ẢNH HƯỞNG CỦA CHU KỲ CHUYỂN ĐỔI TIỀN MẶT ĐẾN HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG: BẰNG CHỨNG TỪ CÁC DOANH NGHIỆP PHI TÀI CHÍNH NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM

TS. Trần Thị Thanh Hương[1]

Nghiên cứu này nhằm phân tích tác động của quản trị vốn lưu động (VLĐ) thông qua chu kỳ chuyển đổi tiền mặt (CCC) đến hiệu quả hoạt động (HQHĐ) của các doanh nghiệp (DN), đo lường bởi tỷ suất sinh lời trên tài sản (ROA) và tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE). Nghiên cứu sử dụng phương pháp ước lượng sai số chuẩn Driscoll-Kraay với dữ liệu bảng từ 28 DN phi tài chính trong giai đoạn 2014-2024 để ước tính ảnh hưởng của CCC đến HQHĐ. Kết quả thực nghiệm cho thấy CCC có tác động tiêu cực đáng kể đến cả ROA và ROE ở mức ý nghĩa 10%. Kết quả này góp phần khẳng định thêm tầm quan trọng của việc tối ưu hóa vòng quay tiền mặt nhằm nâng cao năng lực tài chính cho DN.

• Từ khóa: *quản trị vốn lưu động, chu kỳ chuyển đổi tiền mặt, hiệu quả hoạt động.*

This study aims to analyze the impact of working capital management through the cash conversion cycle (CCC) on the operational efficiency of businesses, measured by return on assets (ROA) and return on equity (ROE). The study uses the Driscoll-Kraay standard error estimation method with panel data from 28 non-financial businesses during the period 2014-2024 to estimate the influence of CCC on operational efficiency. Empirical results show that CCC has a significant negative impact on both ROA and ROE at the 10% significance level. This result further confirms the importance of optimizing cash turnover to improve the financial capacity of businesses.

• Key words: *working capital management, cash conversion cycle, operational efficiency.*

Ngày nhận bài: 08/5/2026
Ngày gửi phản biện: 12/6/2026
Ngày duyệt đăng: 16/6/2026
DOI: https://doi.org/10.71374/jfarv.v26.i315.37

1. Giới thiệu

Trong bối cảnh kinh tế nhiều biến động, việc duy trì khả năng thanh khoản và tối ưu hóa hiệu quả sử dụng VLĐ là yếu tố sống còn đối với sự phát triển bền vững của DN. Quản trị VLĐ, đặc biệt là việc kiểm soát CCC, không chỉ ảnh hưởng đến dòng tiền mà còn là nhân tố quyết định đến tỷ suất sinh lời. Mặc dù chủ đề quản trị VLĐ đã được nghiên cứu rộng rãi, nhưng kết quả tại mỗi quốc gia và mỗi nhóm ngành lại có sự khác biệt rõ rệt do đặc thù về môi trường kinh doanh và chính sách tín dụng thương mại. Tại Việt Nam, các DN thường đối mặt với áp lực nợ đọng cao và chi phí vốn lớn, điều này làm cho việc quản trị CCC trở nên đặc biệt quan trọng.

Nghiên cứu này được thực hiện nhằm mục tiêu làm rõ mối quan hệ giữa quản trị VLĐ (CCC) và HQHĐ (ROA, ROE) của các DN phi tài chính. Bên cạnh việc phân tích kinh tế, nghiên cứu còn chú trọng vào việc xử lý triệt để các khuyết tật mô hình bằng các phương pháp ước lượng tiên tiến như Driscoll-Kraay. Điều này giúp đảm bảo các kết luận đưa ra có độ tin cậy cao về mặt thống kê.

2. Tổng quan nghiên cứu

2.1. Vai trò của vốn lưu động đối với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp

Trong lý thuyết tài chính DN, quản trị VLĐ là sự đánh đổi giữa tính thanh khoản và khả năng sinh lời. Các nghiên cứu tiên phong của Deloof (2003) và Lazaridis & Tryfonidis (2006) đã đặt nền móng cho quan điểm truyền thống: rút ngắn CCC là chiến lược tối ưu để gia tăng HQHĐ. Deloof (2003) phát hiện mối quan hệ nghịch biến giữa lợi nhuận (LN) với kỳ thu tiền, tồn kho và kỳ thanh toán (APP) trong các DN tại Bỉ. Lazaridis và Tryfonidis (2006) khẳng định rút ngắn CCC giúp giải phóng vốn để tái đầu tư vào các dự án có giá trị hiện tại thuần dương, đồng thời giảm chi phí cơ hội của việc giữ tiền trong các DN tại Hy Lạp. Charitou và cộng sự (2016) cũng cho rằng quản trị VLĐ là nhân tố quyết định khả năng sống sót của DN trong giai đoạn biến động.

Mở rộng sang góc nhìn hiện đại, Kayani và cộng sự (2025) nghiên cứu tại Ai Cập và Nam Phi đã kết

[1] *Học viện Ngân hàng; email: huongttt76@hvnh.edu.vn*

nối quản trị dòng tiền với giá trị xã hội. Nhóm tác giả lập luận rằng quản lý tốt VLĐ không chỉ tối ưu LN mà còn ổn định hoạt động, tạo cơ hội đầu tư và tăng phúc lợi lao động, góp phần giải quyết các vấn đề đạo đức tại các quốc gia đang phát triển.

Tuy nhiên, mối quan hệ giữa CCC và HQHĐ không phải lúc nào cũng mang tính nghịch biến đơn thuần. Nghiên cứu của Abuzayed (2012) tại Jordan đã tạo ra bước ngoặt khi phát hiện LN thực tế lại có mối tương quan thuận với CCC. Điều này cho thấy tại các thị trường mới nổi, các DN có LN cao thường có xu hướng nới lỏng quản trị VLĐ do khả năng tiếp cận nguồn lực tài chính dồi dào hơn. Sự thiếu đồng nhất này tiếp tục được củng cố bởi Masry và Menshawy (2024) tại Ai Cập khi họ tìm thấy tác động đến biên LN gộp nhưng lại không thấy bằng chứng có ý nghĩa đối với giá trị thị trường của DN. Điều này phản ánh khoảng cách lớn giữa hiệu quả vận hành nội bộ và sự phản ứng của thị trường vốn tại các nền kinh tế mới nổi.

Song song đó, một xu hướng nghiên cứu hiện đại đã chuyển sang hướng tiếp cận phi tuyến tính. Singhania và Mehta (2017) nghiên cứu trên 15 quốc gia Châu Á - Thái Bình Dương (bao gồm Việt Nam) đã phát hiện mối quan hệ dạng hình chữ U ngược giữa VLĐ và khả năng sinh lời. Phát hiện này bác bỏ quan niệm "càng ít VLĐ càng tốt" và chỉ ra sự tồn tại của một điểm tối ưu; nếu VLĐ quá thấp sẽ dẫn đến rủi ro đứt gãy chuỗi cung ứng, nhưng nếu quá cao sẽ gây lãng phí nguồn lực. Đồng quan điểm, Le (2019) nhấn mạnh quản trị VLĐ là bài toán đánh đổi liên tục giữa LN và rủi ro, đặc biệt quan trọng đối với các DN bị hạn chế về vốn hoặc đang trong giai đoạn mở rộng.

Trong bối cảnh khủng hoảng, vai trò của VLĐ càng trở nên then chốt như một công cụ ứng phó sốc ngoại sinh. Zimon và Tarighi (2021) chỉ ra các DN nhỏ và vừa tại Ba Lan đã chuyển sang chiến lược "thận trọng - cân bằng" để duy trì chuỗi cung ứng trong đại dịch. Tại Việt Nam, Bùi Ngọc Mai Phương (2022) cho thấy sự biến động rõ rệt trong mối quan hệ này tại ngành dầu khí trước và sau đại dịch. Các nghiên cứu của Dương Thị Hồng Vân và Trần Phương Nga (2018) hay Võ Thị Thu Hà và cộng sự (2022) đều khẳng định việc lập kế hoạch tài chính và quản trị khoản phải thu là nhân tố then chốt giúp các DN Việt Nam đạt được HQHĐ mong muốn.

Tổng kết lại, dù vai trò của CCC đã được khẳng định, nhưng kết quả thực nghiệm vẫn còn mâu thuẫn tùy thuộc vào đặc thù thể chế. Tại Việt Nam, giai đoạn 2014-2024 với nhiều biến động vĩ mô đòi hỏi một phương pháp nghiên cứu khắt khe hơn. Phần lớn các nghiên cứu trong nước trước đây thường sử dụng mô hình OLS hay Fixed Effects do đó có thể chưa xử lý triệt để vấn đề phụ thuộc chéo, phương sai sai số thay đổi. Do đó, việc sử dụng phương pháp ước lượng vững Driscoll-Kraay là cần thiết để khắc phục các hiện tượng phương sai thay đổi và phụ thuộc chéo, từ đó cung cấp các hàm ý chính sách sát thực và tin cậy hơn cho các DN Việt Nam trong việc tối ưu hóa chu kỳ tiền mặt và nâng cao HQHĐ.

2.2. Vai trò của các biến kiểm soát trong mối quan hệ giữa vốn lưu động và hiệu quả hoạt động

Trong các mô hình kinh tế lượng về quản trị VLĐ, việc tích hợp các biến kiểm soát là yếu tố then chốt để giảm thiểu sai số và làm rõ sự tương tác giữa đặc điểm nội tại DN với HQHĐ. Ba biến nền tảng thường được sử dụng gồm: quy mô tài sản, tuổi đời và tốc độ tăng trưởng.

Về quy mô DN, các nghiên cứu kinh điển của Deloof (2003), Abuzayed (2012) và Charitou và cộng sự (2016) đều sử dụng logarit tự nhiên của tổng tài sản làm biến đại diện. Theo lý thuyết lợi thế quy mô, DN lớn có sức mạnh thị trường để đàm phán tín dụng thương mại có lợi. Singhania và Mehta (2017) chỉ ra quy mô giúp DN tiếp cận vốn bên ngoài với chi phí thấp, giảm áp lực thanh khoản. Tại Việt Nam, Le (2019) củng cố quan điểm quy mô tác động thuận chiều đến giá trị DN nhờ khả năng đa dạng hóa rủi ro và tối ưu hóa chi phí cố định.

Tuổi đời DN phản ánh kinh nghiệm và vị thế kinh doanh. Abuzayed (2012) lập luận DN lâu đời thường có quy trình quản trị VLĐ ổn định và quan hệ tín dụng bền chặt. Tuy nhiên, Zimon và Tarighi (2021) lưu ý các DN này có thể đối mặt với sự trì trệ. Tại các thị trường đang phát triển, tuổi đời là thước đo tín nhiệm; DN tồn tại càng lâu, sự bất đối xứng thông tin càng giảm, giúp quản lý tài sản ngắn hạn hiệu quả hơn.

Tốc độ tăng trưởng doanh thu phản ánh cơ hội đầu tư. Lazaridis và Tryfonidis (2006) cùng Le (2019) nhấn mạnh DN tăng trưởng nhanh thường cần nhiều VLĐ hơn cho tồn kho và khoản phải thu. Dù có thể kéo dài CCC trong ngắn hạn, đây vẫn là dấu hiệu tích cực. Singhania và Mehta (2017) khẳng định lợi thế chiếm lĩnh thị phần thường vượt xa chi phí cơ hội của việc chiếm dụng VLĐ bổ sung, tạo ra mối quan hệ thuận chiều với lợi nhuận.

3. Mô hình nghiên cứu và nguồn số liệu

3.1. Mô hình nghiên cứu

Để kiểm tra tác động của CCC đến HQHĐ cứu sử dụng mô hình hồi quy dữ liệu bảng. Phương trình hồi quy được thiết lập như sau:

$$\text{Performance}_{it} = \beta_0 + \beta_1 LnCCC_{it} + \beta_2 AGE_{it} + \beta_3 LnASSET_{it} + \beta_4 REV_GR_{it} + \beta_5 DEBT_ASSET_{it} + \varepsilon_{it}$$

Trong đó: Performance được đo lường thông qua hai chỉ tiêu ROE và ROA; LnCCC là logarit tự nhiên của CCC; AGE là số năm niêm yết; LnASSET là logarit tự nhiên của tổng tài sản; REV_GR là tốc độ tăng trưởng doanh thu; i là đại diện DN quan sát; t là đại diện thời gian nghiên cứu; ε là sai số. Các biến LnCCC và LnASSET được lấy logarit để đưa dữ liệu về phân phối chuẩn, tránh sai số do quy mô các DN quá chênh lệch.

Đo lường các biến trong mô hình nghiên cứu được trình bày tại Bảng 1 dưới đây.

Bảng 1: Đo lường các biến trong mô hình nghiên cứu

Tên biến	Ký hiệu	Đo lường	Đơn vị tính	Dấu kỳ vọng	Nguồn tham khảo
Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu	ROE	LN ròng / Vốn chủ sở hữu	%		
Tỷ suất sinh lời trên tài sản	ROA	LN ròng / Tổng tài sản	%		
Chu kỳ chuyển đổi tiền mặt	LnCCC	Logarit tự nhiên của CCC (Số ngày phải thu + Số ngày tồn kho - Số ngày phải trả)	Ngày	+/-	Deloof (2003); Kayani và cộng sự (2025)
Số năm niêm yết	AGE	Số năm niêm yết	Năm	+/-	Abuzayed (2012)
Quy mô DN	LnASSET	Logarit tự nhiên của Tổng tài sản		+	Deloof (2003), Abuzayed (2012), Charitou & cộng sự (2016)
Tốc độ tăng trưởng doanh thu	REV_GR	(Doanh thu năm t - Doanh thu năm t_{t-1}) / Doanh thu năm t_{t-1}	%	+	Lazaridis & Tryfonidis (2006), Singhania & Mehta (2017)

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

3.2. Nguồn số liệu

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu bảng của 28 DN phi tài chính niêm yết trong giai đoạn 2014-2024. Dữ liệu được thu thập từ báo cáo tài chính của các DN và các nguồn dữ liệu tài chính công bố trên thị trường chứng khoán. Các biến được sử dụng trong nghiên cứu bao gồm: HQHĐ (ROE, ROA), logarit của CCC (LnCCC), số năm niêm yết của DN (AGE), quy mô DN (LnASSET), tốc độ tăng trưởng doanh thu (REV_GR). Trong đó, các biến LnCCC và LnASSET được chuyển sang dạng logarit tự nhiên nhằm giảm thiểu sự chênh lệch quy mô giữa các DN và hạn chế hiện tượng phân phối lệch của dữ liệu.

4. Kết quả ước lượng và thảo luận

4.1. Thống kê mô tả

Thống kê mô tả các biến sử dụng trong mô hình được trình bày tại Bảng 2.

Bảng 2: Thống kê mô tả

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
ROA	308	-1	31	1,82	5,080
ROE	308	-3	42	2,91	7,375
CCC	308	4	351	118,33	69,606
AGE	308	0	24	12,61	4,530
LN_ASSET		20,62	46,38	30,01	2,268
REV_GR	308	-46	105	1,91	11,306

Nguồn: Xử lý của tác giả

Theo Bảng 2, HQHĐ có sự phân hóa rõ rệt: ROA trung bình đạt 1,82%, ROE đạt 2,91% với độ lệch chuẩn của ROE (7,375) cao hơn ROA (5,080). CCC trung bình là 118,33 ngày nhưng dao động cực lớn từ 4 đến 351 ngày, phản ánh sự khác biệt sâu sắc trong chiến lược quản trị VLĐ và đặc thù ngành. LN_ASSET có giá trị trung bình là 30,01, độ lệch chuẩn thấp (2,268) cho thấy các DN trong mẫu có quy mô tổng tài sản khá đồng nhất sau khi đã lấy logarit. Trung bình các DN đã niêm yết được khoảng 12,61 năm, cho thấy đây phần lớn là các DN đã có độ chín nhất định trên thị trường chứng khoán. Tốc độ tăng trưởng doanh thu trung bình 1,91% nhưng biến động mạnh từ -46% đến 105%, cho thấy tác động trái chiều từ bối cảnh kinh tế 2014-2024.

4.2. Kết quả ước lượng

4.2.1. Kết quả ước lượng với biến phụ thuộc là hiệu quả sử dụng vốn chủ sở hữu

Để kiểm định tác động của CCC đến ROE, nghiên cứu sử dụng ba phương pháp: FE Robust, PCSE và Driscoll-Kraay nhằm đảm bảo tính bền vững của hệ số hồi quy. Trong đó, phương pháp Driscoll-Kraay được ưu tiên để giải thích kết quả chính nhờ khả năng khắc phục triệt để hiện tượng phương sai thay đổi, tự tương quan và phụ thuộc chéo- những khuyết tật thường khiến ước lượng OLS hoặc FEM thông thường bị chệch. Kết quả chi tiết được trình bày tại Bảng 3.

Bảng 3 Tổng hợp kết quả hồi quy (Biến phụ thuộc: ROE)

Biến độc lập	FE Robust	PCSE	Driscoll-Kraay
CCC	-0,0104*	-0,0065***	-0,0104*
	(0,0058)	(0,0023)	(0,0017)
AGE	-0,1061*	0,1763***	-0,1061
	(0,0547)	(0,0675)	(0,0345)
LN_ASSET	-0,0000	0,0002*	-0,0000
	(0,0000)	(0,0001)	(0,0000)
REVE_GR	0,0357	0,1298***	0,0357
	(0,0332)	(0,0469)	(0,0200)
_cons	5,3675***	1,0401	5,3675*
	(1,1195)	(0,8003)	(0,5247)
Số quan sát	307	307	307
Số nhóm	28	28	28
R-squared (within)	0,1265	0,0782 (overall)	0,1265
Prob > F / chi2	0,3078	0,0030	0,0003

Nguồn: Xử lý của tác giả

*Ghi chú: Giá trị trong ngoặc là sai số chuẩn. Ký hiệu *, **, *** tương ứng với mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%.*

Số liệu tại Bảng 3 cho thấy, mô hình Driscoll-Kraay có ý nghĩa tổng thể ở mức 1%. Đáng chú ý, biến CCC có tác động tiêu cực đến ROE ở mức ý nghĩa 10% (hệ số = -0,0104). Kết quả này đồng nhất trên cả ba phương pháp ước lượng, cho thấy khi CCC

kéo dài thêm 1 ngày, ROE của DN giảm 0,0104%. Phát hiện này ủng hộ giả thuyết rằng việc rút ngắn CCC giúp tối ưu hóa VLĐ và nâng cao năng lực sinh lời, tương đồng với nghiên cứu của Le (2019).

Ngược lại, các biến kiểm soát trong mô hình Driscoll-Kraay đều không đạt ý nghĩa thống kê. Cụ thể, AGE và LN_ASSET cho thấy thời gian hoạt động hay lợi thế quy mô không trực tiếp tạo ra sự khác biệt đáng kể về tỷ suất sinh lời trong mẫu nghiên cứu. REVE_GR mang dấu dương (0,0357) nhưng cũng không phải là động lực chính thúc đẩy ROE trong bối cảnh các DN quan sát. Điều này khẳng định trong giai đoạn này, quản trị CCC có vai trò quan trọng hơn các đặc điểm định danh về quy mô hay tuổi đời đối với HQHĐ.

4.2.1. Kết quả ước lượng với biến phụ thuộc là hiệu quả sử dụng tài sản

Ngoài tác động đến ROE, nghiên cứu tiếp tục đánh giá ảnh hưởng của CCC đến ROA bằng ba phương pháp: FE Robust, PCSE và Driscoll-Kraay, trong đó mô hình Driscoll-Kraay là cơ sở chính để đưa ra kết luận cuối cùng.

Bảng 4. Tổng hợp kết quả hồi quy (Biến phụ thuộc: ROA)

Biến độc lập	FE Robust	PCSE	Driscoll-Kraay
CCC	-0,0037*	-0,0021***	-0,0037*
	(0,0020)	(0,0006)	(0,0006)
AGE	-0,0460	0,0543***	-0,0460
	(0,0451)	(0,0163)	(0,0258)
LN_ASSET	0,0000	0,0001***	0,0000
	(0,0000)	(0,0000)	(0,0000)
REVE_GR	0,0074	0,0336***	0,0074
	(0,0129)	(0,0116)	(0,0061)
_cons	2,8030***	0,4907**	2,8030*
	(0,6265)	(0,2037)	(0,4334)
Số quan sát	307	307	307
Số nhóm	28	28	28
R-squared	0,0394 (within)	0,0458 (overall)	0,0394 (within)
Prob > F / chi2	0,4261	0,0001	0,0000

Nguồn: Xử lý của tác giả

*Ghi chú: Giá trị trong ngoặc là sai số chuẩn. Ký hiệu *, **, *** tương ứng với mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%.*

Kết quả tại Bảng 4 cho thấy mô hình Driscoll-Kraay có ý nghĩa thống kê rất cao (1%), khẳng định sự phù hợp trong việc giải thích mối quan hệ giữa các biến. Theo đó, CCC tác động ngược chiều đến ROA với hệ số -0,0037 (ý nghĩa 10%). Dù trị tuyệt đối thấp hơn mô hình ROE, kết quả này vẫn khẳng định quy luật nhất quán: việc kéo dài CCC làm suy giảm hiệu quả sinh lời trên tổng tài sản. Điều này nhấn mạnh quản trị tốt VLĐ không chỉ mang lại lợi ích cho cổ đông mà còn tối ưu hóa năng lực khai thác tài sản tổng thể của DN.

Tương tự mô hình ROE, các biến kiểm soát trong mô hình Driscoll-Kraay đều không đạt ý nghĩa thống kê. Biến AGE mang dấu âm nhưng không cho thấy thâm niên hoạt động là yếu tố tiên quyết quyết định mức sinh lời. LN_ASSET cũng không tạo ra tác động đáng kể đến sự biến động của ROA. Đặc biệt, REVE_GR dù cho kết quả dương mạnh ở mô hình PCSE, nhưng khi kiểm soát bằng Driscoll-Kraay để khắc phục các vi phạm về sai số, tác động này không còn duy trì được ý nghĩa thực tế. Điều này tái khẳng định quản trị CCC là yếu tố then chốt hơn cả.

4.3. Thảo luận kết quả nghiên cứu

4.3.1. Tác động của chu kỳ chuyển đổi tiền mặt đến hiệu quả hoạt động

Kết quả nghiên cứu khẳng định CCC có tác động tiêu cực đến cả ROE và ROA. Điều này đồng nghĩa với việc rút ngắn thời gian từ khi chi tiền mua nguyên vật liệu đến khi thu hồi tiền hàng sẽ giúp HQHĐ gia tăng. Một CCC ngắn giúp DN giải phóng nguồn vốn ứ đọng trong hàng tồn kho và nợ phải thu, từ đó giảm chi phí tài chính và rủi ro thanh khoản. Việc thu hồi tiền nhanh cho phép tái đầu tư vào các hoạt động sinh lời cao, trực tiếp cải thiện chỉ số ROE và ROA.

Tại các DN phi tài chính niêm yết giai đoạn 2014-2024, việc tối ưu hóa CCC chứng tỏ năng lực quản trị VLĐ hiệu quả. Ngược lại, CCC kéo dài khiến vốn bị chiếm dụng lâu, làm tăng áp lực vay mượn và chi phí lãi vay, bào mòn LN ròng. Trong bối cảnh kinh tế Việt Nam đầy biến động, từ giai đoạn tăng trưởng ổn định (2014-2019) đến cú sốc đại dịch COVID-19 (2020-2022) và phục hồi với lãi suất biến động mạnh (2023-2024), những DN chủ động chuyển đổi số trong quản lý kho và thắt chặt thu hồi nợ đã duy trì mức ROE/ROA ổn định hơn. Đặc biệt, khi lãi suất tăng cao, việc giảm phụ thuộc vào vốn vay ngân hàng nhờ rút ngắn CCC là chìa khóa để tiết giảm chi phí.

Kết quả này tương đồng với các nghiên cứu kinh điển của Deloof (2003), khẳng định tính quy luật toàn cầu của quản trị VLĐ. Tuy nhiên, phát hiện này trái ngược với Abuzayed (2012) tại Jordan, nơi DN có LN cao thường lơ là quản trị VLĐ. Tại Việt Nam, áp lực cạnh tranh và biến động tài chính buộc DN phải quản trị CCC tích cực để tồn tại. Đồng thời, kết quả cũng phản biện nghiên cứu của Masry và Menshawy (2024); tại Việt Nam, hiệu quả vận hành VLĐ chuyển hóa rất rõ rệt thành HQHĐ thực tế.

4.3.2. Vai trò của các biến kiểm soát

Kết quả từ mô hình Driscoll-Kraay cho thấy những điểm khác biệt đáng chú ý. Khác với Charitou và cộng sự (2016), nghiên cứu này cho thấy quy mô DN và thâm niên không có ý nghĩa thống kê. Điều này hàm ý rằng năng lực sinh lời phụ thuộc vào chiến

lược quản trị nội tại thay vì thời gian tồn tại hay quy mô tài sản. Thực tế chứng minh nhiều DN trẻ với mô hình quản trị hiện đại vẫn đạt hiệu suất vượt trội hơn các DN lâu đời nhưng chậm đổi mới.

Tương tự, REVE_GR cũng không đảm bảo gia tăng ROE hay ROA. Trong giai đoạn 2021-2023 tại Việt Nam, nhiều DN "tăng trưởng nóng" nhưng HQHĐ suy giảm do chi phí quản lý tăng quá nhanh hoặc nợ xấu phát sinh từ việc nới lỏng chính sách bán chịu. Kết quả này gợi mở rằng trong bối cảnh kinh tế hiện đại, không phải DN lớn thắng DN nhỏ, mà là "DN nhanh thắng DN chậm", tính linh hoạt của dòng tiền và sự tối ưu hóa vận hành quan trọng hơn quy mô thuần túy.

5. Kết luận và khuyến nghị

5.1. Kết luận

Nghiên cứu phân tích tác động của quản trị VLĐ (đại diện bằng CCC) đến HQHĐ của 28 DN phi tài chính niêm yết tại Việt Nam giai đoạn 2014-2024. Sử dụng phương pháp ước lượng Driscoll-Kraay để khắc phục các khuyết tật của dữ liệu bảng, nghiên cứu rút ra các kết luận chính sau:

Thứ nhất, CCC tác động nghịch biến đến cả ROA và ROE. Kết quả này khẳng định việc rút ngắn CCC là chiến lược then chốt giúp cải thiện khả năng sinh lời và tối ưu hóa tài chính doanh nghiệp.

Thứ hai, quản trị VLĐ đóng vai trò quan trọng hơn các yếu tố quy mô tài sản hay thâm niên niêm yết. Điều này phản ánh hiệu quả sử dụng vốn và tốc độ luân chuyển dòng tiền mới là nhân tố quyết định lợi nhuận, thay vì chỉ tập trung mở rộng quy mô đơn thuần.

Thứ ba, REVE_GR không có ý nghĩa thống kê. Điều này hàm ý rằng tăng trưởng doanh thu nếu thiếu sự kiểm soát chặt chẽ các thành phần VLĐ sẽ không thể chuyển hóa thành HQHĐ thực chất.

Tổng kết lại, nghiên cứu cung cấp bằng chứng thực nghiệm mạnh mẽ cho thấy quản trị CCC là công cụ cốt lõi giúp DN nâng cao HQHĐ trong bối cảnh thị trường nhiều rủi ro về thanh khoản và chi phí vốn.

5.2. Hàm ý quản trị và khuyến nghị

Kết quả nghiên cứu về tác động âm của CCC đối với ROA và ROE nhấn mạnh quản trị VLĐ là trụ cột chiến lược đối với các DN phi tài chính tại Việt Nam. Để nâng cao HQHĐ, nhà quản trị cần chuyển dịch tư duy từ "tối đa hóa doanh thu" sang "tối ưu hóa CCC", tập trung vào chất lượng dòng tiền thay vì chỉ mở rộng quy mô.

DN cần thực hiện quản trị tích hợp các thành phần của CCC. Cụ thể, cần thắt chặt chính sách tín dụng và khuyến khích thanh toán sớm để giảm khoản phải thu; áp dụng mô hình quản trị kho hiện đại để giải phóng vốn ứ đọng; và tận dụng tín dụng thương mại từ nhà cung cấp như một nguồn tài trợ chi phí thấp. Quản trị VLĐ phải đảm bảo sự hài hòa giữa thanh khoản và lợi nhuận, đồng thời bổ sung các chỉ tiêu dòng tiền (như OCF) vào hệ thống đánh giá hiệu suất thay vì chỉ dựa vào LN kế toán.

Nhà quản trị DN nên xây dựng hệ thống quản trị CCC đồng bộ, tăng cường ứng dụng công nghệ (như hệ thống ERP) để số hóa việc quản lý công nợ và hàng tồn kho. Việc lập các kịch bản dự báo tài chính giúp DN chủ động ứng phó trước những biến động lãi suất và rủi ro thanh khoản.

Đối với nhà đầu tư, CCC nên được sử dụng như một chỉ báo kỹ thuật quan trọng. Những DN duy trì được CCC thấp hoặc có xu hướng giảm dần thường phản ánh năng lực điều hành xuất sắc, khả năng tạo dòng tiền ổn định và tiềm năng mang lại lợi nhuận bền vững trong dài hạn.

5.3. Hạn chế và hướng nghiên cứu tiếp theo

Dù đạt kết quả khả quan, nghiên cứu vẫn tồn tại một số hạn chế: 1) Quy mô mẫu 28 DN còn nhỏ, chưa khái quát hóa toàn thị trường; 2) Mô hình chưa xem xét các yếu tố vĩ mô (lạm phát, lãi suất) và đặc thù ngành vốn ảnh hưởng lớn đến hiệu quả hoạt động.

Hướng nghiên cứu tương lai nên: i) Mở rộng quy mô mẫu và phạm vi khảo sát; ii) Phân tích so sánh giữa các ngành kinh tế khác nhau; iii) Bổ sung biến vĩ mô và biến tương tác để làm rõ cơ chế quản trị VLĐ trong các bối cảnh kinh tế biến động.

Tài liệu tham khảo:

Abuzayed, B. (2012). Working capital management and firms' performance in emerging markets: the case of Jordan. International journal of managerial finance, 8(2), 155-179.

Bùi Ngọc Mai Phương (2022). Tác động của quản lý vốn lưu động đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp dầu khí niêm yết Việt Nam dưới ảnh hưởng của đại dịch COVID-19, Tạp chí Khoa học & Đào tạo Ngân hàng, số 245, 41-53

Charitou, M. S., Elfani, M., & Lois, P. (2016). The effect of working capital management on firm's profitability: Empirical evidence from an emerging market. Journal of Business & Economics Research, 14(3).

Deloof, M. (2003). Does working capital management affect profitability of Belgian firms?. Journal of Business Finance & Accounting, 30(3-4), 573-588. https://doi.org/10.1111/1468-5957.00008

Dương Thị Hồng Vân, Trần Phương Nga (2018). Ảnh hưởng của quản trị vốn lưu động tới khả năng sinh lời của doanh nghiệp: Bằng chứng từ các doanh nghiệp sản xuất vật liệu xây dựng tại Việt Nam. Tạp chí Khoa học và Đào tạo Ngân hàng, số 195, 39-47.

Kayani, U. N., Gan, C., Choudhury, T., & Arslan, A. (2025). Working capital management and firm performance: Evidence from emerging African markets. International Journal of Emerging Markets, 20(4), 1530-1547.

Lazaridis, I., & Tryfonidis, D. (2006). Relationship between working capital management and profitability of listed companies in the Athens stock exchange. Journal of financial management and analysis, 19(1).

Le, B. (2019). Working capital management and firm's valuation, profitability and risk: Evidence from a developing market. International Journal of Managerial Finance, 15(2), 191-204.

Masry, M., & El Menshawy, H. (2024). The Impact of Working Capital Management on The Firm's Profitability and The Market Value: Evidence from an Emerging Capital Market. International Journal of Accounting, Economics, and Finance Perspectives, 4(1), 107-128.

Richards, V. D., & Laughlin, E. J. (1980). A cash conversion cycle approach to liquidity analysis. Financial management, 32-38.

Singhania, M., & Mehta, P. (2017). Working capital management and firms' profitability: evidence from emerging Asian countries. South Asian Journal of Business Studies, 6(1), 80-97.

Zimon, G., & Tarighi, H. (2021). Effects of the COVID-19 global crisis on the working capital management policy: Evidence from Poland. Journal of risk and financial management, 14(4), 169.

Võ Thị Thu Hà, Nguyễn Thị Kiều Oanh, Trần Hồng Vân, Võ Thị Trúc Đào, Chu Thị Thu Hương, Lê Văn Tuấn (2022). Mối quan hệ giữa quản lý tài chính và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp vừa và nhỏ tại thành phố Hồ Chí Minh. Tạp chí Nghiên cứu Tài chính -Marketing, Số 71, 71-78