
QUẢN TRỊ VỐN LƯU ĐỘNG VÀ KHẢ NĂNG SINH LỜI CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM: VAI TRÒ ĐIỀU TIẾT CỦA NHÂN TỐ TĂNG TRƯỞNG VÀ MỘT SỐ HÀM Ý QUẢN TRỊ

Huỳnh Thị Xuân Thùy

Viện Tài chính - Kế toán, Trường Đại học công nghiệp TP.HCM

Email: 23000081.thuy@student.iuh.edu.vn

Nguyễn Thị Thu Hoàn

Viện Tài chính - Kế toán, Trường Đại học công nghiệp TP.HCM

Email: nguyenthithuhoan@iuh.edu.vn

Nguyễn Văn Chiến*

Trường Kinh tế tài chính, Trường Đại học Thủ Dầu Một

Email: chiennv@tdmu.edu.vn

Mã bài báo: JED-2224

Ngày nhận: 23/01/2025

Ngày nhận bản sửa: 16/03/2025

Ngày duyệt đăng: 28/04/2025

Mã DOI: 10.33301/JED.VI.2224

Tóm tắt:

Mục tiêu của nghiên cứu này là phân tích tác động của quản trị vốn lưu động đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam, đồng thời làm rõ vai trò điều tiết của tăng trưởng GDP trong mối quan hệ này. Bằng cách sử dụng dữ liệu bảng từ các báo cáo tài chính, báo cáo thường niên và bản cáo bạch đã được kiểm toán của 441 doanh nghiệp niêm yết trên HOSE và HNX trong 10 năm từ 2012-2022. Nghiên cứu áp dụng các phương pháp định lượng như mô hình hồi quy OLS, FEM, FGLS và SGMM. Kết quả cho thấy rằng quản trị vốn lưu động tác động nghịch chiều và có ý nghĩa thống kê đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp. Ngoài ra, nghiên cứu cũng chỉ ra rằng tăng trưởng GDP đóng vai trò điều tiết, làm thay đổi mức độ ảnh hưởng của quản trị vốn lưu động đến khả năng sinh lời. Tác động này trở nên rõ ràng hơn, nhấn mạnh tầm quan trọng của việc quản trị vốn lưu động chặt chẽ để giúp doanh nghiệp duy trì hiệu quả tài chính. Cuối cùng, trên cơ sở các kết quả phân tích, nghiên cứu đưa ra một số khuyến nghị thực tiễn giúp doanh nghiệp tối ưu hóa chiến lược quản trị vốn lưu động trong bối cảnh nền kinh tế Việt Nam có nhiều biến động.

Từ khóa: Tăng trưởng GDP, doanh nghiệp niêm yết, khả năng sinh lời, quản trị vốn lưu động.

Mã JEL: F65, O16, P33.

Working capital management and profitability of listed firms in Vietnam: The moderating role of economic growth indicator and some managerial implications

Abstract:

The study is to analyze the impact of working capital management on the profitability of listed firms in Vietnam while clarifying the moderating role of GDP growth in this relationship. The study employs panel data from financial statements, annual reports, and audited prospectuses of 441 listed companies on HOSE and HNX, spanning a 10-year period from 2012 to 2022. The study applies quantitative methods such as OLS regression, FEM, and SGMM models to test research hypotheses. The results show that working capital management has a negative and statistically significant impact on the profitability of businesses. In addition, the study also indicates that GDP growth plays a moderating role, altering the extent of the impact of working capital management on profitability. This impact becomes clearer, emphasizing the importance of tight working capital management to help businesses maintain financial efficiency. Finally, based on the findings, the study provides some practical recommendations to help firms optimize their working capital management strategy in the context of the volatile Vietnamese economy.

Keywords: GDP growth, listed firms, profitability, working capital management.

JEL codes: F65, O16, P33.

1. Giới thiệu

Trong bối cảnh nền kinh tế toàn cầu đang đối mặt với những biến động phức tạp, việc tối ưu hóa hiệu quả tài chính để duy trì lợi thế cạnh tranh đã trở thành mục tiêu quan trọng của tất cả doanh nghiệp. Đặc biệt tại Việt Nam, nơi có tốc độ tăng trưởng kinh tế nhanh và thị trường vốn đang phát triển mạnh mẽ khi trong vòng chưa đầy bốn thập kỷ kể từ những cải cách kinh tế năm 1986, GDP bình quân đầu người của Việt Nam đã tăng hơn 6 lần, từ dưới 600 USD/người lên xấp xỉ 3.700 USD (Worldbank Group, 2024). Tuy nhiên, các doanh nghiệp phải đối mặt với thách thức lớn làm sao có thể cân bằng được giữa tăng trưởng và quản lý nguồn lực. Bộ Kế hoạch và Đầu tư (2024) cho biết chỉ trong 9 tháng đầu năm 2024 trung bình mỗi tháng qua đi, có khoảng 18,2 nghìn doanh nghiệp chính thức rời khỏi thị trường, phản ánh những khó khăn và thách thức lớn mà cộng đồng doanh nghiệp đang phải đối mặt.

Theo Deloof (2003), quản trị vốn lưu động (Working capital management - WCM) là một yếu tố quan trọng trong quản lý tài chính, ảnh hưởng đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp. Tại các thị trường đang phát triển như Việt Nam, việc WCM hiệu quả bao gồm các tài sản và nợ ngắn hạn đóng vai trò then chốt trong việc đảm bảo tính thanh khoản và ổn định tài chính. Tuy nhiên, mối quan hệ giữa WCM và khả năng sinh lời là một vấn đề phức tạp, bởi lẽ quy trình này đòi hỏi sự tinh chỉnh cẩn thận vì mức độ phức tạp các thành phần của WCM (Lazaridis & Tryfonidis, 2006). Mối quan hệ này không phải lúc nào cũng tuyến tính, mà nó còn có thể bị ảnh hưởng bởi các yếu tố bên ngoài như môi trường kinh tế vĩ mô. Trong đó, tăng trưởng GDP - một chỉ báo quan trọng không chỉ phản ánh về sức khỏe nền kinh tế quốc gia mà còn ảnh hưởng trực tiếp đến hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp (García-Teruel & Martínez-Solano, 2007; Hassan & cộng sự, 2023).

Hơn nữa, mối quan hệ giữa WCM và khả năng sinh lời của doanh nghiệp vẫn chưa được làm rõ một cách toàn diện, đặc biệt khi xét đến vai trò điều tiết của tăng trưởng GDP. Việc hiểu rõ cách tăng trưởng GDP điều tiết có ý nghĩa thiết thực, giúp doanh nghiệp định hình chiến lược quản trị tài chính hiệu quả hơn trong từng giai đoạn kinh tế. Thế nhưng, các nghiên cứu trước đây tại Việt Nam chưa đi sâu vào phân tích vai trò điều tiết này, tạo ra khoảng trống nghiên cứu đáng chú ý. Nghiên cứu này nhằm khám phá cách thức tăng trưởng GDP điều tiết mối quan hệ này. Hơn nữa, nghiên cứu còn định hướng cho các công trình tiếp theo về WCM trong bối cảnh kinh tế vĩ mô, không chỉ tại Việt Nam mà còn ở các thị trường mới nổi khác, nơi doanh nghiệp phải đối mặt với những thách thức tương tự.

Từ đây, bài viết được cấu trúc gồm: Phần 1 giới thiệu, Phần 2 tổng quan nghiên cứu, Phần 3 trình bày dữ liệu và phương pháp nghiên cứu, Phần 4 thể hiện kết quả nghiên cứu và thảo luận. Sau cùng, Phần 5 kết luận.

2. Tổng quan nghiên cứu

Chu kỳ luân chuyển tiền (CCC) được coi là một công cụ đo lường quan trọng trong WCM, tập trung vào việc quản lý tính thanh khoản một cách liên tục. Khái niệm này lần đầu được Gitman & Sachdeva (1982) giới thiệu và sau đó được phát triển lý thuyết chu kỳ luân chuyển tiền bởi Richards & Laughlin (1980), mang lại một góc nhìn toàn diện hơn về cách tiếp cận WCM, đồng thời cung cấp một khung phân tích hiệu quả hơn cho các doanh nghiệp. WCM hiệu quả là yếu tố thiết yếu cho sự tồn tại và khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Tuy nhiên, theo lý thuyết đánh đổi, một lý thuyết được phát triển từ Modigliani & Miller (1958, 1963) và mở rộng bởi Kraus & Litzenberger (1973), giải thích mối liên hệ giữa cấu trúc vốn và giá trị doanh nghiệp. Cũng theo lý thuyết này, doanh nghiệp sở hữu tỷ lệ tài sản hữu hình (TANG) cao thường dễ tiếp cận vốn vay với chi phí thấp, thúc đẩy đòn bẩy tài chính (LEV) cao để tận dụng lợi ích thuế từ lãi vay. Lý thuyết này cho thấy LEV và TANG có thể ảnh hưởng đến mối quan hệ giữa WCM và khả năng sinh lời, đồng thời nhấn mạnh sự đánh đổi giữa thanh khoản và lợi nhuận. Deloof (2003) phát hiện mối quan hệ tiêu cực giữa thời gian chu kỳ vốn lưu động và khả năng sinh lời khi nghiên cứu 1.009 doanh nghiệp tại Bỉ. Một chu kỳ vốn lưu động được quản lý tốt sẽ giúp doanh nghiệp có thể đáp ứng các nghĩa vụ ngắn hạn đồng thời tối ưu hóa việc sử dụng tài nguyên (Shin & Soenen, 1998). Nhiều nghiên cứu đã chỉ ra rằng WCM hiệu quả tác động trực tiếp đến khả năng sinh lời thông qua việc cải thiện dòng tiền, giảm chi phí tài chính và tăng cường hiệu quả hoạt động (Raheman & Nasr, 2007). Tuy nhiên, tại các nền kinh tế đang phát triển như Malaysia, Thái Lan và Pakistan, nơi các yếu tố thị trường có sự biến động mạnh, các thực tiễn WCM có thể gặp phải những thách thức, ảnh hưởng đến khả năng sinh lời của 577 doanh nghiệp (Ahmad & cộng sự, 2022).

Tỷ lệ sở hữu Nhà nước (SOE) cao thường đi kèm với rủi ro đại diện do xung đột lợi ích giữa cổ đông Nhà

nước và tư nhân. Nhà nước có thể ưu tiên mục tiêu phi lợi nhuận như ổn định xã hội, thay vì tối đa hóa giá trị doanh nghiệp (Nguyen & Nguyen, 2024). Tuy vậy, sự hậu thuẫn từ Chính phủ giúp SOE giảm áp lực tài chính, hỗ trợ khả năng tài trợ vốn lưu động mà không làm suy giảm khả năng sinh lời. Do đó, việc kiểm định thực nghiệm trong bối cảnh Việt Nam góp phần làm rõ vai trò của đặc điểm sở hữu và giám sát trong điều kiện kinh tế vĩ mô thay đổi. Trong khi, WCM là yếu tố quyết định khả năng sinh lời, môi trường kinh tế rộng lớn hơn, đặc biệt là tăng trưởng GDP cũng đóng vai trò quan trọng (García-Teruel & Martínez-Solano, 2007; Hassan & cộng sự, 2023). Các nghiên cứu đã chỉ ra rằng trong bối cảnh tăng trưởng GDP mạnh mẽ, doanh nghiệp có thể cải thiện khả năng sinh lời nhờ vào việc duy trì nguồn vốn lưu động hợp lý. Ngược lại, trong thời kỳ tăng trưởng GDP chậm hoặc suy thoái kinh tế, các yếu tố như thời gian thu hồi công nợ (DSO), thời gian giữ hàng tồn kho (DIO), và thời gian trả nợ (DPO) có thể làm giảm khả năng sinh lời của doanh nghiệp.

Tại Việt Nam, nền kinh tế đang trong quá trình chuyển mình, sự tác động của các yếu tố này càng trở nên quan trọng đối với các doanh nghiệp niêm yết, vì họ phải đối mặt với các yếu tố tác động từ cả thị trường quốc tế và môi trường vĩ mô nội địa. Mặc dù đã có những nghiên cứu về mối liên hệ trực tiếp giữa WCM và khả năng sinh lời, nhưng vẫn chưa được nghiên cứu đầy đủ, đặc biệt là với các yếu tố vĩ mô như tăng trưởng GDP. Ví dụ, nghiên cứu của Trần Tú Uyên (2018) phân tích 56 doanh nghiệp ngành thực phẩm thời gian 2015-2017 hay Trần Đức Tuấn (2023) điều tra 25 doanh nghiệp ngành thủy sản giai đoạn 2017 đến 2021, kết quả cho thấy các thành phần WCM gồm kỳ lưu kho, kỳ thu tiền, kỳ luân chuyển tiền có mối quan hệ ngược chiều khả năng sinh lời (ROA). Hay gần nhất Nguyễn Thị Xuân Hồng (2024) nghiên cứu 1.531 doanh nghiệp giai đoạn 2015-2022 sử dụng phương pháp FGLS kết quả cho thấy CCC ảnh hưởng đến khả năng sinh lời (ROA, ROE) theo hướng nghịch chiều.

Nghiên cứu này góp phần mở rộng văn liệu hiện có bằng cách phân tách ảnh hưởng của từng cấu phần WCM đến khả năng sinh lời, đặc biệt nghiên cứu này tiến thêm một bước bằng cách tích hợp biến điều tiết là tăng trưởng GDP trong mối quan hệ giữa WCM và khả năng sinh lời – một khía cạnh còn thiếu vắng trong các nghiên cứu tại Việt Nam trước đây chưa đề cập. Cách tiếp cận này không chỉ giúp lấp đầy khoảng trống lý thuyết mà còn cung cấp bằng chứng thực nghiệm phù hợp với bối cảnh đặc thù của nền kinh tế đang phát triển như Việt Nam. Trong đó, khả năng sinh lời được đo lường bằng ROS, thay vì tập trung vào ROA hay ROE như nhiều nghiên cứu trước (Trần Tú Uyên, 2018; Trần Đức Tuấn, 2023; Nguyễn Thị Xuân Hồng, 2024). Việc lựa chọn ROS giúp làm nổi bật mối quan hệ giữa lợi nhuận và doanh thu, từ đó phản ánh hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp một cách rõ ràng hơn. Với bối cảnh nền kinh tế Việt Nam đang phát triển năng động, việc hiểu rõ ảnh hưởng của các yếu tố vĩ mô đối với các quyết định tài chính của doanh nghiệp là vô cùng quan trọng để các doanh nghiệp tối ưu hóa WCM và nâng cao khả năng sinh lời.

3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu nghiên cứu

Nghiên cứu này sử dụng dữ liệu bảng được thu thập từ báo cáo tài chính, báo cáo thường niên, bản cáo bạch đã được kiểm toán của các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên HOSE và HNX, giai đoạn 2012-2022. Mẫu gồm 441 doanh nghiệp, được chọn dựa trên tiêu chí đầy đủ dữ liệu, không bị cảnh cáo hoặc đình chỉ giao dịch. Các chỉ tiêu nghiên cứu được thu thập từ nguồn uy tín công bố trên trang web của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước và cơ sở dữ liệu Vietstock. Ngoài ra, chỉ số yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP được lấy từ báo cáo của Tổng cục Thống kê Việt Nam và Ngân hàng Thế giới.

3.2. Phương pháp nghiên cứu

Mục tiêu chính là nghiên cứu tác động WCM đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam, bổ sung điểm mới là góc nhìn từ vai trò điều tiết của GDP trên cơ sở kế thừa từ kết quả của các bằng chứng trước đó được tìm thấy bởi García-Teruel & Martínez-Solano (2007) và Hassan & cộng sự (2023). Khác với phần lớn nghiên cứu trước sử dụng ROA hoặc ROE – những chỉ số dễ bị chi phối mạnh bởi quy mô tài sản hay cơ cấu vốn chủ – nghiên cứu này tiếp cận theo hướng khác bằng cách sử dụng ROS để đo lường khả năng sinh lời. Việc lựa chọn ROS giúp tập trung vào hiệu quả tạo lợi nhuận từ doanh thu thuần, phản ánh rõ hơn hiệu quả hoạt động kinh doanh trong mối liên hệ với WCM. Sự lựa chọn này tạo điểm khác biệt cho nghiên cứu, đồng thời cung cấp một hướng tiếp cận chuyên biệt trong bối cảnh doanh nghiệp Việt Nam thường có cấu trúc tài chính đa dạng và mức độ đòn bẩy khác nhau.

Phương trình hồi quy tổng quát được xây dựng:

$$ROS_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 WCM_{i,t} + \beta_2 GDP_t + \beta_3 (WCM_{i,t} * GDP_t) + \beta_4 Control_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Trong đó:

- ROS là biến phụ thuộc, phản ánh khả năng sinh lời của doanh nghiệp, đo bằng tỷ suất lợi nhuận sau thuế trên doanh thu thuần.

- WCM là biến độc lập, phản ánh quản trị vốn lưu động gồm các thành phần:

Kỳ thu tiền (DSO): đo lường số ngày mà doanh nghiệp cần để thu hồi tiền từ khách hàng sau khi bán hàng [(Khoản phải thu bình quân / Doanh thu thuần) x 365].

Kỳ lưu kho (DIO): đo lường số ngày mà hàng tồn kho được lưu giữ trước khi bán [(Hàng tồn kho bình quân / Giá vốn hàng bán) x 365].

Kỳ trả tiền (DPO): đo lường số ngày mà doanh nghiệp mất để thanh cho người bán [(Khoản phải trả bình quân / Giá vốn hàng bán) x 365]

Chu kỳ luân chuyển tiền (CCC): đo lường số ngày mà doanh nghiệp cần chuyển đổi tiền đầu tư ban đầu vào hàng tồn kho và phải thu thành tiền mặt [DSO + DIO - DPO]

Chu kỳ kinh doanh (OCC): đo lường số ngày từ khi mua nguyên vật liệu, sản xuất, bán hàng đến khi thu hồi được tiền mặt từ khách hàng [DSO + DIO]

- GDP là tăng trưởng GDP, theo dữ liệu của Ngân hàng Thế giới

- Control là các biến kiểm soát, phản ánh đặc điểm doanh nghiệp như: quy mô doanh nghiệp (SIZE), đòn bẩy tài chính (LEV), nắm giữ tiền (CH), hệ số thanh toán nhanh (QR), tỷ lệ sở hữu Nhà nước (SOE), tỷ lệ tài sản cố định hữu hình (TANG)

- $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$: hệ số ước lượng

- ε : thành phần sai số

Nhằm để tránh hiệu ứng đa cộng tuyến trong hồi quy nên trong nghiên cứu sẽ thực hiện kiểm định từng biến một của thành phần WCM (5 mô hình) tác động đến khả năng sinh lời (ROS) với vai trò điều tiết của yếu tố vĩ mô tăng trưởng GDP và các biến kiểm soát là đặc điểm doanh nghiệp cũng được đưa vào mô hình.

Nghiên cứu áp dụng các phương pháp ước lượng OLS, FEM và REM, kết hợp kiểm định Hausman để lựa chọn mô hình phù hợp. Đồng thời, FGLS được sử dụng nhằm khắc phục khuyết tật của mô hình. Để xử lý vấn đề nội sinh trong bối cảnh dữ liệu động, nghiên cứu còn sử dụng phương pháp SGMM nhằm đảm bảo độ tin cậy của kết quả.

4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

4.1. Kết quả hồi quy

Kiểm định đa cộng tuyến (VIF) là một bước quan trọng trong phân tích hồi quy nhằm phát hiện và xử lý các vấn đề liên quan đến sự tương quan mạnh giữa các biến trong mô hình. Kết quả cho thấy $1 \leq \text{Mean VIF} \leq 2$, đây là mức độ đa cộng tuyến chấp nhận được, không gây vấn đề nghiêm trọng nên không cần thiết phải điều chỉnh mô hình.

Đối với mô hình OLS, kết quả kiểm định White's Test (Prob > chi2 = 0,0000), kiểm định Wooldridge (Prob > F = 0,0000) và kiểm định F-test (Prob > F = 0,0000) cho thấy mô hình OLS là chưa tốt vì còn có hiện tượng phương sai thay đổi và tự tương quan, khi giá trị Sig. là 0,000 tức 0% nhỏ hơn mọi mức ý nghĩa 10%, 5%, 1%. Do đó, mô hình cấp cao hơn là FEM và REM được thực hiện. Để giúp lựa chọn mô hình giữa FEM và REM, Hausman là kiểm định áp dụng. Kết quả tìm thấy Prob>chi2 = 0,0000 có nghĩa Sig. là 0,000 tức 0% nhỏ hơn mọi mức ý nghĩa 10%, 5%, 1%. Điều này cho thấy mô hình FEM tối ưu hơn REM.

Nhằm chắc rằng mô hình FEM là tối ưu, nghiên cứu kiểm định Modified Wald test (Prob>chi2 = 0,0000) và Wooldridge test (Prob > F = 0,0000) kết quả cho thấy có hiện tượng phương sai thay đổi và tự tương quan còn tồn tại trong mô hình FEM. Chính vì vậy, phương pháp FGLS được thực hiện tiếp theo nhằm khắc phục các khuyết tật trên. Kết quả hồi quy theo phương pháp FGLS của các mô hình 1-5 được thể hiện tại Bảng 1.

Nội sinh ảnh hưởng đến chất lượng và độ tin cậy của các ước lượng trong mô hình hồi quy. Để xử lý nội sinh, kiểm định Durbin-Wu-Hausman là kiểm định tiếp theo áp dụng.

Bảng 1: Kết quả hồi quy theo phương pháp FGLS

	Mô hình 1	Mô hình 2	Mô hình 3	Mô hình 4	Mô hình 5
DSO	-0,0000316*** [-4,53]				
DSOGDP	0,00770*** [10,48]				
DIO		0,0000115 [1,54]			
DIOGDP		0,00436*** [6,84]			
DPO			-0,0000654*** [-14,39]		
DPOGDP			0,0306*** [28,22]		
CCC				-0,0000266*** [-5,52]	
CCCGDP				0,00172*** [4,16]	
OCC					-0,0000346*** [-7,75]
OCCGDP					0,0167*** [17,75]
SIZE	0,0265*** [22,69]	0,0249*** [20,25]	0,0217*** [21,64]	0,0264*** [22,31]	0,0250*** [21,99]
LEV	-0,120*** [-33,46]	-0,111*** [-31,99]	-0,147*** [-43,44]	-0,115*** [-32,91]	-0,117*** [-35,97]
CH	0,0283*** [6,20]	0,0261*** [5,73]	0,0163*** [4,18]	0,0159*** [3,34]	0,0386*** [8,90]
QR	0,00176*** [2,77]	0,00415*** [6,55]	0,00577*** [11,13]	0,00327*** [5,22]	0,00346*** [5,97]
SOE	0,00103 [0,62]	-0,000255 [-0,15]	0,00327** [2,15]	-0,000822 [-0,48]	0,00210 [1,34]
TANG	0,00330 [0,99]	0,00343 [1,04]	0,00452 [1,50]	-0,00638** [-2,02]	0,0158*** [4,89]
GDP	-0,180*** [-9,08]	-0,116*** [-6,26]	-0,626*** [-25,01]	-0,0503*** [-3,35]	-0,349*** [-15,62]
_cons	-0,206*** [-15,59]	-0,199*** [-14,37]	-0,156*** [-13,68]	-0,208*** [-15,48]	-0,208*** [-16,10]
N	4.851	4.851	4.851	4.851	4.851

*t statistics in brackets; * $p < 0,1$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$.*

Nguồn: Kết quả phân tích Stata.

Kết quả kiểm định Durbin-Wu-Hausman cho thấy, với biến có p-value $> 0,05$ được xác định là biến ngoại sinh. Trái lại, các biến có p-value $\leq 0,05$ là biến nội sinh. Do đó, SGMM two-step sẽ tiếp tục triển khai vì nó mang lại tính chính xác cao hơn trong ước lượng nhờ vào sử dụng ma trận trọng số trong bước thứ hai. Ngoài ra, phương pháp SGMM đặc biệt thích hợp cho các mô hình có dữ liệu động.

Mô hình 1, 3 và 5 là đáp ứng tiêu chí để đánh giá tính phù hợp của SGMM (Number of instruments $<$ Number of groups; AR(1) $\leq 0,05$; AR(2) $> 0,05$; Hansen test (Prob $>$ chi2) $> 0,05$).

4.2. Thảo luận kết quả nghiên cứu

Dựa trên các kết quả phân tích từ các phương pháp kiểm định, các phát hiện chính:

4.2.1. Mối quan hệ giữa DSO và ROS

Kết quả phân tích mô hình 1 theo FGLS cho thấy DSO có tác động tiêu cực và có ý nghĩa thống kê với ROS ($\beta = -0,0000316$). Điều này phản ánh rằng việc kéo dài thời gian thu hồi nợ làm giảm hiệu quả sử dụng vốn và khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Việc trì hoãn thu hồi công nợ có thể làm giảm dòng tiền sẵn có, gây khó khăn trong việc tài trợ cho các hoạt động kinh doanh và đầu tư, từ đó ảnh hưởng tiêu cực đến ROS. Trong bối cảnh kinh tế suy thoái hoặc tăng trưởng chậm, tác động tiêu cực này trở nên rõ ràng

hơn, khi GDP cũng cho thấy ảnh hưởng tiêu cực đáng kể đến ROS ($\beta = -0,180$). Tuy nhiên, nghiên cứu chỉ ra rằng trong một môi trường kinh tế phát triển, tăng trưởng GDP tạo điều kiện thuận lợi để doanh nghiệp tối ưu hóa hoạt động kinh doanh và sử dụng vốn hiệu quả hơn, bù đắp tác động bất lợi của việc kéo dài thời gian thu hồi nợ. Minh chứng là biến tương tác DSOGDP có hệ số dương với ROS ($\beta = 0,00770$ với p-value < 1%) cho thấy rằng các yếu tố kinh tế vĩ mô, như GDP, có vai trò quan trọng trong việc điều tiết mối quan hệ giữa WCM và khả năng sinh lời của doanh nghiệp. So sánh kết quả giữa FGLS và ước lượng hồi quy SGMM không có khác biệt đáng kể (DSO: ($\beta = -0,0000734$; ($\beta = \text{GDP}$: $-0,276$; DSOGDP: ($\beta = 0,0114$). Điều này chứng minh cấu trúc mô hình và giả định nghiên cứu phù hợp, đồng thời củng cố tính ổn định và độ chính xác của các ước lượng.

Bảng 2: Kết quả kiểm định Durbin-Wu-Hausman

F(1;4.399)	Mô hình 1	Mô hình 2	Mô hình 3	Mô hình 4	Mô hình 5
DSO	0,2797				
DSOGDP	0,2906				
DIO		0,4580			
DIOGDP		0,2999			
DPO			0,0109		
DPOGDP			0,0019		
CCC				0,0000	
CCCGDP				0,7109	
OCC					0,1327
OCCGDP					0,1316
SIZE	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
LEV	0,2400	0,2799	0,0068	0,2693	0,2116
CH	0,2505	0,2433	0,0660	0,3066	0,1050
QR	0,0103	0,0024	0,2594	0,0166	0,0060
SOE	0,6792	0,8391	0,2975	0,9214	0,4016
TANG	0,0003	0,0005	0,0010	0,0004	0,0004
GDP	0,1266	0,0174	0,4308	0,0349	0,1471

Nguồn: Kết quả phân tích Stata.

4.2.2. Mối quan hệ giữa DIO và ROS

Kết quả nghiên cứu từ mô hình 2 theo FGLS tiết lộ DIO không có ý nghĩa thống kê với ROS, điều này cho thấy thời gian mà doanh nghiệp giữ lại hàng tồn kho không trực tiếp ảnh hưởng đến khả năng sinh lời trên doanh thu. Dù DIO có thể ảnh hưởng gián tiếp đến hiệu quả vận hành của doanh nghiệp, nhưng sự biến động của DIO trong nghiên cứu này không đủ mạnh để làm thay đổi đáng kể ROS. Điều này có thể là do các yếu tố khác ngoài DIO, như chiến lược quản lý tồn kho hoặc chính sách bán hàng, có ảnh hưởng lớn hơn đến lợi nhuận. Ngược lại, GDP có hệ số âm và ý nghĩa thống kê đối với ROS ($\beta = -0,116$), cho thấy trong bối cảnh suy thoái kinh tế, khi GDP giảm, sự giảm sút trong nền kinh tế có thể dẫn đến giảm nhu cầu tiêu dùng, làm giảm doanh thu của doanh nghiệp, từ đó ảnh hưởng tiêu cực đến ROS. Một điểm đáng chú ý là mặc dù, DIO không ảnh hưởng trực tiếp đến ROS, sự tương tác giữa DIO và GDP (DIOGDP) lại có tác động dương đến ROS ($\beta = 0,00436$; p-value < 1%) thấy rằng trong bối cảnh nền kinh tế phát triển (GDP tăng trưởng), doanh nghiệp có thể tối ưu hóa quá trình quản lý tồn kho, từ đó cải thiện khả năng sinh lời và nâng cao ROS. Sự kết hợp giữa DIO và GDP có thể giúp doanh nghiệp duy trì hiệu quả tài chính tốt hơn.

4.2.3. Mối quan hệ giữa DPO và ROS

Kết quả nghiên cứu mô hình 3 theo FGLS chỉ ra rằng DPO có tác động tiêu cực đến ROS ($\beta = -0,0000654$; p-value < 1%). Điều này cho thấy việc kéo dài thời gian thanh toán có thể gây ảnh hưởng bất lợi, chẳng hạn như làm suy giảm mối quan hệ với nhà cung cấp, dẫn đến các điều kiện không thuận lợi như mất ưu đãi hoặc gián đoạn nguồn cung. Ngoài ra, sự kéo dài thời gian thanh toán có thể phản ánh khó khăn về dòng tiền, làm giảm khả năng duy trì hiệu quả kinh doanh, từ đó làm giảm ROS. Đồng thời, tác động âm của GDP đến ROS ($\beta = -0,626$; p-value < 1%) phản ánh rằng trong bối cảnh nền kinh tế suy thoái, các doanh nghiệp gặp khó khăn trong việc duy trì doanh thu và kiểm soát chi phí, khiến hiệu quả tài chính suy giảm. Tuy nhiên, tác động tích cực và có ý nghĩa thống kê của sự tương tác giữa DPO và GDP (DPOGDP) đối với ROS (β

= 0,0306; p-value < 1%) cho thấy rằng khi GDP tăng trưởng, doanh nghiệp thường có điều kiện thuận lợi hơn để thương lượng các điều khoản thanh toán tốt hơn với nhà cung cấp, giảm áp lực thanh toán tức thời mà không ảnh hưởng tiêu cực đến mối quan hệ hợp tác. Kết quả là doanh nghiệp có thể sử dụng nguồn vốn ngắn hạn hiệu quả hơn, đầu tư vào các hoạt động sinh lời hoặc giảm chi phí vốn, từ đó cải thiện ROS. Kết quả nghiên cứu vẫn được duy trì ngay cả khi xử lý vấn đề nội sinh bằng phương pháp SGMM (DPO: (β = -0,000136; GDP: (β = -0,896; DPOGDP: (β = 0,0428). Tác động này nhấn mạnh sự nhạy cảm của các doanh nghiệp trước biến động của điều kiện kinh tế vĩ mô.

Bảng 3: Kết quả hồi quy phương pháp SGMM

	Mô hình 1	Mô hình 2	Mô hình 3	Mô hình 4	Mô hình 5
L.ROS	0,412*** [6,58]	0,452*** [7,16]	0,350*** [6,29]	0,509*** [7,58]	0,409*** [6,57]
DSO	-0,0000734** [-2,19]				
DSOGDP	0,0114*** [4,71]				
DIO		0,0000317 [0,90]			
DIOGDP		0,00203 [0,91]			
DPO			-0,000136*** [-3,00]		
DPOGDP			0,0428*** [5,06]		
CCC				-0,000342** [-2,34]	
CCCGDP				0,0215*** [2,61]	
OCC					-0,0000528** [-2,28]
OCCGDP					0,0193*** [4,96]
SIZE	0,0158*** [5,29]	0,0147*** [4,92]	0,0107*** [4,10]	0,00853** [2,34]	0,0150*** [5,21]
LEV	-0,0936*** [-6,78]	-0,0830*** [-5,92]	-0,0705*** [-3,84]	-0,104*** [-5,83]	-0,0923*** [-6,77]
CH	0,0587*** [3,78]	0,0582*** [3,99]	0,0548*** [4,11]	0,00708 [0,29]	0,0716*** [4,66]
QR	0,00127 [0,48]	0,00197 [0,68]	0,0103*** [5,38]	0,000543 [0,20]	0,00169 [0,63]
SOE	-0,00276 [-0,65]	-0,00525 [-1,19]	-0,0000813 [-0,02]	-0,00918** [-2,09]	-0,00164 [-0,39]
TANG	0,0347*** [3,21]	0,0387*** [3,19]	0,0338*** [3,02]	-0,00949 [-0,47]	0,0437*** [3,84]
GDP	-0,276*** [-3,45]	0,0553 [0,73]	-0,896*** [-4,95]	-0,0871 [-0,97]	-0,423*** [-4,29]
_cons	-0,111*** [-3,47]	-0,124*** [-3,86]	-0,0903*** [-3,33]	-0,0216 [-0,44]	-0,120*** [-3,81]
N	4.410	4.410	4.410	4.410	4.410
Number of instruments	18	20	22	22	18
Number of groups	441	441	441	441	441
AR(1)	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
AR(2)	0,578	0,411	0,950	0,372	0,695
Hansen test	0,102	0,000	0,698	0,001	0,127
Result	Yes	No	Yes	No	Yes

t statistics in brackets; * $p < 0,1$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$.

Nguồn: Kết quả phân tích Stata.

4.2.4. *Mối quan hệ giữa CCC và ROS*

Kết quả nghiên cứu cho thấy CCC tác động tiêu cực và có ý nghĩa thống kê đến ROS ($\beta = -0,0000266$), phản ánh rằng thời gian luân chuyển vốn kéo dài có thể làm giảm hiệu quả sử dụng tài sản ngắn hạn, gây khó khăn cho doanh nghiệp. GDP cũng có tác động âm và có ý nghĩa thống kê đến ROS ($\beta = -0,0503$), cho thấy trong bối cảnh kinh tế suy thoái, nhu cầu giảm và chi phí tăng gây áp lực lên hiệu quả tài chính. Tuy nhiên, tác động dương của sự tương tác giữa CCC và GDP (CCCGDP: $\beta = 0,00172$) cho thấy khi nền kinh tế tăng trưởng đi kèm với nhu cầu tiêu dùng cao hơn, khả năng thanh toán của khách hàng tốt hơn, và môi trường tài chính ổn định hơn, giúp doanh nghiệp tối ưu hóa việc quản lý hàng tồn kho, thu hồi công nợ, và thời gian thanh toán nợ. Những yếu tố này giúp giảm tác động tiêu cực của CCC và thậm chí biến nó thành lợi thế, nâng cao hiệu quả tài chính và khả năng sinh lời. Điều này nhấn mạnh rằng hiệu quả WCM không chỉ phụ thuộc vào chính sách nội bộ mà còn vào bối cảnh kinh tế vĩ mô, đòi hỏi các doanh nghiệp phải linh hoạt thích ứng với từng giai đoạn kinh tế.

4.2.5. *Mối quan hệ giữa OCC và ROS*

Kết quả nghiên cứu cho thấy rằng OCC có một ảnh hưởng tiêu cực và có ý nghĩa thống kê đến ROS ($\beta = -0,0000346$), điều này chỉ ra rằng khi doanh nghiệp mất nhiều thời gian trong quá trình từ sản xuất đến bán hàng, khả năng sinh lời của họ sẽ giảm. Đồng thời, yếu tố GDP cũng ảnh hưởng xấu đến ROS ($\beta = -0,349$), phản ánh rằng khi nền kinh tế rơi vào tình trạng suy thoái, nhu cầu thị trường giảm và chi phí tăng sẽ tạo ra một môi trường bất lợi, khiến doanh nghiệp gặp khó khăn trong việc duy trì lợi nhuận. Tuy nhiên, sự kết hợp giữa OCC và GDP (OCCGDP: $\beta = 0,0167$) lại cho thấy tác động tích cực đến ROS. Do đó, trong thời kỳ suy thoái, doanh nghiệp cần tập trung vào việc giảm thiểu chu kỳ hoạt động để bảo vệ lợi nhuận, trong khi trong giai đoạn phát triển, việc khai thác các yếu tố kinh tế vĩ mô sẽ giúp doanh nghiệp cải thiện hiệu quả tài chính. Kết quả nghiên cứu vẫn được duy trì ngay cả sau khi xử lý vấn đề nội sinh bằng phương pháp SGMM (OCC: $\beta = -0,0000528$; GDP: $\beta = -0,423$; OCCGDP: $\beta = 0,0193$) mức ý nghĩa 1%. Điều này cho thấy các ước lượng của mô hình là đáng tin cậy và phù hợp, bất chấp sự phức tạp của các mối quan hệ giữa các biến. Điều này chứng minh rằng các mối quan hệ được phân tích trong mô hình phản ánh đúng bản chất thực tế, đồng thời khẳng định tính hiệu quả của SGMM trong việc cải thiện chất lượng và độ tin cậy của các ước lượng trong nghiên cứu tài chính, đặc biệt là với dữ liệu động.

Kết quả nghiên cứu tại Bảng 3 chỉ ra rằng biến độ trễ của ROS (L.ROS) có ảnh hưởng tích cực và ý nghĩa thống kê ở mức 1% đến ROS hiện tại ($0,350 \leq \beta \leq 0,412$). Điều này nhấn mạnh vai trò quan trọng của hiệu quả tài chính trong quá khứ trong việc duy trì và cải thiện hiệu quả hoạt động ở kỳ tiếp theo. Mối quan hệ này cho thấy sự ổn định trong hiệu quả của doanh nghiệp, đồng thời khẳng định rằng những doanh nghiệp có thành tích tài chính tốt trong quá khứ thường có khả năng duy trì lợi thế này trong tương lai. Bên cạnh đó, kết quả cũng làm nổi bật sự cần thiết của việc tối ưu hóa các yếu tố nội tại như SIZE, LEV, CH, QR, SOE và TANG nhằm tạo nền tảng cho sự phát triển bền vững, bất kể những biến động từ các yếu tố kinh tế vĩ mô như GDP.

Một điều thú vị được tìm thấy trong nghiên cứu này là biến GDP có hệ số âm và đạt ý nghĩa thống kê trong hầu hết các mô hình, hàm ý rằng tăng trưởng kinh tế không đồng nghĩa với sự gia tăng ROS của các doanh nghiệp. Đây là một phát hiện đáng chú ý, cho thấy tác động trực tiếp của tăng trưởng GDP đến hiệu quả tài chính không hoàn toàn tích cực như giả định thông thường. Trong bối cảnh kinh tế tăng trưởng, chi phí đầu vào, chi phí lao động hoặc áp lực cạnh tranh có thể gia tăng, làm suy giảm ROS. Ngoài ra, trong các chu kỳ tăng trưởng nóng, doanh nghiệp có thể mở rộng hoạt động một cách nhanh chóng nhưng chưa kịp tối ưu hóa quản trị chi phí, dẫn đến hiệu quả sinh lời không được cải thiện tương ứng. Do đó, việc mở rộng thảo luận về vai trò của GDP không chỉ giúp lý giải sâu hơn mối quan hệ giữa kinh tế vĩ mô và FP, mà còn đóng vai trò bổ sung quan trọng trong việc đánh giá bối cảnh vận hành của doanh nghiệp tại Việt Nam. Kết quả của nghiên cứu này góp phần củng cố thêm bằng chứng thực nghiệm, đồng thời mở rộng các phát hiện trước đó của Shin & Soenen (1998), Deloof (2003), García-Teruel & Martínez-Solano (2007), cũng như các nghiên cứu gần đây của Trần Tú Uyên (2018), Trần Đức Tuấn (2023), Hassan & cộng sự (2023), và Nguyễn Thị Xuân Hồng (2024). Những kết quả này được lý giải thông qua lý thuyết chu kỳ luân chuyển tiền, lý thuyết đánh đổi và lý thuyết đại diện, cung cấp nền tảng lý thuyết để hiểu rõ hơn mối quan hệ giữa WCM và khả năng sinh lời.

5. Kết luận

Dựa trên các kết quả phân tích và phương pháp ước lượng chính như FGLS và SGMM và để xử lý vấn đề nội sinh, nghiên cứu đã làm rõ tác động WCM đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam, đồng thời chỉ ra vai trò điều tiết của tăng trưởng GDP đối với mối quan hệ này. Các biến như DSO, DIO, DPO, CCC và OCC đều có ảnh hưởng quan trọng và tác động tiêu cực đến ROS, trong khi GDP có tác động âm nhưng lại có vai trò điều tiết tích cực khi tương tác với các yếu tố này. Điều này chỉ ra rằng, trong bối cảnh nền kinh tế phát triển, các doanh nghiệp có thể tận dụng cơ hội để tối ưu hóa WCM, qua đó cải thiện hiệu quả tài chính.

Dựa trên các kết quả đã thu được, nghiên cứu đưa ra một số khuyến nghị: *Thứ nhất*, khi nền kinh tế tăng trưởng cao, doanh nghiệp có thể linh hoạt kéo dài DSO để hỗ trợ khách hàng, đồng thời tăng DIO nhằm đáp ứng nhu cầu thị trường, trong khi vẫn cần kiểm soát DPO ở mức hợp lý để tránh áp lực chi phí tài chính. *Thứ hai*, trong điều kiện ngược lại, khi GDP tăng trưởng chậm hoặc suy giảm, doanh nghiệp cần siết chặt chiến lược WCM bằng cách rút ngắn DSO, tối ưu hóa tồn kho để giảm DIO và chủ động kéo dài DPO để cải thiện dòng tiền. *Thứ ba*, doanh nghiệp cần thường xuyên theo dõi và điều chỉnh CCC và OCC phù hợp với bối cảnh vĩ mô nhằm duy trì thanh khoản và đảm bảo khả năng sinh lời. Việc xây dựng các kịch bản điều chỉnh cụ thể này sẽ giúp doanh nghiệp nâng cao khả năng thích ứng và giảm thiểu rủi ro trong môi trường kinh tế biến động. *Cuối cùng*, đối với các nhà hoạch định chính sách cần xem xét triển khai các chính sách hỗ trợ doanh nghiệp tiếp cận vốn ngắn hạn với điều kiện thuận lợi. Nghiên cứu này không chỉ làm rõ tác động của các yếu tố WCM đến khả năng sinh lời mà còn cung cấp những khuyến nghị thiết thực giúp các doanh nghiệp Việt Nam xây dựng chiến lược tài chính hiệu quả và linh hoạt trong môi trường kinh tế đầy thử thách.

Nghiên cứu vẫn tồn tại một số giới hạn về mặt phương pháp luận như chưa khai thác kiểm định mối quan hệ phi tuyến giữa WCM và khả năng sinh lời. Ngoài ra, yếu tố vĩ mô được đưa vào còn hạn chế, chỉ mới dừng lại ở GDP. Do đó, các nghiên cứu tương lai có thể mở rộng bằng cách tích hợp thêm các biến vĩ mô khác như lãi suất, tỷ giá, lạm phát hoặc môi trường thuế chế, IFRS, kiểm toán Big 4 nhằm mang lại cái nhìn sâu sắc và toàn diện hơn về cơ chế tác động của WCM đến hiệu quả tài chính doanh nghiệp.

Tài liệu tham khảo:

- Ahmad, M., Bashir, R. & Waqas, H. (2022), 'Working capital management and firm performance: are their effects same in covid 19 compared to financial crisis 2008?', *Cogent Economics & Finance*, 10(1), 2101224.
- Bộ Kế hoạch và Đầu tư (2024), *Tình hình hoạt động của doanh nghiệp 9 tháng đầu năm 2024*, truy cập ngày 01 tháng 11 năm 2024, từ <<https://www.mpi.gov.vn/portal/Pages/2024-10-7/Tinh-hinh-hoat-dong-cua-doanh-nghiep-9-thang-dau-nam>>.
- 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.
- Gitman, L.J. & Sachdeva, K.S. (1982), 'A framework for estimating and analyzing the required working capital investment', *Review of Financial Economics*, 17(3), 36.
- Hassan, M.K., Aysan, A.F., Kayani, U.N. & Choudhury, T. (2023), 'Working capital as a firm performance savior? Evidence from Scandinavian countries', *Research in International Business and Finance*, 65, 101959.
- Kraus, A. & Litzenberger, R.H. (1973), 'A state-preference model of optimal financial leverage', *The journal of finance*, 28(4), 911-922.
- 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), 1-12.
- Modigliani, F. & Miller, M.H. (1958), 'The cost of capital, corporation finance and the theory of investment', *The American economic review*, 48(3), 261-297.
- Modigliani, F. & Miller, M.H. (1963), 'Corporate income taxes and the cost of capital: a correction', *The American economic review*, 53(3), 433-443.

-
- Nguyen, Q.M. & Nguyen, C.V. (2024), 'State ownership, board characteristics and corporate financial performance in publicly listed firms in Vietnam', *Cogent Social Sciences*, 10(1), 2301811.
- Nguyễn Thị Xuân Hồng (2024), 'Ảnh hưởng của chu kì chuyển đổi tiền đến khả năng sinh lời trong các doanh nghiệp niêm yết ở Việt Nam', *Tạp chí Kinh tế - Luật & Ngân hàng*, 270, 48-58.
- Raheman, A. & Nasr, M. (2007), 'Working capital management and profitability—case of Pakistani firms', *International review of business research papers*, 3(1), 279-300.
- Richards, V.D. & Laughlin, E.J. (1980), 'A cash conversion cycle approach to liquidity analysis', *Financial management*, 9(1), 32-38.
- Shin, H.H. & Soenen, L. (1998), 'Efficiency of working capital and corporate profitability', *Financial Practice and Education*, 8(2), 37-45.
- Trần Đức Tuấn (2023), 'Quản trị vốn lưu động và khả năng sinh lời của các doanh nghiệp ngành Thủy sản Việt Nam', *Tạp chí Tài chính Online*, truy cập ngày 01 tháng 11 năm 2024, từ <<https://tapchitaichinh.vn/quan-tri-von-luu-dong-va-kha-nang-sinh-loi-cua-cac-doanh-nghiep-nganh-thuy-san-viet-nam.html>>.
- Trần Tú Uyên (2018), 'Tác động của quản trị vốn lưu động đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp ngành thực phẩm niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam', *Tạp chí Khoa học Đại học Quốc gia Hà Nội: Kinh tế và Kinh doanh*, 34(3), 1-10.
- Worldbank Group (2024), *Overview about Viet Nam*, truy cập 01 tháng 11 năm 2024, từ <<https://www.worldbank.org/en/country/vietnam/overview>>.

***Tác giả liên hệ: Nguyễn Văn Chiến. Email: chiennv@tdmu.edu.vn**