

# CÁC NHÂN TỐ THUỘC QUẢN TRỊ VỐN LƯU CHUYÊN TÁC ĐỘNG ĐẾN GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP - NGHIÊN CỨU THỰC NGHIỆM TẠI THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

## DETERMINANTS OF WORKING CAPITAL MANAGEMENT ON FIRM VALUE –EVIDENCE FROM VIETNAM STOCK MARKET

Nguyễn Thị Hồng Hạnh<sup>1</sup>, Nguyễn Thu Thủy<sup>2</sup>

<sup>1</sup>Trường Đại học Mở TP Hồ Chí Minh; hhanh1971@yahoo.com

<sup>2</sup>Trường Đại học Nha Trang; hieu\_pdt@yahoo.com

**Tóm tắt** - Trên cơ sở xây dựng mô hình các nhân tố từ quản trị vốn lưu chuyển tác động đến giá trị doanh nghiệp, bài báo giá trị doanh nghiệp được đo bằng giá thị trường của cổ phiếu, tìm ra các nguyên nhân dẫn đến sự tăng hay giảm giá trị doanh nghiệp. Mô hình nghiên cứu được kiểm định với mẫu gồm 50 công ty (được chọn ngẫu nhiên) niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong năm 2012. Kết quả cho thấy tồn tại một số nhân tố tác động đến giá trị doanh nghiệp, đó là: tỷ số doanh thu trên tài sản ngắn hạn; tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản; tỷ lệ thanh toán ngắn hạn (tác động thuận chiều); tỷ lệ tài sản ngắn hạn trên tổng tài sản (tác động nghịch). Từ đó tác giả rút ra hàm ý và những chính sách cốt lõi, tạo cơ sở khoa học cho các nhà hoạch định chiến lược quản trị vốn lưu chuyển nhằm nâng giá trị doanh nghiệp lên cao hơn.

**Từ khóa** - các nhân tố; quản trị vốn lưu chuyển; giá trị doanh nghiệp; giá thị trường; Việt Nam.

**Abstract** - Based on building a model of factors of working capital management that impact on firm value, and the fact that the firm value is measured by the market price of shares, the paper has found out the causes of the increase or decrease in firm value. The author uses a sample consisting of 50 firms (selected at random) listed on Vietnam's stock market in 2012, by using multiple regression model. The results show that factors that affect firm value are ratio of turnover to short-term assets, current liabilities to total assets, short-term payment (positive effect); current assets to total assets (negative effect). Thereby, the author draws the key policy implications, creating a scientific basis for strategic planning of working capital management to enhance firm value.

**Key words** - determinants; working capital management; firm value; market value; Vietnam.

### 1. Đặt vấn đề

Thị trường chứng khoán Việt Nam được thành lập năm 1998, cho đến nay đã có khá nhiều công ty là thành viên (708 công ty được niêm yết). Sau hơn một thập kỷ hoạt động, các công ty được niêm yết đã có những biến động rõ rệt, điển hình là giá thị trường của cổ phiếu có lúc tăng mạnh (cao điểm năm 2007) hay giảm nhanh (điển hình cuối năm 2008 sang đầu năm 2009). Giá thị trường của cổ phiếu chính là biến đo lường cho giá trị doanh nghiệp theo nhiều nghiên cứu đã được các nhà khoa học thực hiện. Deloof (2003) đã đề cập: giá trị công ty sẽ được tối đa, nếu vốn lưu chuyển (working capital) được hoạch định với một tỷ lệ phù hợp. Tiếp theo, Sonia và cộng sự (2013) cũng cho rằng: quản trị vốn lưu chuyển (working capital management) không hiệu quả có thể ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp. Bên cạnh đó, qua khảo sát thực tế cho thấy giá trị doanh nghiệp chỉ đạt được 0,83 – nghĩa là giá thị trường của cổ phiếu hiện thấp hơn giá ghi sổ (căn cứ vào công thức tính của giá trị doanh nghiệp, công thức 1), điều này thể hiện giá trị doanh nghiệp do thị trường đánh giá đang ở dưới mức doanh nghiệp mong muốn (giá trị sổ sách). Chính vì điều này, tác giả cần tìm kiếm những chính sách cốt lõi từ quản trị vốn lưu chuyển để gợi ý cho các nhà quản trị doanh nghiệp có căn cứ để xây dựng chiến lược điều phối các nguồn lực của doanh nghiệp nhằm gia tăng giá trị doanh nghiệp thông qua nâng giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán.

#### 1.1. Cơ sở lý thuyết và mô hình nghiên cứu

##### 1.1.1. Giá trị doanh nghiệp (firm value - FV)

Giá trị doanh nghiệp là sự đánh giá của nhà đầu tư về một doanh nghiệp. Modigliani và Miller (1958) khẳng định, có một số phương pháp đánh giá giá trị doanh nghiệp, ví dụ:

phân tích so sánh đa chiều, mô hình chiết khấu cổ tức, mô hình chiết khấu dòng tiền. Mô hình chiết khấu dòng tiền là một trong những lựa chọn thay thế được sử dụng nhất để đánh giá giá trị công ty, trong đó nhấn mạnh về nghĩa vụ hiện tại và tài sản hiện tại (dẫn theo Limin Lai, 2012). Từ cách nhìn này, nhiều nghiên cứu khẳng định: giá trị doanh nghiệp được các nhà đầu tư đánh giá thông qua cổ phiếu. Giá cổ phiếu cao làm cho giá trị của doanh nghiệp cao. Mục đích chính của các doanh nghiệp theo “lý thuyết doanh nghiệp” là tối đa hóa tài sản hoặc giá trị doanh nghiệp (Salvatore, 2005). Bên cạnh đó, lý thuyết về quản trị kinh tế và chiến lược kinh doanh của Michael (dẫn theo Pike & Bill, 2006), giá trị của một doanh nghiệp là giá trị của lợi nhuận hiện tại và tương lai của doanh nghiệp đó. Giá trị của một doanh nghiệp có liên quan đến tối đa hóa lợi nhuận. Một doanh nghiệp tìm cách để tối đa hóa lợi nhuận chính là họ thực sự quan tâm đến việc tối đa hóa giá trị doanh nghiệp.

Trong nghiên cứu hiện tại, tác giả xác định đo lường giá trị doanh nghiệp bằng giá thị trường của cổ phiếu và thể hiện trực tiếp qua công thức (Manuel và cộng sự, 2011; Sunday và cộng sự, 2012; Vural và cộng sự, 2012; Thomas và cộng sự, 2012; Limin Lai, 2012):

$$FV = \frac{(SoluongCPluuhanh * GiaTTruong) + Nophaitra}{TongTan san} \quad (\text{công thức 1})$$

##### 1.1.2. Các nhân tố trong quản trị vốn lưu chuyển tác động đến giá trị doanh nghiệp

Quản trị hiệu quả vốn lưu chuyển là một phần cơ bản của chiến lược tổng thể doanh nghiệp trong việc tạo ra giá trị cho chủ sở hữu. Deloof (2003), Afza và Nazir (2009) cho rằng các công ty cố gắng cân bằng mức độ tối ưu của vốn lưu chuyển nhằm tối đa hóa giá trị của công ty. Trước

đó, Shin và Soenen (1998) đã nhấn mạnh: quản trị vốn lưu chuyển hiệu quả là một phần không thể thiếu trong chiến lược tổng thể doanh nghiệp để tạo ra giá trị cho cổ đông. Vốn lưu chuyển là kết quả của quá trình chi phí bỏ ra cho

đến khi việc bán các sản phẩm đã hoàn thành (Shin & Soenen, 1998). Từ đó, người nghiên cứu xác định các nhân tố tác động đến giá trị doanh nghiệp từ việc quản trị vốn lưu chuyển bao gồm các biến trong bảng sau: (Bảng 1)

**Bảng 1.** Các biến độc lập trong mô hình nghiên cứu

Biến Đo lường	Tên tiếng Anh	Nguồn	Cách tính
Số ngày chu chuyển tiền	CCC – Cash Conversion Cycle	Deloof (2003); Azam & Haider (2011); Sunday và cộng sự (2012); Limin Lai (2012)	$\left( \frac{\text{Hangtonkho}}{\text{Giavonhangban}} + \frac{\text{Phaithukhachhang}}{\text{Doanhthuthuan}} - \frac{\text{Phaitranguoiban}}{\text{Giavonhangban}} \right) * 365\text{ngay}$ (công thức 2)
Doanh thu trên tài sản ngắn hạn	TUR - Net sales to current assets ratio	Azam & Haider (2011)	$\frac{\text{Doanhthuthuan}}{\text{Nonganhan}}$ (công thức 3)
Tỷ lệ thanh toán ngắn hạn	CURA – Current ratio	Azam & Haider (2011); Mosa (2012); Limin Lai (2012)	$\frac{\text{Taisannganhan}}{\text{Nonganhan}}$ (công thức 4)
Tỷ lệ tài sản ngắn hạn trên tổng tài sản	CATA – Current assets to total assets ratio	Azam & Haider (2011); Sunday và cộng sự (2012); Limin Lai (2012)	$\frac{\text{Taisannganhan}}{\text{Tongtaisan}}$ (công thức 5)
Nợ ngắn hạn trên tổng tài sản	CLTA – Current liabilities to total assets ratio	Azam & Haider (2011); Sunday và cộng sự (2012); Limin Lai (2012);	$\frac{\text{Nonganhan}}{\text{Tongtaisan}}$ (công thức 6)
Tổng nợ trên vốn chủ sở hữu	LEV – Total liabilities to equity ratio	Thomas et al (2013)	$\frac{\text{Tongnovay}}{\text{Vonchusohuu}}$ (công thức 7)

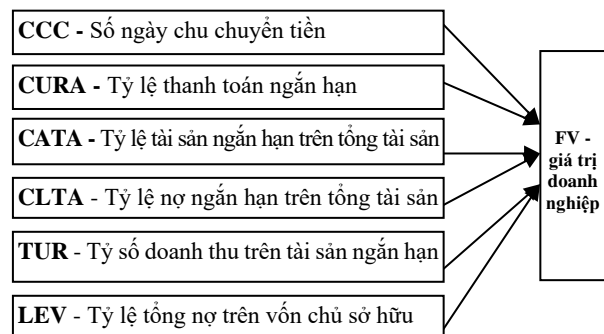
Đồng thời, Shin và Soenen (1998) cũng cho rằng: sự lưu chuyển liên tục của tiền mặt từ nhà cung cấp đến hàng tồn kho hay các khoản phải thu rồi trở lại thành tiền mặt cũng được gọi là số ngày chu chuyển tiền. Vì thế, người nghiên cứu ngoài việc kiểm định mô hình nghiên cứu chính (đã đề cập), còn tiến hành kiểm định các mô hình cạnh tranh với việc thay thế số ngày chu chuyển tiền – CCC bằng các biến, cụ thể:

- Khoản mục hàng tồn kho (HTK) được xác định bằng: (giá trị hàng tồn kho tại ngày báo cáo x 365 ngày)/ doanh thu thuần.

- Khoản mục phải thu (PTHU) được xác định bằng: (giá trị khoản phải thu tại ngày báo cáo x 365 ngày)/Giá vốn hàng bán.

- Khoản mục phải trả (PTRA) được xác định bằng (giá trị khoản phải trả tại ngày báo cáo x 365 ngày)/Giá vốn hàng bán.

### 1.1.3. Mô hình nghiên cứu chính thức



**Hình 1.** Mô hình chính thức trong nghiên cứu sự tác động từ các biến quản trị vốn lưu chuyển đến giá trị doanh nghiệp

### 1.1.4. Phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng phương pháp định lượng với dữ

liệu trong nghiên cứu hoàn toàn được bóc tách từ báo cáo tài chính năm 2012 của các công ty phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Mẫu gồm 50 quan sát được thu thập ngẫu nhiên (từ trang web www.cafeF.vn).

Công cụ phân tích cơ bản là ước lượng hàm hồi quy bằng phương pháp bình phương bé nhất (OLS) trên cơ sở các biến với thang đo tỷ lệ.

## 2. Kết quả nghiên cứu và khảo sát

### 2.1. Kết quả

#### Mô tả mẫu điều tra:

**Bảng 2.** Thông tin từ mẫu khảo sát

	LEV	TUR	CATA	CLTA	CURA	CCC	FV
<b>Trung bình</b>	0,35	2,01	0,59	0,56	1,14	237,23	0,83
<b>Trung vị</b>	1,47	1,54	0,63	0,61	1,02	178,48	0,84
<b>Yếu vị</b>	0,00	2,93	0,77	0,65	1,10	#N/A	0,86
<b>Độ lệch chuẩn</b>	16,70	1,46	0,23	0,21	0,64	286,95	0,09
<b>Quan sát</b>	50	50	50	50	50	50	50

Thông tin mẫu (Bảng 2) cho thấy các công ty có giá trị doanh nghiệp (FV) thấp hơn 1 (trung bình bằng 0,83) – cho thấy giá cổ phiếu trên thị trường được đánh giá thấp hơn giá ghi sổ (suy ra từ công thức tính giá trị doanh nghiệp, công thức 1). Nhưng ngược lại, tỷ lệ tổng nợ trên vốn chủ sở hữu (LEV) có chỉ số bình quân bằng 0,35 – khá nhỏ, thể hiện tài sản của các công ty chủ yếu được tài trợ bằng vốn chủ sở hữu. Bên cạnh đó, số ngày chu chuyển tiền CCC khá cao (hơn nửa năm cho một vòng quay) – chưa thể giải thích được do nghiên cứu không thực hiện phân ngành các

đối tượng quan sát. Đồng thời, các chỉ số khác đều có giá trị trung bình thể hiện tài chính của các công ty trong mẫu khảo sát tốt - tài chính lành mạnh, tính thanh khoản cao.

**Ước lượng hàm hồi quy:**

**Bảng 3. Ma trận hệ số tương quan**

	LEV	TUR	CATA	CLTA	CURA	CCC	FV
LEV	1,00						
TUR	0,13	1,00					
CATA	0,04	-0,23	1,00				
CLTA	-0,16	-0,40	0,69	1,00			
CURA	0,06	0,09	0,32	-0,35	1,00		
CCC	-0,34	-0,64	0,33	0,14	0,26	1,00	
FV	-0,21	-0,22	0,30	0,81	-0,56	0,13	1,00

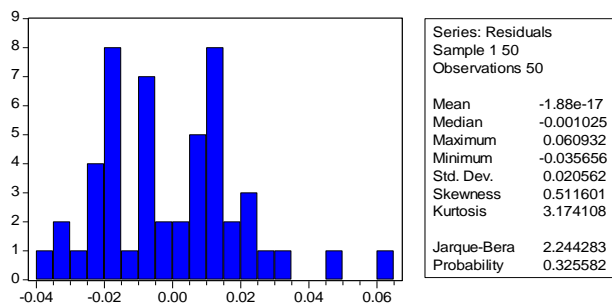
Như đã xác định, công cụ phân tích dữ liệu trong kiểm định mô hình nghiên cứu với dữ liệu thị trường được tác giả lựa chọn là ước lượng hàm hồi quy với phương pháp OLS, vì thế cần kiểm tra điều kiện tối thiểu của dữ liệu để đảm bảo các biến độc lập là hoàn toàn độc lập với nhau (không có hiện tượng đa cộng tuyến).

Kết quả (Bảng 3) thể hiện các biến độc lập trong mô hình hoàn toàn độc lập với nhau (mặc dù tồn tại một hệ số tương quan khá cao 69%, nhưng chưa vượt ngưỡng 70%), và cho thấy dấu hiệu hàm hồi quy có ý nghĩa thống kê (hệ số tương quan giữa các biến độc lập với biến phụ thuộc có giá trị khác 0 đáng kể). Dữ liệu đủ điều kiện cho các bước phân tích tiếp theo.

Tiếp theo cần thực hiện kiểm tra các điều kiện phần dư của mô hình ước lượng.

- Phần dư có phân phối chuẩn

Kết quả cho thấy phần dư của mô hình hồi quy có phân phối chuẩn (giả thiết H<sub>0</sub>: phần dư có phân phối chuẩn được ủng hộ với Pvalue 32,56%).



**Hình 2. Phân phối phần dư**

- Phần dư không có tương quan chuỗi

**Bảng 4. Kết quả kiểm định tương quan chuỗi phần dư**

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0,986753	Probability	0,473687
Obs*R-squared	11,50933	Probability	0,319236

Kết quả cho thấy phần dư không có tương quan chuỗi, giả thuyết “H<sub>0</sub>: phần dư không có tương quan chuỗi” tại mỗi bậc trong 10 bậc đầu tiên đều được ủng hộ (Pvalue có giá trị trên 10%).

- Phần dư có phương sai không đổi

**Bảng 5. Kết quả kiểm định phương sai phần dư**

White Heteroskedasticity Test:

F-statistic	0,808676	Probability	0,639868
Obs*R-squared	10,38893	Probability	0,581881

Kết quả cho thấy giả thiết “H<sub>0</sub>: phương sai phần dư không đổi” được ủng hộ tại Pvalue bằng 63,99% và 58,19%, có nghĩa là phần dư đủ điều kiện kết luận có phương sai không đổi.

Kết luận: Dữ liệu hoàn toàn đủ độ tin cậy cho ước lượng hàm hồi quy tuyến tính theo phương pháp bình phương bé nhất.

Kết quả ước lượng hàm hồi quy cho mô hình nghiên cứu cơ bản và các mô hình cạnh tranh.

**Kết quả cho thấy:**

1) Với mô hình chính: các biến độc lập đều có ý nghĩa thống kê (các hệ số hồi quy với Pvalue hầu hết bằng 0). Nhưng xét về giá trị của các hệ số hồi quy người nghiên cứu nhận thấy tồn tại hai hệ số hồi quy có giá trị gần bằng 0 (LEV và CCC) – cho thấy sự tác động từ các biến này đến biến phụ thuộc rất yếu.

2) Các mô hình cạnh tranh: khi thay thế các biến HTK, PTHU và PTR A vào vị trí của CCC cho thấy có sự khác biệt rõ rệt về kết quả ước lượng, cụ thể:

- Mô hình cạnh tranh I: mô hình kết quả không có sự khác biệt nhiều với mô hình chính.

- Mô hình cạnh tranh II: có sự khác biệt rõ rệt, kết quả cho thấy khi đưa PTHU thay thế cho CCC, các biến độc lập LEV, CURA và chính PTHU không có ý nghĩa trong mô hình ước lượng.

- Mô hình cạnh tranh III: gần như mô hình cạnh tranh II, biến LEV, CURA không có ý nghĩa thống kê, nhưng PTR A thì có ý nghĩa.

3) Khả năng giải thích của các mô hình khá cao, đều giải thích được trên 80% sự biến thiên của biến phụ thuộc bằng các biến độc lập hiện có trong các mô hình.

**Bảng 6. Kết quả ước lượng hàm hồi quy với biến phụ thuộc FV**

Mô hình nghiên cứu			Mô hình cạnh tranh I			Mô hình cạnh tranh II			Mô hình cạnh tranh III		
Biến	Hệ số hồi quy	Pvalue	Biến	Hệ số hồi quy	Pvalue	Biến	Hệ số hồi quy	Pvalue	Biến	Hệ số hồi quy	Pvalue
C	0,4619	0,0000	C	0,4901	0,0000	C	0,6066	0,0000	C	0,5979	0,0000
LEV	0,0016	0,0000	LEV	0,0008	0,0009	LEV	0,0001	0,7464	LEV	0,0002	0,6062
TUR	0,0415	0,0000	TUR	0,0357	0,0000	TUR	0,0120	0,0346	TUR	0,0133	0,0077
CATA	-0,4837	0,0000	CATA	-0,4383	0,0000	CATA	-0,2354	0,0024	CATA	-0,2321	0,0017
CLTA	0,8417	0,0000	CLTA	0,8021	0,0000	CLTA	0,5571	0,0000	CLTA	0,5533	0,0000
CURA	0,0351	0,0015	CURA	0,0277	0,0123	CURA	0,0112	0,5816	CURA	0,0125	0,5165

CCC	0,0002	0,0000	HTK	0,0002	0,0000	PTHU	8,97E-05	0,3848	PTRA	0,0002	0,0212
$R^2 = 95,14\%$			$R^2 = 94,78\%$			$R^2 = 80,67\%$			$R^2 = 82,64\%$		

## 2.2. Đánh giá kết quả

Mô hình các nhân tố tác động đến giá trị doanh nghiệp (Hình 1) hiện tại được xây dựng trên cơ sở phát triển từ mô hình nghiên cứu của Limin Lai (2012) - nghiên cứu với tổng thể là các doanh nghiệp thuộc ngành hàng không tại Ấn Độ. Vì thế có

sự khác biệt kết quả giữa hai nghiên cứu, cụ thể như Bảng 7.

Sự khác biệt này chủ yếu do đặc điểm của hai tổng thể nghiên cứu khác nhau, vì thế các chính sách gợi ý từ hàm ý nghiên cứu cũng sẽ khác nhau để phù hợp với từng tổng thể nghiên cứu.

**Bảng 7.** So sánh kết quả nghiên cứu

		Nghiên cứu của Limin Lai (2012)	Nghiên cứu hiện tại	
<b>Tổng thể</b>		Doanh nghiệp thuộc ngành Hàng không tại Ấn Độ	Công ty cổ phần tại Việt Nam	
<b>Mẫu</b>		47 quan sát	50 quan sát	
<b>Biến phụ thuộc</b>		Giá trị doanh nghiệp		
<b>Kết quả</b>	LEV - Tỷ lệ tổng nợ trên vốn chủ sở hữu	Tác động dương với cường độ thấp		
	CCC - Số ngày chu chuyển tiền	Tác động âm với cường độ yếu	Tác động dương với cường độ yếu	
	CATA - Tỷ lệ tài sản ngắn hạn trên tổng tài sản	Tác động âm		
	CURA - Tỷ lệ thanh toán ngắn hạn	Tác động âm		
	CLTA - Tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản	Tác động dương		
TUR - Tỷ số doanh thu trên tài sản ngắn hạn		Tác động âm		

## 3. Bàn luận

Từ kết quả kiểm định mô hình nghiên cứu với dữ liệu thị trường, người nghiên cứu rút ra hàm ý cho các nhà hoạch định chiến lược trong các công ty cổ phần nhằm gia tăng giá thị trường của cổ phiếu, từ đó nâng cao giá trị doanh nghiệp, cụ thể như sau:

- Nhân tố LEV - tỷ lệ tổng nợ trên vốn chủ sở hữu; CCC - số ngày chu chuyển tiền; cũng như HTK - hàng tồn kho, PTHU - các khoản phải thu hay PTRA - các khoản phải trả: không cần có động thái kích thích gì để làm thay đổi giá trị các tỷ lệ này, vì chúng đều không có ý nghĩa, hay nói đúng hơn cường độ tác động rất yếu đến biến mục tiêu FV - giá trị doanh nghiệp.

- Nhân tố TUR - tỷ số doanh thu trên tài sản ngắn hạn; CLTA - tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản và CURA - tỷ lệ thanh toán ngắn hạn: đều phải có chính sách làm tăng giá trị của các tỷ lệ, nếu muốn tăng giá trị doanh nghiệp - FV; chú ý: CLTA - tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản có cường độ tác động rất mạnh (hệ số hồi quy có giá trị cao nhất).

- Riêng nhân tố CATA - tỷ lệ tài sản ngắn hạn trên tổng tài sản: thì phải làm sao giảm giá trị vì nhân tố này theo kết quả có tác động âm đến biến mục tiêu với cường độ cũng khá cao.

Nhìn lại công thức tính các tỷ lệ (Bảng 1), người nghiên cứu rút ra được thực chất của việc thay đổi giá trị các tỷ lệ như đã nói là thay đổi giá trị các khoản mục, nhưng phải xem xét trên tổng thể quy mô vốn của mỗi công ty - có nghĩa là các nhà quản trị phải có chính sách thay đổi kết cấu của các khoản mục: doanh thu thuần, tài sản ngắn hạn,... trên tổng vốn trong việc quản trị vốn lưu chuyển nhằm tiến tới tăng giá trị doanh nghiệp, mà cụ thể là tăng giá thị trường của cổ phiếu. Sự thay đổi được điều tiết như sau:

- Khoản mục cần tăng về tỷ trọng trong tổng vốn: doanh thu thuần (là từ số trong tỷ số doanh thu trên tài sản ngắn

hạn - TUR cần phải gia tăng) - và doanh thu là nhân tố có khả năng kích thích được nếu các nhà hoạch định chính sách nỗ lực và doanh thu tăng sẽ tạo uy tín cho công ty kéo theo giá thị trường của cổ phiếu sẽ được nâng lên.

- Khoản mục cần giảm về tỷ trọng trong tổng vốn: là tài sản ngắn hạn (mẫu số trong tỷ số doanh thu trên tài sản ngắn hạn - TUR với yêu cầu tăng và là từ số trong tỷ lệ tài sản ngắn hạn trên tổng tài sản - CATA với yêu cầu giảm) - đồng thời khoản mục này có khả năng thay đổi trong ngắn hạn, nếu các nhà quản trị có những phương án dự trữ hàng tồn kho tốt hay điều tiết tiền tại quỹ hiệu quả.

- Khoản mục không nên thay đổi tỷ trọng trong tổng vốn: đó là nợ ngắn hạn, theo hàm ý trên tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản - CLTA cần tăng giá trị nên phải tăng nợ ngắn hạn hay giảm tổng tài sản. Nhưng tổng tài sản không phải là điều dễ thay đổi trong ngắn hạn, nên chỉ có thể là tăng nợ ngắn hạn - mà nếu tăng nợ ngắn hạn có nghĩa là tăng tổng nợ sẽ làm cho uy tín công ty bị giảm sút do tình hình tài chính theo chiều hướng tiêu cực và dẫn tới giá thị trường của cổ phiếu sẽ bị đánh giá thấp.

## 4. Kết luận

Kết quả nghiên cứu cho thấy những chính sách cần thực hiện cho các công ty cổ phần trên thị trường chứng khoán Việt Nam (qua khảo sát dữ liệu thực tế) là tăng doanh thu khá trùng lập với các nghiên cứu trước, đơn cử: Deloof (2003) đưa ra chính sách tăng doanh thu bằng chiến lược tăng chiết khấu. Bên cạnh đó, chính sách giảm tài sản ngắn hạn là chính sách khác biệt (kết quả từ dữ liệu thể hiện), vì hầu hết các nghiên cứu trước đều đưa ra chính sách theo hướng ngược lại. Ví dụ: Mosa Ahmadi và cộng sự (2012) đưa ra kết luận tăng tài sản ngắn hạn mới tăng hiệu quả hoạt động và mang lại giá trị doanh nghiệp.

Về kết quả kiểm định mô hình có hệ số giải thích ( $R^2$ ) khá cao, thể hiện mô hình nghiên cứu khá phù hợp với dữ

liệu và được dữ liệu ủng hộ. Nhưng kết quả nghiên cứu còn tồn tại hạn chế đó là chưa lý giải được vì sao số ngày chuyển tiền của các công ty rất cao – đây là vấn đề cấp thiết cần giải quyết tiếp theo.

Nghiên cứu thành công cùng sự phù hợp của mô hình nghiên cứu với dữ liệu thị trường đạt mức độ khá cao. Kết quả nghiên cứu giúp tác giả rút ra được hàm ý và xác định được hai chính sách cốt lõi, đó là tăng doanh thu hay giảm giá trị của khoản mục tài sản ngắn hạn trong cơ cấu vốn của các công ty cổ phần tại thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn hiện tại. Nhưng triển khai cụ thể các chính sách này như thế nào còn phụ thuộc vào ngành nghề, bản chất kinh doanh, chính sách kinh doanh, chiến lược kinh doanh... của từng công ty mới có những chiến lược rõ ràng và khả thi được.

Một hạn chế lớn của nghiên cứu này là mẫu nghiên cứu nhỏ, và chỉ nghiên cứu trong một năm. Nghiên cứu trong tương lai cần tăng kích cỡ mẫu về cả số lượng và thời gian đủ dài để kết quả nghiên cứu có tính khái quát cao hơn.

### TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1] Afza, T. and Nazir, M. (2009), "Impact of Aggressive Working Capital Management Policy on Firms' Profitability", *The IUP Journal of Applied Finance*, Vol. 15(8), pp.20-30.
- [2] Azam M & Haider. S. I (2011), "Impact of Working Capital Management on Firms' Performance: Evidence from Non-Financial Institutions of KSE-30 index", *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research In Business* vol3, No 5, Sep 2011.
- [3] Deloof. M. (2003), "Does working capital management affect profitability of Belgian Firms", *Journal of Business Finance and Accounting*, vol 30 No.3&4, p.573-587.
- [4] Limin Lai (2012), "The Impact of Working Capital Management on Firm Value: Evidence from Airline Industry", *Master Thesis 2012*.
- [5] Manuel. A, David. O & Markus. M. S (2011), "Corporate governance and firm value: International evidence", *Journal of Empirical Finance* 18 (2011), 36 – 55.
- [6] Mosa. A, Iraj. S A & Maryam. G (2012), "Studying the Relationship between Working Capital Management and Profitability at Tehran Stock Exchange: A Case Study of Food Industry", *Research Journal of Applied Sciences, Engineering and Technology* 4(13): 1868-1874, 2012.
- [7] Pike. R & Bill. N (2006), "Corporate Finance and Investment Decisions and Strategies", *Published by Prentice Hall*, Fifty Edition.
- [8] Salvatore. D (2005), "Ekonomi Manajerial dalam Perekonomian Global", *Salemba Empat: Jakarta*.
- [9] Shin. H. & Soenen. L (1998), "Efficiency of Working Capital Management and Corporate Profitability", *Financial Practice and Education*, Vol 8, pp. 37-45.
- [10] Sonia. B-C, Pedro. J. G-T, Pedro. M-S (2013), "Working capital management, corporate performance, and financial constraints", *Journal of Business Research* xxx (2013) xxx-xxx.
- [11] Sunday. E. O, Abiola. I & Lawrencia. O. O (2012), "Working Capital Management, Firms' Performance and Market Valuation in Nigeria", *World Academy of Science, Engineering and Technology* 61/2012, p. 1196.
- [12] Thomas. J. C, Piman. L & Nandu. J. N (2012), "Form versus substance: The effect of ownership structure and corporate governance on firm value in Thailand", *Journal of Banking & Finance* 36 pp. 1722-1743.
- [13] Thomas. K, Rosca. S. A & Kenyasi. K-G (2013), "Empirical Analysis of Working Capital Management and its Impact on the Profitability of Listed Manufacturing Firms in Ghana", *Research Journal of Finance and Accounting*, Vol.4, No.1, 2013, pp.1697-2222.
- [14] Vural. G, Sokmen. A. G & Cetenak. E. H (2012), "Affects of Working Capital Management on Firm's Performance: Evidence from Turkey". *International Journal of Economics and Financial Issues* Vol. 2, No. 4, 2012, pp.488-495. ISSN: 2146-4138.

(BBT nhận bài: 08/04/2015, phản biện xong: 23/06/2015)