



**Article info**

**Type of article:**

Original research paper

**DOI:**

<https://doi.org/10.58845/jstt.utt.2026.vn.6.1.159-166>

**\*Corresponding author:**

Email address:

[sangta@utt.edu.vn](mailto:sangta@utt.edu.vn)

**Received:** 25/02/2026

**Received in Revised Form:**

27/03/2026

**Accepted:** 29/03/2026

## Working Capital Management in Construction Firms: The Role of Cash Holdings and the Challenges of Firm Size

Tran Anh Sang

University of Transport Technology, 54 Trieu Khuc Street, Thanh Liet Ward, Hanoi, Vietnam

**Abstract:** This study examines the efficiency of working capital management in Vietnam's construction sector over the period 2014-2023, using the cash conversion cycle (CCC) as the primary proxy. Based on a panel dataset comprising 2,948 firm-year observations from listed construction companies, the study employs the Feasible Generalized Least Squares (FGLS) estimator to address issues of heteroskedasticity and autocorrelation. The empirical findings indicate that the average cash conversion cycle in the sector is relatively high (250.17 days), reflecting the capital-intensive nature of the industry and the prevalence of prolonged receivables. Two key determinants - cash holdings (CASH) and firm size (SZ) are found to have statistically significant effects at the 1% level. Specifically, higher cash holdings are associated with a significant reduction in the CCC, suggesting improved liquidity management and operational efficiency. In contrast, larger firm size tends to lengthen the CCC, likely due to the complexity and longer duration of large-scale infrastructure projects. This study contributes empirical evidence to the literature on working capital management in an emerging market context and provides managerial implications for optimizing liquidity and receivables control to enhance financial resilience under market volatility.

**Keywords:** Working capital management, Cash holdings, Firm size, Construction firms.



Thông tin bài viết  
Dạng bài viết:  
Bài báo nghiên cứu

DOI:  
<https://doi.org/10.58845/jstt.utt.2026.vn.6.1.159-166>

\*Tác giả liên hệ:  
Địa chỉ Email:  
[sangta@utt.edu.vn](mailto:sangta@utt.edu.vn)

Ngày nộp bài: 25/02/2026  
Ngày nộp bài sửa: 27/03/2026  
Ngày chấp nhận: 29/03/2026

## Quản lý vốn lưu động trong các doanh nghiệp ngành xây dựng: Vai trò của dự trữ tiền mặt và thách thức từ quy mô

Trần Anh Sáng  
Trường Đại học Công nghệ Giao thông vận tải, 54 Triều Khúc, Thanh Liệt, Hà Nội, Việt Nam

**Tóm tắt:** Nghiên cứu phân tích hiệu quả quản lý vốn lưu động trong ngành xây dựng tại Việt Nam giai đoạn 2014-2023, thông qua thước đo chu kỳ chuyển đổi tiền mặt (CCC). Dựa trên tập dữ liệu bảng gồm 2.948 quan sát từ các doanh nghiệp ngành xây dựng niêm yết, nghiên cứu sử dụng phương pháp hồi quy Bình phương tối thiểu tổng quát khả thi (FGLS) để kiểm soát các hiện tượng phương sai sai số thay đổi và tự tương quan. Kết quả thực nghiệm cho thấy chu kỳ chuyển đổi tiền mặt trung bình của ngành ở mức cao (250,17 ngày), phản ánh đặc thù thâm dụng vốn và nợ đọng kéo dài. Hai yếu tố có tác động trọng yếu và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% là tỷ lệ tiền mặt (CASH) và quy mô doanh nghiệp (SZ). Trong đó, dự trữ tiền mặt giúp rút ngắn đáng kể chu kỳ CCC, trong khi quy mô lớn lại làm kéo dài chu kỳ này do tính chất phức tạp của các dự án hạ tầng. Nghiên cứu cung cấp cơ sở cho các nhà quản trị trong việc tối ưu hóa thanh khoản và kiểm soát công nợ để nâng cao năng lực tài chính trước các biến động thị trường.

**Từ khóa:** Quản lý vốn lưu động, dự trữ tiền mặt, quy mô doanh nghiệp, doanh nghiệp ngành xây dựng.

### 1. Giới thiệu và tổng quan nghiên cứu

#### 1.1. Giới thiệu

Quản lý vốn lưu động là một nội dung quan trọng trong quản lý tài chính doanh nghiệp, phản ánh năng lực tổ chức, phân bổ và kiểm soát các nguồn lực tài chính ngắn hạn nhằm bảo đảm hoạt động thường xuyên diễn ra liên tục. Hiệu quả quản lý vốn lưu động tác động trực tiếp đến khả năng thanh toán, năng lực duy trì dòng tiền cho hoạt động sản xuất – kinh doanh, mức độ sử dụng vốn vay ngắn hạn và chi phí sử dụng vốn [1], [2]. Đồng thời, thông qua cơ chế chi phí cơ hội của vốn, chi phí tài trợ và rủi ro thanh khoản, quản lý vốn lưu động còn ảnh hưởng gián tiếp đến khả năng sinh

lợi và mức độ an toàn tài chính của doanh nghiệp. Trong bối cảnh thị trường vốn biến động và điều kiện tín dụng mang tính chu kỳ, doanh nghiệp thường đối mặt với rủi ro thắt chặt tín dụng, biến động lãi suất và sự gián đoạn dòng tiền. Khi đó, tối ưu hóa quản lý vốn lưu động có vai trò quan trọng nhằm giảm thiểu tình trạng thiếu hụt ngân quỹ, hạn chế sự phụ thuộc quá mức vào nợ ngắn hạn và phòng ngừa nguy cơ suy giảm khả năng thanh toán dẫn tới kiệt quệ tài chính [3].

Đối với doanh nghiệp xây dựng, tính đặc thù của hoạt động sản xuất – kinh doanh làm cho quản lý vốn lưu động trở nên phức tạp hơn so với nhiều lĩnh vực khác. Thứ nhất, chu kỳ dự án xây dựng

thường kéo dài, quá trình nghiệm thu và thanh toán được thực hiện theo từng giai đoạn, kèm theo các cơ chế như tạm ứng, thanh toán theo khối lượng hoàn thành và giữ lại bảo hành. Cấu trúc thanh toán này tạo ra độ trễ đáng kể giữa thời điểm doanh nghiệp phát sinh chi phí và thời điểm thu hồi tiền, làm tăng áp lực vốn ngắn hạn. Thứ hai, khoản phải thu của doanh nghiệp xây dựng thường có giá trị lớn và thời gian thu hồi kéo dài, đặc biệt khi doanh nghiệp tham gia các dự án có chủ đầu tư là khu vực công hoặc các dự án có nhiều tầng nấc nhà thầu; điều này làm gia tăng rủi ro chậm thanh toán, phát sinh nợ quá hạn và chi phí vốn do phải bù đắp thiếu hụt bằng nguồn vay ngắn hạn. Thứ ba, tỷ trọng hàng tồn kho và chi phí sản xuất, kinh doanh dở dang thường cao do đặc điểm tích lũy chi phí theo tiến độ dự án; nếu kiểm soát không hiệu quả, doanh nghiệp có thể rơi vào trạng thái tồn đọng vốn trong các khoản mục kém thanh khoản. Thứ tư, biến động giá nguyên vật liệu xây dựng và tính mùa vụ của hoạt động thi công làm cho nhu cầu vốn lưu động biến thiên mạnh theo thời gian; trong giai đoạn cao điểm thi công, doanh nghiệp cần tăng tốc mua sắm vật tư và chi trả cho lao động, trong khi nguồn thu có thể chưa kịp ghi nhận và thu tiền [4]. Thứ năm, dòng tiền của doanh nghiệp xây dựng còn phụ thuộc đáng kể vào chuỗi cung ứng dự án, bao gồm năng lực thanh toán của chủ đầu tư, mức độ phối hợp với nhà thầu phụ và điều kiện tín dụng thương mại từ nhà cung cấp [5].

Mặc dù quản lý vốn lưu động đã được nghiên cứu rộng rãi trong lĩnh vực tài chính doanh nghiệp, các nghiên cứu hiện có chủ yếu tập trung vào các ngành sản xuất hoặc mẫu doanh nghiệp tổng thể, trong khi các bằng chứng thực nghiệm chuyên sâu đối với ngành xây dựng, đặc biệt trong bối cảnh các nền kinh tế mới nổi như Việt Nam, vẫn còn tương đối hạn chế. Ngành xây dựng với những đặc điểm riêng về chu kỳ dự án dài, cơ chế thanh toán theo giai đoạn và mức độ phụ thuộc cao vào dòng tiền từ chủ đầu tư đặt ra những yêu cầu khác biệt đối với quản lý vốn lưu động so với các ngành khác. Tuy nhiên, các nghiên cứu trước đây chưa

làm rõ đầy đủ vai trò của các yếu tố nội tại như dự trữ tiền mặt và quy mô doanh nghiệp trong việc điều tiết chu kỳ chuyển đổi tiền mặt và giảm thiểu rủi ro thanh khoản trong bối cảnh này. Xuất phát từ khoảng trống nghiên cứu đó, bài báo này tập trung phân tích hiệu quả quản lý vốn lưu động của các doanh nghiệp xây dựng niêm yết tại Việt Nam thông qua chỉ tiêu chu kỳ chuyển đổi tiền mặt (CCC), đồng thời xem xét vai trò của dự trữ tiền mặt và quy mô doanh nghiệp như những yếu tố điều tiết quan trọng. Nghiên cứu không chỉ đóng góp bằng chứng thực nghiệm trong bối cảnh thị trường Việt Nam – nơi điều kiện tín dụng và môi trường kinh doanh còn nhiều biến động – mà còn góp phần làm rõ cơ chế tác động của các yếu tố tài chính nội tại đến hiệu quả quản lý vốn lưu động trong một ngành có tính đặc thù cao. Qua đó, kết quả nghiên cứu cung cấp hàm ý quản trị và gợi ý chính sách phù hợp nhằm nâng cao hiệu quả sử dụng vốn và tăng cường khả năng chống chịu tài chính của doanh nghiệp xây dựng.

## 1.2. Tổng quan nghiên cứu

Trong tài chính doanh nghiệp, quản lý vốn lưu động thường được tiếp cận theo hướng tối ưu hóa cân bằng giữa tính thanh khoản và khả năng sinh lợi. Nhiều nghiên cứu sử dụng chu kỳ chuyển đổi tiền mặt như một thước đo tổng hợp phản ánh hiệu quả chuyển đổi từ chi tiền sang thu tiền trong hoạt động kinh doanh; cách tiếp cận này dựa trên nền tảng phân tích thanh khoản theo chu kỳ vận hành và thanh toán [6].

Trên cơ sở đó, các nghiên cứu thực nghiệm đã tập trung kiểm định mối quan hệ giữa hiệu quả quản lý vốn lưu động và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Với dữ liệu doanh nghiệp phi tài chính tại Bỉ, cho thấy doanh nghiệp có thể cải thiện lợi nhuận bằng cách rút ngắn thời gian thu hồi các khoản phải thu và giảm thời gian lưu kho, hàm ý việc tối ưu hóa các cấu phần của vốn lưu động có ý nghĩa trực tiếp đối với hiệu quả kinh doanh [7]. Nghiên cứu về doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Tây Ban Nha cho thấy việc rút ngắn thời gian thu tiền và giảm thời gian tồn kho có liên hệ với lợi nhuận cao hơn, nhấn mạnh vai trò quản trị chu kỳ

vốn lưu động trong nâng cao hiệu quả hoạt động [8].

Các nghiên cứu gần đây không chỉ xem xét mối quan hệ tuyến tính mà còn nhấn mạnh tính tối ưu của mức vốn lưu động. Baños-Caballero và cộng sự (2014) cung cấp bằng chứng về quan hệ phi tuyến dạng chữ U ngược giữa mức đầu tư vốn lưu động và hiệu quả hoạt động, qua đó khẳng định sự tồn tại của một mức vốn lưu động “tối ưu” cân bằng giữa lợi ích (hạn chế đứt gãy bán hàng, hưởng chiết khấu thanh toán sớm) và chi phí (chi phí tài trợ, rủi ro tài chính), đồng thời cho thấy mức tối ưu này nhạy cảm với điều kiện hạn chế tài chính [9]. Cùng mạch nghiên cứu về giá trị doanh nghiệp, Kieschnick và cộng sự (2013) chỉ ra rằng thị trường định giá đồng vốn đầu tư thêm vào vốn lưu động hoạt động ròng thấp hơn đồng tiền mặt, và giá trị biên của vốn lưu động chịu ảnh hưởng bởi kỳ vọng tăng trưởng, gánh nợ, hạn chế tài chính và rủi ro phá sản [10]. Ngoài ra, bằng chứng về việc doanh nghiệp cải thiện hiệu quả hoạt động và đầu tư khi điều chỉnh chính sách vốn lưu động theo mức tối ưu cũng được củng cố trong nghiên cứu của Aktas và cộng sự [11].

Từ các phân tích trên, có thể thấy hiệu quả quản lý vốn lưu động gắn chặt với hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp. Các yếu tố bối cảnh như hạn chế tài chính, rủi ro và cấu trúc tài trợ có thể làm thay đổi mức vốn lưu động tối ưu, do đó việc nhận diện các yếu tố quyết định hiệu quả quản lý vốn lưu động là một hướng nghiên cứu quan trọng và có tính ứng dụng cao.

Ngành xây dựng thường đối mặt với rủi ro thanh khoản lớn so với một số ngành khác do: chu kỳ dự án kéo dài, thanh toán theo giai đoạn, cơ chế giữ lại bảo hành, mức độ phụ thuộc vào dòng tiền của chủ đầu tư và chuỗi nhà thầu phụ. Các nghiên cứu đã nhấn mạnh rằng thiếu hụt vốn lưu động và quản trị dòng tiền yếu có thể đẩy doanh nghiệp xây dựng vào tình trạng mất khả năng thanh toán, ngay cả khi dự án hoặc doanh nghiệp vẫn có lãi kế toán; vì vậy quản trị dòng tiền và dự báo dòng tiền là nền tảng phòng ngừa rủi ro đổ vỡ trong ngành [12].

Nghiên cứu tại thị trường châu Âu về doanh

ng nghiệp xây dựng niêm yết cho thấy các doanh nghiệp có thể theo đuổi những chiến lược quản trị vốn lưu động khác nhau (thận trọng, cân bằng, hoặc mạo hiểm), và lựa chọn chiến lược phản ánh mức chấp nhận rủi ro cũng như khả năng tiếp cận nguồn tài trợ [13]. Các hướng tiếp cận này đặc biệt phù hợp với ngành xây dựng ở các nền kinh tế mới nổi với điều kiện tín dụng và thanh toán có tính chu kỳ mạnh. Do đó, nhiều nghiên cứu gần đây còn mở rộng sang phân tích nguyên nhân và hệ quả của việc chậm thanh toán trong các dự án công, như một tác nhân làm gia tăng nhu cầu vốn lưu động và rủi ro tài chính [5].

## 2. Dữ liệu và Phương pháp nghiên cứu

Dữ liệu sử dụng trong nghiên cứu là dữ liệu thứ cấp, được thu thập chủ yếu từ báo cáo tài chính năm đã kiểm toán của các doanh nghiệp xây dựng niêm yết tại Việt Nam. Mẫu nghiên cứu bao gồm các doanh nghiệp thuộc ngành xây dựng niêm yết trên hai Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) và Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) trong giai đoạn từ năm 2014 đến năm 2023.

Sau quá trình sàng lọc, các quan sát thiếu dữ liệu quan trọng hoặc có sai lệch đáng kể do thay đổi chuẩn mực kế toán, hợp nhất doanh nghiệp mà không thể điều chỉnh tương đồng đã được loại bỏ. Bộ dữ liệu cuối cùng bao gồm 2.948 quan sát theo năm-doanh nghiệp, tạo thành dữ liệu bảng phục vụ cho phân tích thực nghiệm.

Dựa trên khoảng trống nghiên cứu đã xác định, mô hình hồi quy như sau:

$$CCCit = \beta_0 + \beta_1 * LEV_{it} + \beta_2 * CASH_{it} + \beta_3 * QR_{it} + \beta_4 * GR_{it} + \beta_5 * SZ_{it} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

Trong đó:

CCCit (Biến phụ thuộc): Chu kỳ chuyển đổi tiền mặt (CCC - Cash Conversion Cycle).

Các biến độc lập:

Đòn bẩy tài chính (LEV): Tổng nợ/Tổng tài sản;

Dự trữ tiền mặt (CASH): Tiền mặt/Tổng tài sản;

Khả năng thanh toán nhanh (QR): (Tài sản ngắn hạn – Hàng tồn kho)/Nợ ngắn hạn;

Tăng trưởng doanh thu (GR): (Doanh thu kỳ

này – doanh thu kỳ trước)/(Doanh thu kỳ trước);

Quy mô doanh nghiệp (SZ): Logarit tổng tài sản.

Để kiểm định các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả quản lý vốn lưu động của các doanh nghiệp xây dựng, nghiên cứu sử dụng mô hình hồi quy với dữ liệu bảng. Ban đầu, các phương pháp hồi quy truyền thống như: Bình phương tối thiểu thông thường (POLLS); Mô hình tác động cố định (FEM)

và Mô hình tác động ngẫu nhiên (REM), được thực hiện.

Tuy nhiên, qua các kiểm định khuyết tật mô hình, kết quả cho thấy sự tồn tại của hiện tượng phương sai sai số thay đổi và tự tương quan, những vấn đề thường gặp đối với tập dữ liệu lớn (2.948 quan sát) trong ngành xây dựng với tính biến động cao.

### 3. Kết quả nghiên cứu

**Bảng 1:** Thống kê mô tả

Biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
CCC	2948	250,172	223,973	-701,511	1248,384
LEV	2948	0,676	0,561	0,011	12,402
CASH	2948	0,103	0,121	0	0,859
QR	2948	1,339	2,76	0,006	62,703
GR	2948	0,184	3,464	-116,436	72,62
SZ	2948	26,946	1,452	22,583	31,133

Dựa trên dữ liệu tại Bảng 1, chu kỳ chuyển đổi tiền mặt (CCC) trung bình của các doanh nghiệp xây dựng Việt Nam đạt 250,17 ngày. Giá trị này cho thấy mức độ thâm dụng vốn lưu động ở mức cao trong ngành xây dựng. Độ lệch chuẩn của CCC lên tới 223,97 ngày cho thấy sự khác biệt lớn về năng lực quản lý vốn lưu động giữa các doanh nghiệp trong ngành. Có những doanh nghiệp đạt được mức CCC âm (-701,5 ngày), điều này có thể phản ánh lợi thế trong quan hệ thanh toán với đối tác để chiếm dụng vốn của nhà cung cấp, thu tiền từ khách hàng trước khi phải trả tiền cho vật tư đầu vào. Ngược lại, những đơn vị có CCC lên tới hơn 1248 ngày (gần 3,5 năm) đang đối mặt với tình trạng vốn bị ứ đọng trong hàng tồn kho lâu ngày hoặc các khoản phải thu khó đòi từ các dự án kéo dài.

Tỷ lệ đòn bẩy tài chính (LEV) trung bình ở mức 0,676 cho thấy nợ chiếm khoảng 67,6% tổng nguồn vốn của doanh nghiệp. Đây là đặc thù của các ngành xây dựng, thâm dụng vốn nhưng cũng tiềm ẩn rủi ro lớn khi lãi suất thị trường biến động tăng cao, đặc biệt trong bối cảnh thị trường tài chính có biến động trong giai đoạn 2022-2023. Tỷ lệ tiền mặt (CASH) trung bình chỉ chiếm khoảng

10,3% tổng tài sản, cho thấy tính thanh khoản tức thời của ngành không quá dồi dào, phần lớn vốn đang nằm dưới dạng tài sản phi tiền mặt như tồn kho và phải thu.

Tỷ số thanh toán nhanh (QR) có giá trị trung bình là 1,339, thể hiện tương đối ổn định về thanh khoản trong ngắn hạn (lớn hơn 1). Tuy nhiên, giá trị tối thiểu của QR chỉ là 0,006 cho thấy có những doanh nghiệp đang rơi vào tình trạng kiệt quệ thanh khoản nghiêm trọng, không đủ tài sản ngắn hạn có tính lỏng để chi trả cho các nghĩa vụ nợ đến hạn. Tăng trưởng doanh thu (GR) đạt mức trung bình 18,4%, nhưng sự biến động (độ lệch chuẩn 3,464) phản ánh tính chu kỳ và sự bất ổn của thị trường xây dựng trong thập kỷ qua. Quy mô doanh nghiệp (SZ), được đo bằng logarit tự nhiên của tổng tài sản, cho thấy một mẫu nghiên cứu đại diện cho cả các doanh nghiệp nhỏ và vừa (SMEs) lẫn các tập đoàn lớn trong ngành.

Ma trận tương quan với các biến thể hiện ở Bảng 2 cho thấy các hệ số tương quan giữa các biến độc lập ở mức thấp, qua đó giảm thiểu quan ngại về đa cộng tuyến nghiêm trọng trong mô hình hồi quy.

Đáng chú ý, CCC có tương quan âm với

CASH, cho thấy doanh nghiệp nắm giữ tiền mặt cao thường có chu kỳ chuyển đổi tiền mặt ngắn hơn. Điều này phù hợp với lập luận rằng dự trữ tiền mặt giúp doanh nghiệp linh hoạt hơn trong thanh toán và quản lý chu kỳ vận hành.

Tương quan giữa LEV và các biến thành khoản mang dấu âm, hàm ý doanh nghiệp sử dụng đòn bẩy cao thường có xu hướng duy trì mức tài sản thanh khoản thấp hơn, phản ánh sự đánh đổi giữa rủi ro tài chính và khả năng thanh toán.

**Bảng 2:** Ma trận tương quan

Biến	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
(1) CCC	1,000					
(2) LEV	0,012	1,000				
(3) CASH	-0,124	-0,215	1,000			
(4) QR	0,005	-0,206	0,355	1,000		
(5) GR	0,005	0,003	-0,010	-0,009	1,000	
(6) SZ	0,036	0,011	-0,063	-0,090	-0,010	1,000

Kết quả mô hình hồi quy FGLS được thể hiện ở Bảng 3. Kết quả thực nghiệm từ mô hình FGLS cho thấy hai nhân tố có tác động mạnh mẽ và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% đối với chu kỳ chuyển đổi tiền mặt (CCC) là Tỷ lệ tiền mặt (CASH) và Quy mô doanh nghiệp (SZ). 1. Tác động của dự trữ tiền mặt (CASH):

Biến CASH có hệ số hồi quy âm rất lớn ( $\beta = -17,522$ ,  $p < 0,01$ ), hàm ý rằng việc tăng tỷ lệ nắm giữ tiền mặt giúp rút ngắn đáng kể chu kỳ chuyển đổi tiền mặt. Kết quả này phù hợp với lý thuyết về tính thanh khoản của Richards & Laughlin (1980)

và quan điểm của Deloof (2003) cho rằng doanh nghiệp có thể cải thiện hiệu quả vận hành bằng cách duy trì lượng ngân quỹ dồi dào để tối ưu hóa các cấu phần vốn lưu động. Trong bối cảnh đặc thù của ngành xây dựng tại Việt Nam, việc nắm giữ tiền mặt cho phép doanh nghiệp tận dụng các chiết khấu thanh toán sớm từ nhà cung cấp và duy trì sự liên tục trong sản xuất ngay cả khi việc thu hồi nợ từ chủ đầu tư bị chậm trễ. Kết quả này có thể được xem là phù hợp với bối cảnh thanh khoản khó khăn giai đoạn 2022-2023, dự trữ tiền mặt đóng vai trò giúp doanh nghiệp tránh khỏi sự đứt gãy dòng tiền.

**Bảng 3:** Kết quả ước lượng mô hình FGLS

CCC	Hệ số hồi quy	Sai số chuẩn	Giá trị t	Giá trị p	Mức ý nghĩa
LEV	5,752	10,128	0,57	0,57	
CASH	-217,522	22,589	-9,63	0,000	***
QR	1,239	0,98	1,26	0,206	
GR	-1,193	0,84	-1,42	0,156	
SZ	11,739	2,486	4,72	0,000	***
Hằng số	-102,145	67,05	-1,52	0,128	
Giá trị trung bình biến phụ thuộc		250,172	Độ lệch chuẩn biến phụ thuộc		223,973
Số lượng quan sát		2948	Giá trị Chi-square		126,783

\*\*\*  $p < 0,01$ , \*\*  $p < 0,05$ , \*  $p < 0,1$

Tác động của quy mô doanh nghiệp (SZ): Trái ngược với dự đoán thông thường về lợi thế quy mô, biến SZ có tác động thuận chiều đến CCC ( $\beta = 11,739$ ,  $p < 0,01$ ), nghĩa là các doanh nghiệp quy mô lớn lại có chu kỳ tiền mặt dài hơn.

Kết quả này khác với kỳ vọng thông thường trong bối cảnh ngành xây dựng, các tập đoàn lớn thường tham gia vào các dự án hạ tầng hoặc bất động sản quy mô khổng lồ với quy trình nghiệm thu phức tạp và tình trạng nợ đọng xây dựng cơ bản kéo dài.

Mặc dù các doanh nghiệp lớn có thể có sức mạnh đàm phán tốt hơn theo lý thuyết, nhưng thực tế tại Việt Nam cho thấy rủi ro từ việc bị chiếm dụng vốn ở khâu khoản phải thu vượt quá khả năng tối ưu hóa của họ. Kết quả này cho thấy sự cần thiết về việc cải thiện quản trị công nợ đối với các doanh nghiệp đầu ngành.

Các nhân tố không có ý nghĩa thống kê (LEV, QR, GR): Đòn bẩy tài chính (LEV); Tỷ số thanh toán nhanh (QR) và tốc độ tăng trưởng doanh thu (GR) không cho thấy tác động đáng kể đến CCC trong mô hình FGLS ( $p > 0,1$ ). Điều này gợi ý rằng hiệu quả quản trị chu kỳ tiền mặt trong ngành xây dựng Việt Nam phụ thuộc nhiều hơn vào năng lực quản lý tài sản thực tế và bối cảnh dự án hơn là cấu trúc vốn hay tốc độ mở rộng doanh thu thuần túy.

#### 4. Kết luận và khuyến nghị

Nghiên cứu về quản lý vốn lưu động của các doanh nghiệp xây dựng tại Việt Nam trong giai đoạn 2014–2023 cho thấy hiệu quả quản lý chu kỳ chuyển đổi tiền mặt (CCC) chịu ảnh hưởng đáng kể từ cấu trúc tài sản thanh khoản và quy mô doanh nghiệp. Giá trị CCC trung bình khoảng 250 ngày phản ánh đặc điểm chu kỳ vốn kéo dài của ngành, đồng thời cho thấy sự tồn tại của các khoản phải thu với thời gian thu hồi dài và mức độ thâm dụng vốn tương đối cao. Kết quả ước lượng bằng phương pháp FGLS cho thấy tỷ lệ tiền mặt có tác động làm giảm CCC, hàm ý rằng việc duy trì mức tiền mặt phù hợp có thể hỗ trợ doanh nghiệp cải thiện khả năng thanh khoản và điều tiết dòng tiền trong điều kiện tín dụng biến động. Ngược lại, quy mô doanh nghiệp có tác động làm gia tăng CCC, cho thấy các doanh nghiệp quy mô lớn có xu hướng đối mặt với chu kỳ vốn lưu động dài hơn. Kết quả này có thể liên quan đến đặc điểm các dự án có giá trị lớn, thời gian thực hiện kéo dài và áp lực từ các khoản phải thu trong quá trình thi công. Trong bối cảnh thị trường tài chính có biến động, việc duy trì cân đối thanh khoản tiếp tục là vấn đề quan trọng đối với doanh nghiệp xây dựng cho thấy một số dấu hiệu suy giảm về khả năng thanh khoản, thể hiện qua sự biến động của các chỉ tiêu

thanh toán và gia tăng rủi ro liên quan đến các khoản phải thu. Điều này cho thấy tầm quan trọng của việc duy trì cân đối thanh khoản trong ngành xây dựng.

Từ các kết quả nghiên cứu, một số hàm ý quản trị có thể được rút ra như sau:

Thứ nhất, doanh nghiệp cần xác định mức dự trữ tiền mặt phù hợp nhằm cân bằng giữa chi phí cơ hội và lợi ích thanh khoản. Việc duy trì mức tiền mặt hợp lý có thể góp phần rút ngắn chu kỳ chuyển đổi tiền mặt và hỗ trợ hoạt động thanh toán trong ngắn hạn. Thứ hai, đối với các doanh nghiệp có quy mô lớn, việc cải thiện quản lý các khoản phải thu là cần thiết. Doanh nghiệp cần hoàn thiện quy trình đánh giá khách hàng, thiết lập điều khoản thanh toán phù hợp và tăng cường kiểm soát tiến độ thu hồi công nợ nhằm hạn chế tình trạng kéo dài thời gian thu tiền. Thứ ba, quản lý hàng tồn kho và chi phí dở dang cần được thực hiện chặt chẽ nhằm hạn chế tình trạng vốn bị phân bổ kém hiệu quả trong các khoản mục này. Việc điều phối kế hoạch cung ứng và thi công phù hợp có thể góp phần giảm thời gian luân chuyển vốn. Thứ tư, trong bối cảnh môi trường kinh tế có biến động, doanh nghiệp cần chủ động điều chỉnh chiến lược tài chính và theo dõi sát các thay đổi về chính sách nhằm giảm thiểu rủi ro liên quan đến dòng tiền và khả năng thanh toán. Cuối cùng, việc duy trì các chỉ tiêu thanh khoản ở mức hợp lý và thực hiện trích lập dự phòng đối với các khoản phải thu cần được xem xét như một biện pháp nhằm ổn định cấu trúc tài chính và hạn chế rủi ro trong dài hạn.

#### Tài liệu tham khảo

- [1] H.-C. Nguyen, M.D. Tran, D.T. Nguyen. (2016). Working capital management and firms' profitability: Evidence from Vietnam's stock exchange. *International Journal of Economics and Finance*, 8(5), 55-62. <http://dx.doi.org/10.5539/ijef.v8n5p55>
- [2] N.T.T. Phuong, D.N. Hung. (2020). Impact of working capital management on firm profitability: Empirical study in Vietnam. *Accounting*, 6(3), 259-266. <https://doi.org/10.5267/j.ac.2020.3.001>

- [3] N. Altaf, F. Shah (2017). Working capital management, firm performance and financial constraints: Empirical evidence from India. *Asia-Pacific Journal of Business Administration*, 9(3), 206-219. <https://doi.org/10.1108/APJBA-06-2017-0057>
- [4] G.A. Afrifa (2016). Net working capital, cash flow and performance of UK SMEs. *Review of Accounting and Finance*, 15(1), 21-44. <https://doi.org/10.1108/RAF-02-2015-0031>
- [5] B.I.N. Ayudhya. (2023). Exploring causes of delay in payment from parties involved in road and highway projects in Thailand. *Procedia Computer Science*, 219, 1801-1806. <https://doi.org/10.1016/j.procs.2023.01.476>
- [6] V.D. Richards, E.J. Laughlin. (1980). A cash conversion cycle approach to liquidity analysis. *Financial management*, 9, 32-38. <https://doi.org/10.2307/3665310>
- [7] M. Deloof. (2003). Does working capital management affect profitability of Belgian firms?. *Journal of Business Finance & Accounting*, 30, 573-588. <https://doi.org/10.1111/1468-5957.00008>
- [8] P.J. García-Teruel, & P. Martínez-Solano. (2007). Effects of working capital management on SME profitability. *International Journal of Managerial Finance*, 3(2), 164-177. <https://doi.org/10.1108/17439130710738718>
- [9] S. Baños-Caballero, P.J. García-Teruel, P. Martínez-Solano. (2014). Working capital management, corporate performance, and financial constraints. *Journal of Business Research*, 67(3), 332-338. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2013.01.016>
- [10] R. Kieschnick, M. Laplante, & Moussawi, R. (2013). Working capital management and shareholders' wealth. *Review of finance*, 17(5), 1827-1852. <https://doi.org/10.1093/rof/rfs043>
- [11] N. Aktas, E. Croci, D. Petmezas. (2015). Is working capital management value-enhancing? Evidence from firm performance and investments. *Journal of Corporate Finance*, 30, 98-113. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.12.008>
- [12] C.D.N. Mutti, W. Hughes. (2002). Cash flow management in construction firms. *18th Annual ARCOM Conference. Association of Researchers in Construction Management*, 1, 23-32. <https://centaur.reading.ac.uk/4312/>
- [13] J. Jędrzejczak-Gas. (2017). Net working capital management strategies in the construction enterprises listed on the NewConnect market. *Procedia Engineering*, 182, 306-313. <https://doi.org/10.1016/j.proeng.2017.03.098>