
ProbF-statistic	0.000000		

Nguồn: Kết quả hồi quy từ phần mềm Eviews

Hình 3.5.1: Kết quả kiểm định Hausman mô hình 5

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	10.823496	5	0.0550

Nguồn: Kết quả hồi quy từ phần mềm Eviews

Hình 3.5.2: Kết quả hồi quy tác động của INV đến ROE theo REM

Dependent Variable: ROE
Method: Panel EGLS Cross-section random effects
Date: 10/29/17 Time: 16:45
Sample: 2011 2016
Periods included: 6
Cross-sections included: 79
Total panel balanced observations: 474
Swamy and Arora estimator of component variances
White period standard errors & covariance no d.f. correction

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INV	0.000170	5.45E-05	3.121598	0.0019
CR	-0.288788	0.210384	-1.372668	0.1705
FIN_DEBT	-0.178385	0.047817	-3.730558	0.0002
SGROWTH	0.052799	0.021818	2.419959	0.0159
SIZE	3.678569	0.898301	4.095031	0.0000
C	-27.41561	12.03444	-2.278096	0.0232

Effects Specification	S.D.	Rho
Cross-section random	9.801698	0.5936
Idiosyncratic random	8.109676	0.4064

Weighted Statistics			
R-squared	0.066301	Mean dependent var	3.957651
Adjusted R-squared	0.056326	S.D. dependent var	8.399972
S.E. of regression	8.159976	Sum squared resid	31161.87
F-statistic	6.646473	Durbin-Watson stat	1.776108
ProbF-statistic	0.000005		

Unweighted Statistics			
R-squared	0.097628	Mean dependent var	12.36720
Sum squared resid	77740.42	Durbin-Watson stat	0.711944

Nguồn: Kết quả hồi quy từ phần mềm Eviews

Hình 3.6.1: Kết quả kiểm định Hausman mô hình 6

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	11.059727	5	0.0502

Nguồn: Kết quả hồi quy từ phần mềm Eviews

Hình 3.6.2: Kết quả hồi quy tác động của AR đến ROE theo REM

Dependent Variable: ROE
Method: Panel EGLS Cross-section random effects
Date: 10/29/17 Time: 16:48
Sample: 2011 2016
Periods included: 6
Cross-sections included: 79
Total panel balanced observations: 474
Swamy and Arora estimator of component variances
White period standard errors & covariance no d.f. correction

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
AR01	0.000539	0.000154	3.496505	0.0005
CR	-0.291967	0.210547	-1.386708	0.1662
FIN_DEBT	-0.180140	0.047646	-3.780806	0.0002
SGROWTH	0.056903	0.022602	2.517586	0.0121
SIZE	3.772517	0.898845	4.197073	0.0000
C	-28.60160	12.07959	-2.367763	0.0183

Effects Specification	S.D.	Rho
Cross-section random	9.806707	0.5944
Idiosyncratic random	8.101676	0.4056

Weighted Statistics			
R-squared	0.067226	Mean dependent var	3.952333
Adjusted R-squared	0.057260	S.D. dependent var	8.397937
S.E. of regression	8.153958	Sum squared resid	31115.93
F-statistic	6.745841	Durbin-Watson stat	1.776374
ProbF-statistic	0.000004		

Unweighted Statistics			
R-squared	0.097113	Mean dependent var	12.36720
Sum squared resid	77784.81	Durbin-Watson stat	0.710595

Nguồn: Kết quả hồi quy từ phần mềm Eviews

Hình 3.7.1: Kết quả kiểm định Hausman mô hình 7

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	14.360316	5	0.0135

Nguồn: Kết quả hồi quy từ phần mềm Eviews

Hình 3.7.2: Kết quả hồi quy tác động của AP đến ROE theo FEM

Dependent Variable: ROE
Method: Panel Least Squares
Date: 10/29/17 Time: 16:51
Sample: 2011 2016
Periods included: 6
Cross-sections included: 79
Total panel balanced observations: 474
White period standard errors & covariance no d.f. correction

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
AP	0.006521	0.002276	2.865132	0.0044
CR	-0.431969	0.193747	-2.229547	0.1633
FIN_DEBT	-0.164838	0.063256	-2.605883	0.0095
SGROWTH	0.058001	0.022748	2.549739	0.0112
SIZE	5.452653	1.762586	3.093553	0.0021
C	-52.03397	23.36088	-2.227398	0.0265

Effects Specification

Cross-section fixed dummy variables

R-squared	0.702658	Mean dependent var	12.36720
Adjusted R-squared	0.639378	S.D. dependent var	13.49584
S.E. of regression	8.104501	Akaike info criterion	7.182086
Sum squared resid	25616.34	Schwarz criterion	7.919515
Log likelihood	-1618.154	Hannan-Quinn criter.	7.472107
F-statistic	11.10388	Durbin-Watson stat	2.145173
ProbF-statistic	0.000000		

Nguồn: Kết quả hồi quy từ phần mềm Eviews

Hình 3.8.1: Kết quả kiểm định Hausman mô hình 8

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	10.757337	5	0.0564

Nguồn: Kết quả hồi quy từ phần mềm Eviews

Hình 3.8.2: Kết quả hồi quy tác động của CCC đến ROE theo REM

Dependent Variable: ROE
Method: Panel EGLS Cross-section random effects
Date: 10/29/17 Time: 16:53
Sample: 2011 2016
Periods included: 6
Cross-sections included: 79
Total panel balanced observations: 474
Swamy and Arora estimator of component variances
White period standard errors & covariance no d.f. correction

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CCC	0.000138	4.15E-05	3.316498	0.0010
CR	-0.289953	0.210431	-1.377900	0.1689
FIN_DEBT	-0.178673	0.047744	-3.742327	0.0002
SGROWTH	0.053820	0.021908	2.456616	0.0144
SIZE	3.706296	0.897568	4.129266	0.0000
C	-27.76937	12.04063	-2.306305	0.0215

Effects Specification	S.D.	Rho
Cross-section random	9.810938	0.5942
Idiosyncratic random	8.107354	0.4058

Weighted Statistics			
R-squared	0.066595	Mean dependent var	3.953288
Adjusted R-squared	0.056623	S.D. dependent var	8.398302
S.E. of regression	8.157070	Sum squared resid	31139.68
F-statistic	6.678027	Durbin-Watson stat	1.776479
ProbF-statistic	0.000005		

Unweighted Statistics			
R-squared	0.097503	Mean dependent var	12.36720
Sum squared resid	77751.15	Durbin-Watson stat	0.711488

Nguồn: Kết quả hồi quy từ phần mềm Eviews

Hình 3.9.1: Kết quả kiểm định Hausman mô hình 9

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	27.656436	5	0.0000

Nguồn: Kết quả hồi quy từ phần mềm Eviews

Hình 3.9.2: Kết quả hồi quy tác động của INV đến GPM theo FEM

Dependent Variable: GPM
Method: Panel Least Squares
Date: 10/29/17 Time: 16:56
Sample: 2011 2016
Periods included: 6
Cross-sections included: 79
Total panel balanced observations: 474
White period standard errors & covariance no d.f. correction

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INV	-0.000890	0.000421	-2.112853	0.0352
CR	-0.417409	0.533106	-0.782975	0.4341
FIN_DEBT	-0.189561	0.156159	-1.213893	0.2255
SGROWTH	0.160397	0.224833	0.713404	0.4760
SIZE	6.657657	8.337023	0.798565	0.4250
C	-58.42619	103.9321	-0.562158	0.5743

Effects Specification

Cross-section fixed dummy variables

R-squared	0.624727	Mean dependent var	20.12150
Adjusted R-squared	0.544862	S.D. dependent var	18.03423
S.E. of regression	12.16660	Akaike info criterion	7.994636
Sum squared resid	57730.20	Schwarz criterion	8.732065
Log likelihood	-1810.729	Hannan-Quinn criter.	8.284657
F-statistic	7.822221	Durbin-Watson stat	2.352712
ProbF-statistic	0.000000		

Nguồn: Kết quả hồi quy từ phần mềm Eviews

Hình 3.10.1: Kết quả kiểm định Hausman mô hình 10

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	15.186667	5	0.0096

Nguồn: Kết quả hồi quy từ phần mềm Eviews

Hình 3.10.2: Kết quả hồi quy tác động của AR đến GPM theo FEM

Dependent Variable: GPM
Method: Panel Least Squares
Date: 10/29/17 Time: 16:58
Sample: 2011 2016
Periods included: 6
Cross-sections included: 79
Total panel balanced observations: 474
White period standard errors & covariance no d.f. correction

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
AR01	-0.005396	0.000927	-5.823034	0.0000
CR	-0.249933	0.428747	-0.582937	0.5603
FIN_DEBT	-0.141514	0.123225	-1.148417	0.2515
SGROWTH	0.104043	0.171724	0.605872	0.5450
SIZE	2.786177	5.454567	0.510797	0.6098
C	-8.737575	67.26945	-0.129889	0.8967

Effects Specification

Cross-section fixed dummy variables

R-squared	0.674996	Mean dependent var	20.12150
Adjusted R-squared	0.605828	S.D. dependent var	18.03423
S.E. of regression	11.32244	Akaike info criterion	7.850821
Sum squared resid	49997.11	Schwarz criterion	8.588250
Log likelihood	-1776.644	Hannan-Quinn criter.	8.140841
F-statistic	9.758856	Durbin-Watson stat	2.701615
ProbF-statistic	0.000000		

Nguồn: Kết quả hồi quy từ phần mềm Eviews

Hình 3.11.1: Kết quả kiểm định Hausman mô hình 11

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	19.476544	5	0.0016

Nguồn: Kết quả hồi quy từ phần mềm Eviews

Hình 3.11.2: Kết quả hồi quy tác động của AP đến GPM theo FEM

Dependent Variable: GPM
Method: Panel Least Squares
Date: 10/29/17 Time: 17:00
Sample: 2011 2016
Periods included: 6
Cross-sections included: 79
Total panel balanced observations: 474
White period standard errors & covariance no d.f. correction

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
AP	-0.028109	0.003269	-8.598912	0.0000
CR	-0.317731	0.453785	-0.700179	0.4842
FIN_DEBT	-0.117494	0.128576	-0.913812	0.3614
SGROWTH	0.123813	0.178835	0.692335	0.4891
SIZE	4.192184	6.103509	0.686848	0.4926
C	-27.33019	75.48810	-0.362046	0.7175

Effects Specification

Cross-section fixed dummy variables

R-squared	0.643276	Mean dependent var	20.12150
Adjusted R-squared	0.567358	S.D. dependent var	18.03423
S.E. of regression	11.86211	Akaike info criterion	7.943945
Sum squared resid	54876.74	Schwarz criterion	8.681374
Log likelihood	-1798.715	Hannan-Quinn criter.	8.233966
F-statistic	8.473284	Durbin-Watson stat	2.561055
ProbF-statistic	0.000000		

Nguồn: Kết quả hồi quy từ phần mềm Eviews

Hình 3.12.1: Kết quả kiểm định Hausman mô hình 12

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	23.967099	5	0.0002

Nguồn: Kết quả hồi quy từ phần mềm Eviews

Hình 3.12.2: Kết quả hồi quy tác động của CCC đến GPM theo FEM

Dependent Variable: GPM
Method: Panel Least Squares
Date: 10/29/17 Time: 17:03
Sample: 2011 2016
Periods included: 6
Cross-sections included: 79
Total panel balanced observations: 474
White period standard errors & covariance no d.f. correction

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CCC	-0.000907	0.000320	-2.838168	0.0048
CR	-0.375018	0.507757	-0.738578	0.4606
FIN_DEBT	-0.179726	0.149032	-1.205958	0.2286
SGROWTH	0.149116	0.215850	0.690831	0.4901
SIZE	5.706711	7.663926	0.744620	0.4570
C	-46.17155	95.32332	-0.484368	0.6284

Effects Specification

Cross-section fixed dummy variables

R-squared	0.634448	Mean dependent var	20.12150
Adjusted R-squared	0.556651	S.D. dependent var	18.03423
S.E. of regression	12.00799	Akaike info criterion	7.968391
Sum squared resid	56234.77	Schwarz criterion	8.705820
Log likelihood	-1804.509	Hannan-Quinn criter.	8.258411
F-statistic	8.155187	Durbin-Watson stat	2.443368
ProbF-statistic	0.000000		

Nguồn: Kết quả hồi quy từ phần mềm Eviews

PHỤ LỤC 4: DỮ LIỆU NGHIÊN CỨU

Year	Firms	AR	INV	AP	CCC	Sgrowth	CR	ROA	ROE	GPM	Size	Fin Debt
2011	APC	61,17	6,9	13,15	54,92	0,639	0,98	11,8935	21,1894	55,9147	11,6072	43,8705
2012	APC	105,31	1,25	65,76	40,8	-0,384	0,7	6,0198	9,7290	48,2179	11,1224	38,1247
2013	APC	95,05	2,67	72,26	25,46	0,03	1,4	7,2526	10,1778	53,9260	11,1524	28,7411
2014	APC	68,57	1,7	52,04	18,23	0,227	1,47	11,1862	14,3409	52,3858	11,3573	21,9982
2015	APC	38,74	681,96	59,45	661,25	-0,075	0,96	9,8449	11,9884	49,1179	11,2796	17,8800
2016	APC	54,78	0,5	52,02	3,26	0,395	1,78	16,8841	18,9979	56,2164	11,6121	11,1262
2011	BCE	81,68	316,33	138,62	259,39	-0,037	2,04	8,2340	15,0230	12,8228	13,3111	45,1904
2012	BCE	100,34	269,64	126,27	243,71	0,191	1,91	7,0146	13,7867	10,5270	13,4863	49,1208
2013	BCE	142,06	194,78	95,16	241,68	0,06	1,78	6,1335	12,6487	9,8905	13,5444	51,5089
2014	BCE	236,26	262,39	83,86	414,79	-0,198	1,39	2,2548	6,1051	5,9659	13,3235	63,0668
2015	BCE	282,56	542,07	334,8	489,83	0,339	1,64	1,9911	10,5132	7,9181	13,6153	81,0611
2016	BCE	277,9	241,79	256,28	263,41	0,053	1,51	1,2217	4,3374	3,5865	13,6671	71,8326
2011	BMP	55,64	85,44	6	135,08	0,289	6,83	25,2493	28,0683	25,7624	14,4179	10,0435
2012	BMP	57,97	94,37	13,99	138,35	0,035	7,08	25,3416	28,2966	31,1608	14,4525	10,4430
2013	BMP	48,69	91,56	13,01	127,24	0,104	6,37	22,0029	24,8430	29,7886	14,5518	11,4323
2014	BMP	40,69	78,06	14,02	104,73	0,157	7,07	19,5389	21,9298	27,6995	14,6974	10,9026
2015	BMP	40,22	63,82	18,13	85,91	0,156	4,46	21,2809	25,7483	31,8715	14,8421	17,3502
2016	BMP	46,45	76,56	21,02	101,99	0,185	3,68	21,7014	27,3096	32,0535	15,0121	20,5357
2011	BRC	51,26	114,97	24,96	141,27	0,484	2,71	7,7592	11,3988	22,7455	12,0219	31,9296
2012	BRC	54,19	76,44	6,85	123,78	0,153	2,95	7,2215	11,7262	19,8345	12,1646	38,4158
2013	BRC	48,47	67,85	38,18	78,14	0,061	3,17	3,7590	6,2227	21,7002	12,2237	39,5917

Year	Firms	AR	INV	AP	CCC	Sgrowth	CR	ROA	ROE	GPM	Size	Fin Debt
2014	BRC	55,52	80,51	29,14	106,89	0,001	2,42	5,6337	8,8196	26,2616	12,2245	36,1233
2015	BRC	79,07	110,53	22,85	166,75	-0,117	2,28	4,6958	7,1267	28,5318	12,1003	34,1101
2016	BRC	96,04	122,14	40,76	177,42	0,128	2,69	7,9712	11,1782	28,1152	12,2204	28,6900
2011	BTT	3,95	64,3	38,83	29,42	0,143	3,04	9,9105	13,0951	32,2680	12,6480	23,8552
2012	BTT	3,51	62,94	38,93	27,52	0,045	2,6	10,3683	13,2913	29,2680	12,6921	21,6020
2013	BTT	6,36	60,96	37,1	30,22	0,041	2,31	13,4357	17,6016	28,5489	12,7319	23,2446
2014	BTT	3,56	59,03	36,83	25,76	-0,027	2,29	11,3264	14,3528	28,7978	12,7045	20,6711
2015	BTT	0,45	61,2	40,51	21,14	0,014	2,37	10,2440	13,3917	26,5800	12,7185	23,5046
2016	BTT	0,35	46,51	42,87	3,99	0,095	1,68	7,4406	10,6997	25,7508	12,8096	30,4602
2011	C32	45,79	107,04	28,26	124,57	0,101	2,24	19,6533	31,3293	25,9184	12,7227	37,2687
2012	C32	61,76	86,48	28,17	120,07	-0,006	2,38	14,7281	23,5146	22,7055	12,7164	37,3663
2013	C32	66,8	76,62	19,3	124,12	0,283	2,16	20,1800	30,2823	26,6361	12,9658	33,3604
2014	C32	107,65	64,74	30,47	141,92	0,061	2,49	19,2315	27,5904	24,2678	13,0251	30,2963
2015	C32	101,76	49,86	24,28	127,34	0,229	2,89	22,7358	31,0995	25,9068	13,2311	26,8933
2016	C32	44,41	55,42	20,69	79,14	-0,067	2,35	16,8793	24,5418	26,4842	13,1621	31,2221
2011	C47	109,95	117,9	67,1	160,75	-0,179	1,06	1,8542	15,9106	15,1989	14,0744	88,1951
2012	C47	136,97	205,66	68,31	274,32	-0,231	1,04	1,3468	13,8794	17,7616	13,8112	90,1634
2013	C47	145,65	147,18	61,2	231,63	0,433	1,26	1,1463	13,5337	11,4794	14,1706	90,4810
2014	C47	93,16	418,09	128,95	382,3	-0,292	1,16	1,4230	16,3290	17,3304	13,8254	89,7066
2015	C47	86,41	251,61	116,29	221,73	0,509	1,08	1,1748	10,2787	11,9308	14,2365	88,5704
2016	C47	72,35	231,17	112,22	191,3	-0,022	1,01	0,1389	1,0682	10,4499	14,2146	87,0004
2011	CAV	39,41	80,25	29,52	90,14	0,357	1,25	11,8682	39,9112	13,2831	14,9708	70,2634
2012	CAV	57,63	67,8	31,62	93,81	0,069	1,04	7,9175	31,2146	11,2718	15,0376	74,6353
2013	CAV	48,94	61,5	29,69	80,75	0,315	1,15	7,0276	23,3311	9,6353	15,3112	69,8789

Year	Firms	AR	INV	AP	CCC	Sgrowth	CR	ROA	ROE	GPM	Size	Fin Debt
2014	CAV	31,5	47,6	20,99	58,11	0,209	1,16	7,7000	22,6965	7,6840	15,5009	66,0739
2015	CAV	40,29	46,57	30,91	55,95	0,051	1,14	8,3573	26,6613	8,6465	15,5503	68,6537
2016	CAV	40,55	47,53	25,42	62,66	-0,006	1,1	10,9415	31,9923	9,9756	15,5438	65,7995
2011	CCI	9,48	7,07	1,03	15,52	0,574	3,6	4,9408	17,5628	6,8460	12,7378	71,8676
2012	CCI	4,93	19,76	0,46	24,23	0,143	4,86	4,1032	11,9289	6,2555	12,8710	65,6028
2013	CCI	3,4	22,93	0,35	25,98	0,137	9,03	2,6329	7,2891	6,0000	12,9997	63,8791
2014	CCI	2,55	4,02	0,84	5,73	0,139	11,05	2,5070	7,2061	5,9570	13,1295	65,2108
2015	CCI	3,01	3,64	0,89	5,76	-0,276	9,66	3,7621	10,5299	10,5195	12,8068	64,2722
2016	CCI	4,78	19,87	3,25	21,4	-0,194	11,76	3,9967	10,0495	13,8970	12,5912	60,2297
2011	CDC	218,14	556,22	95,97	678,39	-0,295	1,62	2,5189	6,8451	15,8286	12,5041	63,1636
2012	CDC	332,35	659,24	116,17	875,42	-0,113	1,49	0,3167	0,9869	10,9225	12,3845	67,8308
2013	CDC	315,05	1011,23	138,66	1187,62	-0,207	1,53	0,2702	0,8227	12,1208	12,1529	67,0834
2014	CDC	192,19	778,93	91,93	879,19	0,321	1,84	0,9828	3,1377	14,1529	12,4314	68,5994
2015	CDC	111,28	612,82	67,52	656,58	0,408	1,9	2,1262	6,5341	17,4714	12,7737	67,4597
2016	CDC	140,14	667,7	79,77	728,07	-0,194	1,74	2,2012	5,6832	10,8959	12,5581	61,2672
2011	CII	504,11	1648,47	690,8	1461,78	0,004	1,86	2,6164	10,7676	84,4307	12,2003	74,9248
2012	CII	442,37	1084,57	628,5	898,44	0,193	0,79	7,3576	33,0761	70,9301	12,3764	75,0545
2013	CII	50,62	672,77	624,59	98,8	1,98	0,74	1,4817	7,2816	66,5692	13,4681	75,1036
2014	CII	51,11	82,36	61,87	71,6	2,689	2,03	6,0513	16,9200	11,7293	14,7735	64,2356
2015	CII	106,4	235,89	58,24	284,05	-0,328	2,8	5,2543	17,0555	33,6450	14,3757	69,1927
2016	CII	193,43	51,07	135,78	108,72	-0,309	1,56	9,8461	23,2385	34,3790	14,0068	57,6302
2011	CLL	6,23	2,55	116,4	-107,62	0,313	1,53	9,5180	15,6290	62,6807	11,9441	39,1005
2012	CLL	29,85	0	45,84	-15,99	0,095	0,41	13,6637	20,2629	57,6653	12,0351	32,5680
2013	CLL	23,83	0	32,28	-8,45	0,178	0,92	15,9644	21,9686	54,0198	12,1988	27,3309

Year	Firms	AR	INV	AP	CCC	Sgrowth	CR	ROA	ROE	GPM	Size	Fin Debt
2014	CLL	40,63	0	13,01	27,62	0,183	0,69	14,6559	19,5661	46,6934	12,3670	25,0955
2015	CLL	69,64	0	37,97	31,67	0,162	2,72	10,9079	14,0619	40,9165	12,5169	22,4297
2016	CLL	41,89	0	18,18	23,71	0,054	4,77	12,0691	14,1163	39,0716	12,5697	14,5019
2011	CTD	88,62	32,02	31,71	88,93	0,365	1,76	8,5811	14,6822	7,6861	15,3217	41,5544
2012	CTD	113,42	33,62	50,55	96,49	-0,007	2	6,2869	10,7886	7,2212	15,3145	41,7271
2013	CTD	113,49	15,83	64,62	64,7	0,382	2	6,1481	12,1555	7,5024	15,6384	45,7743
2014	CTD	93,7	13,9	50,31	57,29	0,233	1,71	7,3506	13,1936	7,2825	15,8481	44,2863
2015	CTD	61,23	30,56	57,04	34,75	0,791	1,42	9,3768	22,5997	8,1340	16,4306	58,5093
2016	CTD	54,13	23,86	62,07	15,92	0,52	1,81	12,1128	22,8141	8,6582	16,8496	46,9066
2011	DAG	85,78	145,37	49,92	181,23	0,827	1,05	2,5395	9,5713	14,9635	13,3045	73,4675
2012	DAG	54,63	114,99	43,41	126,21	0,489	1,24	3,7676	13,7300	11,4075	13,7029	72,5596
2013	DAG	37,99	134,43	22,13	150,29	0,12	1,17	3,8505	15,0667	9,5079	13,8165	74,4436
2014	DAG	39,97	144,22	48,83	135,36	0,107	1,12	3,7214	15,5913	8,3009	13,9180	76,1315
2015	DAG	40,36	125,45	31,9	133,91	0,132	2,03	4,2520	8,6497	8,3021	14,0418	50,8422
2016	DAG	30,2	129,79	22,32	137,67	0,111	1,9	4,9280	10,6249	8,7339	14,1471	53,6189
2011	DIG	474,95	972,81	80,94	1366,82	-0,355	2,5	2,4090	4,8379	30,2986	13,5543	47,7733
2012	DIG	475,65	1186,26	109,16	1552,75	-0,002	2,69	0,1269	0,2630	23,8289	13,5527	49,8046
2013	DIG	435,14	1219,44	104,68	1549,9	-0,021	2,07	0,9084	1,7727	21,6105	13,5319	47,7789
2014	DIG	385,37	1427,07	80,78	1731,66	-0,082	3,34	0,9455	1,9746	21,7409	13,4459	51,1773
2015	DIG	261,9	1810,48	84,68	1987,7	-0,052	3,22	0,2714	0,5199	25,0261	13,3927	47,8056
2016	DIG	216,97	1251,96	70,13	1398,8	0,758	3,22	1,1171	2,3458	27,6568	13,9569	52,3800
2011	DLG	173,5	169,6	97,64	245,46	-0,106	1,21	1,5013	6,8967	11,9489	13,7566	72,6582
2012	DLG	215,35	224,22	70,47	369,1	-0,249	1,46	0,0102	0,0286	12,4761	13,4707	59,7624
2013	DLG	130,89	170	72,24	228,65	0,132	2,64	0,0692	0,2073	10,6548	13,5946	62,3393

Year	Firms	AR	INV	AP	CCC	Sgrowth	CR	ROA	ROE	GPM	Size	Fin Debt
2014	DLG	88,07	154,82	83,33	159,56	0,255	2,93	1,3198	3,4817	10,5172	13,8213	59,4541
2015	DLG	91,06	131,94	150,12	72,88	0,628	2,61	1,1893	3,7590	9,5662	14,3088	68,3603
2016	DLG	86,51	75,3	74,97	86,84	0,513	2,1	0,9375	2,4722	19,0861	14,7227	62,0782
2011	DQC	643,29	278,07	43,43	877,93	0,051	1,77	2,1394	4,9732	20,6707	13,3258	56,4824
2012	DQC	497,05	235,97	40,38	692,64	0,028	1,86	2,7426	6,0708	21,8970	13,3539	54,4289
2013	DQC	311,37	234,32	33,48	512,21	0,261	2,03	7,3776	14,9124	31,3010	13,5862	50,0450
2014	DQC	164,2	150,49	24,88	289,81	0,538	2,12	13,0074	24,9910	34,8408	14,0169	47,2100
2015	DQC	144,04	131,02	36,03	239,03	-0,115	3,38	13,8731	19,3000	33,1161	13,8951	28,1188
2016	DQC	95,68	137,13	32,78	200,03	-0,044	2,91	12,8417	17,6803	26,6134	13,8500	27,3674
2011	DVP	60,9	11,23	43,11	29,02	0,231	3,74	21,6872	34,0087	39,6981	12,9057	36,2304
2012	DVP	43,33	12,95	18,84	37,44	0,18	2,98	23,8261	34,4053	43,7326	13,0716	30,7489
2013	DVP	45,9	14,35	15,33	44,92	0,053	5,06	21,3049	27,4146	44,4384	13,1236	22,2862
2014	DVP	42,53	13,85	19,15	37,23	0,083	5,24	23,3467	28,4023	43,6665	13,2030	17,8001
2015	DVP	32,27	10,04	20,66	21,65	0,203	5,8	25,2035	29,9295	47,1924	13,3879	15,7904
2016	DVP	33,53	9,63	26,77	16,39	0	4,64	26,8110	31,3972	49,1061	13,3880	14,6072
2011	EMC	79,82	208,92	71,62	217,12	0,053	1,2	3,1009	12,0288	17,4118	12,6868	74,2210
2012	EMC	78,36	211,14	46,93	242,57	-0,054	1,28	3,1437	9,8710	18,5409	12,6311	68,1524
2013	EMC	114,99	236,66	49,21	302,44	-0,152	1,19	0,2721	0,9343	17,9115	12,4668	70,8812
2014	EMC	86,63	265,22	64,13	287,72	-0,037	1,21	1,1189	3,7514	17,0844	12,4295	70,1739
2015	EMC	49,29	251,75	39,51	261,53	0,272	1,22	1,0311	3,5106	15,9763	12,6704	70,5143
2016	EMC	36,33	297,15	79,71	253,77	-0,13	1,45	0,4354	1,0817	16,4813	12,5308	59,6872
2011	FCN	49,9	130,49	98,75	81,64	1,547	1,31	9,9309	36,7588	24,1474	13,7255	60,2701
2012	FCN	129,13	117,51	127,72	118,92	0,103	1,24	8,1103	27,4807	26,0232	13,8235	60,6115
2013	FCN	196,37	41,39	128,57	109,19	0,195	1,38	7,3302	18,9549	16,9429	14,0018	56,1817

Year	Firms	AR	INV	AP	CCC	Sgrowth	CR	ROA	ROE	GPM	Size	Fin Debt
2014	FCN	244,16	51,73	184,03	111,86	0,124	1,37	6,1514	18,4263	18,9095	14,1186	63,7275
2015	FCN	200,68	103,56	87,35	216,89	0,226	1,51	5,2414	15,5275	17,4440	14,3227	66,2448
2016	FCN	195,2	65,81	89,68	171,33	0,269	1,75	5,2720	14,2326	15,8056	14,5612	62,9579
2011	GMD	50,6	15,8	48,63	17,77	0,109	1,86	0,2141	0,3447	16,3378	14,6835	34,5655
2012	GMD	39,54	15,05	43,95	10,64	0,083	2,29	1,6783	2,6061	17,6553	14,7635	32,1134
2013	GMD	41,72	19,88	51,33	10,27	-0,021	2,02	2,6744	4,5481	17,6170	14,7418	35,4750
2014	GMD	40,62	13,95	54,88	-0,31	0,193	2,05	6,9064	10,8244	20,7496	14,9183	36,1956
2015	GMD	40,11	14,82	80,16	-25,23	0,19	1,67	5,1191	8,2053	26,3966	15,0926	37,6120
2016	GMD	50,31	11,66	79,75	-17,78	0,043	0,72	4,3856	7,5637	27,2135	15,1350	42,0176
2011	HAS	355,33	65,44	92,52	328,25	-0,294	2,74	0,2406	0,3526	7,3087	10,9637	31,7575
2012	HAS	126,6	25,56	25,38	126,78	1,215	3,23	2,4035	3,2715	4,5251	11,7590	26,5334
2013	HAS	85,97	25,59	55,13	56,43	-0,351	2	0,9954	1,7326	7,8892	11,3267	42,5501
2014	HAS	209,78	14,87	155,93	68,72	1,019	1,61	1,8039	3,9730	7,0805	12,0295	54,5964
2015	HAS	117,45	108,4	236,5	-10,65	0,891	1,33	1,7369	5,4527	5,1088	12,6664	68,1458
2016	HAS	103,83	21,18	16,76	108,25	0,195	1,76	5,2311	10,5555	7,5160	12,8444	50,4415
2011	HBC	49,45	27,5	56,27	20,68	0,728	1,03	4,5520	20,7253	13,7364	14,9324	77,8509
2012	HBC	65,41	21,91	93,88	-6,56	0,33	1,06	2,8576	16,9704	9,2878	15,2179	82,9735
2013	HBC	85,38	24,86	77,38	32,86	-0,156	1,08	0,5016	2,4943	9,1123	15,0488	79,7524
2014	HBC	58,45	65,91	106,25	18,11	0,025	1,12	1,1851	6,9048	11,6596	15,0735	82,8176
2015	HBC	62,79	70,45	93,82	39,42	0,443	1,06	1,1361	7,7099	5,8230	15,4404	85,2645
2016	HBC	66,82	47,05	78,37	35,5	1,12	1,11	4,9609	31,0363	11,4473	16,1919	84,0158
2011	HDG	95,81	214,67	75,52	234,96	0,228	1,44	8,0877	19,5369	18,5073	13,9263	54,0184
2012	HDG	100,85	332,18	109,38	323,65	-0,167	1,29	2,1424	5,9839	10,5301	13,7434	61,1913
2013	HDG	72,76	508,49	129,28	451,97	0,063	1,25	6,1516	19,0884	18,5532	13,8041	63,5428

Year	Firms	AR	INV	AP	CCC	Sgrowth	CR	ROA	ROE	GPM	Size	Fin Debt
2014	HDG	54,55	249,55	81,2	222,9	0,572	1,39	7,0979	18,9832	16,3459	14,2566	54,1664
2015	HDG	76,39	287,6	85,62	278,37	-0,048	2,1	4,5573	10,6545	15,5299	14,2075	57,2261
2016	HDG	78,54	616,71	86,55	608,7	0,344	2,04	3,7633	13,7488	28,8270	14,5029	72,6279
2011	HHS	7,26	97,47	0	104,73	-0,087	3,69	25,2403	34,5209	16,9013	13,3475	26,8840
2012	HHS	40,77	84,1	73,64	51,23	-0,261	1,74	13,5647	18,8803	16,8499	13,0454	28,1544
2013	HHS	1,38	115,08	104,35	12,11	0,078	2,64	12,0752	16,5035	18,6264	13,1203	26,8323
2014	HHS	1,99	63,03	173,89	-108,87	1,854	1,8	9,4261	18,1741	12,7494	14,1688	48,1345
2015	HHS	2,59	95,48	0,2	97,87	1,464	13,3	16,3784	17,4266	10,9205	15,0706	6,0149
2016	HHS	3,53	90,69	0,71	93,51	-0,551	25,95	4,3944	4,5165	5,5814	14,2709	2,7050
2011	HTI	13,18	0,88	21,63	-7,57	-0,1	1,73	9,0016	14,9193	59,2968	12,0096	39,6651
2012	HTI	9,67	7,09	68,78	-52,02	-0,056	1,13	5,8153	13,0095	59,7510	11,9519	55,2996
2013	HTI	15,36	7,84	112,46	-89,26	0,174	0,5	3,7890	11,8293	44,3959	12,1122	67,9696
2014	HTI	10,99	2,33	83,06	-69,74	-0,014	1,27	2,9978	10,3509	38,4365	12,0977	71,0388
2015	HTI	2,55	31,6	38,12	-3,97	0,691	0,94	4,5591	15,6330	43,4141	12,6230	70,8366
2016	HTI	6,6	3,33	39	-29,07	0,331	0,26	4,6582	15,7226	36,0863	12,9087	70,3727
2011	HTV	186,94	1,77	0	188,71	0,046	7,62	9,0278	10,0370	8,2103	11,6960	10,0550
2012	HTV	250,5	1,41	57,7	194,21	0,325	4,59	13,3878	15,5077	16,0954	11,9777	13,6704
2013	HTV	305,81	0,58	69,12	237,27	0,283	2,78	8,0036	10,7195	17,6254	12,2271	25,3360
2014	HTV	279,34	1,16	29,88	250,62	-0,001	3,69	7,5841	9,5258	19,0287	12,2261	20,3842
2015	HTV	233,41	0,75	43,63	190,53	0,008	7,02	9,7706	11,0118	24,4327	12,2344	11,2712
2016	HTV	161,55	0,46	45,83	116,18	-0,098	7,85	6,3785	7,1272	21,0844	12,1308	10,5047
2011	HU1	78,94	256,59	161,34	174,19	0,555	1,17	4,6153	27,0015	11,4419	13,9558	82,9071
2012	HU1	137,64	491,94	145,26	484,32	-0,521	1,2	1,8128	9,3806	12,7280	13,2195	80,6753
2013	HU1	144,9	339,48	93,77	390,61	0,128	1,19	0,7990	4,7155	4,8661	13,3396	81,3765

Year	Firms	AR	INV	AP	CCC	Sgrowth	CR	ROA	ROE	GPM	Size	Fin Debt
2014	HU1	111,35	179,75	54,68	236,42	0,17	1,27	1,0267	4,6932	4,8627	13,4965	76,0726
2015	HU1	150,69	94,55	34,42	210,82	-0,134	1,29	1,3251	4,6693	5,4493	13,3524	71,6215
2016	HU1	228,37	150,17	28,49	350,05	-0,388	1,26	0,4944	1,8406	6,1380	12,8621	73,1409
2011	HU3	54,47	223,11	71,33	206,25	0,377	1,32	7,3801	29,4655	12,9012	13,5504	72,9367
2012	HU3	149,9	463,52	134,66	478,76	-0,507	1,29	3,5780	15,5507	14,5911	12,8436	75,5530
2013	HU3	120,47	426,5	52,52	494,45	-0,042	1,42	2,6066	10,8397	8,8633	12,8011	74,4252
2014	HU3	100,01	422,78	64,56	458,23	-0,014	2,16	1,9349	7,7224	11,6597	12,7870	73,3908
2015	HU3	77,98	277,18	32,28	322,88	0,193	1,28	2,5353	8,8491	12,9585	12,9635	71,3497
2016	HU3	61,11	222,66	21,17	262,6	0,306	1,24	2,6259	8,8281	9,9228	13,2308	70,2551
2011	IJC	104,42	1020,04	37,85	1086,61	2,768	4,78	7,2465	10,1139	38,1193	14,0936	28,3510
2012	IJC	149,89	3349,2	513,99	2985,1	-0,536	3,01	3,9824	6,0904	54,9438	13,3247	34,6122
2013	IJC	177,89	2696,2	389,99	2484,1	0,005	2,51	3,3598	5,3707	42,6434	13,3296	37,4420
2014	IJC	311,53	2245,31	339,24	2217,6	0,683	2,1	3,4239	7,5155	38,0800	13,8505	54,4424
2015	IJC	442,61	3880,87	970,66	3352,82	-0,337	2,4	1,6645	4,1248	39,8025	13,4389	59,6457
2016	IJC	432,31	1134,75	491,23	1075,83	1,872	2,13	1,4011	4,3117	18,0484	14,4938	67,5056
2011	ITA	491,09	4771,79	661,63	4601,25	-0,852	2,04	0,8242	1,2752	50,3797	12,8258	35,2446
2012	ITA	6796,39	9560,01	1086,41	15269,99	-0,902	2,62	0,3327	0,5651	-203,3282	10,4985	41,0086
2013	ITA	23211,44	64730,9	3228,97	84713,4	-0,69	2,72	0,8386	1,2656	-71,3873	9,3276	33,5556
2014	ITA	706,52	9312,74	331,59	9687,67	29,556	2,71	1,2068	1,8238	50,9005	12,7471	33,4191
2015	ITA	239,12	2866,45	92,97	3012,6	1,157	2,75	1,0712	1,4744	42,0300	13,5160	27,3486
2016	ITA	740,11	9646,97	312,14	10074,94	-0,672	4,24	0,3037	0,3810	46,2958	12,4019	20,2918
2011	ITD	85,33	89,65	77,01	97,97	0,149	1,45	10,2171	35,3522	27,1022	13,4885	50,2423
2012	ITD	48,44	81,47	35,88	94,03	-0,111	1,66	4,6017	13,3840	22,9876	13,3708	44,7669
2013	ITD	95,35	56,09	32,06	119,38	-0,272	2,22	4,2514	9,9085	24,7043	13,0528	45,6773

Year	Firms	AR	INV	AP	CCC	Sgrowth	CR	ROA	ROE	GPM	Size	Fin Debt
2014	ITD	104,15	45,02	43,16	106,01	-0,039	1,77	4,2462	8,0795	27,3459	13,0126	47,4447
2015	ITD	78,4	96,19	49,81	124,78	0,401	1,71	10,7531	22,4338	26,7821	13,3499	52,0672
2016	ITD	548,86	204,35	207,69	545,52	-0,743	2,3	1,6211	2,7838	22,2577	11,9931	41,7651
2011	L10	86,91	90,71	61,34	116,28	0,189	1,01	3,2994	16,1716	17,4686	13,4428	79,5977
2012	L10	69,74	108,67	39,31	139,1	0,141	1,11	3,2276	16,3775	11,6017	13,5745	80,2922
2013	L10	78,79	120,19	14,68	184,3	0,091	1,46	2,7521	14,5861	10,0281	13,6619	81,1322
2014	L10	86,76	147,54	34,7	199,6	0,088	1,76	2,7677	14,2659	7,4562	13,7459	80,5990
2015	L10	74,9	95,7	16,47	154,13	0,298	1,86	3,1016	15,3365	6,0405	14,0064	79,7764
2016	L10	82,04	161,78	44,91	198,91	0,032	1,6	2,5855	14,4157	7,2721	14,0382	82,0648
2011	LCG	95,81	151,49	44,02	203,28	0,519	1,36	7,9555	15,0929	19,2772	14,2453	44,6457
2012	LCG	212,67	209,57	101,56	320,68	-0,551	1,38	-1,6906	-3,1148	16,7890	13,4441	42,7817
2013	LCG	351,08	502,48	235,86	617,7	-0,587	1,25	-15,9015	-38,7728	9,1059	12,5600	56,1810
2014	LCG	79,78	126,38	73,02	133,14	3,442	1,45	-0,6314	-1,2326	7,5930	14,0512	46,7158
2015	LCG	228,7	136,29	129,01	235,98	-0,194	1,2	0,6705	1,5463	6,7746	13,8357	56,6398
2016	LCG	200,64	211,33	154,58	257,39	0,097	1,27	2,7412	6,6596	12,1097	13,9280	58,8386
2011	LGC	27,02	153,76	30,73	150,05	-0,176	1,23	1,3591	3,3318	14,4713	12,1004	59,2087
2012	LGC	38,42	161,38	64,05	135,75	-0,198	1,17	0,2152	0,5231	18,5574	11,8800	58,8621
2013	LGC	76,54	129,26	32,99	172,81	0,468	2,1	0,8860	1,6747	19,1606	12,2639	47,0945
2014	LGC	426,61	104,93	48,05	483,49	0,213	2,93	14,2988	55,2430	16,0442	12,4566	66,6922
2015	LGC	314,33	84,39	199,11	199,61	0,373	1,78	5,5979	14,9745	32,7206	12,7733	62,6172
2016	LGC	265,29	126,35	113,79	277,85	0,231	1,64	4,7783	13,1735	46,5537	12,9811	63,7279
2011	LGL	255,61	136,77	189,57	202,81	0,382	1,14	0,8707	2,1788	19,0281	12,7169	58,4684
2012	LGL	798,16	603,73	780,59	621,3	-0,651	1,05	0,4056	1,1177	40,4853	11,6645	61,8719
2013	LGL	860,11	854	613,62	1100,49	-0,413	1,14	-6,5811	-17,2270	33,1071	11,1321	59,3601

Year	Firms	AR	INV	AP	CCC	Sgrowth	CR	ROA	ROE	GPM	Size	Fin Debt
2014	LGL	284,75	339,27	210,98	413,04	1,691	1,74	4,6346	10,5729	24,4832	12,1221	53,8358
2015	LGL	353,43	1556,08	527,32	1382,19	-0,339	1,91	1,4220	3,3700	45,9272	11,7083	57,8042
2016	LGL	361,34	2623,33	697,12	2287,55	0,576	1,47	0,9073	4,7061	28,3755	12,1634	80,7207
2011	LM8	104,65	457,77	6,75	555,67	0,069	1,12	1,9399	18,3493	18,4480	13,3316	89,4281
2012	LM8	76,71	187,32	3,5	260,53	0,759	1,15	3,5353	24,6658	9,7635	13,8963	85,6672
2013	LM8	57,52	187,68	7,03	238,17	0,178	1,07	3,1780	22,4309	8,7083	14,0601	85,8322
2014	LM8	60,69	205,85	3,04	263,5	0,076	1,06	3,3990	22,9299	8,4787	14,1330	85,1766
2015	LM8	84,22	174,26	3,95	254,53	0,122	1,05	3,6191	22,1786	8,2909	14,2480	83,6819
2016	LM8	95,2	212,6	28,36	279,44	0,05	1,01	2,7059	17,8743	10,3181	14,2970	84,8613
2011	MCG	83,66	159,93	30,65	212,94	1,018	1,29	0,1702	0,5429	3,3311	14,2664	68,5540
2012	MCG	83,88	205,21	48,05	241,04	0,195	1,14	0,0184	0,0682	1,7177	14,4445	72,8229
2013	MCG	228,76	482,31	117,25	593,82	-0,572	1,22	-6,3406	-33,4369	-12,5298	13,5952	80,8823
2014	MCG	127,04	223,49	73,7	276,83	0,495	1,14	1,6983	6,7785	6,3951	13,9973	74,5613
2015	MCG	377,92	687,36	269,2	796,08	-0,688	1,18	1,1051	3,8500	21,3783	12,8322	71,2972
2016	MCG	461,78	493,72	278,03	677,47	-0,119	1,19	0,4819	1,4991	9,4813	12,7060	67,8532
2011	MDG	322,56	335,9	200,01	458,45	-0,539	1,16	1,1288	3,1373	28,9979	11,8946	64,0191
2012	MDG	254,04	170,95	97,56	327,43	0,135	1,09	0,9211	2,3287	3,2998	12,0214	60,4464
2013	MDG	151,75	199,07	71,53	279,29	0,246	1,02	0,3923	0,9746	13,5924	12,2413	59,7415
2014	MDG	123	208,88	99,92	231,96	-0,225	0,88	-10,9036	-29,5882	-10,1920	11,9858	63,1490
2015	MDG	111,12	179,36	63,35	227,13	0,513	1,04	0,7489	1,9146	11,4367	12,4000	60,8854
2016	MDG	49,35	159,83	58,68	150,5	0,275	1,16	1,8739	4,3867	12,3102	12,6430	57,2827
2011	MHC	71,97	0,9	98,5	-25,63	-0,034	0,81	0,4428	1,1353	17,8915	11,7463	57,7517
2012	MHC	125,09	0,03	157,59	-32,47	-0,051	0,68	2,4167	5,8567	11,5339	11,6943	55,3331
2013	MHC	96,1	0,04	106,93	-10,79	-0,468	0,72	8,2214	16,7704	22,9699	11,0640	46,4027

Year	Firms	AR	INV	AP	CCC	Sgrowth	CR	ROA	ROE	GPM	Size	Fin Debt
2014	MHC	252,42	0,02	64,33	188,11	0,092	1,1	28,9763	37,8519	24,6696	11,1521	23,4481
2015	MHC	17,43	0,01	42,64	-25,2	-0,024	18,17	24,2866	25,5189	9,9049	11,1275	4,8287
2016	MHC	17,94	0	55,38	-37,44	0,057	14,75	11,5778	12,2998	12,7424	11,1834	5,8703
2011	NCT	18,95	4,43	27,19	-3,81	0,33	5,46	57,9731	68,6680	55,3662	12,7571	15,5747
2012	NCT	24,35	4,34	33,34	-4,65	0,228	4,93	54,7051	65,9851	53,5288	12,9623	17,0948
2013	NCT	27,95	6,01	25,46	8,5	0,348	5,06	71,6832	86,2582	59,3786	13,2613	16,8969
2014	NCT	35,86	9,15	19,27	25,74	0,18	4,8	51,1657	59,9033	56,4128	13,4271	14,5861
2015	NCT	20,18	5,34	20	5,52	0,178	4,39	60,2340	71,5275	56,6976	13,5906	15,7890
2016	NCT	25,03	4,21	8,34	20,9	-0,137	7,01	55,2339	61,9149	56,9049	13,4428	10,7906
2011	PC1	163,29	152,36	64,83	250,82	-0,124	1,15	3,6605	14,7729	14,3309	13,8897	72,8836
2012	PC1	114,6	132,94	57,82	189,72	0,307	1,14	5,1418	19,8110	16,0156	14,1573	73,2165
2013	PC1	144,89	159,69	74,26	230,32	0,438	1,16	6,7184	30,8128	20,7121	14,5207	76,5956
2014	PC1	41,66	93,92	66,83	68,75	0,531	1,5	20,4393	49,1690	21,5164	14,9469	56,6786
2015	PC1	77,52	77,58	60,17	94,93	0	1,65	7,5257	17,9218	13,8215	14,9472	58,0084
2016	PC1	96,41	78,29	119,89	54,81	-0,03	1,49	6,7254	14,7687	17,5053	14,9169	54,4618
2011	PDN	45,81	0,46	43,53	2,74	0,299	1,45	12,1493	14,5809	46,2651	11,6940	16,6764
2012	PDN	65,83	0,43	56,02	10,24	0,41	1,1	13,2532	17,5757	44,1421	12,0375	24,5938
2013	PDN	48,78	0,3	60,98	-11,9	0,2	1	12,0432	16,0337	38,8384	12,2198	24,8880
2014	PDN	54,32	0,69	44,08	10,93	0,332	1,47	9,6446	15,2157	36,9819	12,5066	36,6141
2015	PDN	48,74	0,81	78,25	-28,7	0,194	0,91	7,9189	15,2198	33,4819	12,6836	47,9699
2016	PDN	49,76	0,17	53,45	-3,52	0,309	0,9	9,0130	17,6710	31,8141	12,9526	48,9953
2011	PET	33,45	50,6	22,12	61,93	2,698	1,21	7,1236	24,1547	9,6831	16,1497	68,7200
2012	PET	35,46	39,81	31,87	43,4	-0,016	1,26	4,9820	17,1255	7,4870	16,1334	68,8184
2013	PET	37,23	63,84	43,25	57,82	0,134	1,17	3,1483	15,9238	6,4478	16,2593	78,0624

Year	Firms	AR	INV	AP	CCC	Sgrowth	CR	ROA	ROE	GPM	Size	Fin Debt
2014	PET	35,02	51,74	39,25	47,51	0,006	1,26	4,0915	17,4465	7,3028	16,2649	73,9922
2015	PET	33,95	48,29	43,62	38,62	-0,08	1,35	4,1187	13,4591	7,6868	16,1813	69,3981
2016	PET	51,03	38,37	57,24	32,16	-0,072	1,14	2,6815	10,1330	6,6636	16,1062	73,5369
2011	PIT	11,25	12,89	2,46	21,68	0,323	1,76	1,6154	3,2735	4,0456	14,8416	50,6502
2012	PIT	16,13	28,86	12,16	32,83	-0,302	1,34	0,0046	0,0125	3,8711	14,4824	63,3685
2013	PIT	16,34	25,62	11,75	30,21	0,19	1,18	-2,6941	-9,6503	3,6058	14,6564	72,0831
2014	PIT	9,07	26,35	8,78	26,64	0,635	1,16	2,0999	6,9685	4,2791	15,1482	69,8662
2015	PIT	17,28	36,77	4,99	49,06	-0,12	1,11	-0,9804	-4,2724	4,3649	15,0202	77,0538
2016	PIT	19,53	52,45	5,4	66,58	-0,233	1,16	1,1152	4,0569	5,2191	14,7548	72,5098
2011	PNC	33,49	265,49	183,84	115,14	0,12	1,1	0,0024	0,0071	33,3797	12,7247	66,3165
2012	PNC	27,95	298,37	205,16	121,16	-0,032	1,05	4,3476	14,4488	35,6941	12,6919	69,9104
2013	PNC	20,42	257,91	183,51	94,82	0,009	0,89	-12,2508	-57,2398	32,8610	12,7008	78,5974
2014	PNC	23,07	307,89	232,11	98,85	0,002	1,43	0,6528	3,2102	38,7413	12,7025	79,6662
2015	PNC	23,2	286,94	191,82	118,32	0,288	0,78	0,0307	0,1527	35,7240	12,9558	79,8708
2016	PNC	17,2	239,45	181,83	74,82	0,262	0,82	0,3640	2,0172	30,5411	13,1884	81,9539
2011	PPI	568,6	1108,56	148,45	1528,71	-0,642	1,42	0,8873	2,6919	17,9915	11,9556	66,9317
2012	PPI	362,44	858,66	106,36	1114,74	0,231	1,65	0,1259	0,3441	11,5940	12,1630	63,4157
2013	PPI	499,3	2072,17	263,36	2308,11	-0,459	1,68	0,0137	0,0400	19,8411	11,5484	65,7401
2014	PPI	26,95	18,79	33,8	11,94	2,405	0,23	2,5889	6,8022	12,3564	12,7735	61,9399
2015	PPI	187,58	18,99	21,08	185,49	0,245	1	2,2199	5,2870	13,4062	12,9929	58,0123
2016	PPI	242,79	76,52	52,43	266,88	-0,432	0,98	-3,6979	-7,3612	2,8081	12,4268	49,7658
2011	PTC	226,43	165,49	74,7	317,22	0,009	1,66	0,4233	0,7354	17,3403	12,4183	42,4437
2012	PTC	272,62	167,72	73,91	366,43	-0,34	1,49	-16,2543	-30,6242	-6,1821	12,0024	46,9234
2013	PTC	377,13	313,35	140,61	549,87	-0,381	1,78	0,3622	0,6291	11,6751	11,5234	41,1998

Year	Firms	AR	INV	AP	CCC	Sgrowth	CR	ROA	ROE	GPM	Size	Fin Debt
2014	PTC	347,34	246,42	98,02	495,74	0,165	2,22	1,0225	1,7061	10,0545	11,6758	38,9471
2015	PTC	422,53	211,67	161,73	472,47	0,384	1,25	-1,7584	-5,2518	6,2430	12,0010	66,5175
2016	PTC	186,73	43,3	90,19	139,84	0,98	2,22	2,8519	7,5562	5,5628	12,6839	62,2575
2011	PXI	99,69	111,08	96,77	114	-0,046	1,17	3,3213	12,3518	7,6522	14,2998	73,1108
2012	PXI	92,97	75,56	83,12	85,41	-0,491	0,78	1,2047	3,4581	8,0774	13,6244	65,1635
2013	PXI	153,49	209,32	150,21	212,6	-0,203	1,03	0,3631	1,2380	15,6150	13,3971	70,6717
2014	PXI	183,65	145,44	160,04	169,05	0,376	1,07	1,9746	8,4454	10,4240	13,7163	76,6192
2015	PXI	193,17	70,62	83,66	180,13	0,258	1,04	2,8606	10,3858	9,6544	13,9461	72,4563
2016	PXI	347,85	439,77	159,06	628,56	-0,593	1,41	-1,1730	-4,8449	5,1715	13,0463	75,7887
2011	PXL	119,97	193,57	0,94	312,6	1,486	4,29	1,0064	1,1816	4,8656	12,0811	14,8276
2012	PXL	40,4	386,37	1,32	425,45	-0,547	4,08	0,0191	0,0222	5,4983	11,2902	13,9380
2013	PXL	12,34	6073,39	65,8	6019,93	-0,693	2,28	-0,4941	-0,6923	4,1715	10,1094	28,6315
2014	PXL	1,96	11082,1	25,12	11009,28	-0,311	2,3	-0,3707	-0,5229	18,5996	9,7362	29,1134
2015	PXL	1,57	10105,6	124,3	9943,25	0,253	3,51	-0,7168	-0,8583	24,7541	9,9614	16,4881
2016	PXL	218,89	1093,4	9,66	1302,63	6,097	3,58	1,6246	1,9423	8,7383	11,9210	16,3557
2011	RAL	12,2	228,83	15,59	225,44	0,282	1,22	4,2867	13,1217	25,6062	14,3738	67,3311
2012	RAL	19,21	199,65	10,66	208,2	0,175	1,25	4,8574	15,2592	23,2405	14,5353	68,1671
2013	RAL	19,31	172,07	13,49	177,89	0,117	1,26	4,8346	17,0667	19,6070	14,6455	71,6722
2014	RAL	19,33	220,68	23,63	216,38	0,133	1,17	2,8735	13,0152	21,2276	14,7708	77,9218
2015	RAL	18,1	168,02	18,61	167,51	0,023	1,24	4,7250	17,3741	18,1126	14,7936	72,8041
2016	RAL	28,16	131,58	20,43	139,31	0,105	1,26	7,0132	23,8747	20,5383	14,8937	70,6251
2011	REE	56,15	191,83	41,31	206,67	0,001	1,99	9,6806	13,2632	29,8839	14,4091	27,0066
2012	REE	64,56	100,95	34,41	131,1	0,323	1,99	9,9908	15,5808	24,4283	14,6892	35,8736
2013	REE	91,64	109,73	34,02	167,35	0,007	1,8	14,0306	18,7767	24,9898	14,6965	25,2105

Year	Firms	AR	INV	AP	CCC	Sgrowth	CR	ROA	ROE	GPM	Size	Fin Debt
2014	REE	84,13	119,57	39,15	164,55	0,089	1,91	13,0742	18,5893	30,5227	14,7823	24,5732
2015	REE	95,39	113,97	46,8	162,56	0,005	1,68	9,2423	13,2887	33,7166	14,7876	30,4499
2016	REE	56,19	181,24	59,78	177,65	0,384	1,57	10,2983	15,2006	32,2907	15,1128	32,2507
2011	SAM	120,88	308,06	26,4	402,54	-0,089	2,65	-6,8619	-8,1042	13,4332	13,5035	13,6498
2012	SAM	148,71	216,49	35,3	329,9	0,226	3,56	3,8124	4,5011	21,4025	13,7075	13,3863
2013	SAM	86,91	245,5	62,51	269,9	0,108	3,18	3,9385	4,7846	15,4578	13,8099	16,2483
2014	SAM	94,37	173,74	33,17	234,94	0,692	2,08	2,2793	3,0268	11,0224	14,3355	23,3862
2015	SAM	114,81	170,72	28,89	256,64	0,31	1,76	1,4703	2,1230	9,1857	14,6057	30,7427
2016	SAM	82,75	134,59	27,95	189,39	-0,172	1,31	0,6589	0,9789	7,3805	14,4175	32,6902
2011	SC5	58,85	499,8	45,46	513,19	-0,101	1,37	0,9527	6,1549	3,3048	13,9218	84,5215
2012	SC5	49,02	517,33	41,13	525,22	0,215	1,48	0,3744	2,7371	4,9021	14,1164	86,3224
2013	SC5	62,05	261	44,59	278,46	-0,086	1,1	2,5589	16,1377	2,5089	14,0266	84,1436
2014	SC5	53,47	283,14	50,41	286,2	0,127	1,22	1,5228	9,9982	6,2862	14,1462	84,7689
2015	SC5	92,61	275,72	94,05	274,28	0,028	1,3	1,5868	11,4932	5,0970	14,1740	86,1932
2016	SC5	99,47	264,86	72,27	292,06	0,028	1,37	2,1095	13,1175	5,5471	14,2015	83,9183
2011	SFI	22,96	0	39,63	-16,67	0,152	1,13	7,0140	14,9451	35,2218	12,2569	50,1786
2012	SFI	27,79	0,57	40,22	-11,86	0,574	1,1	9,0296	19,3183	44,2266	12,7106	50,2568
2013	SFI	27,2	0,39	14,76	12,83	0,384	1,21	6,8165	14,3177	28,8223	13,0357	49,2420
2014	SFI	33,87	0,23	16,59	17,51	0,317	1,39	10,2223	20,3475	32,6292	13,3108	49,7614
2015	SFI	50,48	0,42	35,61	15,29	-0,068	1,66	9,5715	15,3021	34,2293	13,2406	37,4496
2016	SFI	65,09	0,22	45,63	19,68	-0,003	1,93	10,3915	16,3180	30,0889	13,2373	36,3189
2011	SHA	60,96	53,23	111,73	2,46	97,259	0,94	3,9244	11,0063	12,3514	12,7439	64,3442
2012	SHA	58,36	61,34	142,78	-23,08	-0,055	1,01	2,6726	7,2994	13,5780	12,6870	63,3856
2013	SHA	50,22	64,71	82,98	31,95	0,064	1,02	2,5829	5,8016	13,4573	12,7487	55,4792

Year	Firms	AR	INV	AP	CCC	Sgrowth	CR	ROA	ROE	GPM	Size	Fin Debt
2014	SHA	32,66	52,97	59,58	26,05	0,291	1,08	4,6129	9,8824	13,6598	13,0043	53,3221
2015	SHA	48,9	80,74	63,07	66,57	0,144	1,54	6,5546	12,6776	20,0895	13,1391	48,2977
2016	SHA	97,42	74,95	32,77	139,6	0,296	1,99	8,1262	15,4392	16,9873	13,3980	47,3662
2011	SHI	62,9	76,46	21,74	117,62	0,348	0,97	1,2814	5,0591	13,4815	14,4866	71,1349
2012	SHI	52,4	76,69	46,09	83	0,096	1,04	0,7891	3,4414	12,1807	14,5779	73,5234
2013	SHI	46,76	133,24	61,21	118,79	-0,151	1,06	0,5013	1,9648	14,3312	14,4143	73,5597
2014	SHI	56,89	133,24	65,1	125,03	0,096	1,09	1,9567	7,5619	14,6731	14,5057	73,5144
2015	SHI	65,59	122,12	30,03	157,68	0,112	1,21	4,1287	10,7412	15,3543	14,6117	61,5623
2016	SHI	65,77	148,41	28,61	185,57	0,064	1,32	4,8426	12,2577	19,1435	14,6738	60,4935
2011	SKG	4,68	29,74	4,49	29,93	0,548	5,67	25,8341	26,4897	44,3915	11,5614	2,4748
2012	SKG	5,44	25,45	8,71	22,18	0,368	7,84	27,4446	28,4561	50,5037	11,8745	3,5547
2013	SKG	3,8	22,25	4,44	21,61	0,144	15,26	20,8046	21,2905	41,8678	12,0094	2,2823
2014	SKG	1,38	19,43	6,55	14,26	0,362	15,18	29,0614	29,9965	56,3862	12,3183	3,1174
2015	SKG	0,9	29,75	1,7	28,95	0,363	26,49	33,1816	33,9496	66,7171	12,6280	2,2624
2016	SKG	0,59	33,3	4,55	29,34	0,166	34,85	29,7865	30,2500	68,0489	12,7819	1,5323
2011	SMA	134,7	58,61	83,79	109,52	-0,023	1,03	1,4307	11,2602	7,2970	13,2524	87,2939
2012	SMA	81,89	98,91	71,84	108,96	0,102	1,02	0,7776	3,8072	12,5469	13,3499	79,5768
2013	SMA	60,48	65,74	43,9	82,32	0,243	0,97	0,7903	3,7241	7,9782	13,5671	78,7786
2014	SMA	90,93	58,1	55,13	93,9	0,019	1,04	0,5560	2,7611	6,1049	13,5855	79,8627
2015	SMA	87,6	52,23	69,41	70,42	0,019	1,03	0,0450	0,2171	5,8342	13,6045	79,2649
2016	SMA	76,79	64,02	68,84	71,97	-0,511	0,95	0,7253	2,6618	12,8114	12,8897	72,7517
2011	SRF	87,33	167,88	54,89	200,32	0,152	1,64	7,3440	16,5072	15,1897	13,3009	55,5105
2012	SRF	83,91	166,83	48,08	202,66	0,093	1,6	5,5625	13,0932	14,3584	13,3899	57,5161
2013	SRF	101,39	139,08	44,32	196,15	-0,134	1,86	5,2903	10,5820	18,9402	13,2461	50,0066

Year	Firms	AR	INV	AP	CCC	Sgrowth	CR	ROA	ROE	GPM	Size	Fin Debt
2014	SRF	123,13	97,18	34,41	185,9	0,48	1,41	6,9890	16,7562	15,2410	13,6379	58,2899
2015	SRF	117,36	70,21	44,91	142,66	0,247	1,33	5,9459	15,7783	12,8811	13,8588	62,3161
2016	SRF	141,69	57,57	52,47	146,79	0,261	1,24	7,2071	21,4876	10,6220	14,0904	66,4593
2011	ST8	15,21	30,55	15,44	30,32	-0,13	3,47	11,2250	15,5628	21,1676	13,4939	15,8711
2012	ST8	21,65	50,97	13,82	58,8	-0,201	4,14	14,9827	19,8906	27,1580	13,2693	13,0975
2013	ST8	22,44	38,66	11,83	49,27	0,406	3,61	14,5792	19,9034	21,3553	13,6101	16,6728
2014	ST8	14,98	37,55	9,97	42,56	0,403	5,08	15,5374	17,9958	16,8813	13,9484	13,6607
2015	ST8	12,65	36,18	11,44	37,39	0,163	4,82	14,0411	16,5967	15,2595	14,0990	15,3982
2016	ST8	15,28	28,58	7,58	36,28	0,196	4,03	15,8218	19,1874	14,4863	14,2783	17,5406
2011	STG	27,7	2,94	17,35	13,29	-0,043	3,45	14,7788	19,0859	18,6447	13,3369	22,5666
2012	STG	32,85	2,71	21,27	14,29	-0,02	3,38	14,6482	19,2966	18,5186	13,3168	24,0894
2013	STG	30,33	1,33	22,78	8,88	0,089	3,04	12,8315	17,7204	18,2293	13,4019	27,5888
2014	STG	35,7	0,51	32,59	3,62	0,32	1,93	12,1625	20,1126	13,0945	13,6794	39,5281
2015	STG	29,13	1,65	22,89	7,89	0,141	1,16	3,7320	15,1497	14,7482	13,8116	75,3657
2016	STG	47,73	2,63	45,56	4,8	-0,273	1,03	3,4031	6,4684	18,6672	13,4921	47,3898
2011	TCL	81,31	24,89	55,68	50,52	0,051	1,61	10,1749	19,0452	24,6374	13,1271	46,5752
2012	TCL	59,2	19,68	55,71	23,17	0,137	1,43	8,2770	16,3120	18,6712	13,2553	49,2585
2013	TCL	65,08	4,29	44,71	24,66	0,208	1,89	11,7697	19,4558	18,6152	13,4440	39,5057
2014	TCL	64,88	3,35	47,89	20,34	0,091	1,22	12,6384	20,3532	21,6442	13,5315	37,9046
2015	TCL	71,8	2,07	77,8	-3,93	-0,004	0,99	10,6301	16,9239	21,3576	13,5276	37,1890
2016	TCL	106,41	2,21	52,84	55,78	0,095	1,64	11,2984	16,0985	17,6854	13,6185	29,8172
2011	TCO	40,86	40,24	28,93	52,17	0,069	0,96	5,5277	8,2591	33,5632	11,8021	30,2065
2012	TCO	62,35	64,26	34,45	92,16	0,141	1,06	8,0387	12,3660	29,5236	11,9338	32,1888
2013	TCO	42,94	33,93	11,52	65,35	0,22	1,14	10,0510	14,9472	25,0537	12,1325	29,9569

Year	Firms	AR	INV	AP	CCC	Sgrowth	CR	ROA	ROE	GPM	Size	Fin Debt
2014	TCO	61,11	35,02	16,8	79,33	-0,026	2,51	10,1787	12,3149	23,6127	12,1065	17,3467
2015	TCO	51	29	16,29	63,71	-0,044	4,63	10,3542	12,0242	26,5143	12,0616	13,8885
2016	TCO	58,85	22,5	25,06	56,29	-0,091	6,63	11,2508	12,5490	25,8757	11,9666	10,3451
2011	TCR	38,44	97,84	67,12	69,16	0,193	1,1	5,1319	11,7459	23,7164	14,1676	55,4502
2012	TCR	31,45	113,05	61,37	83,13	0,162	1,03	0,2143	0,5308	16,0656	14,3174	58,5446
2013	TCR	33,56	99,94	64,49	69,01	0,157	0,99	-3,5492	-9,9063	12,1826	14,4636	63,0563
2014	TCR	31,05	86,75	53,1	64,7	0,181	0,99	0,1160	0,3230	15,1343	14,6301	63,0039
2015	TCR	25,99	113,25	56,24	83	-0,086	1,09	2,6617	6,3549	20,0866	14,5399	58,1154
2016	TCR	30,82	139,99	62,77	108,04	-0,256	1,3	2,3028	4,4426	21,2373	14,2443	48,1657
2011	THG	77,86	184,23	42,6	219,49	0,038	1,38	3,8207	11,3909	20,8097	12,9837	64,7745
2012	THG	80,05	103,02	42,94	140,13	0,123	1,35	4,6761	12,1187	20,5650	13,0997	60,0605
2013	THG	91,79	91,1	52,74	130,15	-0,116	1,24	3,7653	8,8499	18,6945	12,9767	55,9565
2014	THG	70,65	53,31	50,45	73,51	0,215	1,25	4,1932	10,7674	16,7623	13,1712	59,7985
2015	THG	73,53	126,54	59,08	140,99	0,332	1,23	9,3009	27,3350	21,4894	13,4581	65,9744
2016	THG	54,69	67,91	65,63	56,97	0,186	1,2	12,4722	31,3809	22,4044	13,6287	60,2554
2011	THI	24,31	134,29	9,63	148,97	0,16	1,14	9,1312	38,0093	20,0268	14,0698	73,5845
2012	THI	10,67	115,7	24,02	102,35	0,127	1,2	10,5975	36,8443	17,8304	14,1896	68,3240
2013	THI	27,65	95,98	22,82	100,81	0,095	1,24	8,8705	29,9525	17,4467	14,2805	67,5777
2014	THI	14,33	99,76	21,35	92,74	0,152	1,25	10,6238	36,0947	22,9854	14,4222	68,2103
2015	THI	66,1	112,59	13,94	164,75	0,092	1,65	15,0056	34,9332	21,7039	14,5100	57,0449
2016	THI	47,69	114,25	30,27	131,67	0,266	2,69	12,0907	19,2449	21,1175	14,7457	37,1747
2011	TIP	50,7	1317,66	35,32	1333,04	0,114	1,58	8,1842	10,3896	66,4415	11,3203	21,2272
2012	TIP	21,53	207,85	49,56	179,82	0,72	0,97	8,1938	10,1553	43,3337	11,8627	19,3150
2013	TIP	44,51	746,37	37	753,88	-0,384	1,3	8,0515	10,0531	62,7200	11,3778	19,9106

Year	Firms	AR	INV	AP	CCC	Sgrowth	CR	ROA	ROE	GPM	Size	Fin Debt
2014	TIP	28,02	804,72	6,92	825,82	0,079	1,38	6,8784	9,0112	53,6531	11,4535	23,6682
2015	TIP	4,47	827,01	10,48	821	0,027	2,89	10,7560	13,6084	49,7383	11,4802	20,9602
2016	TIP	14,34	508,66	5,55	517,45	0,372	2,92	9,4630	11,8960	49,8369	11,7965	20,4523
2011	TLG	18,53	275,83	32,18	262,18	0,283	1,48	8,7167	17,3260	39,4469	13,8582	49,6902
2012	TLG	15,03	203,85	24,1	194,78	0,166	1,69	10,4047	18,1517	37,6794	14,0114	42,6795
2013	TLG	21,09	187,15	21,21	187,03	0,156	2,1	11,5501	18,5141	36,7920	14,1564	37,6144
2014	TLG	16,54	152,34	25,26	143,62	0,147	2,47	13,3006	20,1315	36,9226	14,2940	33,9314
2015	TLG	14,38	132,53	28,91	118	0,167	2,37	14,5289	22,8637	38,5510	14,4488	36,4544
2016	TLG	16,57	127,78	36,58	107,77	0,148	2,48	17,3424	25,9755	39,1397	14,5867	33,2357
2011	TMS	40,4	13,71	11,31	42,8	0,171	1,79	7,8431	10,8232	22,7640	12,5469	27,4044
2012	TMS	41,11	21,67	70,73	-7,95	0,099	1,41	8,9076	11,7043	21,3939	12,6409	23,7857
2013	TMS	43,11	18,46	32,03	29,54	0,289	1,5	11,6027	15,3516	20,0949	12,8951	24,3234
2014	TMS	37,24	5,71	11,09	31,86	0,11	2,06	13,5992	18,4469	21,0769	12,9999	26,2790
2015	TMS	30,73	7,41	10,96	27,18	0,105	2,4	10,9412	17,8947	24,8663	13,0997	38,8580
2016	TMS	45,88	4,41	23,61	26,68	0,26	1,3	8,5829	15,9680	25,0295	13,3305	46,2493
2011	TSC	12,27	60,34	4,85	67,76	0,047	1,06	3,2441	15,6633	8,1513	14,8125	75,1839
2012	TSC	18,24	26,75	2,25	42,74	-0,089	0,92	-10,3517	-44,8019	3,6779	14,7192	69,9481
2013	TSC	27,82	32,2	6,7	53,32	-0,714	1,06	-0,0697	-0,1812	9,7637	13,4688	51,0966
2014	TSC	44,81	61,69	17,7	88,8	-0,328	2,16	14,8300	22,5021	22,0536	13,0715	25,1561
2015	TSC	40,58	67,1	35,6	72,08	1,465	5,43	5,7849	6,6152	13,4813	13,9739	12,5520
2016	TSC	86,43	26,7	19,3	93,83	0,431	3,88	0,0747	0,0833	11,5837	14,3325	10,2538
2011	TV1	320,91	212,68	51,06	482,53	0,019	1,17	2,7750	13,5954	25,4988	13,1205	79,5883
2012	TV1	340,66	298,53	85	554,19	-0,039	0,99	1,8152	11,3566	27,3133	13,0804	84,0165
2013	TV1	258,47	342,77	88,95	512,29	0,147	1,01	2,1216	13,5227	37,1939	13,2176	84,3105

Year	Firms	AR	INV	AP	CCC	Sgrowth	CR	ROA	ROE	GPM	Size	Fin Debt
2014	TV1	255,16	442,88	70,32	627,72	-0,022	1,01	2,3412	13,3904	39,2925	13,1957	82,5156
2015	TV1	225,85	485,96	31,17	680,64	0,059	0,98	1,5695	9,4708	37,8720	13,2526	83,4278
2016	TV1	242,39	491,96	52,5	681,85	0,046	1,05	1,8541	11,1667	35,4413	13,2974	83,3958
2011	TYA	45,62	63,49	27,95	81,16	0,202	1,18	4,5535	12,5625	10,5255	14,0906	63,7531
2012	TYA	56,57	91,14	56,29	91,42	-0,307	1,37	5,4229	12,3761	8,6929	13,7242	56,1827
2013	TYA	64,75	53,81	66,37	52,19	0,169	1,55	4,7668	9,8586	7,4808	13,8805	51,6483
2014	TYA	65,25	58,46	56,41	67,3	0,13	1,63	6,2407	12,8440	7,7211	14,0023	51,4113
2015	TYA	50,79	59,89	50,68	60	-0,104	1,53	6,7073	12,5932	9,2439	13,8922	46,7389
2016	TYA	51,51	56,11	21,3	86,32	-0,093	1,93	7,0580	11,0093	9,3378	13,7951	35,8909
2011	UDC	171,49	500,38	207,28	464,59	-0,03	1,11	0,8719	3,9691	12,8112	13,0190	72,1788
2012	UDC	184,76	597,84	181,01	601,59	-0,105	1,09	0,4704	2,2074	13,7810	12,9085	72,9135
2013	UDC	177,7	961,32	231,26	907,76	-0,187	1,23	0,0878	0,4312	18,9810	12,7017	74,0250
2014	UDC	261,98	1106,88	228,35	1140,51	-0,135	1,36	0,2396	1,0873	16,5953	12,5564	75,8684
2015	UDC	237,4	1251,32	242,47	1246,25	0,078	1,27	0,4000	1,7657	20,9770	12,6317	77,3481
2016	UDC	53,29	88,13	42,78	98,64	2,196	1,27	0,5714	1,5050	5,9771	13,7935	62,0303
2011	VHG	93,07	110,27	26,64	176,7	-0,178	1,45	-5,7304	-7,7450	9,8330	12,4202	26,0113
2012	VHG	79,55	156,72	32,13	204,14	-0,321	1,28	-7,2315	-10,0547	4,8497	12,0334	28,0786
2013	VHG	46,2	1,39	21,87	25,72	0,109	1,43	14,7188	19,0974	4,3204	12,1367	17,6265
2014	VHG	211,88	2,5	45,99	168,39	1,116	3,49	8,4952	10,1141	11,6687	12,8863	11,8317
2015	VHG	78,05	12,42	1,6	88,87	0,671	7,7	4,0027	4,4054	4,8038	13,3995	9,1421
2016	VHG	5,37	5,12	0,65	9,84	0,765	35,33	-1,7623	-1,7731	1,7557	13,9678	0,6119
2011	VIP	22,43	28,64	30,19	20,88	0,209	0,83	2,5258	6,3248	18,7322	14,3533	59,6346
2012	VIP	19,77	43,03	12,65	50,15	-0,416	0,59	2,7004	6,0488	17,1414	13,8161	54,9693
2013	VIP	13,86	58,64	20,88	51,62	-0,215	1,1	7,7374	13,9292	22,8700	13,5735	44,0566

Year	Firms	AR	INV	AP	CCC	Sgrowth	CR	ROA	ROE	GPM	Size	Fin Debt
2014	VIP	27,48	56,46	8,59	75,35	-0,118	1,04	12,1869	21,0974	21,6789	13,4482	42,2348
2015	VIP	29,5	69,3	13,32	85,48	-0,167	1,01	3,4817	5,0408	24,9490	13,2655	30,9294
2016	VIP	37,01	68,12	31	74,13	0,093	1,22	4,7308	7,2653	20,0485	13,3548	34,8850
2011	VNE	85,45	104,82	77,44	112,83	0,74	1,91	1,0107	3,0398	25,5713	13,1884	63,4655
2012	VNE	72,35	91,34	87,37	76,32	0,189	1,41	0,0274	0,0751	26,4368	13,3618	60,5307
2013	VNE	34,67	56,22	82,61	8,28	0,374	0,91	0,7659	2,2093	21,2427	13,6794	62,8183
2014	VNE	32,64	40,72	77,92	-4,56	0,186	1,57	5,7548	12,2184	30,2758	13,8497	50,0257
2015	VNE	88,59	26,47	59,11	55,95	0,008	1,29	5,6875	10,6841	16,1132	13,8581	46,7668
2016	VNE	127,61	29,89	52,54	104,96	-0,258	1,7	0,3578	0,5604	15,0788	13,5596	36,1591
2011	VNL	37,18	0	13,11	24,07	0,142	2,57	13,8603	18,6315	4,9417	12,9098	25,6086
2012	VNL	36,43	0	19,22	17,21	0,091	2,59	14,3639	19,6207	5,3935	12,9972	26,7922
2013	VNL	39,3	0	22,59	16,71	0,321	2,16	12,1182	17,1330	4,7578	13,2759	29,2700
2014	VNL	43,97	0	16,01	27,96	0,147	1,84	16,2886	28,7868	4,3704	13,4126	43,4166
2015	VNL	53,45	0	22,7	30,75	0,118	3,08	10,8110	19,2821	4,6308	13,5242	43,9328
2016	VNL	58,62	0	26,02	32,6	-0,051	3,3	6,9711	12,2330	4,3684	13,4713	43,0137
2011	VNS	7,75	0,68	8,53	-0,1	0,384	1,21	7,4321	15,5258	14,0534	14,6372	51,6929
2012	VNS	7,38	0,69	2,62	5,45	0,193	0,44	8,5003	16,1806	16,7914	14,8137	47,2374
2013	VNS	6,08	0,72	3,04	3,76	0,164	0,88	11,1313	19,4596	16,9803	14,9655	42,5601
2014	VNS	6,12	0,63	2,31	4,44	0,194	0,75	12,8902	24,1073	16,6751	15,1426	46,5298
2015	VNS	6,06	0,72	4,04	2,74	0,128	0,64	11,8361	22,9436	15,1588	15,2629	48,4120
2016	VNS	7,8	1,18	4,43	4,55	0,063	0,42	9,8212	20,0821	14,2906	15,3239	51,0949
2011	VOS	16,51	28,48	53,16	-8,17	0,098	1,15	0,1275	0,4660	9,3157	14,9099	72,4618
2012	VOS	18,53	30,05	67,86	-19,28	-0,189	0,64	-0,6541	-2,3595	11,6305	14,7009	72,0706
2013	VOS	18,93	30,27	76,82	-27,62	-0,09	0,91	-3,5628	-15,5867	-1,6625	14,6070	76,8898

Year	Firms	AR	INV	AP	CCC	Sgrowth	CR	ROA	ROE	GPM	Size	Fin Debt
2014	VOS	19,28	32,67	70,79	-18,84	-0,077	1,4	1,4292	5,6534	6,5267	14,5270	74,7196
2015	VOS	20,03	26,04	77,61	-31,54	-0,178	1,26	-6,3818	-29,3433	3,6680	14,3313	78,2513
2016	VOS	24,38	22,51	55,15	-8,26	-0,249	1,03	-8,4738	-57,1216	-10,9443	14,0451	85,1653
2011	VRC	74,44	810,78	70,27	814,95	-0,203	1,54	4,4846	9,9030	22,1768	12,0642	56,8697
2012	VRC	116,59	1365,69	100,63	1381,65	-0,493	1,5	0,0348	0,0824	16,3312	11,3843	56,7418
2013	VRC	62,84	1153,37	59,33	1156,88	0,135	2,25	0,2698	0,5282	22,4642	11,5109	47,6293
2014	VRC	269,63	3151,33	163,56	3257,4	-0,554	2,18	0,2634	0,5078	37,2873	10,7029	47,4600
2015	VRC	96,09	107,13	10,86	192,36	1,996	1,6	-2,6690	-3,5704	3,5563	11,8002	25,2446
2016	VRC	50,54	50,51	10,04	91,01	-0,643	1,42	0,8834	1,2734	7,2462	10,7711	30,6252
2011	VSC	52,62	7,47	67,36	-7,27	0,175	2,81	22,2886	29,7076	35,5727	13,3758	24,9733
2012	VSC	55,68	10,92	57,06	9,54	0,21	2,06	21,6801	30,1863	34,3684	13,5663	28,1793
2013	VSC	47,43	7,71	58,82	-3,68	0,016	2,06	21,2316	27,2161	38,2941	13,5822	21,9890
2014	VSC	38,02	4,62	55,69	-13,05	0,125	1,78	16,5931	20,4036	34,9838	13,7004	18,6757
2015	VSC	31,71	6,52	133,8	-95,57	0,041	1,56	12,4410	19,3331	39,9338	13,7406	35,6491
2016	VSC	37,75	4,93	33,3	9,38	0,166	2,04	10,9283	17,2880	36,5773	13,8945	36,7871
2011	VSI	113,6	85,54	76	123,14	0,024	1,17	3,8424	17,1294	24,4931	12,8953	77,4808
2012	VSI	149,68	97,04	55,66	191,06	-0,371	1,13	1,1091	4,9843	18,6874	12,4322	77,6539
2013	VSI	153,18	72,33	46,24	179,27	0,09	1,02	0,4295	2,0537	14,1063	12,5180	78,9938
2014	VSI	79,57	80,11	59,33	100,35	0,24	1,25	1,8755	8,0197	12,7389	12,7332	76,5306
2015	VSI	27,69	15,24	23,3	19,63	0,83	1,49	7,2654	15,5818	21,2249	13,3374	53,3724
2016	VSI	49,46	41,02	86,42	4,06	-0,592	1,53	7,6128	14,7296	20,1274	12,4399	48,3162
2011	VTO	19,19	22,88	10,15	31,92	0,232	0,83	2,3099	6,3354	26,3250	14,3257	63,5399
2012	VTO	23,37	20,66	14,71	29,32	-0,015	0,74	1,9037	4,7438	12,6729	14,3109	59,8698
2013	VTO	30,45	13,29	14,17	29,57	-0,047	0,66	2,0093	4,2737	9,3697	14,2629	52,9846

Year	Firms	AR	INV	AP	CCC	Sgrowth	CR	ROA	ROE	GPM	Size	Fin Debt
2014	VTO	27,03	14,38	18,56	22,85	-0,024	0,57	2,4883	5,0029	10,9273	14,2382	50,2633
2015	VTO	21,16	16,91	8,41	29,66	-0,125	0,52	2,7977	5,0455	14,4882	14,1045	44,5503
2016	VTO	11,67	26,65	21,35	16,97	-0,124	0,39	4,1871	7,8281	19,7298	13,9725	46,5115