



ISSN 1859-3666
E-ISSN 2815-5726

Tạp chí KHOA HỌC THƯƠNG MẠI

TẠP CHÍ CỦA TRƯỜNG ĐẠI HỌC THƯƠNG MẠI



Năm thứ 24 - số 201
5/2025



khoa học thương mại

TẠP CHÍ CỦA TRƯỜNG ĐẠI HỌC THƯƠNG MẠI
BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO

TỔNG BIÊN TẬP:

ĐINH VĂN SƠN

PHÓ TỔNG BIÊN TẬP:

THƯ KÝ TÒA SOẠN

TRƯỞNG BAN TRỊ SỰ

NGUYỄN THỊ QUỲNH TRANG

☐ Tòa soạn

Phòng 202 nhà T

Trường Đại học Thương mại

Số 79 đường Hồ Tùng Mậu

Mai Dịch, Cầu Giấy, Hà Nội

☐ **Điện thoại:** 024.37643219 máy lẻ 2102

☐ **Fax:** 024.37643228

☐ **Email:** tckhtm@tmu.edu.vn

☐ **Website:** tckhtm.tmu.edu.vn

☐ **GP hoạt động báo chí:**

Số 195/GP-BTTTT ngày 05/6/2023

☐ **Chế bản tại:** Tòa soạn

Tạp chí Khoa học Thương mại

☐ **In tại:** Cty TNHH In & TM Hải Nam

☐ **Nộp lưu chiếu:** 5/2025

HỘI ĐỒNG KHOA HỌC BIÊN TẬP

Đinh Văn Sơn - Đại học Thương mại (Chủ tịch)

Phạm Vũ Luận - Đại học Thương mại (Phó Chủ tịch)

Nguyễn Bách Khoa - Đại học Thương mại (Phó chủ tịch)

Phạm Minh Đạt - Đại học Thương mại (Ủy viên thư ký)

Các ủy viên

- **Vũ Thành Tự Anh** - ĐH Fulbright Việt Nam (Hoa Kỳ)

- **Lê Xuân Bá** - Viện QLKT TW

- **Hervé B. Boismery** - Đại học Reunion (Pháp)

- **H. Eric Boutin** - Đại học Toulon Var (Pháp)

- **Nguyễn Thị Doan** - Hội Khuyến học Việt Nam

- **Haasis Hans** - Đại học Bremenr (Đức)

- **Lê Quốc Hội** - Đại học Kinh tế quốc dân

- **Nguyễn Thị Bích Loan** - Đại học Thương mại

- **Nguyễn Hoàng Long** - Đại học Thương mại

- **Nguyễn Mai** - Chuyên gia kinh tế độc lập

- **Dương Thị Bình Minh** - ĐH Kinh tế Tp Hồ Chí Minh

- **Hee Cheon Moon** - Hội Nghiên cứu TM Hàn Quốc

- **Bùi Xuân Nhàn** - Đại học Thương mại

- **Lương Xuân Quỳ** - Hội Khoa học kinh tế Việt Nam

- **Nguyễn Văn Song** - Học viện Nông nghiệp Việt Nam

- **Nguyễn Thanh Tâm** - Đại học California (Hoa Kỳ)

- **Trương Bá Thanh** - ĐH Kinh tế - Đại học Đà Nẵng

- **Đinh Văn Thành** - Viện Nghiên cứu thương mại

- **Đỗ Minh Thành** - Đại học Thương mại

- **Lê Đình Thắng** - Đại học Québec (Canada)

- **Trần Đình Thiên** - Viện Kinh tế Việt Nam

- **Nguyễn Quang Thuấn** - Viện Hàn lâm KHXH Việt Nam

- **Washio Tomoharu** - ĐH Kwansey Gakuin (Nhật Bản)

- **Lê Như Tuyền** - Grenoble École de Managment (Pháp)

- **Zhang Yujie** - Đại học Tsinghua (Trung Quốc)

KINH TẾ VÀ QUẢN LÝ

- 1. Nguyễn Thị Quỳnh Hương** - Kết hợp phân tích phân cấp mờ (FUZZY-AHP) và kỹ thuật ưu tiên tương đồng với giải pháp lý tưởng (TOPSIS) để đánh giá điểm đến du lịch mạo hiểm: nghiên cứu trường hợp Hà Giang, Việt Nam. **Mã số: 201.1TRMg.11** 3

Integrated Fuzzy Analytic Hierarchy Process (Fuzzy-Ahp) and Technique For Order of Preference by Similarity to Ideal Solution (Topsis) for Adventure Tourism Destination Assessment: a Case Study of Ha Giang, Vietnam

- 2. Ngô Thái Hưng và Nguyễn Khánh An** - Quan hệ giữa Non-Fungible Tokens và thị trường chứng khoán Việt Nam. **Mã số: 201.1FiBa.11** 16

Relationship Between Non-Fungible Tokens and Vietnam Stock Markets

- 3. Lưu Thị Thùy Dương, Nguyễn Hoàng Việt và Nguyễn Thị Uyên** - Tác động của mạng xã hội và trải nghiệm khách hàng tới sự hài lòng, ý định quay trở lại và hành vi truyền miệng về homestay của khách du lịch nội địa. **Mã số: 201.1TRMg.11** 29

The Impact of Social Media and Customer Experience on Satisfaction, Revisit Intention, and Word-of-Mouth Behavior of Domestic Tourists Regarding Homestays

QUẢN TRỊ KINH DOANH

- 4. Đỗ Anh Đức và Phạm Minh Trang** - Ảnh hưởng của sự hài lòng tới ý định mua sắm lặp lại đối với khách hàng gen Z trong lĩnh vực thương mại điện tử tại Việt Nam: vai trò trung gian của sự tin tưởng. **Mã số: 201.2BMkt.21** 42

The Impact of Satisfaction on Repurchase Intention of Gen Z Customers in E-Commerce In Vietnam: The Mediating Role of Trust

5. Mai Thanh Lan và Tạ Huy Hùng - Nghiên cứu ảnh hưởng của Vốn trí tuệ xanh, Quản trị nhân lực xanh tới kết quả môi trường trong các trường đại học ở Việt Nam.

Mã số: 201.2HRMg.21

58

An Investigation Into the Effects of Green Intellectual Capital and Green Human Resource Management on Environmental Outcomes at Universities in Vietnam

6. Nguyễn Văn Bảy, Nguyễn Thành Cường và Phan Thanh Hải - Tác động của số ngày lưu kho đến hiệu quả hoạt động: bằng chứng thực nghiệm tại các công ty sản xuất được niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Việt Nam. **Mã số: 201.2FiBa.21**

68

The Impact of Inventory Days on Operational Performance: Evidence From Listed Manufacturing Firms in the Vietnamese Stock Market

7. Ao Thu Hoài, Hồ Khải Thuyên, Hồ Phi Dũng và Lê Công Quốc Tuấn - Mối quan hệ giữa giá trị cảm nhận, thái độ người tiêu dùng và ý định lựa chọn hãng hàng không: trường hợp hãng hàng không quốc gia Việt Nam. **Mã số: 201.2BMkt.21**

86

The Relationship Between Perceived Value, Consumer Attitude and Airline Selection Intention: the Case of Vietnam Airlines

Ý KIẾN TRAO ĐỔI

8. Bùi Ngọc Toàn - Tăng trưởng kinh tế tại các quốc gia đang phát triển ở Châu Á: vai trò của sự tương tác giữa chỉ số phát triển thị trường tài chính và độ mở thương mại. **Mã số: 201.3GEMg.31**

104

Economic Growth in Developing Countries in Asia: the Role of the Interaction Between Financial Market Development Index and Trade Openness

TÁC ĐỘNG CỦA SỐ NGÀY LƯU KHO ĐẾN HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG: BẰNG CHỨNG THỰC NGHIỆM TẠI CÁC CÔNG TY SẢN XUẤT ĐƯỢC NIÊM YẾT TRÊN SÀN GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Nguyễn Văn Bầy *

Email: baynv@ntu.edu.vn

Nguyễn Thành Cường *

Email: cuongnt@ntu.edu.vn

Phan Thanh Hải **

Email: phanthanhhai@duytan.edu.vn

* Trường Đại học Nha Trang

** Trường Kinh tế, Đại học Duy Tân, Đà Nẵng

Ngày nhận: 23/01/2025

Ngày nhận lại: 18/03/2025

Ngày duyệt đăng: 21/03/2025

Nghiên cứu này đánh giá tác động của số ngày lưu kho (IND) đến hiệu quả hoạt động (ROA) của các công ty sản xuất được niêm yết tại Việt Nam. Sử dụng một mẫu 364 công ty thời kỳ 2012-2023, kết quả kiểm định bằng phương pháp hồi quy dữ liệu bảng (Panel Data) cho thấy thời gian lưu kho kéo dài làm suy giảm hiệu quả hoạt động. Ngoài ra, các yếu tố dòng tiền hoạt động kinh doanh (OCF), quy mô (SIZE) và tốc độ tăng trưởng (GROW) có tác động tích cực đến ROA, trong khi tỷ lệ nợ (LEV), chi phí kinh doanh (SBE) và tác động của đại dịch COVID-19 ảnh hưởng tiêu cực. Những phát hiện này làm nổi bật vai trò quan trọng của việc tối ưu hóa quản lý hàng tồn kho để cắt giảm chi phí lưu trữ và cải thiện hiệu quả sử dụng vốn. Đồng thời, công ty cần duy trì sự ổn định của dòng tiền, tận dụng lợi thế quy mô và thúc đẩy tăng trưởng cũng như kiểm soát hợp lý cấu trúc vốn, tối ưu hóa chi phí quản lý và xây dựng chiến lược thích ứng với các cú sốc kinh tế nhằm nâng cao khả năng sinh lợi bền vững.

Từ khóa: Số ngày lưu kho, quản trị hàng tồn kho, hiệu quả hoạt động, công ty sản xuất.

JEL Classifications: G31, L25, M11.

DOI: 10.54404/JTS.2025.201V.06

1. Giới thiệu

Hàng tồn kho đóng vai trò quan trọng trong hoạt động kinh doanh của mọi doanh nghiệp. Đặc biệt, trong lĩnh vực sản xuất, nơi quy trình sản xuất và cung ứng đòi hỏi tính liên tục và ổn định của chuỗi cung ứng, quản lý hàng tồn kho là yếu tố thiết yếu nhằm đảm bảo hiệu suất hoạt động. Theo Heizer và cộng sự (2019), hàng tồn kho không chỉ là một loại tài sản chiến lược mà còn là yếu tố then chốt nhằm duy trì khả năng cung ứng liên tục cho

khách hàng, ngăn ngừa tình trạng thiếu hụt hàng hóa và duy trì sự ổn định của chuỗi cung ứng. Tuy nhiên, hàng tồn kho nếu không được quản lý hiệu quả, dẫn đến sự ứ đọng vốn, làm giảm cơ hội đầu tư và tăng trưởng (Chen et al., 2005; Guariglia & Mateut, 2010), qua đó có thể làm giảm hiệu suất vận hành của doanh nghiệp. Ngược lại, không những chỉ giúp nhu cầu thị trường được đáp ứng kịp thời (Silver et al., 1998), việc quản lý hàng tồn kho hiệu quả còn cho phép chi phí đầu vào được tối ưu hóa,

Tác giả liên hệ: baynv@ntu.edu.vn

năng lực cạnh tranh được nâng cao (Koech et al., 2021; Ndubuisi et al., 2018) và cải thiện hiệu suất hoạt động tổng thể (Đỗ Phương Thảo, 2023).

Một trong những phương pháp được áp dụng để đánh giá tác động của quản trị hàng tồn đến hiệu suất hoạt động là dựa trên việc phân tích chỉ số số ngày lưu kho trung bình (IND). Phân tích chỉ tiêu IND giúp đánh giá khả năng kiểm soát hàng tồn kho, xác định lượng hàng cần lưu trữ trong một khoảng thời gian nhất định, đồng thời cung cấp dữ liệu về tình trạng hàng tồn kho trong kỳ (Mauchi et al., 2011). Đối với doanh nghiệp sản xuất, số ngày lưu kho được xem là một trong những chỉ số quan trọng trong quản trị hàng tồn kho, vì nó ảnh hưởng trực tiếp đến chi phí vận hành, khả năng cạnh tranh cũng như hiệu suất hoạt động (Christopher, 2016). Việc đảm bảo tồn kho ở mức thấp và khả năng duy trì nguồn cung ổn định được hỗ trợ bởi quản lý số ngày lưu kho hợp lý. Đồng thời, rủi ro hao hụt và hư hỏng, đặc biệt đối với các sản phẩm có vòng đời ngắn, cũng được giảm thiểu thông qua chiến lược quản lý tồn kho hiệu quả (Fawcett et al., 2014). Hơn nữa, duy trì số ngày lưu kho ở mức thấp mang lại lợi thế trong việc thích ứng với biến động thị trường (Alhassan & Muhammad, 2022).

Mặc dù, tác động của số ngày tồn kho đến hiệu quả hoạt động đã được kiểm chứng và ghi nhận, song vẫn tồn tại một số hạn chế đó là một số nghiên cứu trước chủ yếu được thực hiện ở các quốc gia phát triển, nơi có môi trường kinh doanh ổn định, hệ thống quản lý tiên tiến và dữ liệu dễ tiếp cận. Điều này tạo ra một khoảng trống nghiên cứu khi áp dụng vào bối cảnh Việt Nam, nơi hoạt động sản xuất phải đối mặt với những thách thức đặc thù, bao gồm hạn chế về cơ sở hạ tầng, thiếu hụt công nghệ và các vấn đề trong chuỗi cung ứng (Srouf & Azmy, 2021). Ngoài ra, tác động này lại khác nhau tùy vào sự khác biệt đáng kể về thị trường, ngành nghề và lĩnh vực nghiên cứu cũng như bối cảnh nghiên cứu cụ thể (Kannan & Tan, 2005). Do đó, việc khám phá tác động của IND đến ROA với những tính chất đặc thù

theo từng bối cảnh thị trường và khu vực là cần thiết nhằm đảm bảo độ tin cậy và mức độ phù hợp của kết quả nghiên cứu. Hơn nữa, nhiều nghiên cứu trước đây chưa xem xét đầy đủ tác động các yếu tố ngoại sinh cũng như sự biến động nhanh chóng của môi trường kinh doanh và chuỗi cung ứng (Ivanov & Dolgui, 2021), đặc biệt trong bối cảnh khủng hoảng do đại dịch COVID-19, những điều này góp phần thúc đẩy tác giả thực hiện kiểm định mối quan hệ này.

Nghiên cứu này nhằm bổ sung vào khoảng trống trong lĩnh vực nghiên cứu mối quan hệ giữa IND và ROA, lấy bối cảnh là các công ty sản xuất trong khoảng thời gian từ 2012-2023. Các phát hiện từ kết quả nghiên cứu được hy vọng góp phần gia cố thêm vào khuôn khổ lý thuyết hiện có về hàng tồn kho và tác động của nó đến hiệu quả doanh nghiệp, đồng thời đưa ra các hàm ý quản trị nhằm cải thiện hơn nữa hiệu quả vận hành của công ty trong thời gian tới. Nghiên cứu được cấu trúc thành năm phần như sau: phần đầu tiên giới thiệu; phần thứ hai cung cấp tổng quan lý thuyết và xây dựng mô hình nghiên cứu; phần thứ ba mô tả phương pháp nghiên cứu; phần thứ tư phân tích kết quả và thảo luận; cuối cùng là kết luận, khuyến nghị và hạn chế.

2. Tổng quan lý thuyết và đề xuất giả thuyết

2.1. Động cơ nắm giữ hàng tồn kho

Việc quyết định duy trì hàng tồn kho ảnh hưởng trực tiếp đến hiệu suất vận hành tại các doanh nghiệp. Pandey (2015) cho rằng quản lý hàng tồn kho dựa trên ba động cơ chính, đó là:

Động cơ giao dịch: Hàng tồn kho giúp đảm bảo tính liên tục trong sản xuất, đáp ứng nhu cầu thị trường và giảm chi phí giao dịch. Việc duy trì mức tồn kho hợp lý giúp giảm chi phí và hạn chế gián đoạn sản xuất (Chen et al., 2005; Gaur et al., 2005).

Động cơ phòng ngừa: Hàng tồn kho đóng vai trò bảo vệ doanh nghiệp trước những biến động cung cầu và rủi ro chuỗi cung ứng. Các công ty duy trì mức tồn kho cao nhằm giảm thiểu nguy cơ gián đoạn sản xuất và đảm bảo tính ổn định trong hoạt động sản xuất kinh

doanh (Blinder & Maccini, 1991; Kahn, 1987; Wen, 2005).

Động cơ đầu cơ: Trường hợp thị trường có nhiều thay đổi, doanh nghiệp tích trữ hàng tồn kho để hạn chế rủi ro chi phí nguyên liệu cũng như tận dụng cơ hội giá tăng trong tương lai. Bằng cách áp dụng chiến lược này, lợi nhuận của doanh nghiệp có thể gia tăng, rủi ro được hạn chế (Fama & French, 1998; Hill & Sartoris, 1992).

Ba động cơ trên thường không tồn tại độc lập mà kết hợp linh hoạt theo đặc thù ngành và bối cảnh cụ thể của thị trường nhằm nâng cao hiệu quả vận hành.

2.2. Lý thuyết nền tảng

Các lý thuyết liên quan giải thích vì sao doanh nghiệp cần duy trì hàng tồn kho và cách tồn kho ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động. Trong điều kiện lý tưởng, doanh nghiệp không cần dự trữ hàng, nhưng do thị trường luôn tiềm ẩn rủi ro và thiếu hoàn hảo, họ buộc phải giữ tồn kho để phòng ngừa (Afrifa & Berchie, 2019). Tuy nhiên, tồn kho cũng kéo theo chi phí, vì vậy nhiều lý thuyết đã đề xuất các cách tối ưu hóa chi phí này, một số lý thuyết tiêu biểu về mối quan hệ giữa tồn kho và hiệu quả hoạt động có thể là:

Lý thuyết chi phí giao dịch (Transaction Cost Theory - TCT): TCT nhấn mạnh việc tối ưu hóa chi phí bằng cách đảm bảo tối thiểu hàng tồn (Ferris, 1981). Nghiên cứu của Bhattacharya (2008) chỉ ra rằng, việc giảm thiểu các chi phí đặt hàng, lưu kho và chi phí vận chuyển tại các doanh nghiệp có thể thực hiện thông qua kiểm soát hàng tồn một cách chặt chẽ. Bên cạnh đó, TCT cũng đề cập đến vai trò của tín dụng thương mại trong quản lý hiệu quả hàng tồn kho. Theo Petersen và Rajan (1997), thay vì tích trữ hàng tồn kho, doanh nghiệp có thể tận dụng tín dụng từ nhà cung cấp để giảm áp lực tài chính. Bougheas và cộng sự (2007) chỉ ra rằng dòng tiền có thể được cải thiện thông qua việc tối ưu hóa thời hạn thanh toán cho nhà cung cấp mà không cần duy trì mức tồn kho cao. Tuy nhiên, việc giảm tồn kho quá mức có thể khiến doanh nghiệp khó thích ứng kịp thời với những thay đổi của thị trường, dẫn đến

tình trạng thiếu hụt sản phẩm kéo theo sụt giảm doanh số bán hàng.

Lý thuyết chu kỳ hoạt động (Operating Cycle Theory - OCT): Lý thuyết này phân tích mối quan hệ giữa vòng quay hàng tồn kho, khoản phải thu và khoản phải trả nhằm đánh giá năng lực trong quản lý vốn lưu động của doanh nghiệp. Richards và Laughlin (1980), Weston và Brigham (1979) cho rằng chu kỳ hoạt động ngắn hơn giúp doanh nghiệp nâng cao hiệu quả tài chính thông qua việc cải thiện thanh khoản. Ross và cộng sự (2008) nhấn mạnh rằng doanh nghiệp cần tối ưu hóa cả ba yếu tố này để đảm bảo dòng tiền luôn dương. Các doanh nghiệp sẽ bị ứ đọng vốn trong hàng tồn kho, điều này làm giảm khả năng đầu tư vào các hoạt động sinh lời khác nếu kỳ luân chuyển hàng tồn kho quá thấp,

Lý thuyết tồn kho tinh gọn (Lean Inventory Theory - LIT): Lý thuyết này xuất phát từ triết lý sản xuất tinh gọn nhằm giảm tối đa hàng tồn kho trong toàn bộ chuỗi cung ứng (Eroglu & Hofer, 2011b). Womack và cộng sự (1990) nhận thấy rằng doanh nghiệp áp dụng chiến lược tồn kho tinh gọn thường có hiệu quả hoạt động cao hơn nhờ tối ưu hóa chi phí vận hành. Green và Inman (2005) chỉ ra rằng quản lý tồn kho tinh gọn giúp cải thiện hiệu quả chuỗi cung ứng và tăng khả năng cạnh tranh trên thị trường. Tuy nhiên, để thực hiện thành công mô hình này, doanh nghiệp cần có hệ thống quản lý sản xuất và chuỗi cung ứng chặt chẽ để tránh rủi ro thiếu hàng.

Lý thuyết đúng thời điểm (Just-In-Time Theory - JIT): Lý thuyết này do Toyota khởi xướng tập trung vào việc giảm tồn kho xuống mức tối thiểu bằng cách đồng bộ hóa quá trình sản xuất với nhu cầu thị trường (Blinder & Maccini, 1991). Theo Hsieh và Kleiner (1992), JIT giúp doanh nghiệp cải thiện hiệu suất hoạt động thông qua cắt giảm chi phí lưu kho, sản xuất và lãng phí nguyên vật liệu. Fullerton và cộng sự (2003) nhận thấy rằng các doanh nghiệp áp dụng JIT thường có hiệu suất tài chính tốt hơn nhờ việc tối ưu hóa quy trình sản xuất. Trong khi Sohal và cộng sự (1993) cho rằng lợi ích của JIT không phải lúc nào cũng rõ ràng, đặc biệt trong các ngành

có chu kỳ cung ứng không ổn định hoặc chuỗi cung ứng dễ bị gián đoạn. Trong những trường hợp này, doanh nghiệp có thể đối mặt với rủi ro thiếu hụt hàng hóa, chi phí vận chuyển gia tăng và khả năng thích ứng kém khi thị trường biến động. Do đó, mối quan hệ giữa JIT và chi phí không chỉ dừng lại ở việc cắt giảm chi phí mà còn đòi hỏi sự cân bằng giữa hiệu quả vận hành và rủi ro trong quản lý chuỗi cung ứng.

Các lý thuyết nền tảng đưa ra các quan điểm khác nhau về cách tồn kho ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của công ty. Dựa trên khuôn khổ lý thuyết vững chắc được xây dựng thông qua tổng hợp các lý thuyết chi phí giao dịch, chu kỳ hoạt động, tồn kho tinh gọn và Just-in-Time. Những lý thuyết này, được kế thừa từ các nghiên cứu trước, giúp làm rõ tác động của IND đến ROA tại các công ty trên sàn chứng khoán Việt Nam.

2.3. Các nghiên cứu thực nghiệm

Hiện vẫn tồn tại nhiều quan điểm trái chiều về tác động của hàng tồn kho đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp, liệu giảm tồn kho có thực sự mang lại lợi ích, hay tăng tồn kho có cải thiện hiệu suất (Taheri et al., 2023). Tổng quan tài liệu cho thấy ba hướng tác động: tích cực, tiêu cực, hoặc không có mối quan hệ rõ ràng, cụ thể:

Thứ nhất, quản trị hàng tồn kho hiệu quả, thông qua việc tăng vòng quay và rút ngắn thời gian lưu kho, được chứng minh là có tác động tích cực đến hiệu quả tài chính doanh nghiệp. Các nghiên cứu tại Hoa Kỳ (Fullerton et al., 2003) và Tây Ban Nha (García-Teruel & Martínez-Solano, 2007) cho thấy số ngày lưu kho thấp giúp cải thiện tỷ suất sinh lời trên tài sản (ROA). Kết quả tương tự được ghi nhận tại Hy Lạp (Koumanakos, 2008; Lazaridis & Tryfonidis, 2006), Singapore (Mansoori & Muhammad, 2012) và Ấn Độ (Ramachandran & Janakiraman, 2009), trong đó tồn kho dài ngày làm gia tăng chi phí cơ hội và suy giảm hiệu quả tài chính.

Trong bối cảnh các nước đang phát triển, ảnh hưởng của tồn kho đến hiệu quả hoạt động phụ thuộc vào đặc thù chuỗi cung ứng và năng lực quản trị. Tại Nigeria, tồn kho dài

hạn có mối liên hệ nghịch chiều với ROA (Falope & Ajilore, 2009), trong khi (Alhassan & Muhammad, 2022) nhấn mạnh vai trò của tối ưu hóa tồn kho trong việc giảm chi phí, nâng cao khả năng đáp ứng và cạnh tranh. Ngược lại, thiếu hụt công nghệ và kỹ năng chuyên môn khiến nhiều doanh nghiệp gặp khó khăn trong kiểm soát chu kỳ lưu kho (Mohamad et al., 2016). Khan và cộng sự (2019) cho rằng quản lý tồn kho hiệu quả có thể khắc phục các nút thắt chuỗi cung ứng và giảm thiểu rủi ro thiếu hàng. Gần đây, Laghari và cộng sự (2023) phân tích dữ liệu từ hơn 20.000 doanh nghiệp phi tài chính tại Trung Quốc, cho thấy tác động tích cực của việc giảm số ngày lưu kho đến ROA, đặc biệt khi áp dụng chiến lược Just-in-Time (JIT). Tại Việt Nam, nhiều nghiên cứu nội địa cũng khẳng định mối liên hệ tiêu cực giữa số ngày lưu kho kéo dài và hiệu quả hoạt động (Bùi Ngọc Toàn, 2016; Toan và cộng sự, 2017; Trần Tú Uyên, 2018; Từ Thị Kim Thoa và Nguyễn Thị Uyên Uyên, 2014). Một số giải pháp được đề xuất bao gồm mua hàng thường xuyên với khối lượng nhỏ (Đoàn Vĩnh Thắng và Phạm Thị Diễm Hương, 2019), tự động hóa quy trình trong ngành dệt may (Đỗ Phương Thảo, 2023) nhằm rút ngắn chu kỳ lưu kho để tiết kiệm chi phí và giảm tồn thất do lưu kho quá dài (Ngo và Nguyen, 2022), qua đó giúp cải thiện ROA trong doanh nghiệp. Các bằng chứng thực nghiệm đều nhất quán khẳng định vai trò thiết yếu của quản trị hàng tồn kho hiện đại trong việc giảm số ngày lưu kho nhằm nâng cao hiệu quả tài chính doanh nghiệp.

Thứ hai, mặc dù nhiều nghiên cứu khẳng định lợi ích của việc tối ưu hóa tồn kho, một số ít nghiên cứu lại cho thấy việc duy trì mức tồn kho thấp không phải lúc nào cũng cải thiện hiệu quả tài chính của công ty. Ủng hộ quan điểm này, Cannon (2008) khi nghiên cứu các công ty sản xuất tại Hoa Kỳ giai đoạn 1991-2000 đã chỉ ra rằng việc duy trì tồn kho thấp không cải thiện hiệu suất tài chính và thậm chí có thể gây tác động tiêu cực do rủi ro hết hàng và ảnh hưởng đến các chính sách tín dụng thương mại. Tương tự, Obermaier và

Donhauser (2009) thực hiện nghiên cứu trên 100 công ty niêm yết tại Đức giai đoạn 1993-2005 nhận thấy, dù tỷ lệ hàng tồn kho trên doanh thu giảm ở một số ngành, đặc biệt là các doanh nghiệp áp dụng hệ thống Just-In-Time (JIT), nhưng điều này không tạo ra tác động đáng kể đến hiệu quả tài chính tổng thể, bởi tồn kho vẫn đóng vai trò như một “vùng đệm” giúp ổn định sản xuất và phòng ngừa thiếu hụt. Cũng có quan điểm này, nghiên cứu tiếp theo của Obermaier và Donhauser (2012) tiếp tục xác nhận rằng các công ty có tồn kho thấp nhất lại hoạt động kém hiệu quả hơn so với các công ty duy trì mức tồn kho cao hơn, qua đó phủ nhận mô hình “tồn kho bằng không” và nhấn mạnh vai trò tích cực của tồn kho trong vận hành doanh nghiệp. Ở bối cảnh Việt Nam, Phạm và cộng sự (2020) tiến hành nghiên cứu tại các công ty thép niêm yết giai đoạn 2010-2019 cho thấy số ngày lưu kho có mối quan hệ tích cực với tỷ suất lợi nhuận trên tài sản (ROA), hay thời gian lưu kho dài hơn có thể cải thiện khả năng sinh lời. Các nghiên cứu của Koech và cộng sự (2021), Shivakumar và Thimmaiah (2016) cũng đồng thuận rằng hàng tồn kho không chỉ là yếu tố chi phí mà còn là một công cụ chiến lược, góp phần ổn định sản xuất, đáp ứng nhu cầu khách hàng và giảm thiểu rủi ro đứt gãy chuỗi cung ứng và qua đó cải thiện hiệu suất hoạt động.

Thứ 3, Một số ít nghiên cứu lại xác định mối quan hệ phi tuyến hoặc không rõ ràng giữa tồn kho và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Chẳng hạn, Elsayed và Wahba, (2016) cho rằng mối quan hệ này thay đổi theo vòng đời công ty, mang tính tiêu cực ở giai đoạn tăng trưởng ban đầu và trưởng thành, nhưng tích cực trong giai đoạn phục hồi hoặc tăng trưởng nhanh. Cardoso và cộng sự (2020) phát hiện mối quan hệ chữ U ngược giữa số ngày lưu kho và ROA, trong đó tồn kho tối ưu (256,62 ngày) giúp tối đa hóa hiệu quả tại các doanh nghiệp phi tài chính Brazil. Tương tự, Afrifa và cộng sự (2021), Afrifa và Berchie (2019) ghi nhận mối quan hệ phi tuyến lõm giữa số ngày lưu kho và ROA, khi tồn kho thấp mang lại hiệu quả tích cực, còn tồn kho cao gây ảnh hưởng tiêu cực. Kiyamaz và cộng

sự (2024) cho thấy sự khác biệt giữa các nền kinh tế, trong đó tồn kho dài hơn giúp cải thiện hiệu quả tại các quốc gia phát triển nhưng lại làm giảm hiệu suất ở các nền kinh tế mới nổi. Tại Việt Nam, nghiên cứu của Phuong và Hung (2020) cũng phát hiện mối quan hệ parabol ngược giữa số ngày tồn kho và ROA. Nhìn chung, các nghiên cứu này đều khẳng định tầm quan trọng của việc duy trì mức tồn kho tối ưu nhằm nâng cao hiệu quả tài chính doanh nghiệp.

Mối quan hệ giữa số ngày lưu kho và hiệu quả doanh nghiệp được nhiều nghiên cứu trước đây thực hiện và vẫn còn là chủ đề được tranh luận. Trong đó, các nghiên cứu trước tập trung vào các quốc gia phát triển, môi trường kinh doanh ổn định và dữ liệu dễ tiếp cận, trong khi bối cảnh tại các quốc gia mới nổi như Việt Nam còn ít được khám phá. Tại đây, doanh nghiệp đối mặt với những thách thức đặc thù về hạ tầng, công nghệ và chuỗi cung ứng. Bên cạnh đó, mức độ tác động của quản trị tồn kho cũng khác nhau giữa các ngành và thị trường, đòi hỏi nghiên cứu mang tính đặc thù theo từng khu vực cũng như nhiều nghiên cứu chưa xem xét đầy đủ yếu tố ngoại cảnh như đại dịch COVID-19 khi xem xét mối quan hệ này.

2.4. Giả thuyết nghiên cứu

2.4.1. Số ngày lưu kho và hiệu quả hoạt động

Mối quan hệ giữa quản lý hàng tồn kho và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp cung cấp cơ sở lý thuyết vững chắc để phát triển giả thuyết nghiên cứu. Việc tích hợp các lý thuyết về chi phí giao dịch, chu kỳ hoạt động, tồn kho tinh gọn, đúng thời điểm và bằng chứng thực nghiệm cho phép kiểm định mối quan hệ này một cách định lượng. Phần lớn các lý thuyết đều nhấn mạnh rằng chu kỳ hàng tồn kho ngắn hơn, rút ngắn số ngày lưu kho sẽ gia tăng hiệu suất hoạt động. Trong bối cảnh thực nghiệm tại Việt Nam, kỳ vọng về mối quan hệ nghịch chiều và trực tiếp giữa số ngày tồn kho và hiệu suất hoạt động của doanh nghiệp. Trên cơ sở này, giả thuyết nghiên cứu được đề xuất như sau:

Giả thuyết H1: Số ngày lưu kho bình quân có quan hệ nghịch (-) với hiệu quả hoạt động

của các công ty sản xuất niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Việt Nam.

2.4.2. Quan hệ giữa các biến số khác và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp

Trong bối cảnh phân tích tác động của số ngày lưu kho, mối quan hệ giữa tỷ lệ nợ (LEV) và tỷ suất sinh lợi trên tài sản (ROA) có ý nghĩa quan trọng đối với việc đánh giá hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Việc duy trì thời gian lưu kho dài có thể làm gia tăng nhu cầu sử dụng vốn vay, kéo theo sự gia tăng chi phí lãi vay, dẫn đến suy giảm lợi nhuận ảnh hưởng xấu đến hiệu suất hoạt động (Harris và Raviv, 1991). Nghiên cứu thực nghiệm đã chứng minh rằng doanh nghiệp có số ngày lưu kho dài hơn thường có mức độ phụ thuộc cao hơn vào đòn bẩy tài chính, làm giảm khả năng tài trợ cho các hoạt động sinh lợi khác và làm suy yếu hiệu quả hoạt động tổng thể (Alrjoub & Ahmad, 2017; Deloof, 2003; Falope & Ajilore, 2009; Trần Tú Uyên, 2018). Dựa trên cơ sở đó, một giả thuyết được đề xuất đó là:

Giả thuyết H2: Tỷ lệ nợ có quan hệ nghịch (-) với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh (OCF) phản ánh khả năng doanh nghiệp tạo ra tiền mặt từ hoạt động cốt lõi của mình. Theo đó, nếu hàng tồn kho nằm quá lâu, doanh nghiệp khó chuyển đổi thành tiền mặt (giảm thanh khoản), trong khi doanh nghiệp cần nhiều vốn lưu động hơn để duy trì hoạt động, làm giảm hiệu suất kinh doanh (Shin & Soenen, 1998). Các nghiên cứu thực nghiệm của Deloof (2003), Gill và cộng sự (2013), Lazaridis và Tryfonidis (2006) Rahman và Nasr (2007) cho thấy, việc kéo dài số ngày lưu kho có thể ảnh hưởng tiêu cực đến sự ổn định của dòng tiền, qua đó hạn chế khả năng tài trợ cho các hoạt động đầu tư và tăng trưởng của doanh nghiệp. Ngược lại, khi dòng tiền hoạt động được cải thiện và chi phí tài chính giảm, hiệu quả hoạt động tổng thể được nâng cao nhờ tối ưu hóa quản lý hàng tồn kho (Falope & Ajilore, 2009; Ramachandran & Janakiraman, 2009). Do đó, kiểm soát chặt chẽ số ngày lưu kho sẽ kéo theo sự ổn định tài chính và hiệu quả kinh doanh của doanh

nh nghiệp được cải thiện. Trên cơ sở đó, một giả thuyết được đề xuất nhằm xem xét OCF như một biến kiểm soát trong nghiên cứu, cụ thể như sau:

Giả thuyết H3: Dòng tiền hoạt động kinh doanh có quan hệ thuận (+) với hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp.

Nhiều nghiên cứu thực nghiệm trước đây đã xác nhận rằng doanh nghiệp lớn thường có lợi thế về quy mô trong quản lý hàng tồn kho, bao gồm năng lực thương thảo với nhà cung cấp, tối ưu hóa chuỗi cung ứng và áp dụng các hệ thống quản lý hàng tồn kho hiện đại, giúp giảm số ngày lưu kho và gia tăng tính thanh khoản (Baños-Caballero et al., 2012; Lazaridis & Tryfonidis, 2006; Mansoori & Muhammad, 2012). Ngược lại, trong trường hợp bị hạn chế về nguồn lực tài chính và công nghệ, khiến số ngày lưu kho kéo dài, làm tăng chi phí lưu kho gây nên hệ lụy tiêu cực (Deloof, 2003; García-Teruel & Martínez-Solano, 2007). Vì vậy, quản lý hàng tồn kho cần được tối ưu hóa phù hợp với quy mô doanh nghiệp nhằm đảm bảo hiệu quả hoạt động và thúc đẩy sự phát triển bền vững. Trên nền tảng này, nghiên cứu đề xuất giả thuyết sau:

Giả thuyết H4: Quy mô doanh nghiệp có quan hệ thuận (+) với hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp.

Doanh nghiệp tăng trưởng thường đi kèm với yêu cầu quản lý hàng tồn kho một cách hiệu quả, nhằm tối ưu hóa chi phí vận hành và đảm bảo duy trì dòng tiền (Baños-Caballero et al., 2014). Nghiên cứu của Deloof (2003), García-Teruel và Martínez-Solano (2007) cho rằng, cần kiểm soát chặt chẽ số ngày lưu kho để tránh tình trạng dư thừa tồn kho, gây áp lực tài chính và làm suy giảm khả năng đầu tư vào các hoạt động sinh lời khác nếu doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng cao. Do đó, số ngày lưu kho cần được quản lý hiệu quả nhằm hướng đến sự ổn định tài chính và tối ưu hóa nguồn lực đầu tư. Ngược lại, thời gian lưu kho kéo dài có thể cản trở khả năng mở rộng quy mô và làm suy giảm tăng trưởng. Điều này đặc biệt rõ rệt trong bối cảnh doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng nhanh, nhu cầu vốn lưu động tăng cao, cần tập trung và tối ưu

hóa nguồn lực để tận dụng cơ hội mở rộng sản xuất (Falope & Ajilore, 2009; Lazaridis & Tryfonidis, 2006). Thêm vào đó, Chittenden và cộng sự (1996) nhận định, tại các thị trường đang phát triển, sự gia tăng tổng tài sản của doanh nghiệp có thể góp phần nâng cao khả năng huy động vốn cũng như cải thiện vị thế thương lượng với nhà cung cấp. Những yếu tố này tạo điều kiện thuận lợi để doanh nghiệp nâng cao hiệu quả hoạt động. Do đó, nghiên cứu đề xuất giả thuyết sau:

Giả thuyết H5: Tăng trưởng doanh nghiệp có quan hệ thuận (+) với hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp.

Bằng chứng thực nghiệm của nhiều nghiên cứu chỉ ra rằng, việc kéo dài thời gian lưu kho làm tăng chi phí quản lý, bảo hiểm và xử lý hàng lỗi thời (Eroglu & Hofer, 2011), hàng tồn kho dư thừa làm tăng chi phí và giảm lợi nhuận Cannon (2008). Bên cạnh đó, Rajagopalan và Malhotra (2001) nhấn mạnh rằng doanh nghiệp có chi phí quản lý cao thường tập trung tối ưu hóa tồn kho để cải thiện tình hình tài chính. Nguyễn Hoàng Phi Nam và cộng sự (2022) đã xác nhận rằng chi phí bán hàng có tác động ngược chiều đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam. Trong khi trong lĩnh vực xây dựng, nghiên cứu của Hoàng Trung Lai (2015) chỉ ra rằng việc cắt giảm chi phí quản lý doanh nghiệp góp phần nâng cao hiệu quả hoạt động. Vì vậy, giả thuyết tiếp theo được đề xuất như sau:

Giả thuyết H6: Chi phí kinh doanh có quan hệ nghịch (-) với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Thời gian qua, nghiên cứu của Bùi Ngọc Mai Phương (2022), Nguyễn Thị Hương Liên và Nguyễn Thị Hà Chinh (2023) xác nhận đại dịch Covid-19 đã tác động đến những phương thức quản trị hiện hữu, dẫn đến ảnh hưởng bất lợi đối với hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp. Nguyễn Thị Thanh Tâm (2024) đã chỉ ra sự khác biệt giữa hai giai đoạn: trước và trong đại dịch Covid-19. Cụ thể, ROA của doanh nghiệp trong giai đoạn trước Covid-19 cao hơn so với giai đoạn diễn ra đại dịch. Vì vậy, nghiên cứu này đề xuất giả thuyết sau:

Giả thuyết H7: Đại dịch Covid 19 có tác động nghịch (-) đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu

Nghiên cứu này tập trung vào các công ty sản xuất do quản lý hàng tồn kho đóng vai trò quan trọng trong vận hành của các doanh nghiệp này. Bộ dữ liệu bao gồm báo cáo tài chính đã kiểm toán của doanh nghiệp sản xuất niêm yết trên HOSE, HNX và UPCOM, thời gian thu thập từ 2012 đến 2023, do Công ty Cổ phần Tài Việt (Vietstock.vn) cung cấp. Dữ liệu đã được tiền xử lý để loại bỏ các giá trị lỗi và thiếu, đảm bảo độ tin cậy cho phân tích, cuối cùng dữ liệu được sử dụng gồm 364 công ty với 4.368 quan sát theo thường niên. Dữ liệu bảng được sử dụng nhờ khả năng kiểm soát biến động theo thời gian và giữa các thực thể, đồng thời giúp tăng độ biến thiên, giảm đa cộng tuyến, nâng cao bậc tự do, từ đó cải thiện độ chính xác và hiệu quả của ước lượng. Theo Gujarati và Porter (2004), dữ liệu bảng đặc biệt phù hợp để phân tích các thay đổi động nhờ khả năng phát hiện và đo lường mối quan hệ theo thời gian tốt hơn dữ liệu chéo hoặc thời gian.

3.2. Mô hình nghiên cứu và phương pháp ước lượng

Tác động của IND đến ROA được kiểm định thông qua mô hình sau:

$$ROA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 IND_{i,t} + \alpha_2 LEV_{i,t} + \alpha_3 OCF_{i,t} + \alpha_4 SIZE_{i,t} + \alpha_5 GROW_{i,t} + \alpha_6 SBE_{i,t} + \alpha_7 COV_19_t + \varepsilon_{it}$$

Trong đó, ROA_{it} là biến phụ thuộc, phản ánh hiệu quả hoạt động của thực thể i thời điểm t . Biên độc lập IND đại diện cho số ngày lưu kho thực thể i thời điểm t . Các biến kiểm soát bao gồm LEV, OCF, SIZE, GROW, SBE và COV-19, lần lượt biểu thị tỷ lệ nợ, dòng tiền hoạt động, quy mô, tăng trưởng, chi phí kinh doanh và khủng hoảng dịch Covid-19 của thực thể i thời điểm t . Sai số ε_{it} có phân phối chuẩn và biến thiên theo i và t . Hệ số α_k là biến giải thích thứ k trong mô hình. Cụ thể các biến được đo lường ở bảng sau:

Bảng 1: Mô tả các biến trong mô hình

Biến số	Ký hiệu	Mô tả	Tham chiếu
Biến phụ thuộc			
Hiệu quả hoạt động	ROA	Lợi nhuận sau thuế/Tổng tài sản bình quân	Đỗ Phương Thảo (2023); Gul và cộng sự (2013); Lê Thị Bích Ngọc (2021); Mansoori và Muhammad (2012).
Biến độc lập			
Số ngày tồn kho	IND	(Giá trị hàng tồn kho bình quân *365)/Giá vốn hàng bán	(Fullerton et al., 2003; Obermaier & Donhauser, 2012; Phuong & Hung, 2020)
III. Biến kiểm soát			
Tỷ lệ nợ	LEV	Tổng nợ/Tổng tài sản	Falope và Ajilore (2009); Garcia (2011); Ramachandran và Janakiraman (2009); Trần Tú Uyên (2019)
Dòng tiền hoạt động kinh doanh	OCF	Dòng tiền hoạt động ròng/Tổng tài sản bình quân	Lê Hoàng Vinh và Nguyễn Thế Phước (2018); Soet và cộng sự (2018); Trương Thị Thu Hương, (2021).
Quy mô	SIZE	Ln (Tổng tài sản)	Cardoso và cộng sự (2020); Từ Thị Kim Thoa và Nguyễn Thị Uyên Uyên (2014); Uyar (2009).
Tăng trưởng	GROW	(Tổng tài sản năm t - Tổng tài sản năm t-1)/Tổng tài sản năm t	Bùi Ngọc Mai Phương (2022); Nguyễn Thị Thanh Tâm (2024); Phạm Thị Lan Hương (2013).
Chi phí kinh doanh	SBE	(Chi phí bán hàng + Chi phí quản lý)/Doanh thu thuần	Hoàng Trung Lai (2015); Nguyễn Hoàng Phi Nam và cộng sự (2022)
Khủng hoảng dịch Covid_19	COV_19	Có giá trị bằng 0 nếu là giai đoạn trước Covid_19, và bằng 1 nếu là giai đoạn Covid_19	Nguyễn Thị Liên Hương (2022); Nguyễn Thị Thanh Tâm (2024); Nguyễn Thị Hương Liên và Nguyễn Thị Hà Chinh (2023).

(Nguồn: Tác giả tổng hợp)

Kiểm định mô hình hồi quy dữ liệu bảng bằng việc sử dụng mô hình tác động cố định (FEM) và mô hình tác động ngẫu nhiên (REM), với thủ tục kiểm định Hausman để xác định mô hình phù hợp nhất. Thực hiện kiểm định Modified Wald nhằm phát hiện hiện tượng phương sai thay đổi và kiểm định Wooldridge để kiểm tra tự tương quan. Nhằm khắc phục những vấn đề này, phương pháp ước lượng bình phương tối thiểu tổng quát khả thi (FGLS) được áp dụng, giúp cải thiện độ tin cậy của ước lượng và nâng cao độ chính xác trong suy luận thống kê.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Thống kê mô tả các biến trong mô hình

Thống kê ở Bảng 2 chỉ ra rằng giá trị trung bình 5,51% của biến phụ thuộc ROA với độ lệch chuẩn 8,76%, phản ánh mức độ biến động đáng kể của ROA. Một số công ty ghi nhận thua lỗ nghiêm trọng với ROA thấp nhất -67,54%, trong khi các doanh nghiệp đạt giá trị vượt trội, mức ROA 72,19%.

Giá trị trung bình đối với chỉ tiêu IND là 99,18 ngày, đi kèm với độ lệch chuẩn cao (81,66 ngày), cho thấy sự khác biệt lớn trong chiến lược quản lý hàng tồn kho giữa các thực

Bảng 2: Kết quả thống kê mô tả các biến định lượng

Biến	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
Biến phụ thuộc					
ROA	4.004	0,0551	0,0876	-0,6754	0,7219
Biến độc lập					
IND	4.004	99,1788	81,6609	0,0210	598,3738
Biến kiểm soát					
LEV	4.368	0,4944	0,2233	0,0027	0,9935
OCF	4.004	0,0636	0,1336	-0,9623	0,7428
SIZE	4.368	27,0764	1,5667	22,9081	32,8663
GROW	4.004	0,0707	0,4082	-0,8755	19,3362
SBE	4.368	0,1204	0,1067	0,0016	0,9960

(Nguồn: Kết quả ước lượng từ phần mềm STATA)

thê. Đáng chú ý, một số công ty duy trì hàng tồn kho lên đến 598,37 ngày, điều này được nhận định bởi sự gián đoạn trong chuỗi cung ứng do các yếu tố như cuộc khủng hoảng Covid-19. Bên cạnh đó, LEV, OCF, SIZE, GROW, và SBE là các biến kiểm soát cũng được thống kê nhằm thể hiện đặc tính của tập dữ liệu, hỗ trợ điều chỉnh tác động của các biến số có trong mô hình nghiên cứu.

4.2. Phân tích tương quan

Bảng 3: Kết quả kiểm định ma trận hệ số tương quan

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	VIF
(1) - ROA	1,000								
(2) - IND	-0,208	1,000							1,12
(3) - LEV	-0,391	0,067	1,000						1,11
(4) - OCF	0,348	-0,151	-0,173	1,000					1,07
(5) - SIZE	0,153	0,019	0,175	0,000	1,000				1,07
(6) - GROW	0,183	-0,026	0,016	-0,089	0,098	1,000			1,02
(7) - SBE	-0,145	0,276	-0,172	-0,052	-0,161	-0,036	1,000		1,15
(8) - COV_19	-0,092	0,076	-0,085	-0,030	0,071	-0,058	0,079	1,000	1,03
Mean VIF									1,08

(Nguồn: Kết quả ước lượng từ phần mềm STATA)

Thống kê ở bảng 3, biểu thị tương quan âm của ROA với các biến IND (-0,208), LEV (-0,391), SBE (-0,145) và COV_19 (-0,092), cho thấy các yếu tố này có thể tác động tiêu cực đến ROA. Ngược lại, ROA có tương quan dương với OCF (0,348), SIZE (0,153) và GROW (0,183), cho thấy tác động tích cực

của các biến này đến ROA. Các biến độc lập và kiểm soát có hệ số tương quan thấp, loại trừ nguy cơ đa cộng tuyến nghiêm trọng. Chỉ số phóng đại phương sai (VIF) của tất cả các biến đều dưới 2, với giá trị trung bình là 1,08, xác nhận không có đa cộng tuyến đáng kể và đảm bảo tính ổn định của mô hình hồi quy (Gujarati, 2004).

4.3. Kết quả hồi quy

Bảng 4 cung cấp một phân tích so sánh toàn diện giữa Mô hình hiệu ứng cố định (FEM), Mô hình hiệu ứng ngẫu nhiên (REM) và Phương pháp bình phương tối thiểu tổng quát khả thi (FGLS) trong Mô hình, nhằm phân tích các yếu tố tác động đến ROA.

Bảng 4: Kết quả mô hình hồi quy tác động của IND đến ROA

Biến phụ thuộc (ROA)	Mô hình FEM	Mô hình REM	Mô hình FGLS
IND	-0,000104*** [-5,83]	-0,000105*** [-6,55]	-0,0000984*** [-9,61]
LEV	-0,159*** [-17,73]	-0,161*** [-23,33]	-0,140*** [-33,59]
OCF	0,0783*** [10,52]	0,0995*** [13,30]	0,0500*** [11,63]
SIZE	0,0182*** [7,02]	0,0122*** [10,02]	0,00699*** [10,55]
GROW	0,0277*** [12,02]	0,0307*** [13,19]	0,0365*** [17,32]
SBE	-0,138*** [-10,93]	-0,127*** [-10,93]	-0,0933*** [-9,24]
COV_19	-0,0208*** [-10,60]	-0,0195*** [-10,19]	-0,0121*** [-8,62]
_Cons	-0,331*** [-4,79]	-0,172*** [-5,26]	-0,0461*** [-2,60]
Số quan sát (N)	4004	4004	4004
Hệ số xác định (R ²)	0,2088	0,2055	
Thống kê F và Wald	F(7, 3633) = 136,96***	Wald chi2(7) = 1.355,56***	Wald chi2(7) = 1.743,81***
Kiểm định Hausman	Chi2(7) = 694,74 Prob > Chi2 = 0,0000***		
Kiểm định Modified Wald trong mô hình FEM được chọn	Chi2(364) = 1.5e+05 với Prob > Chi2 = 0,0000***		
Kiểm định Wooldridge trong mô hình FEM được chọn	F(1, 363) = 36,318 với Prob > F = 0,0000***		

***, ** và * cho biết ý nghĩa 1%, 5% và mức 10% tương ứng. Giá trị thống kê t nằm trong dấu móc vuông.

(Nguồn: Kết quả ước lượng từ phần mềm STATA)

Kết quả hồi quy cho thấy IND có ảnh hưởng tiêu cực và có ý nghĩa 1% đối với ROA, qua đó củng cố quan điểm rằng sự kém hiệu quả trong quản lý hàng tồn kho, dẫn đến số ngày lưu kho kéo dài, có thể làm suy giảm lợi nhuận. Tương tự, LEV, SBE và COV_19 cũng có ảnh hưởng tiêu cực có ý nghĩa 1% với ROA, nhấn mạnh những tác động bất lợi từ đòn bẩy tài chính, chi phí kinh doanh, cũng như ảnh hưởng tiêu cực của đại dịch COVID-19 đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Ngược lại, OCF, SIZE và GROW có ảnh hưởng thuận chiều và đạt ý nghĩa thống kê

với ROA, phản ánh vai trò quan trọng của dòng tiền kinh doanh, quy mô và tăng trưởng trong việc nâng cao hiệu quả hoạt động. Hơn nữa, sự nhất quán của kết quả hồi quy từ FEM, REM và FGLS khẳng định tính vững chắc của mô hình, bất kể phương pháp ước lượng được áp dụng, từ đó củng cố độ tin cậy của các phát hiện nghiên cứu.

Các kiểm định chẩn đoán được trình bày trong Bảng 4 cung cấp cơ sở vững chắc thông qua thủ tục Hausman Test để chọn mô hình phù hợp. Kết quả cho thấy thống kê Chi2 = 694,74 ($p < 0,01$), bác bỏ mạnh mẽ giả thuyết

vô hiệu rằng REM phù hợp hơn FEM, qua đó khẳng định FEM là lựa chọn ưu tiên giữa hai mô hình này. Tuy nhiên, kiểm định Wald đã sửa đổi về tính không đồng nhất phương sai ($\text{Chi}^2 = 1,5e+05$, $p < 0,01$) và kiểm định Wooldridge về tự tương quan chuỗi ($F = 36,318$, $p < 0,01$) cho thấy sự tồn tại của cả hai vấn đề này trong dữ liệu, vì phạm các giả định của FEM và REM. Do đó, việc sử dụng FGLS là cần thiết để khắc phục những hạn chế này, đảm bảo các ước lượng hiệu quả và không thiên vị.

Hơn nữa, mô hình FGLS cho kết quả thống kê Chi^2 của kiểm định Wald = 1.743,81, cao hơn so với REM (1.355,56), thể hiện tính ổn định của phương pháp này trong việc phân tích mối quan hệ giữa các biến giải thích và ROA. Những phát hiện này cung cấp luận cứ chặt chẽ trong phân tích dữ liệu bảng, đảm bảo kết quả nghiên cứu đạt độ chính xác. Phương trình hồi quy tác động IND đến ROA đối với công ty niêm yết tại Việt Nam như sau:

$$ROA_{i,t} = -0,0461 - 0,0000984 * IND_{i,t} - 0,140 * LEV_{i,t} + 0,050 * OCF_{i,t} + 0,00699 * SIZE_{i,t} + 0,0365 * GROW_{i,t} - 0,0933 * SBR_{i,t} - 0,0121 * COV_{19}$$

Kết quả ước lượng từ phương trình trên cung cho thấy, IND tác động nghịch và có ý nghĩa thống kê đối với ROA, với hệ số hồi quy -0,0000984, phản ánh IND bình quân càng cao thì ROA càng giảm. Phát hiện này tương đồng với lý thuyết nền và các nghiên cứu trước đó (Bùi Ngọc Toàn, 2016; Deloof, 2003; Falope & Ajilore, 2009; García-Teruel & Martínez-Solano, 2007; Koumanakos, 2008; Lazaridis & Tryfonidis, 2006; Mansoori & Muhammad, 2012; Quan, 2013; Ramachandran & Janakiraman, 2009; Toan et al., 2017; Trần Tú Uyên, 2018). Do đó, giả thuyết H1 được chấp nhận, khẳng định tầm quan trọng của việc tối ưu hóa quản lý hàng tồn kho trong việc giảm chi phí lưu kho và nâng cao khả năng sinh lợi của các doanh nghiệp sản xuất niêm yết tại Việt Nam.

Bên cạnh đó, tác động tích cực của các biến kiểm soát OCF, SIZE và GROW đến ROA với ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Cụ thể:

Hệ số hồi quy của biến OCF được xác định là 0,050, qua đó mỗi quan hệ dương giữa OCF và ROA đã được kiểm định. Điều này hàm ý rằng việc duy trì và tối ưu hóa dòng tiền cần được thực hiện nhằm đảm bảo thanh khoản, hạn chế sự phụ thuộc vào nguồn vốn bên ngoài và tận dụng cơ hội đầu tư sinh lợi. Kết quả này đã được chứng minh là phù hợp với nghiên cứu của Soet et al (2018), do đó giả thuyết H3 đã được chấp nhận.

Tương tự, hệ số hồi quy của biến SIZE được ghi nhận là 0,00699, cho thấy hiệu quả hoạt động có xu hướng tăng lên khi quy mô doanh nghiệp mở rộng. Sự gia tăng này có thể được giải thích bởi lợi thế kinh tế như khả năng tiếp cận vốn thuận lợi, năng lực cạnh tranh tốt hơn của các doanh nghiệp lớn. Những phát hiện này đã được xác nhận bởi nghiên cứu trước đây (Capkun & cộng sự, 2009; García-Teruel & Martínez-Solano, 2007; Garcia & cộng sự, 2011; Gul et al., 2013; Mansoori & Muhammad, 2012; Ramachandran & Janakiraman, 2009; Sitienei & Memba, 2015), do đó giả thuyết H4 đã được chấp nhận.

Hệ số hồi quy của biến GROW được xác định ở mức 0,0365, cho thấy tác động tích cực của tốc độ tăng trưởng doanh nghiệp đối với ROA. Cơ hội tăng trưởng, việc sở hữu dự kho được rút ngắn, đẩy mạnh đáp ứng nhu cầu thị trường, từ đó gia tăng doanh thu, lợi nhuận cải thiện. Phát hiện này đã được chứng minh là phù hợp với nghiên cứu của Baños-Caballero và cộng sự (2014), Cardoso và cộng sự (2020). Do đó, giả thuyết H5 đã được chấp nhận.

Ngược lại, các biến LEV, SBE và COV₁₉ có tác động tiêu cực đến ROA và có ý nghĩa ở mức 1%, trong đó:

Biến LEV có hệ số hồi quy -0,140, phản ánh mối quan hệ nghịch chiều giữa đòn bẩy tài chính và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Kết quả này phù hợp với các nghiên cứu trước đó của Alrijoub và Ahmad (2017), Deloof (2003), Elsayed và Wahba (2016), Falope và Ajilore (2009), qua đó nhấn mạnh sự cần thiết của việc thận trọng trong sử dụng nợ vay nhằm hạn chế rủi ro tài chính và giảm

thiểu tác động tiêu cực đến khả năng sinh lợi. Vì vậy, giả thuyết H2 được chấp nhận.

Biến SBE có hệ số hồi quy -0,0933, cho thấy chi phí quản lý kinh doanh gia tăng có tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Phát hiện này nhấn mạnh tầm quan trọng của việc tối ưu hóa chi phí quản lý và bán hàng nhằm nâng cao lợi nhuận, đồng thời nhất quán với nghiên cứu của Nguyễn Hoàng Phi Nam và cộng sự (2022). Trên cơ sở đó, giả thuyết H6 được chấp nhận.

Biến COV₁₉ có hệ số hồi quy -0,0121, xác nhận ảnh hưởng tiêu cực của đại dịch COVID-19 đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp sản xuất. Kết quả này tương đồng với các nghiên cứu của Bùi Ngọc Mai Phương (2022), Nguyễn Thị Hương Liên và Nguyễn Thị Hà Chinh (2023), đồng thời nhấn mạnh sự cần thiết của việc xây dựng các chiến lược ứng phó khủng hoảng nhằm duy trì ổn định hoạt động kinh doanh trong bối cảnh kinh tế bất ổn. Do đó, giả thuyết H7 được chấp nhận.

Từ các phát hiện của nghiên cứu cho thấy rằng, các biện pháp tối ưu hóa hàng tồn kho, duy trì dòng tiền kinh doanh, kiểm soát chi phí, tận dụng lợi thế quy mô và quản lý đòn bẩy tài chính hợp lý cần được áp dụng nhằm nâng cao khả năng sinh lợi trong bối cảnh kinh tế đầy biến động.

5. Kết luận và khuyến nghị

Trong nghiên cứu này, tác động của số ngày lưu kho đến hiệu quả hoạt động của 364 công ty sản xuất niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn 2012-2023 đã được đánh giá bằng cách áp dụng mô hình hồi quy dữ liệu bảng. Kết quả thực nghiệm phát hiện rằng ROA bị ảnh hưởng tiêu cực bởi IND hay việc tối ưu hóa quản lý tồn kho cần được thực hiện nhằm giảm chi phí lưu trữ, hạn chế rủi ro hư hỏng hàng hóa, đồng thời cải thiện khả năng sử dụng vốn và nâng cao lợi nhuận doanh nghiệp.

Ngoài ra, tác động tích cực của các biến kiểm soát OCF, SIZE và GROW đến ROA, cho thấy dòng tiền, quy mô doanh nghiệp lớn, mức tăng trưởng cao có lợi thế đến tối ưu hóa nguồn lực, gia tăng doanh thu và cải thiện hiệu suất hoạt động. Ngược lại, LEV và SBE

có tác động tiêu cực, nhấn mạnh tầm quan trọng của quản lý cơ cấu vốn hợp lý và kiểm soát chi phí vận hành. Đặc biệt, đại dịch COVID-19 đã ảnh hưởng đáng kể đến ROA, khẳng định sự cần thiết của chiến lược kinh doanh linh hoạt và ứng dụng giải pháp công nghệ nhằm tăng cường sự linh hoạt trước các cú sốc kinh tế.

Từ kết quả nghiên cứu, một số khuyến nghị được đề xuất nhằm rút ngắn thời gian lưu kho, nâng cao hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp sản xuất: (i) tối ưu hóa quản trị hàng tồn kho bằng cách áp dụng công nghệ ERP hoặc mô hình Just-in-Time (JIT) để giảm thiểu thời gian lưu kho và cải thiện vòng quay hàng hóa; (ii) sử dụng các mô hình dự báo nhu cầu chính xác nhằm cân đối giữa sản xuất và tiêu thụ, hạn chế tồn kho dư thừa; (iii) phát triển chuỗi cung ứng linh hoạt, duy trì quan hệ chặt chẽ với nhà cung cấp để đảm bảo dòng hàng ổn định; (iv) kiểm soát dòng tiền hiệu quả, đẩy nhanh thu hồi công nợ và tối ưu hóa vốn lưu động để duy trì thanh khoản; (v) điều chỉnh chiến lược tài chính nhằm tránh phụ thuộc quá mức vào vốn vay, đồng thời tối ưu hóa chi phí vận hành, đặc biệt là chi phí lưu kho.

Mặc dù nghiên cứu đã cung cấp bằng chứng thực nghiệm quan trọng, nhưng vẫn chưa xem xét và phân tích sâu tác động của các yếu tố ngành, vị trí địa lý hoặc các yếu tố kinh tế vĩ mô. Do đó, các nghiên cứu trong tương lai có thể mở rộng phạm vi phân tích bằng cách kết hợp dữ liệu theo ngành hoặc áp dụng các mô hình động trong thời gian dài để phân tích mối quan hệ này. ♦

Tài liệu tham khảo:

- Afrifa, G. A., Alshehabi, A., Tingbani, I., & Halabi, H. (2021). Abnormal inventory and performance in manufacturing companies: evidence from the trade credit channel. In *Review of Quantitative Finance and Accounting* (Vol. 56, Issue 2). Springer US. <https://doi.org/10.1007/s11156-020-00903-y>.
- Afrifa, G. A., & Berchie, S. (2019). Inventory holding and UK SMEs' perform-

ance. *International Journal of Business Performance Management*, 20(1), 16–33. <https://doi.org/10.1504/IJBPM.2019.096460>.

Alhassan, I., & Muhammad, H. M. (2022). Inventory Management and Financial Performance of Listed Manufacturing Firms in Nigeria. *London Journals Press*, 22(2), 33-47.

Alrjoub, A. M. S., & Ahmad, M. A. (2017). Inventory management, cost of capital and firm performance: Evidence from manufacturing firms in Jordan. *Investment Management and Financial Innovations (Open-Access)*, 14(3), 4-14. [https://doi.org/10.21511/imfi.14\(3\).2017.01](https://doi.org/10.21511/imfi.14(3).2017.01).

Baños-Caballero, S., García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2012). How does working capital management affect the profitability of Spanish SMEs? *Small Business Economics*, 39(2), 517–529. <https://doi.org/10.1007/s11187-011-9317-8>.

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. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2013.01.016>.

Bhattacharya, H. (2008). Theories of Trade Credit: Limitations and Applications. *SSRN Electronic Journal*, 1998. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1286443>.

Blinder, A. S., & Maccini, L. J. (1991). the Resurgence of Inventory Research: What Have We Learned? *Journal of Economic Surveys*, 5(4), 291–328. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6419.1991.tb00138.x>.

Bougheas, S., Mateu, S., & Mizen, P. (2007). Corporate Trade Credit and Inventories: New Evidence of a Tradeoff from Accounts Payable and Receivable. *Journal of Banking & Finance*, 33(2), 300-307. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2008.07.019>.

Bùi Ngọc Mai Phương. (2022). Tác động của quản lý vốn lưu động đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ngành dầu khí niêm yết Việt Nam dưới ảnh hưởng của đại dịch COVID-19. *Tạp chí Khoa học & Đào tạo Ngân hàng*, 245 (Tháng 10), 41-53. ISSN 1859 - 011X.

Bùi Ngọc Toàn. (2016). Tác động của chính sách vốn lưu động đến khả năng sinh lợi trên tổng tài sản của các doanh nghiệp ngành bất động sản Việt Nam. *Cần Thơ University, Journal of Science*, 44, 18. <https://doi.org/10.22144/ctu.jvn.2016.495>.

Cannon, A. R. (2008). Inventory improvement and financial performance. *International Journal of Production Economics*, 115(2), 581-593. <https://doi.org/10.1016/j.ijpe.2008.07.006>.

Capkun, V., Hameri, A. P., & Weiss, L. A. (2009). On the relationship between inventory and financial performance in manufacturing companies. *International Journal of Operations and Production Management*, 29(8), 789-806. <https://doi.org/10.1108/01443570910977698>.

Cardoso, G., Quirós, D. C., Souza, G. S., & Ribeiro, K. C. de S. (2020). Inventory management and performance of Brazilian firms. *Revista de Educação e Pesquisa Em Contabilidade (REPEC)*, 14(1). <https://doi.org/10.17524/repec.v14i1.2041>.

Chen, H., Frank, M. Z., & Wu, O. Q. (2005). What actually happened to the inventories of American companies between 1981 and 2000? *Management Science*, 51(7), 1015-1031. <https://doi.org/10.1287/mnsc.1050.0368>.

Chittenden, F., Hall, G., & Hutchinson, P. (1996). Small firm growth, access to capital markets and financial structure: Review of issues and an empirical investigation. *Small Business Economics*, 8(1), 59-67. <https://doi.org/10.1007/BF00391976>.

Christopher, M. (2016). *Logistics and supply chain management* (5th ed.). Pearson Education Limited, England.

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

Đỗ Phương Thảo. (2023). Ảnh hưởng của quản trị hàng tồn kho đến kết quả kinh doanh của nhóm các doanh nghiệp ngành dệt may niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Việt Nam. *Tạp Chí Nghiên Cứu Tài Chính Kế Toán*, 1 tháng 5(239), 20-25.

Đoàn Vinh Thặng, & Phạm Thị Diễm Hương. (2019). Ảnh hưởng của hiệu quả quản trị tồn kho lên khả năng sinh lợi của các doanh nghiệp ngành dệt may niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp Chí Khoa Học Kinh Tế*, 7(02), 78-88.

Elsayed, K., & Wahba, H. (2016). Reexamining the relationship between inventory management and firm performance: An organizational life cycle perspective. *Future Business Journal*, 2(1), 65-80. <https://doi.org/10.1016/j.fbj.2016.05.001>.

Eroglu, C., & Hofer, C. (2011a). Inventory types and firm performance: Vector autoregressive and vector error correction models. *Journal of Business Logistics*, 32(3), 227-239. <https://doi.org/10.1111/j.2158-1592.2011.01019.x>.

Eroglu, C., & Hofer, C. (2011b). Lean, leaner, too lean? the inventory-performance link revisited. *Journal of Operations Management*, 29(4), 356-369. <https://doi.org/10.1016/j.jom.2010.05.002>.

Falope, O. I., & Ajilore, O. T. (2009). Working capital management and corporate profitability: Evidence from panel data analysis of selected quoted companies in Nigeria. *Research Journal of Business Management*, 3(3), 73-84. <https://doi.org/10.3923/rjbm.2009.73.84>.

Fama, E. F., & French, K. R. (1998). Taxes, Financing Decisions, and Firm Value. *The Journal of Finance*, 53(3), 819-843. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/0022-1082.00036>.

Fawcett, S. E., Ellram, L. M., & Ogden, J. A. (2014). *Supply Chain Management and Competitive Strategy* (First Edit). Pearson Prentice Hall. www.pearsoned.co.uk.

Ferris, J. S. (1981). A transactions theory of trade credit use. *Quarterly Journal of Economics*, 96(2), 243-270. <https://doi.org/10.2307/1882390>.

Fullerton, R. R., McWatters, C. S., & Fawson, C. (2003). An examination of the relationships between JIT and financial performance. *Journal of Operations Management*, 21(4), 383-404. [https://doi.org/10.1016/S0272-6963\(03\)00002-0](https://doi.org/10.1016/S0272-6963(03)00002-0).

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. <https://doi.org/10.1108/17439130710738718>.

Garcia, J. F. L., Martins, F. V., & Brandão, E. (2011). *The Impact of Working Capital Management upon Companies' Profitability: Evidence from European Companies: Vol. FEP Workin* (N.438, Nov. 2011). Available at SSRN 2165210.

Gaur, V., Fisher, M. L., & Raman, A. (2005). An econometric analysis of inventory turnover performance in retail services. *Management Science*, 51(2), 181-194. <https://doi.org/10.1287/mnsc.1040.0298>.

Gill, A., Biger, N., Mand, H. S., & Mathur, N. (2013). Earnings Management, Firm Performance, and the Value of Indian Manufacturing Firms. *Accounting Horizons*, 28(3), 605-626.

Green, K. W., & Inman, R. A. (2005). Using a just-in-time selling strategy to strengthen supply chain linkages. *International Journal of Production Research*, 43(16), 3437-3453. <https://doi.org/10.1080/00207540500118035>.

Guariglia, A., & Mateut, S. (2010). Inventory investment, global engagement, and financial constraints in the UK: Evidence from micro data. *Journal of Macroeconomics*, 32(1), 239-250. <https://doi.org/10.1016/j.jmacro.2009.03.001>.

Gujarati, D. N. (2004). *Basic Econometrics* (4th ed.). McGraw-Hill Companies.

Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2004). *Basic Econometrics* (5th ed.). Editura McGraw-Hill. SBN 978-0-07-337577-9

Gul, S., Rehman, S. U., Khan, M. T., Khan, M., Khan, W., & Khan, M. B. (2013). Working Capital Management and Performance of SME Sector. *European Journal of Business and Management*, 5(1), 60-68. ISSN 2222-1905 (Paper) ISSN 2222-2839 (Online).

Harris, M., & Raviv, A. (1991). The Theory of Capital Structure. *The Journal of*

- Finance*, 46(1), 297-355. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03753.x>.
- Heizer, J., Render, B., & Munson, C. (2019). *Operations management: sustainability and supply chain management* (13th ed.). Pearson.
- Hill, N. C., & Sartoris, William L. (1992). *Short-term Financial Management: Text and Cases* (p. 567). Macmillan Publishing Macmillan Coll Div, U.S.A. ISBN: 0023548215, 9780023548215.
- Hoàng Trung Lai. (2015). Tác động của chi phí đại diện đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp niêm yết ngành xây dựng tại Việt Nam. *Kinh tế & Phát triển*, 218 (2)(Tháng 8), 80-86.
- Hsieh, P., & Kleiner, B. H. (1992). New Developments in Inventory and Materials Management. *Logistics Information Management*, 5(2), 32-35. <https://doi.org/10.1108/09576059210012193>.
- Ivanov, D., & Dolgui, A. (2021). OR-methods for coping with the ripple effect in supply chains during COVID-19 pandemic: Managerial insights and research implications. *International Journal of Production Economics*, 232, 107921. <https://doi.org/10.1016/j.ijpe.2020.107921>.
- Kahn, J. A. (1987). Inventories and the Volatility of Production. *The American Economic Review*, 77(4), 667-679. <http://www.jstor.org/stable/1814538>.
- Kannan, V. R., & Tan, K. C. (2005). Just in time, total quality management, and supply chain management: understanding their linkages and impact on business performance. *Omega*, 33(2), 153-162. <https://doi.org/10.1016/j.omega.2004.03.012>.
- Khan, F., Danish, D., & Siddiqui, A. (2019). Impact of Inventory Management on Firm's Efficiency-A Quantitative Research Study on Departmental Stores Operating in Karachi. *Social Science and Humanities Journal SSHJ*, 03(04), 964-980.
- Kiyamaz, H., Haque, S., & Choudhury, A. A. (2024). Working capital management and firm performance: A comparative analysis of developed and emerging economies. *Borsa Istanbul Review*, 24(3), 634-642. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2024.03.004>.
- Koech, D. J., Muturi, W., Oluoch, O., & Kagiri, A. (2021). Effect of Inventory Management on Financial Performance of Non-Financial Firms Listed at the Nairobi Securities Exchange. *Research Journal of Finance and Accounting*, September. <https://doi.org/10.7176/rjfa/12-23-01>.
- Koumanakos, D. P. (2008). The effect of inventory management on firm performance. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 57(5), 355-369. <https://doi.org/10.1108/17410400810881827>.
- Lã Thị Bích Ngọc. (2021). Mối quan hệ giữa quản trị hàng tồn kho với tỷ suất sinh lời của các doanh nghiệp ngành thủy sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Kinh Tế và Dự Báo*, 112-117.
- Laghari, F., Ahmed, F., & de las Nieves López García, M. (2023). Cash flow management and its effect on firm performance: Empirical evidence on nonfinancial firms of China. *PLoS ONE*, 18(6 JUNE), 1-26. <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0287135>.
- Lazaridis, I., & Tryfonidis, D. (2006). The relationship between working capital management and profitability of listed companies in the Athens Stock Exchange. *Journal of Financial Management and Analysis*, 19(1), 26-35.
- Lê Hoàng Vinh, & Nguyễn Thế Phước. (2018). Tác động của quản trị vốn lưu động đến dòng tiền hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh. *Tạp chí Khoa học Đại học Văn Lang*, 7, 118-124.
- Mansoori, E., & Muhammad, J. (2012). The Effect Of Working Capital Management On Firm's Profitability : Empirical E ... *Journal of Business*, 4(Journal of Contemporary Research in Business), 472-486.
- Mauchi, F. N., Nzaro, R., Njanike, K., Nyaradzai, M., Karambakuwa, R. T., Damiyano, D., Gopo, R. N., Gombarume, F. B., Mangwende, S., & Manomano, C. (2011). The effectiveness of cash management policies: a case study of Hunyani flexible prod-

ucts. *Educational Research*, 2(7), 1299-1305. <http://www.interestjournals.org/ER>.

Mburugu, V. (2020). Effect of inventory management on financial performance of commercial and service firms listed at the Nairobi Securities Exchange. (*Doctoral Dissertation, University of Nairobi*).

Mohamad, S. J. A. N. bin S., Suraidi, N. N., Rahman, N. A. A., & Suhaimi, R. D. S. R. (2016). A Study on Relationship between Inventory Management and Company Performance: A Case Study of Textile Chain Store. *Journal of Advanced Management Science*, 299-304. <https://doi.org/10.12720/joams.4.4.299-304>.

Ndubuisi, A. N., O, E. B., Uche, E. P., & Chinyere, O. J. (2018). Inventory management and financial performance: Evidence from brewery firms listed on Nigeria stock. *International Journal of Research in Business, Economics and Management*, 2(3 May-June), 72-93.

Ngo, D. N. P., & Nguyen, C. Van. (2022). Effect Of Working Capital Management On The Performance Of Listed Firms In Emerging Markets: Evidence In Vietnam. *Webology Journal*, 19(2), 1-13. <http://www.webology.org>.

Nguyễn Hoàng Phi Nam, Tô Thị Kim Thoa, Hoàng Anh Tuấn, Nguyễn Thành Hưng, & Trần Khánh Hưng. (2022). Tác động của quản trị hàng tồn kho đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp được niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Công Thương*, 4(Tháng 3), 354-359. ISSN.0866-7756.

Nguyễn Thị Hương Liên, & Nguyễn Thị Hà Chinh. (2023). Tác động của Covid-19 đến hiệu quả tài chính của các công ty niêm yết ngành chế biến thủy sản tại Việt Nam. *Tạp chí Kế toán & Kiểm toán*, Tháng 5, 60-65. <https://doi.org/10.59006/vnfa-jaa.05202310>.

Nguyễn Thị Liên Hương. (2022). *Nghiên cứu tác động của phát triển bền vững doanh nghiệp đến chi phí sử dụng vốn tại các doanh nghiệp niêm yết Việt Nam*. Luận án Tiến sĩ kinh tế, Trường Đại học Thương mại, Hà Nội.

Nguyễn Thị Thanh Tâm. (2024). Tác động của cơ cấu vốn đến hiệu quả tài chính tại các doanh nghiệp niêm yết Việt Nam trong bối cảnh Covid-19. *Journal of Science and Technology*, 60(2), 141-148. <https://doi.org/10.57001/huinh5804.2024.082>.

Obermaier, R., & Donhauser, A. (2009). Disaggregate and aggregate inventory to sales ratios over time: the case of German corporations 1993–2005. In *Logistics Research* (Vol. 1, Issue 2). sp. <https://doi.org/10.1007/s12159-009-0014-9>.

Obermaier, R., & Donhauser, A. (2012). Zero inventory and firm performance: A management paradigm revisited. *International Journal of Production Research*, 50(16), 4543-4555. <https://doi.org/10.1080/00207543.2011.613869>.

Pandey, I. M. (2015). Financial Management. In *Financial Management* (11th ed.). Vikas Publishing House. ISBN: 978-93259-8229-1.

Petersen, M. A., & Rajan, R. G. (1997). Trade Credit: Theories and Evidence. *Review of Financial Studies*, 10(3), 661-691. <https://doi.org/10.1093/rfs/10.3.66>.

Pham, K. X., Nguyen, Q. N., & Nguyen, C. Van. (2020). Effect of Working Capital Management on the Profitability of Steel Companies on Vietnam Stock Exchanges. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(10), 741-750. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.n10.741>.

Phạm Thị Lan Hương. (2013). Các nhân tố ảnh hưởng đến chi phí vốn của doanh nghiệp: Nghiên cứu thực nghiệm các doanh nghiệp ngành kinh doanh Bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Kinh tế & Phát triển*, 198(II), 65-73.

Phuong, N. T. T., & Hung, D. N. (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>.

Quan, N. Le. (2013). Impact Of Working Capital On Firms' Profitability: Evidence From Construction And Building - Material Sector Of Vietnam. In *Thesis of Business Administration*.

- Quan Minh Nhựt, & Lý Thị Phương Thảo. (2014). Phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp bất động sản đang niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Khoa học Trường Đại học Cần Thơ*, 33(2014), 65-71. <https://ctujsvn.ctu.edu.vn/index.php/ctujsvn/article/view/158>.
- Raheman, A., & Nasr, M. (2007). Working Capital Management And Profitability - Case Of Pakistani Firms. *International Review of Business Research Papers*, 3 No 1(March 2007), 279-300.
- Rajagopalan, S., & Malhotra, A. (2001). Have U.S. Manufacturing Inventories Really Decreased? An Empirical Study. *Manufacturing and Service Operations Management*, 3(1), 14-24. <https://doi.org/10.1287/msom.3.1.14.9995>.
- Ramachandran, A., & Janakiraman, M. (2009). The Relationship between Working Capital Management Efficiency and ebit. *Managing Global Transitions*, Nr. 1(October 2015), 62-74. <http://www2.fm-kp.si/zalozba/ISSN/1581-6311/7-1.pdf#page=77>.
- Richards, V. D., & Laughlin, E. J. (1980). A Cash Conversion Cycle Approach to Liquidity Analysis. *Financial Management*, 9(1), 32-38. url: <http://www.jstor.org/stable/3665310>.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jordan, B. D. (2008). *Fundamentals of Corporate Finance*. Tata McGraw-Hill Education, New York.
- Sahari, S., Tinggi, M., & Kadri, N. (2012). Inventory Management in Malaysian Construction Firms: Impact on Performance. *SIU Journal of Management*, 2(1).
- Shin, H.-H., & Soenen, L. (1998). Efficiency of working capital management and corporate profitability. *Financial Practice and Education*, 8(2), 37-45. <http://www.nber.org/papers/w16019>.
- Shivakumar, M., & Thimmaiah, N. B. (2016). Inventory Management-A Tool for Efficient Use of Resources (A Study With Reference to DLF Ltd). In *International Journal of Innovative Research in Engineering & Management (IJIREM)* (Issue 3).
- Silver, E. A., Pyke, D. F., & Peterson, R. (1998). *Inventory Management and Production Planning and Scheduling* (3rd ed.). John Wiley & Sons.
- Sitienei, E., & Memba, F. (2016). The Effect of Inventory Management on Profitability of Cement Manufacturing Companies in Kenya: A Case Study of Listed Cement Manufacturing Companies in Kenya. *International Journal of Management and Commerce Innovations*, 3(2), 111-119.
- Soet, M. A., Muturi, W., & Oluoch, O. (2018). Effect of Operating Cash Flow Management on. *European Journal Of Business, Economics And Accountancy*, 6(5), 37-46.
- Sohal, A. S., Ramsay, L., & Samson, D. (1993). JIT Manufacturing: Industry Analysis and a Methodology for Implementation. *International Journal of Operations & Production Management*, 13(7), 22-56. <https://doi.org/10.1108/eum0000000001313>.
- Srour, H., & Azmy, A. (2021). Inventory management and its impact on the firm performance. *World Research of Business Administration*, 1(1), 45-65. ISSN 2771-1161.
- Taheri, M., Sadegh Amalnick, M., Allah Taleizadeh, A., & Mardan, E. (2023). A fuzzy programming model for optimizing the inventory management problem considering financial issues: A case study of the dairy industry. *Expert Systems with Applications*, 221, 119766. <https://doi.org/10.1016/j.eswa.2023.119766>.
- Toan, L. D., Nhan, H. Van, Anh, L. N. N.,

& Man, L. Q. (2017). The Relationship between Working Capital Management and Profitability: Evidence in Viet Nam. 2. *International Journal of Business and Management*, 12(8), 175. <https://doi.org/10.5539/ijbm.v12n8p175>.

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. *VNU Journal of Science: Economics and Business*, 34(3), 1-14. <https://doi.org/10.25073/2588-1108/vnueab.4157>.

Trương Thị Thu Hương. (2021). Ảnh hưởng của dòng tiền đến hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam bằng mô hình tác động cố định. *Tạp chí Khoa học và Công nghệ*, 57(2), 147-152. P-ISSN 1859-3585 E-ISSN 2615-9619.

Từ Thị Kim Thoa, & Nguyễn Thị Uyên Uyên. (2014). Môi quan hệ giữa quản trị vốn luân chuyển và khả năng sinh lợi Bằng chứng thực nghiệm ở VN. *Tạp Chí Phát Triển và Hội Nhập*, 14(24), 62-70.

Uyar, A. (2009). The relationship of cash conversion cycle with firm size and profitability: An empirical investigation in Turkey. *International Research Journal of Finance and Economics*, 1(24), 186-193.

Wen, Y. (2005). Understanding the inventory cycle. *Journal of Monetary Economics*, 52(8), 1533-1555. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2004.10.009>.

Weston, J. ., & Brigham, E. F. (1979). *Managerial Finance*. Holt, Rinehart & Winston Of Canada Ltd.

Womack, J. P., Jones, D. T., & Roos, D. (1990). *The machine that changed the world : based on the Massachusetts Institute of Technology 5-million dollar 5-year study on the future of the automobile*. <https://lccn.loc.gov/89063284>.

Summary

This study aims at assessing the impact of inventory days (IND) on operating performance (ROA) of listed manufacturing firms in Vietnam. Using panel data regression on a sample of 364 firms over the period 2012–2023 as the research tool, the results show that long inventory days reduce operating performance. In addition, operating cash flow (OCF), size (SIZE), and growth rate (GROW) have positive impacts on ROA. Meanwhile, debt ratio (LEV), operating expenses (SBE), and the impact of the COVID-19 pandemic have negative impacts. These findings highlight the important role of optimizing inventory management to reduce storage costs and improve capital efficiency. At the same time, companies should maintain stable cash flow, take advantage of scale, promote growth, properly control capital structure, optimize management costs, and build strategies to adapt to economic shocks to improve sustainable profitability.

Lời cảm ơn:

Nghiên cứu này được tài trợ bởi nguồn ngân sách khoa học và công nghệ của Trường Đại học Nha Trang trong đề tài mã số TR2023 - 13 - 42.