TÁC ĐỘNG CỦA CHU KỲ CHUYỂN ĐỔI TIỀN MẶT ĐẾN GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP: BẰNG CHỨNG THỰC NGHIỆM TỪ CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM

TS. Trần Thị Thanh Hương*

Nghiên cứu này phân tích tác động của chu kỳ chuyển đổi tiền mặt đến giá trị doanh nghiệp (GTDN) của 40 công ty niêm yết trong giai đoạn 2014-2024. Sử dụng phương pháp ước lượng Prais-Winsten với sai số chuẩn được hiệu chỉnh theo bảng (PCSE) cho thấy chu kỳ chuyển đổi tiền mặt có tác động thuận chiều đến GTDN ở mức ý nghĩa 10%. Bên cạnh đó, kết quả nghiên cứu cũng chỉ ra rằng tăng trưởng doanh thu có tác động tích cực đến GTDN, trong khi đòn bẩy tài chính có tác động tiêu cực. Ngoài ra, số năm niêm yết của doanh nghiệp có tác động tiêu cực nhẹ đến GTDN, trong khi quy mô doanh nghiệp không có ảnh hưởng đáng kể. Kết quả nghiên cứu cung cấp bằng chứng quan trọng vai trò của quản trị vốn lưu động tới GTDN. Từ đó, nghiên cứu đưa ra một số hàm ý chính sách nhằm giúp doanh nghiệp nâng cao hiệu quả quản trị vốn lưu động và tối đa hóa GTDN.

• Từ khóa: *quản trị vốn lưu động, chu kỳ chuyển đổi tiền mặt, giá trị doanh nghiệp.*

This study analyzes the impact of the cash conversion cycle (CCC) on the firm value of 40 listed companies during the period 2014-2024. By employing the Prais-Winsten estimation with Panel-Corrected Standard Errors (PCSE), the findings reveal that the cash conversion cycle has a positive impact on firm value at a 10% significance level. Furthermore, the results indicate that revenue growth positively influences firm value, whereas financial leverage exerts a negative effect. Additionally, the number of years listed shows a slight negative impact, while firm size does not have a significant influence. These findings provide important evidence regarding the role of working capital management in enhancing firm value. Based on these results, the study offers several policy implications to help businesses improve working capital management efficiency and maximize firm value.

• Key words: *working capital management, cash conversion cycle, firm value.*

Ngày nhận bài: 21/01/2026
Ngày gửi phản biện: 27/3/2026
Ngày duyệt đăng: 08/4/2026

DOI: https://doi.org/10.71374/jfarv.v26.i311.22

1. Giới thiệu

Quản trị vốn lưu động, đặc biệt là chu kỳ chuyển đổi tiền mặt (CCC), là yếu tố then chốt quyết định sự tồn tại của doanh nghiệp (Deloof, 2003). Trong bối cảnh kinh tế Việt Nam giai đoạn 2023-2025 đầy biến động, các doanh nghiệp (DN) niêm yết phải đối mặt với áp lực lạm phát, chi phí đầu vào tăng cao và sự thắt chặt tín dụng. Do thị trường vốn chưa hoàn thiện, DN phụ thuộc lớn vào nợ vay ngắn hạn, khiến quản trị nội lực tài chính qua CCC trở thành điều kiện sống còn để duy trì dòng tiền và gia tăng GTDN (Tobin's Q). Nghiên cứu của Le (2019) cho thấy DN trường đang phát triển thường duy trì mức vốn lưu động không tối ưu. Việc kéo dài CCC khi chi phí vốn tăng cao không chỉ làm giảm lợi nhuận mà còn phát đi tín hiệu tiêu cực về năng lực điều hành, dẫn đến sự sụt giảm trong định giá của nhà đầu tư (Vural et al., 2012). Do đó, tối ưu hóa CCC là chiến lược trọng tâm để bảo vệ và nâng cao GTDN trong kỷ nguyên mới. Tại các nền kinh tế mới nổi, hạn chế tiếp cận vốn ngoại lực khiến quản trị vốn lưu động trở thành yếu tố sống còn để duy trì hoạt động và nâng cao GTDN. Mặc dù mối quan hệ giữa quản trị vốn lưu động và hiệu quả kinh doanh đã được nghiên cứu rộng rãi, nhưng các bằng chứng về tác động của CCC đến GTDN tại thị trường niêm yết mới nổi vẫn còn hạn chế. Nghiên cứu này được thực hiện để phân tích tác động của CCC đến GTDN thông qua mô hình hồi quy dữ liệu mảng.

2. Tổng quan nghiên cứu

2.1. Cơ sở lý thuyết về quản trị vốn lưu động và giá trị doanh nghiệp

Quản trị vốn lưu động liên quan đến việc tối ưu hóa sự cân bằng giữa khả năng thanh khoản và khả năng sinh lời. Chỉ tiêu cốt lõi để đo lường hiệu quả

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

này là CCC (Cash Conversion Cycle). Mối liên hệ giữa CCC và GTDN được thể hiện qua hai khía cạnh sau: Theo Deloof (2003), việc rút ngắn CCC thông qua giảm kỳ thu tiền và tồn kho sẽ giúp giải phóng dòng tiền bị tồn đọng trong chu kỳ kinh doanh, từ đó giảm chi phí tài chính và rủi ro thanh khoản. Dưới góc độ giá trị, một CCC ngắn gửi tín hiệu đến thị trường về năng lực điều hành hiệu quả của ban quản lý, từ đó làm tăng kỳ vọng của nhà đầu tư và nâng cao Tobin's Q. Ngược lại, Baños-Caballero et al. (2014) lập luận rằng tồn tại một mức đầu tư vốn lưu động tối ưu. Việc duy trì CCC ở mức cao hợp lý (thông qua chính sách tín dụng nới lỏng hoặc dự trữ hàng tồn kho) có thể là một chiến lược chủ động nhằm gia tăng doanh số và củng cố mối quan hệ với khách hàng. Đặc biệt tại các thị trường mới nổi như Việt Nam, nơi sự bất cân xứng thông tin còn lớn, tài sản lưu động đóng vai trò quan trọng giúp DN vượt qua các cú sốc thị trường (Le, 2019). Để ước lượng ảnh hưởng của CCC đến GTDN, nghiên cứu đề xuất giả thuyết sau:

Giả thuyết H1: Chu kỳ chuyển đổi tiền mặt (CCC) có tác động đáng kể đến GTDN (Tobin's Q).

2.2. Quy mô doanh nghiệp và giá trị doanh nghiệp

Mối quan hệ giữa quy mô DN và GTDN là một chủ đề còn gây tranh cãi trong tài chính DN:

Các DN lớn thường sở hữu nguồn lực dồi dào, khả năng đa dạng hóa rủi ro tốt và vị thế thương lượng mạnh mẽ với nhà cung cấp, giúp giảm chi phí đầu vào và tiếp cận nguồn vốn rẻ (Chung & Pruitt, 1994). Những yếu tố này thường tác động tích cực đến giá trị thị trường. Tuy nhiên, theo Jensen & Meckling (1976), quy mô quá lớn có thể dẫn đến sự quan liêu trong quản lý và gia tăng chi phí đại diện giữa nhà quản lý và cổ đông, làm suy giảm hiệu quả hoạt động. Trong bối cảnh Việt Nam, quy mô thường đồng nghĩa với uy tín và khả năng chống chịu, do đó thường được kỳ vọng thúc đẩy Tobin's Q. Từ phân tích trên, nghiên cứu đề xuất giả thuyết sau:

Giả thuyết H2: Quy mô DN có tác động tích cực đến GTDN.

2.3. Tăng trưởng doanh thu và giá trị doanh nghiệp

Tốc độ tăng trưởng doanh thu là chỉ báo quan trọng nhất về triển vọng tăng trưởng trong tương lai. Giá trị của một DN không chỉ nằm ở tài sản hiện có mà còn ở giá trị hiện tại của các cơ hội tăng trưởng. Nghiên cứu thực nghiệm của Nguyen & Nguyen (2020) chỉ ra rằng doanh thu tăng trưởng nhanh giúp giảm bớt sự lo ngại của nhà đầu tư về rủi ro kinh doanh, đồng thời phản ánh khả năng chiếm lĩnh thị phần. Thị trường chứng khoán thường phản ứng tích cực với các thông tin tăng trưởng, dẫn đến sự gia tăng của Tobin's Q. Từ đó, nghiên cứu đề xuất giả thuyết sau:

Giả thuyết H3: Tăng trưởng doanh thu có tác động tích cực đến GTDN.

2.4. Cấu trúc vốn và giá trị doanh nghiệp

Sự tác động của cấu trúc vốn lên GTDN thể hiện ở hai điểm sau: Thứ nhất, DN cân nhắc giữa lợi ích của lá chắn thuế (Tax Shield) từ lãi vay và chi phí kiệt quệ tài chính (Financial Distress Costs). Khi nợ vượt quá ngưỡng an toàn, rủi ro phá sản sẽ lấn át lợi ích thuế, gây áp lực giảm GTDN (Baños-Caballero et al., 2014). Thứ hai, DN ưu tiên vốn nội bộ trước nợ vay. Việc thâm dụng nợ thường là tín hiệu cho thấy sự thiếu hụt nguồn lực nội tại hoặc rủi ro tài chính cao, khiến nhà đầu tư định giá thấp DN.

Giả thuyết H4: Đòn bẩy tài chính có tác động tiêu cực đến GTDN.

2.5. Độ tuổi doanh nghiệp và giá trị doanh nghiệp

Biến số tuổi DN phản ánh giai đoạn trong vòng đời: Các DN trẻ thường được thị trường kỳ vọng cao hơn do tiềm năng đổi mới và tốc độ tăng trưởng đột phá. Ngược lại, các DN lâu năm dù có sự ổn định nhưng thường đối mặt với tình trạng bão hòa, cơ hội đầu tư ít dần và bộ máy quản trị có xu hướng kém linh hoạt (Vural et al., 2012). Tại Việt Nam, sự khác biệt giữa các DN mới niêm yết và các tổng công ty lâu đời là rất rõ rệt về mặt định giá thị trường. Từ các lý thuyết trên, nghiên cứu đề xuất giả thuyết sau:

Giả thuyết H5: Độ tuổi DN có tác động nghịch biến đến GTDN.

3. Mô hình nghiên cứu và nguồn số liệu

3.1. Mô hình nghiên cứu

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

$$Tobin' Q = \beta_0 + \beta_1 LnCCC_{it} + \beta_2 AGE_{it} + \beta_3 LnASSET_{it} + \beta_4 REV_GR_{it} + \beta_5 DEBT_ASSET_{it} + \varepsilon_{it}$$

Trong đó: Tobin's Q là GTDN; LnCCC là logarit tự nhiên của CCC; AGE là số năm niêm yết; LnASSET là logarit tự nhiên của tự nhiên của tổng tài sản; REV_GR là tốc độ tăng trưởng doanh thu; DEBT_ASSET là Tổng nợ phải trả / Tổng tài sản; i là đại diện DN quan sát; t là đại diện thời gian nghiên cứu; 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.

Do đặc thù dữ liệu trong nghiên cứu này, số quan sát lớn hơn số giai đoạn thời gian, nên tác giả lựa chọn phương pháp Prais-Winsten với sai số chuẩn hiệu chỉnh bảng (PCSE) để ước tính ảnh hưởng của CCC đến GTDN. Theo Beck & Katz (1995), PCSE cung cấp các ước lượng sai số chuẩn vững và tin cậy hơn với dữ liệu có số đơn vị chéo lớn hơn số chuỗi thời gian, giúp khắc phục triệt để hiện tượng tự tương quan bậc nhất và phương sai thay đổi mà các mô hình OLS hay FE/RE thông thường không xử lý được.

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
Giá trị doanh nghiệp	TobinQ	(Giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu + Tổng nợ phải trả) / Tổng tài sản		N/A	Chung & Pruitt (1994)
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); Le (2019)
Số năm niêm yết	AGE	Số năm niêm yết	Năm	+/-	Vural và cộng sự (2012)
Quy mô DN	LnASSET	Logarit tự nhiên của Tổng tài sản		+	Đào & cộng sự (2014)
Tốc độ tăng trưởng	REV_GR	(Doanh thu năm t - Doanh thu năm t_{t-1}) / Doanh thu năm t_{t-1}	%	+	Nguyen & Nguyen (2020)
Cấu trúc vốn (Đòn bẩy)	DEBT_ASSET	Tổng nợ phải trả / Tổng tài sản	%	-	Baños-Caballero và cộng sự (2014)

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

3.2. Nguồn số liệu

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu bảng của 40 DN 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: GTDN (TobinQ), logarit của CCC (LnCCC), số năm niêm yết của DN (AGE), quy mô DN (LnASSET), tốc độ tăng trưởng doanh thu (REV_GR) và đòn bẩy tài chính (DEBT_ASSET). 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 kết quả

4.1. Kết quả ước lượng

Bảng 2 trình bày thống kê mô tả các biến trong mô hình. Chỉ số Tobin's Q trung bình đạt 1,4996 cho thấy thị trường định giá DN cao hơn giá trị sổ sách, phản ánh kỳ vọng tăng trưởng tích cực. CCC trung bình là 111,5809 ngày, với độ lệch chuẩn lớn (89,8961) thể hiện sự khác biệt rõ rệt trong quản trị vốn lưu động giữa các đơn vị. Việc sử dụng LnCCC (trung bình 4,3682) giúp giảm bớt sự phân tán này.

Về các biến kiểm soát, DN trong mẫu có thời gian niêm yết trung bình (AGE) là 11,8337 năm và quy mô (LnASSET) trung bình 29,9362. Tăng trưởng doanh thu (REV_GR) đạt 3,1910% nhưng có sự phân hóa mạnh (độ lệch chuẩn 8,3306). Cuối cùng, hệ số nợ (DEBT_ASSET) trung bình là 0,4815 cho thấy nợ vay tài trợ khoảng 48% tổng tài sản của DN.

Bảng 2: Thống kê mô tả

Biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
TobinQ	440	1,4996	0,7701	0,7092	3,7175
CCC	440	111,5809	89,8961	2,3748	345,9530
LnCCC	423	4,3682	1,1122	-0,8747	6,6630
AGE	439	11,8337	4,3318	4	20
LnASSET	440	29,9362	1,4815	27,3693	32,8350
REV_GR	434	3,1910	8,3306	-2,1500	32,8000
DEBT_ASSET	440	0,4815	0,1920	0,1900	0,8300

Nguồn: Xử lý của tác giả

Kết quả thực nghiệm cho thấy mô hình có ý nghĩa thống kê tổng thể cao (Wald chi^2 (5) = 26,92; p_value = 0,0001). Hệ số R^2 đạt 18,82%, cho thấy các biến độc lập giải thích tốt sự biến thiên của GTDN (Tobin's Q). Chỉ số rho bằng 0,6734 xác nhận tồn tại tự tương quan bậc nhất mạnh, củng cố tính cấp thiết của việc sử dụng PCSE để hiệu chỉnh sai lệch. Ngoài ra, kiểm định VIF của các biến độc lập đều nhỏ hơn 2, khẳng định không tồn tại hiện tượng đa cộng tuyến, đảm bảo tính khách quan cho các hệ số hồi quy.

Kết quả ước lượng với sai số chuẩn vững theo bảng (PCSE - Panel Corrected Standard Errors) được trình bày chi tiết trong Bảng 3.

Bảng 3: Kết quả hồi quy bằng phương pháp PCSE

Biến độc lập	Hệ số (Coefficient)	Sai số chuẩn PCSE	Giá trị z	P-value	VIF
LnCCC	0,05306*	0,02897	1,83	0,067	1,13
AGE	-0,01918*	0,01057	-1,82	0,069	1,14
LnASSET	0,03431	0,02889	1,19	0,235	1,17
REVE_GR	0,00505**	0,00201	2,51	0,012	1,17
DEPT_ASSET	-0,75194***	0,17860	-4,21	0,000	1,15
Hằng số (cons)	0,79487	0,80503	0,99	0,323	
Số quan sát	416				
Số doanh nghiệp (ID)	40				
R^2	0,1882				
rho	0,6734				
Wald chi^2(5) P-Value	26,92 0,0001				

Nguồn: Xử lý của tác giả

*Ghi chú: kí hiệu ***, **, * lần lượt chỉ mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%.*

Kết quả ước lượng tại Bảng 3 cho thấy biến DEPT_ASSET có tác động tiêu cực mạnh mẽ nhất đến Tobin's Q ở ý nghĩa thống kê 1%. Biến REVE_

GR có hệ số dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 5%. Biến LnCCC có hệ số hồi quy dương có ý nghĩa thống kê ở mức 10%. Biến AGE có tác động nghịch chiều đến Tobin's Q ở mức ý nghĩa 10%. Biến LnASSET có hệ số dương nhưng không có ý nghĩa thống kê.

4.2. Thảo luận kết quả

4.2.1. Tác động của chu kỳ chuyển đổi tiền mặt đến GTDN

Kết quả thực nghiệm cho thấy biến LnCCC có hệ số hồi quy dương ở mức ý nghĩa 10%. Phát hiện này cung cấp góc nhìn phản biện thú vị, đối lập với quan điểm truyền thống của Deloof (2003) vốn ưu tiên rút ngắn chu kỳ tiền mặt. Thay vào đó, nghiên cứu ủng hộ giả thuyết về mức đầu tư vốn lưu động tối ưu của Baños-Caballero và cộng sự (2014), cho thấy việc duy trì CCC dài hơn không hẳn là trì trệ mà phản ánh chiến lược chủ động để thúc đẩy tăng trưởng.

Tại các thị trường mới nổi như Việt Nam, nơi DN thường bị hạn chế tín dụng ngân hàng, tín dụng thương mại trở thành công cụ cạnh tranh linh hoạt để thu hút khách hàng và mở rộng thị phần (Le, 2019). Việc nắm giữ tài sản lưu động dồi dào giúp DN tăng khả năng chống chịu trước các cú sốc thanh khoản. Do đó, thay vì tối thiểu hóa CCC, các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán dường như đánh giá cao những DN biết tận dụng vốn lưu động để củng cố vị thế, từ đó tác động tích cực đến GTDN (Tobin's Q).

4.2.2. Tác động của cấu trúc vốn đến GTDN

Kết quả hồi quy cho thấy đòn bẩy tài chính (DEBT_ASSET) tác động tiêu cực mạnh mẽ đến giá trị doanh nghiệp ở mức ý nghĩa 1%. Khi tỷ lệ nợ tăng cao, xung đột lợi ích giữa cổ đông và chủ nợ trầm trọng hơn, làm gia tăng chi phí đại diện và rủi ro thanh khoản. Điều này buộc nhà đầu tư yêu cầu tỷ suất sinh lời cao hơn để bù đắp rủi ro, trực tiếp làm sụt giảm Tobin's Q.

Phát hiện này đồng nhất với Baños-Caballero et al. (2014), cho thấy lợi ích từ lá chắn thuế sẽ bị triệt tiêu nếu chi phí tài chính và rủi ro phá sản vượt ngưỡng kiểm soát. Trong bối cảnh thị trường Việt Nam biến động, sự phụ thuộc quá mức vào nợ vay thường bị thị trường "trừng phạt" thông qua việc định giá thấp. Kết quả này cũng tương đồng với Rajiv et al. (2011), khẳng định các cấu trúc vốn thiếu bền vững sẽ làm suy giảm niềm tin của cổ đông và GTDN dài hạn.

4.2.3. Tác động của Tăng trưởng doanh thu đến GTDN

Biến REVE_GR có hệ số dương (0,005) và có ý nghĩa thống kê ở mức 5% cho thấy tăng trưởng doanh thu có tác động tích cực đến GTDN. Thị trường luôn định giá cao hơn đối với các đơn vị duy trì được tốc độ tăng trưởng doanh số ổn định qua các kỳ. Kết quả này phù hợp với lý thuyết tài chính DN, theo đó các DN có tốc độ tăng trưởng cao thường được thị trường định giá cao hơn do kỳ vọng về dòng tiền tương lai lớn hơn. Tăng trưởng doanh thu phản ánh khả năng mở rộng thị trường, nâng cao năng lực cạnh tranh và cải thiện hiệu quả hoạt động của DN. Phát hiện này cũng phù hợp với các nghiên cứu trước đây cho thấy tăng trưởng doanh thu là một trong những yếu tố quan trọng quyết định giá trị thị trường của DN (Nguyen & Nguyen, 2020).

4.2.4. Tác động của Độ tuổi doanh đến GTDN

Độ tuổi DN có tác động nghịch chiều đến Tobin's Q ở mức ý nghĩa 10% cho thấy DN niêm yết lâu năm có xu hướng có giá trị thị trường thấp hơn so với các DN mới niêm yết. Các DN lâu năm có thể rơi vào giai đoạn trưởng thành hoặc suy giảm trong vòng đời DN, khiến tốc độ tăng trưởng và khả năng tạo ra giá trị mới giảm dần theo thời gian. Trong khi đó, các DN mới niêm yết thường có triển vọng tăng trưởng cao hơn, thu hút kỳ vọng tích cực từ nhà đầu tư, dẫn đến giá trị Tobin's Q cao hơn. Kết quả này tương đồng với các nghiên cứu trước đây cho thấy các DN trẻ thường có tốc độ đổi mới và tăng trưởng cao hơn, trong khi các DN lâu đời có xu hướng ổn định nhưng ít cơ hội tăng trưởng đột phá (Vural et al., 2012).

4.2.5. Tác động của quy mô đến GTDN

Biến LnASSET có hệ số dương nhưng không có ý nghĩa thống kê. Điều này cho thấy quy mô DN không có tác động đáng kể đến GTDN trong mẫu nghiên cứu. Theo lý thuyết, các DN có quy mô lớn thường có lợi thế về kinh tế theo quy mô, khả năng tiếp cận nguồn vốn và vị thế thị trường. Tuy nhiên, quy mô lớn cũng có thể làm gia tăng chi phí quản lý và các vấn đề đại diện giữa nhà quản lý và cổ đông. Do đó, tác động của quy mô DN đến GTDN không phải lúc nào cũng rõ ràng.

5. Kết luận và Hàm ý chính sách

5.1. Kết luận

Nghiên cứu được thực hiện nhằm khám phá mối quan hệ giữa quản trị vốn lưu động và GTDN của các công ty niêm yết tại Việt Nam. Thông qua phương pháp ước lượng sai số chuẩn vững theo bảng (PCSE), nghiên cứu đã cung cấp những bằng chứng thực nghiệm quan trọng sau:

Thứ nhất, chu kỳ chuyển đổi tiền mặt (LnCCC) có tác động thuận chiều đến GTDN (Tobin's Q) ở

mức ý nghĩa 10%. Điều này gợi ý quản trị vốn lưu động cần hướng tới tối ưu hóa từng cấu phần thay vì chỉ đơn thuần rút ngắn chu kỳ. Cụ thể, với khoản phải thu, DN nên phân lớp khách hàng, nới lỏng kỳ hạn cho đối tác chiến lược để duy trì doanh số, kết hợp chiết khấu thanh toán sớm và xếp hạng tín nhiệm nội bộ để kiểm soát nợ xấu. Về quản lý tồn kho, trong bối cảnh chuỗi cung ứng biến động, cần chuyển dịch từ chiến lược "vừa đủ" sang "dự phòng", áp dụng phương pháp ABC để xác định mức dự trữ tối ưu, tránh đứt gãy nguồn cung. Với khoản phải trả, cần tận dụng uy tín để thương lượng kéo dài kỳ hạn thanh toán. Việc quản trị linh hoạt các thành phần này giúp đảm bảo thanh khoản, thể hiện năng lực điều hành và gia tăng GTDN.

Thứ hai, đòn bẩy tài chính (DEPT_ASSET) được xác định là nhân tố có tác động tiêu cực mạnh mẽ nhất đến GTDN. Điều này phản ánh sự nhạy cảm của các nhà đầu tư đối với rủi ro tài chính của DN. Ngược lại, tăng trưởng doanh thu (REVE_GR) là động lực tích cực giúp gia tăng niềm tin của thị trường và nâng cao GTDN.

Thứ ba, để giảm lệ thuộc vào nợ vay ngắn hạn, DN cần chủ động tiếp cận thị trường trái phiếu qua các hành động như: Nâng cao tính minh bạch và thực hiện xếp hạng tín nhiệm giúp giảm chi phí huy động vốn; Tái cấu trúc kỳ hạn nợ bằng cách chuyển dịch từ vay ngắn hạn sang trái phiếu dài hạn nhằm giảm áp lực thanh khoản; Số hóa quy trình phát hành và niêm yết trên hệ thống tập trung để tăng tính thanh khoản, thu hút đa dạng nguồn vốn từ các nhà đầu tư chuyên nghiệp. Những nỗ lực này không chỉ giúp ổn định tài chính nội lực mà còn là tín hiệu tích cực để tối đa hóa GTDN trên thị trường chứng khoán.

5.2. Hàm ý chính sách

Dựa trên các kết quả thực nghiệm, nghiên cứu đề xuất một số hàm ý cho các nhà quản trị DN:

Thứ nhất, các DN cần xây dựng chính sách quản trị vốn lưu động hợp lý, đặc biệt là trong việc quản lý khoản phải thu, tồn kho và khoản phải trả. Các cơ quan quản lý cần tăng cường phát triển thị trường tài chính, đặc biệt là các kênh huy động vốn dài hạn cho DN. Điều này giúp DN giảm sự phụ thuộc vào tín dụng ngắn hạn và nâng cao hiệu quả quản trị vốn lưu động. Các nhà quản trị không nên cực đoan trong việc cắt giảm tồn kho hoặc trì hoãn các khoản phải trả. Thay vào đó, cần xác định một ngưỡng chu kỳ tiền mặt tối ưu để đảm bảo khả năng cung ứng và duy trì mối quan hệ tốt với khách hàng thông qua chính sách tín dụng thương mại hợp lý.

Thứ hai, kiểm soát chặt chẽ cấu trúc vốn. Do tác động tiêu cực của đòn bẩy tài chính lên Tobin's Q là rất lớn, các DN cần ưu tiên việc tái cấu trúc nợ và duy trì tỷ lệ nợ trên tổng tài sản ở mức an toàn nhằm giảm thiểu chi phí kiệt quệ tài chính và bảo vệ GTDN trên thị trường chứng khoán. Việc sử dụng nợ quá mức có thể làm gia tăng rủi ro tài chính và làm suy giảm GTDN. Do đó, DN cần cân nhắc giữa lợi ích của lá chắn thuế và chi phí tài chính khi quyết định cấu trúc vốn.

Thứ ba, DN cần chú trọng duy trì tốc độ tăng trưởng doanh thu ổn định, bởi đây là yếu tố có tác động tích cực đến GTDN. Điều này có thể đạt được thông qua việc nâng cao năng lực cạnh tranh, cải thiện chất lượng sản phẩm và mở rộng thị trường. Vì tăng trưởng doanh thu có tác động thuận chiều đến GTDN, các DN nên tập trung vào các chiến lược mở rộng thị phần một cách bền vững thay vì chạy theo các mục tiêu ngắn hạn.

Cuối cùng, để giảm áp lực từ đòn bẩy tài chính vốn có tác động tiêu cực đến GTDN, Nhà nước cần tiếp tục hoàn thiện khung pháp lý phát hành trái phiếu riêng lẻ, nâng cao tính minh bạch và phát triển hệ thống xếp hạng tín nhiệm độc lập. Thúc đẩy thị trường thứ cấp thanh khoản cao là yếu tố then chốt thu hút nhà đầu tư. Song song đó, DN cần chủ động xây dựng hồ sơ tín nhiệm, áp dụng chuẩn báo cáo IFRS và đa dạng hóa công cụ như trái phiếu xanh, trái phiếu chuyển đổi. Những nỗ lực này giúp tối ưu hóa cấu trúc vốn và nâng cao niềm tin thị trường.

Tài liệu tham khảo:

Chung, K. H., & Pruitt, S. W. (1994). A simple approximation of Tobin's q. Financial Management, 23(3), 70-74.

Baños-Caballero, S., García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2014). Working capital management, corporate performance, and financial constraints. Journal of Business Research, 67(3), 332-338.

Beck N, Katz JN (1995). What To Do (and Not to Do) with Time-Series Cross-Section Data. American Political Science Review. 89(3):634-647. doi:10.2307/2082979

Blinder, A. S., & Maccini, L. J. (1991). Taking stock: a critical assessment of recent research on inventories. Journal of Economic Perspectives, 5(1), 73-96.

***Đào, T. T. B., Nguyễn, N. A., & Đặng, T. T. H. (2014).** Các nhân tố ảnh hưởng tới cấu trúc vốn của các DN niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Tạp chí Kinh tế & Phát triển, 203, 56-64.*

Deloof, M. (2003). Does working capital management affect profitability of Belgian firms? Journal of Business Finance & Accounting, 30(3-4), 573-588.

García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2007). Effects of working capital management on SME profitability. International Journal of Managerial Finance, 3(2), 164-177.

Gill, A., Biger, N., & Mathur, N. (2010). The relationship between working capital management and profitability: Evidence from the United States. Business and Economics Journal, 10(1), 1-9.

Lazaridis, I., & Papadopoulos, 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), 191-217.

Nguyen, T. H. N., & Nguyen, V. H. (2020). Impact of working capital management on firm value: Evidence from Vietnam listed companies. Journal of Asian Finance, Economics and Business, 7(1), 75-84.

Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. The American Economic Review, 76(2), 323-329.

Petersen, M. A., & Rajan, R. G. (1997). Trade credit: theories and evidence. The Review of Financial Studies, 10(3), 661-691

Rajiv, D., Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2011). The real effects of debt certification: Evidence from the corporate bond market. Journal of Financial Economics, 102(3), 611-634.

Vural, G., Sökmen, A. G., & Çertenak, E. H. (2012). Affects of working capital management on firm's performance: Evidence from Turkey. International Journal of Economics and Financial Issues, 2(4), 488-495.