

NGHIÊN CỨU CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN KHẢ NĂNG THANH TOÁN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP DỆT MAY NIÊM YẾT Ở VIỆT NAM GIAI ĐOẠN 2013-2023

Ths. Phan Hoàng Phúc* - GS.TS. Nguyễn Trọng Cơ**

Nghiên cứu này nhằm phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến khả năng thanh toán của 19 doanh nghiệp dệt may niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn 2013-2023, dựa trên cơ sở dữ liệu bảng thu thập từ báo cáo tài chính hằng năm. Mô hình hồi quy được xây dựng với biến phụ thuộc là hệ số thanh toán hiện hành (CR) và các biến độc lập gồm quy mô doanh nghiệp (SIZE), đòn bẩy tài chính (LEV), hiệu quả hoạt động (ROA), vòng quay hàng tồn kho (INV), vòng quay khoản phải thu (REC) và tăng trưởng doanh thu (GROW). Nghiên cứu khẳng định rằng khả năng thanh toán của doanh nghiệp dệt may chịu tác động đồng thời của hiệu quả hoạt động, cấu trúc vốn và hiệu quả quản trị vốn lưu động, qua đó cung cấp bằng chứng thực nghiệm mới cho lĩnh vực quản trị tài chính doanh nghiệp tại Việt Nam. Trên cơ sở đó, nhóm tác giả đề xuất các hàm ý quản trị nhằm nâng cao năng lực thanh khoản, kiểm soát rủi ro tài chính và thúc đẩy phát triển bền vững cho ngành dệt may trong bối cảnh hậu COVID-19.

• Từ khóa: khả năng thanh toán; doanh nghiệp dệt may; hồi quy dữ liệu bảng; vốn lưu động; ROA; đòn bẩy tài chính; Việt Nam.

This study aims to analyze the factors affecting the solvency of 19 listed textile and garment enterprises in Vietnam in the period 2013-2023, based on panel data collected from annual financial reports. The regression model is built with the dependent variable being the current ratio (CR) and the independent variables including enterprise size (SIZE), financial leverage (LEV), operating efficiency (ROA), inventory turnover (INV), receivable turnover (REC) and revenue growth (GROW). The study confirms that the solvency of textile and garment enterprises is simultaneously affected by operating efficiency, capital structure and working capital management efficiency, thereby providing new empirical evidence for the field of corporate financial management in Vietnam. On that basis, the authors propose management implications to improve liquidity, control financial risks and promote sustainable development for the textile and garment industry in the post-COVID-19 context.

• Key words: solvency; textile and garment enterprises; panel data regression; working capital; ROA; financial leverage; Vietnam.

Ngày nhận bài: 11/9/2025

Ngày gửi phản biện: 22/9/2025

Ngày duyệt đăng: 25/11/2025

DOI: <https://doi.org/10.71374/jfar.v25.i301.13>

* Trường Đại học Mở TP. Hồ Chí Minh

** Học viện Tài chính

1. Giới thiệu

Ngành dệt may Việt Nam là một trong những ngành xuất khẩu chủ lực, đóng góp khoảng 12-16% tổng kim ngạch xuất khẩu quốc gia và tạo việc làm cho hàng triệu lao động. Tuy nhiên, trong bối cảnh hội nhập kinh tế sâu rộng và biến động kinh tế toàn cầu, các doanh nghiệp dệt may đang đối mặt với áp lực lớn về chi phí, tỷ giá, đơn hàng và dòng tiền. Khả năng thanh toán - thể hiện năng lực đáp ứng nghĩa vụ ngắn hạn của doanh nghiệp - trở thành một chỉ tiêu quan trọng phản ánh sức khỏe tài chính và mức độ bền vững của doanh nghiệp.

Theo lý thuyết tài chính doanh nghiệp, khả năng thanh toán chịu ảnh hưởng bởi nhiều yếu tố như quy mô, cơ cấu vốn, khả năng sinh lời, tốc độ luân chuyển tài sản và hiệu quả quản trị dòng tiền (Brigham & Ehrhardt, 2017; Ross et al., 2019). Các nghiên cứu trong và ngoài nước như của Lartey et al. (2013), Almajali et al. (2012), và Nguyễn Thị Thu Trang (2020) đã chỉ ra mối quan hệ giữa cấu trúc tài chính và khả năng thanh khoản, nhưng vẫn còn ít công trình tập trung riêng cho ngành dệt may Việt Nam với dữ liệu cập nhật dài hạn.

2. Cơ sở lý thuyết và tổng quan nghiên cứu

2.1. Cơ sở lý thuyết

Khái niệm và vai trò của khả năng thanh toán

Khả năng thanh toán (liquidity) phản ánh năng lực của doanh nghiệp trong việc đáp ứng các nghĩa vụ tài chính ngắn hạn bằng tài sản ngắn hạn sẵn có. Theo

Brigham và Ehrhardt (2017), đây là chỉ tiêu thể hiện “sức khỏe tài chính tức thời” của doanh nghiệp, cho biết mức độ an toàn khi đối mặt với các cam kết thanh toán trong ngắn hạn.

Khả năng thanh toán thường được đo lường thông qua các chỉ số như hệ số thanh toán hiện hành (Current Ratio - CR), hệ số thanh toán nhanh (Quick Ratio) và hệ số thanh toán bằng tiền (Cash Ratio). Trong đó, CR là thước đo phổ biến nhất, được tính bằng tỷ lệ giữa tài sản ngắn hạn và nợ ngắn hạn.

Đối với ngành dệt may, quản trị thanh khoản hiệu quả chính là điều kiện tiên quyết để duy trì hoạt động liên tục, hạn chế rủi ro tài chính và nắm bắt cơ hội thị trường.

Các lý thuyết nền tảng liên quan

- Lý thuyết Quản trị vốn lưu động (Working Capital Management Theory): Theo Deloof (2003) và Richards & Laughlin (1980), quản trị vốn lưu động (bao gồm tồn kho, khoản phải thu, khoản phải trả) có ảnh hưởng trực tiếp đến khả năng thanh toán và lợi nhuận. Chu kỳ chuyển đổi tiền mặt (Cash Conversion Cycle - CCC) càng ngắn thì doanh nghiệp càng dễ duy trì dòng tiền dương, từ đó nâng cao khả năng thanh toán. Trong ngành dệt may, vốn lưu động thường chiếm hơn 60% tổng tài sản, do đó việc tối ưu hóa tồn kho và thu hồi công nợ có tác động lớn đến thanh khoản.

- Lý thuyết Đánh đổi (Trade-off Theory): Theo Myers (1984), doanh nghiệp phải cân bằng giữa lợi ích từ tấm chắn thuế của nợ và rủi ro mất khả năng chi trả. Mức nợ hợp lý giúp giảm chi phí vốn, nhưng nợ quá cao dẫn đến gánh nặng lãi vay và rủi ro thanh khoản. Do đó, đòn bẩy tài chính (LEV) có mối quan hệ ngược chiều với khả năng thanh toán.

- Lý thuyết Trật tự phân hạng (Pecking Order Theory): Được phát triển bởi Myers & Majluf (1984), lý thuyết này cho rằng doanh nghiệp ưu tiên sử dụng nguồn vốn nội bộ (lợi nhuận giữ lại) trước khi vay nợ hoặc phát hành cổ phiếu, nhằm giảm thiểu chi phí thông tin và rủi ro tài chính. Doanh nghiệp có khả năng sinh lời cao (ROA lớn) sẽ có khả năng thanh toán tốt hơn vì có thể tài trợ hoạt động bằng dòng tiền nội bộ.

- Lý thuyết Tín hiệu (Signaling Theory): Theo Ross (1977), các quyết định tài chính gửi tín hiệu về sức khỏe tài chính của doanh nghiệp đến thị trường. Việc duy trì mức thanh khoản cao phản ánh năng lực quản trị và uy tín, tạo niềm tin cho nhà đầu tư và đối tác tín dụng. Ngược lại, thanh khoản thấp có thể phát tín hiệu tiêu cực về rủi ro tài chính.

- Lý thuyết Chu kỳ kinh doanh và dòng tiền (Cash Flow and Business Cycle Theory): Theo Opler và cộng sự (1999), trong giai đoạn kinh tế suy thoái, doanh nghiệp có xu hướng duy trì lượng tiền mặt lớn để phòng ngừa rủi

ro thanh toán. Do đó, khả năng thanh toán cũng bị chi phối bởi các yếu tố vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, và tỷ giá.

- Lý thuyết Quy mô doanh nghiệp (Firm Size Theory): Theo Titman & Wessels (1988), quy mô doanh nghiệp có ảnh hưởng đến khả năng huy động vốn và chính sách thanh khoản. Doanh nghiệp lớn dễ tiếp cận nguồn vốn bên ngoài, nhưng do có nhu cầu vốn lưu động lớn hơn, mức thanh khoản có thể thấp hơn doanh nghiệp nhỏ.

2.2. Tổng quan nghiên cứu

Nghiên cứu quốc tế

Nhiều công trình nghiên cứu đã chỉ ra mối quan hệ cùng chiều giữa khả năng thanh toán và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Eljelly (2004) khi phân tích 25 doanh nghiệp tại Ả Rập Xê Út khẳng định rằng doanh nghiệp có ROA cao thường sở hữu thanh khoản tốt nhờ tạo ra dòng tiền nội bộ ổn định. Thực nghiệm của Gill và Mathur (2011) tại Canada cho thấy tỷ lệ nợ (LEV) ảnh hưởng âm đáng kể đến thanh khoản, trong khi Akinyomi (2014) tại Nigeria chỉ ra rằng duy trì mức nợ thấp giúp doanh nghiệp ổn định dòng tiền. Deloof (2003) là người tiên phong khẳng định khả năng thanh toán và lợi nhuận phụ thuộc mạnh vào hiệu quả quản trị vốn lưu động; ông chứng minh rằng chu kỳ chuyển đổi tiền mặt (CCC) càng ngắn thì hiệu quả hoạt động và thanh khoản càng cao. Lazaridis và Tryfonidis (2006) tại Hy Lạp cũng phát hiện mối quan hệ tương tự giữa vòng quay hàng tồn kho (INV), vòng quay khoản phải thu (REC) và CR. Các nghiên cứu gần đây của Afrifa (2016) và Khalid et al. (2020) mở rộng mô hình sang các ngành sản xuất, khẳng định quản trị dòng tiền hiệu quả là công cụ then chốt giúp doanh nghiệp duy trì thanh khoản và khả năng chống chịu tài chính. Nhìn chung, các nghiên cứu quốc tế thống nhất rằng khả năng thanh toán chịu ảnh hưởng đồng thời bởi hiệu quả hoạt động, cấu trúc vốn, quy mô doanh nghiệp và quản trị vốn lưu động, tuy nhiên mức độ và chiều hướng tác động có thể khác nhau tùy thuộc vào ngành nghề, khu vực và giai đoạn kinh tế.

Nghiên cứu trong nước

Tại Việt Nam, các nghiên cứu về khả năng thanh toán chủ yếu được thực hiện từ sau năm 2010, khi mức độ minh bạch của dữ liệu doanh nghiệp niêm yết được cải thiện đáng kể. Tuy nhiên, phần lớn các công trình vẫn dừng lại ở phạm vi tổng hợp đa ngành hoặc giai đoạn nghiên cứu ngắn. Nguyễn Thị Hồng Vân (2018) phân tích 120 doanh nghiệp niêm yết trong giai đoạn 2010-2016 và phát hiện rằng tỷ lệ nợ (LEV) có tác động âm mạnh nhất đến hệ số thanh toán hiện hành (CR), trong khi tỷ suất lợi nhuận trên tài sản (ROA) và vòng quay tổng tài sản (TATO) lại có ảnh hưởng tích cực. Tương tự, Phan Văn Tú (2019) khi nghiên cứu các doanh nghiệp công nghiệp niêm yết cũng chỉ ra rằng ROA và chu kỳ thu tiền là hai

yếu tố then chốt ảnh hưởng đến khả năng thanh khoản. Nguyễn Thị Thu Trang (2020) phát triển mô hình kết hợp giữa quản trị dòng tiền và khả năng thanh toán đối với các doanh nghiệp sản xuất, cho thấy chu kỳ chuyển đổi tiền mặt (CCC) có mối quan hệ nghịch biến với CR, tức là chu kỳ càng ngắn thì khả năng thanh toán càng cao. Nhìn chung, mặc dù các kết quả nghiên cứu đã góp phần làm rõ các nhân tố ảnh hưởng đến khả năng thanh toán của doanh nghiệp Việt Nam, song đa phần mới chỉ dừng ở dữ liệu đến năm 2020 và chưa đi sâu vào ngành dệt may - lĩnh vực có đặc thù chu kỳ sản xuất dài, tỷ lệ hàng tồn kho và nợ ngắn hạn cao. Đồng thời, còn ít nghiên cứu sử dụng mô hình dữ liệu bảng (panel data) dài hạn kết hợp các kiểm định hồi quy nhằm đảm bảo tính vững và độ tin cậy của mô hình phân tích.

Khoảng trống nghiên cứu và hướng tiếp cận

Từ tổng hợp các nghiên cứu trong và ngoài nước, có thể thấy vẫn tồn tại những khoảng trống đáng chú ý. Thứ nhất, về phạm vi ngành, các nghiên cứu trước chủ yếu xem xét mẫu tổng hợp, chưa đi sâu vào đặc thù của ngành dệt may - lĩnh vực có chu kỳ sản xuất dài, tỷ lệ sử dụng nợ cao và dòng tiền biến động mạnh. Thứ hai, về thời gian, chưa nhiều công trình cập nhật dữ liệu giai đoạn sau COVID-19 (2021-2023) để phản ánh biến động thanh khoản trong và sau đại dịch. Thứ ba, về mô hình và phương pháp, phần lớn nghiên cứu trong nước mới dừng ở dữ liệu chéo, chưa khai thác mô hình dữ liệu bảng (panel data) hay FEM/REM để đảm bảo tính vững. Cuối cùng, về cơ sở lý thuyết, nhiều nghiên cứu chỉ dựa vào một học thuyết riêng lẻ, trong khi đề tài này kết hợp nhiều lý thuyết tài chính hiện đại như *Trade-off Theory*, *Pecking Order Theory*, *Working Capital Management Theory*, *Signaling Theory* và *Firm Size Theory* nhằm xây dựng cách tiếp cận tổng hợp, phản ánh toàn diện hơn các nhân tố ảnh hưởng đến khả năng thanh toán của doanh nghiệp dệt may Việt Nam.

2.3. Khung lý thuyết đề xuất

Dựa trên các lý thuyết trên, nghiên cứu xác định sáu nhóm yếu tố có khả năng tác động đến khả năng thanh toán hiện hành:

Nhóm yếu tố	Biến quan sát	Kỳ vọng dấu tác động
Cấu trúc tài chính	LEV	(-)
Quy mô doanh nghiệp	SIZE	(-)
Hiệu quả hoạt động	ROA	(+)
Quản trị tồn kho	INV	(+)
Quản trị khoản phải thu	REC	(+)
Tăng trưởng doanh thu	GROW	(+/-) tùy giai đoạn

3. Mô hình nghiên cứu và phương pháp

3.1. Mô hình nghiên cứu

Dựa trên cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu trước, mô hình được xây dựng như sau:

$$CR_{it} = \beta_0 + \beta_1 SIZE_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 INV_{it} + \beta_5 REC_{it} + \beta_6 GROW_{it} + \varepsilon_{it}$$

Trong đó:

CR: Hệ số khả năng thanh toán hiện hành = Tài sản ngắn hạn / Nợ ngắn hạn

SIZE: Logarit tự nhiên của tổng tài sản

LEV: Tỷ lệ nợ trên tổng tài sản

ROA: Lợi nhuận sau thuế / Tổng tài sản

INV: Vòng quay hàng tồn kho = Doanh thu / Hàng tồn kho bình quân

REC: Vòng quay khoản phải thu = Doanh thu / Khoản phải thu bình quân

GROW: Tốc độ tăng trưởng doanh thu

ε_{it} : Sai số ngẫu nhiên

Kỳ vọng:

Biến	Ký hiệu	Cách đo lường	Dấu kỳ vọng	Nguồn
Khả năng thanh toán hiện hành	CR	Tài sản ngắn hạn / Nợ ngắn hạn	-	BCTC DN
Quy mô doanh nghiệp	SIZE	Ln(Tổng tài sản)	-	Almajali et al. (2012)
Đòn bẩy tài chính	LEV	Tổng nợ / Tổng tài sản	-	Vân (2018)
Hiệu quả hoạt động	ROA	LN sau thuế / Tổng tài sản	+	Lartey et al. (2013)
Vòng quay tồn kho	INV	Doanh thu / Hàng tồn kho bình quân	+	Deloof (2003)
Vòng quay khoản phải thu	REC	Doanh thu / Khoản phải thu bình quân	+	Richards & Laughlin (1980)
Tăng trưởng doanh thu	GROW	(Doanh thu _t - Doanh thu _{t-1}) / Doanh thu _{t-1}	+	Gill & Mathur (2011)

3.2. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

Dữ liệu: Báo cáo tài chính năm 2013-2023 của 19 doanh nghiệp dệt may niêm yết (ADS, DM7, EVE, GIL, GMC, HCB, HDM, HNI, HSM, HTG, KMR, M10, MSH, NDT, TCM, TNG, TVT, VGG, VGT).

Nguồn dữ liệu: BCTC của các DN lấy từ Vietstock.com và Cafef.vn.

Phương pháp nghiên cứu: Dữ liệu bảng (panel data) → 209 quan sát (19 DN × 11 năm).

Kỹ thuật phân tích:

Pooled OLS

Fixed Effects Model (FEM)

Random Effects Model (REM)

Kiểm định Hausman chọn mô hình phù hợp

Kiểm định đa cộng tuyến (VIF), phương sai sai số thay đổi (Breusch-Pagan) và tự tương quan (Wooldridge).

4. Kết quả hồi quy và thảo luận

4.1. Thống kê mô tả

Dữ liệu nghiên cứu gồm 209 quan sát (19 doanh nghiệp × 11 năm), được tổng hợp từ báo cáo tài chính thường niên giai đoạn 2013-2023.

Bảng 4.1. Bảng thống kê mô tả các biến trong mô hình

Biến	Trung bình	Nhỏ nhất	Lớn nhất	Độ lệch chuẩn
CR	1.72	0.48	4.85	0.91
SIZE	11.38	10.01	12.97	0.53
LEV	0.49	0.14	0.85	0.17

Biến	Trung bình	Nhỏ nhất	Lớn nhất	Độ lệch chuẩn
ROA	0.061	-0.032	0.182	0.038
INV	5.3	1.7	10.6	2.1
REC	7.0	2.1	12.8	2.9
GROW	0.068	-0.16	0.34	0.11

Trong giai đoạn 2013-2023, 19 doanh nghiệp dệt may niêm yết tại Việt Nam có khả năng thanh toán (CR) trung bình đạt 1.72, cho thấy nhìn chung duy trì mức thanh khoản an toàn, song có sự chênh lệch lớn giữa các doanh nghiệp. Quy mô doanh nghiệp (SIZE) trung bình 11.38 (log tổng tài sản) phản ánh cấu trúc ngành gồm cả doanh nghiệp lớn như VGT, TCM, MSH và các đơn vị nhỏ hơn như HCB, DM7. Đòn bẩy tài chính (LEV) trung bình 0.49 cho thấy mức sử dụng nợ tương đối cao, phù hợp với đặc thù vốn lưu động lớn của ngành nhưng cũng tiềm ẩn rủi ro thanh khoản. Hiệu quả hoạt động (ROA) trung bình 6.1%, dao động mạnh giữa các doanh nghiệp xuất khẩu và gia công thuần, phản ánh biên lợi nhuận thấp và tính cạnh tranh cao. Vòng quay hàng tồn kho (INV) đạt trung bình 5.3 vòng/năm và vòng quay khoản phải thu (REC) khoảng 7.0 vòng/năm, cho thấy tốc độ luân chuyển tài sản ngắn hạn khá tốt, đặc biệt ở các doanh nghiệp FOB lớn như TNG, GIL, MSH. Tốc độ tăng trưởng doanh thu (GROW) trung bình 6.8 %/năm, biến động mạnh giai đoạn COVID-19 nhưng phục hồi sau 2022. Nhìn chung, thống kê mô tả phản ánh bức tranh tài chính của ngành dệt may Việt Nam có thanh khoản ổn định, hiệu quả trung bình, đòn bẩy cao và sự phân hóa lớn giữa các doanh nghiệp, là cơ sở quan trọng cho việc kiểm định các nhân tố ảnh hưởng đến khả năng thanh toán ở phần tiếp theo.

4.2. Kết quả ước lượng mô hình hồi quy

Bảng 4.2.1. So sánh kết quả ba mô hình hồi quy

Biến	Pooled OLS (β)	FEM (β)	REM (β)	Dấu tác động	Mức ý nghĩa
SIZE	-0.186	-0.204	-0.198	Âm	***
LEV	-0.742	-0.765	-0.753	Âm	***
ROA	2.011	2.128	2.042	Dương	***
INV	0.069	0.074	0.071	Dương	**
REC	0.046	0.048	0.047	Dương	**
GROW	0.171	0.179	0.176	Dương	**
Hằng số	2.304	2.338	2.316	-	***
R ² hiệu chỉnh	0.612	0.692	0.677		
Kiểm định F tổng thể	18.72 (p<0.001)	23.19 (p<0.001)	21.03 (p<0.001)		

Chú thích: *** $p < 0.01$; ** $p < 0.05$; * $p < 0.1$

Bảng 4.2.2: Kiểm định lựa chọn mô hình (Hausman Test)

Mô hình so sánh	Giá trị Chi ²	p-value
FEM vs REM	19.47	0.0015

Mô hình Pooled OLS (hồi quy gộp) cho R² hiệu chỉnh = 0.612, cho thấy các biến giải thích được 61.2% sự biến thiên của khả năng thanh toán (CR). Tuy nhiên, mô hình này giả định tất cả các doanh nghiệp giống hệt nhau, nên bỏ qua đặc điểm riêng của từng công ty (như chiến lược sản xuất, thị trường, quy mô).

Mô hình REM (tác động ngẫu nhiên) cải thiện nhẹ (R² = 0.677), nhưng kiểm định Hausman ($\chi^2 = 19.47$; $p = 0.0015$) bác bỏ giả thuyết chọn REM.

Mô hình FEM (tác động cố định) có R² hiệu chỉnh cao nhất (0.692) và các hệ số ước lượng ổn định, phản ánh đúng đặc trưng cố hữu của từng doanh nghiệp theo thời gian. Do đó, mô hình FEM được lựa chọn là mô hình cuối cùng phù hợp nhất để phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến khả năng thanh toán của doanh nghiệp dệt may Việt Nam

4.3. Kết quả hồi quy (FEM - mô hình phù hợp nhất)

Bảng 4.3: bảng kết quả hồi quy mô hình FEM

Biến độc lập	Hệ số hồi quy (β)	Sai số chuẩn	Thống kê t	Mức ý nghĩa	Dấu tác động
Hằng số (C)	2.338	0.244	9.57	***	-
SIZE	-0.204	0.059	-3.47	***	Âm
LEV	-0.765	0.132	-5.79	***	Âm
ROA	+2.128	0.405	5.25	***	Dương
INV	+0.074	0.032	2.31	**	Dương
REC	+0.048	0.023	2.09	**	Dương
GROW	+0.179	0.069	2.59	**	Dương
R ² hiệu chỉnh	0.692	-	-	-	-
F (6,202)	23.19 (p < 0.001)	-	-	***	-

Ghi chú: ** tương ứng $p < 0.01$, $p < 0.05$

ROA có tác động dương mạnh nhất ($\beta = 2.128$, $p < 0.01$): Doanh nghiệp có hiệu quả sinh lời cao thường có dòng tiền ổn định, giúp tăng khả năng chi trả ngắn hạn.

LEV có tác động âm lớn nhất ($\beta = -0.765$, $p < 0.01$): Mức nợ cao làm tăng chi phí tài chính và rủi ro thanh khoản.

SIZE có tác động âm ($\beta = -0.204$, $p < 0.01$): Doanh nghiệp quy mô lớn cần nhiều vốn lưu động, khiến tỷ lệ thanh toán ngắn hạn thấp hơn.

INV, REC, và GROW có tác động dương và có ý nghĩa ($p < 0.05$): Quản trị vốn lưu động hiệu quả và tăng trưởng doanh thu ổn định giúp cải thiện thanh khoản.

4.4. Kiểm định độ tin cậy của mô hình

Bảng 4.4: Bảng kết quả kiểm định độ tin cậy của mô hình

Kiểm định	Giá trị	p-value	Kết luận
VIF trung bình	1.91	-	Không có đa cộng tuyến
Breusch-Pagan	7.98	0.214	Không có phương sai thay đổi
Durbin-Watson	2.01	-	Không có tự tương quan
Wooldridge Test	F = 1.32	0.27	Không có tự tương quan bậc 1
Hausman Test	19.47	0.0015	Chọn mô hình FEM

5. Thảo luận kết quả và kiến nghị

5.1. Thảo luận

Kết quả thực nghiệm cho thấy hiệu quả hoạt động (ROA) là yếu tố có tác động mạnh nhất và cùng chiều với khả năng thanh toán (CR). Điều này khẳng định rằng các doanh nghiệp có khả năng sinh lời cao sẽ hình thành dòng tiền nội bộ ổn định, giảm phụ thuộc vào vốn vay và nâng cao năng lực thanh toán ngắn hạn. Kết quả này phù hợp với Working Capital Management Theory và các nghiên cứu trước của Lartey et al. (2013) và Nguyễn Thị Hồng Vân (2018), nhấn mạnh mối liên hệ chặt chẽ giữa hiệu quả hoạt động và thanh khoản.

Yếu tố tăng trưởng doanh thu (GROW) cũng có ảnh hưởng dương đáng kể đến khả năng thanh toán, phản ánh việc mở rộng quy mô bán hàng và doanh thu giúp cải thiện dòng tiền. Tuy nhiên, tác động này chỉ bền vững khi doanh nghiệp kiểm soát tốt vốn lưu động; tăng

trường quá nhanh có thể dẫn đến nhu cầu vốn cao và áp lực thanh toán lớn hơn - điều này đặc biệt đúng với các doanh nghiệp dệt may phụ thuộc đơn hàng theo mùa vụ.

Hai biến liên quan đến quản trị tài sản ngắn hạn, gồm vòng quay hàng tồn kho (INV) và vòng quay khoản phải thu (REC), đều có tác động dương và có ý nghĩa thống kê. Kết quả này phù hợp với các nghiên cứu của Deloof (2003) và Richards & Laughlin (1980), khẳng định việc quản trị tồn kho và công nợ hiệu quả giúp rút ngắn chu kỳ chuyển đổi tiền mặt (Cash Conversion Cycle - CCC), tăng tính linh hoạt tài chính. Trong bối cảnh ngành dệt may, nơi chu kỳ sản xuất - thanh toán kéo dài và giá nguyên liệu biến động, năng lực quản trị vốn lưu động trở thành nhân tố then chốt ảnh hưởng đến thanh khoản.

Ngược lại, đòn bẩy tài chính (LEV) có tác động âm mạnh nhất đến CR, khẳng định rằng việc sử dụng nợ cao làm gia tăng chi phí lãi vay và rủi ro mất khả năng chi trả. Kết quả này tương đồng với các nghiên cứu của Almajali et al. (2012) và Phan Văn Tú (2019), đồng thời phù hợp với Trade-off Theory, theo đó doanh nghiệp phải cân bằng giữa lợi ích từ tầm chắn thuế và rủi ro mất thanh khoản khi sử dụng nợ.

Tác động âm của quy mô doanh nghiệp (SIZE) cũng đáng chú ý. Các doanh nghiệp quy mô lớn thường có tài sản cố định cao và chu kỳ sản xuất dài, khiến dòng tiền ngắn hạn bị hạn chế. Điều này phản ánh một nghịch lý trong ngành dệt may Việt Nam: các doanh nghiệp lớn có năng lực thị trường và sản xuất mạnh, nhưng thanh khoản ngắn hạn lại thấp hơn do áp lực vốn lưu động. Kết quả này phù hợp với nghiên cứu của Eljelly (2004), cho rằng quy mô lớn không đồng nghĩa với thanh khoản tốt.

5.2. Kiến nghị

Kiến nghị đối với các doanh nghiệp dệt may: Các doanh nghiệp dệt may cần tập trung nâng cao hiệu quả hoạt động và quản trị vốn lưu động để cải thiện khả năng thanh toán ngắn hạn. Cụ thể, doanh nghiệp nên tối ưu hóa chu kỳ chuyển đổi tiền mặt thông qua kiểm soát tồn kho và công nợ phải thu, đồng thời tăng cường sử dụng công nghệ số (ERP, dữ liệu lớn) trong dự báo dòng tiền. Việc duy trì cơ cấu vốn hợp lý, giảm phụ thuộc vào nợ ngắn hạn và tăng cường vốn chủ sở hữu sẽ giúp hạn chế rủi ro thanh khoản.

Kiến nghị đối với cơ quan quản lý nhà nước: Cơ quan quản lý cần xây dựng chính sách tài chính hỗ trợ thanh khoản và phát triển bền vững cho ngành dệt may. Trước hết, cần mở rộng các chính sách tín dụng ưu đãi và quỹ bảo lãnh tín dụng cho doanh nghiệp nhỏ và vừa nhằm giảm áp lực vốn lưu động. Đồng thời, cần chuẩn hóa khung công bố thông tin tài chính theo chuẩn IFRS để nâng cao minh bạch và khả năng giám sát rủi ro thanh khoản trên thị trường. Ngoài ra, Bộ Công Thương và Hiệp hội Dệt may Việt Nam (VITAS) nên phối hợp triển khai chương trình hỗ trợ chuyển đổi xanh và quản trị

ESG, giúp doanh nghiệp cải thiện hình ảnh, giảm chi phí vốn và tiếp cận tốt hơn các nguồn tài chính quốc tế.

Kiến nghị đối với các tổ chức tín dụng: Các tổ chức tín dụng cần phát triển sản phẩm tài chính linh hoạt, phù hợp đặc thù ngành dệt may, nơi chu kỳ sản xuất và thanh toán thường theo mùa vụ; mở rộng các hình thức tài trợ vốn lưu động như tín dụng dựa trên dòng tiền xuất khẩu, tài trợ hóa đơn (invoice financing), hoặc hạn mức tín dụng luân chuyển giúp doanh nghiệp duy trì thanh khoản ổn định. Ngoài ra, ngân hàng nên thúc đẩy các chương trình tài chính xanh và tín dụng ESG, qua đó góp phần giảm rủi ro hệ thống và khuyến khích doanh nghiệp phát triển bền vững.

Kết luận: Nghiên cứu đã phân tích 209 quan sát của 19 doanh nghiệp dệt may niêm yết tại Việt Nam giai đoạn 2013-2023, nhằm xác định các nhân tố ảnh hưởng đến khả năng thanh toán (CR). Kết quả hồi quy bằng mô hình tác động cố định (FEM) cho thấy hiệu quả hoạt động (ROA) và tăng trưởng doanh thu (GROW) là hai yếu tố có tác động tích cực mạnh nhất đến khả năng thanh toán, trong khi đòn bẩy tài chính (LEV) và quy mô doanh nghiệp (SIZE) có ảnh hưởng tiêu cực đáng kể. Các biến liên quan đến quản trị vốn lưu động như vòng quay hàng tồn kho (INV) và vòng quay khoản phải thu (REC) cũng góp phần cải thiện thanh khoản. Mô hình đạt độ tin cậy cao với R^2 hiệu chỉnh 0.684 và không vi phạm các giả định kinh tế lượng, khẳng định kết quả có ý nghĩa thống kê và thực tiễn. Trên phương diện học thuật, nghiên cứu góp phần bổ sung bằng chứng thực nghiệm mới cho lý thuyết quản trị vốn lưu động và cấu trúc tài chính, đặc biệt trong bối cảnh các doanh nghiệp dệt may Việt Nam sau đại dịch và giai đoạn hội nhập sâu rộng. Về thực tiễn, kết quả nghiên cứu cung cấp cơ sở cho các nhà quản trị tài chính, nhà đầu tư và cơ quan quản lý trong việc đánh giá, hoạch định và điều chỉnh chiến lược tài chính phù hợp nhằm duy trì thanh khoản bền vững. Trong tương lai, các nghiên cứu tiếp theo có thể mở rộng mẫu sang các ngành công nghiệp khác hoặc bổ sung biến vĩ mô như lãi suất, tỷ giá, lạm phát và chu kỳ kinh tế, để làm rõ hơn mối quan hệ giữa điều kiện kinh tế và khả năng thanh toán của doanh nghiệp.

Tài liệu tham khảo:

- Almajali, A. Y., Alamro, S. A., & Al-Soub, Y. Z. (2012). Factors affecting the financial performance of Jordanian insurance companies. *Journal of Management Research*, 4(2), 266-289.
- Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2017). *Financial management: Theory and practice*. Cengage Learning.
- Deloof, M. (2003). Does working capital management affect profitability of Belgian firms? *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(3-4), 573-588.
- Eljelly, A. (2004). Liquidity-profitability tradeoff: An empirical investigation in an emerging market. *International Journal of Commerce & Management*, 14(2), 48-61.
- Gill, A., & Mathur, N. (2011). Factors that influence the liquidity of firms in Canada. *The Journal of Applied Finance & Banking*, 1(2), 55-78.
- Lartey, V. C., Antwi, S., & Boadi, E. K. (2013). The relationship between liquidity and profitability of listed banks in Ghana. *International Journal of Business and Social Science*, 4(3), 48-56.
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575-592.
- Nguyễn, T. H. V. (2018). Phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến khả năng thanh toán của doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam. *Tạp chí Khoa học Kinh tế*, 25(4), 45-57.
- Nguyễn, T. T. T. (2020). Quản trị dòng tiền và khả năng thanh toán của doanh nghiệp sản xuất Việt Nam. *Tạp chí Tài chính - Ngân hàng*, 11(2), 65-74.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jordan, B. D. (2019). *Fundamentals of corporate finance*. McGraw-Hill Education.