

# 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

Bùi Ngọc Mai Phương

Trường Đại học Ngân hàng TP. HCM

Ngày nhận: 16/05/2022

Ngày nhận bản sửa: 09/06/2022

Ngày duyệt đăng: 22/06/2022

*Tóm tắt: Bài viết nghiên cứu ảnh hưởng của đại dịch COVID-19 tới sự tác động của quản lý vốn lưu động đến hiệu quả hoạt động của 18 doanh nghiệp ngành dầu khí được niêm yết tại Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội từ quý 1 năm 2018 đến quý 4 năm 2021. Tác giả đã sử dụng phương pháp thống kê mô tả, phân tích hồi quy dữ liệu bảng bằng phần mềm Stata 17 để thực hiện nghiên cứu. Kết quả cho thấy, mối quan hệ giữa quản lý vốn lưu động và hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ngành dầu khí trước và sau khi đại dịch xảy ra có thay đổi; trong khi trước đại dịch, doanh nghiệp cần giảm chu kỳ chuyển đổi tiền mặt để nâng cao hiệu quả hoạt động thì hiện nay yếu tố này lại có xu hướng gia tăng. Đồng thời, nghiên cứu cũng cho thấy nhà quản trị doanh nghiệp đang có quá trình quản lý*

## **Impact of working capital management on the performance of Vietnamese listed oil and gas companies under the influence of the COVID-19 pandemic**

**Abstract:** This paper discusses the impact of the COVID-19 pandemic on the impact of working capital management on the performance of 18 oil and gas enterprises listed on the Ho Chi Minh City Stock Exchange and Hanoi Stock Exchange from the first quarter of 2018 to the fourth quarter of 2021. The author used descriptive statistics method, regression analysis of panel data by Stata 17. The results show that the relationship between working capital management and performance of oil and gas enterprises the pre-pandemic and the post-pandemic period has changed; in the pre-pandemic period, enterprises reduced the cash conversion cycle to improve performance, this factor tends to increase in the post-pandemic period. Besides, the study also shows that working capital management is operating appropriately, helping businesses maintain and increase performance during this difficult period since the pandemic appeared and the oil and gas market is complicated.

**Keywords:** COVID-19, working capital management, performance, oil and gas company.

**Bui, Ngoc Mai Phuong**

Email: phuongbnm@buh.edu.vn

Ho Chi Minh University of Banking

*vốn lưu động đúng hướng, giúp doanh nghiệp duy trì và gia tăng hiệu quả hoạt động trong giai đoạn khó khăn từ sau khi đại dịch xuất hiện và khi mà thị trường dầu khí diễn biến phức tạp và khó dự đoán.*

Từ khóa: COVID-19, vốn lưu động, hiệu quả hoạt động, doanh nghiệp dầu khí

## 1. Giới thiệu

Đại dịch COVID-19 bắt đầu từ cuối năm 2019 và được công bố trên toàn thế giới vào quý 1/2020 đã ảnh hưởng rất lớn đến nền kinh tế các nước, từ cách điều hành chính sách vĩ mô, phát triển của thị trường tài chính thông qua biến đổi công nghệ số, cách ứng xử của từng doanh nghiệp (DN) thuộc các ngành nghề khác nhau và hành vi trong đời sống của người dân. Ngày 24/10/2021, Trung tâm Dự báo nhu cầu nhân lực và Thông tin thị trường lao động Thành phố Hồ Chí Minh cho biết, qua khảo sát 11.502 DN trong quý 3/2021, có đến 9.858 DN bị ảnh hưởng bởi dịch COVID-19. Như vậy, tính đến quý 4/2021, ngành công nghiệp dầu khí Việt Nam vừa phải đương đầu với hậu quả từ dịch Covid-19 trong nước và vừa chịu ảnh hưởng bởi giá dầu thế giới lao dốc mạnh. Cụ thể, do tình hình dịch bệnh Covid-19 diễn biến phức tạp, nhu cầu xăng dầu trong nước giảm nghiêm trọng, trong bối cảnh giãn cách xã hội theo Chỉ thị số 16/CT-TTg ở nhiều tỉnh thành. Các nhà máy lọc dầu như Dung Quất, Nghi Sơn đã chủ động điều tiết công suất cùng các giải pháp quyết liệt để giải quyết tình trạng tồn kho nhưng mức độ tồn kho tại các nhà máy vẫn ở mức cao- trên 85%; đồng thời với việc tiếp tục nhập khẩu xăng dầu cùng việc tồn kho cao dẫn đến dư thừa nguồn cung xăng dầu (Nguyễn Chính, 2021).

Thực trạng trên đã gây ảnh hưởng lớn đến quy trình và công tác quản lý vốn lưu động (WCM) của các DN ngành dầu khí. Câu hỏi đặt ra cho các nhà quản trị là làm sao

vừa duy trì tốt lượng tài sản ngắn hạn để vẫn đảm bảo hoạt động của DN khi doanh thu giảm sút nghiêm trọng, vừa cân đối chi phí bảo quản liên quan đến nguồn cung dư thừa, nhưng vẫn đảm bảo được khả năng nắm bắt cơ hội kiếm lời khi nhu cầu thị trường sôi động trở lại. Sự điều chỉnh liên quan đến các khoản mục vốn lưu động (VLĐ) cụ thể như tiền, khoản phải thu (KPT) và hàng tồn kho (HTK) và công tác quản trị của DN ngành dầu khí là cần thiết để giúp DN duy trì hoạt động, đồng thời thích ứng với trạng thái bình thường mới để có thể nâng cao hiệu quả hoạt động (HQHĐ) trong tương lai.

Hiện nay, trên thế giới và trong nước đã có rất nhiều những nghiên cứu thực nghiệm về sự thay đổi trong WCM và HQHĐ của các DN ở các giai đoạn khác nhau. Tuy nhiên, chưa có nghiên cứu nào đề cập đến mối quan hệ này đối với các DN ngành dầu khí trong giai đoạn trước và sau khi đại dịch COVID-19 xuất hiện. Vì thế với tình hình thực tế và các lý do nêu trên, trong nghiên cứu này, tác giả sẽ tập trung làm rõ sự khác biệt của sự ảnh hưởng của WCM lên HQHĐ tại các DN ngành dầu khí niêm yết ở Việt Nam trong giai đoạn trước và sau khi đại dịch COVID-19. Ở các phần tiếp theo, tác giả sẽ đưa ra các cơ sở lý thuyết và tổng quan các nghiên cứu trước liên quan đến đề tài để làm rõ khoảng trống nghiên cứu; sau đó bàn luận về kết quả nghiên cứu được trích xuất từ mô hình hồi quy; từ đó đưa ra các góp ý giúp các DN rút ra được bài học kinh nghiệm và có hướng điều chỉnh trong quyết định quản trị tài sản

ngắn hạn góp phần gia tăng HQHĐ trong thời gian tới.

## 2. Cơ sở lý thuyết và tổng quan nghiên cứu

### 2.1. Cơ sở lý thuyết

Các tài liệu liên quan đến tài chính DN thường tập trung vào các quyết định tài chính trong dài hạn như lập ngân sách vốn đầu tư và cấu trúc vốn. Tuy nhiên, tài sản ngắn hạn và nợ ngắn hạn là những phần quan trọng trong tổng tài sản của một DN (Nazir và Afza, 2009).

Do đó, tài trợ ngắn hạn, còn được gọi là WCM, đóng vai trò quan trọng đối với hoạt động kinh doanh (García-Teruel và Martínez-Solano, 2007) ở tất cả các DN niêm yết vì nó bao gồm sự đánh đổi giữa rủi ro và lợi nhuận của một DN (Afrifa và Padachi, 2016). Pass và Pike (1984) phát biểu rằng: “VLD là chênh lệch giữa tài sản lưu động và nợ ngắn hạn”.

Để WCM hiệu quả, DN phải đánh đổi giữa hai mặt là khả năng sinh lời và rủi ro thanh khoản (Smith, 1980; Lamberson, 1995; Raheman và Nasr, 2007; Aktas, Croci và Petmezas, 2015). Các tác giả này rút ra rằng: (i) nếu VLD được quản lý tốt, không chỉ ảnh hưởng đến kết quả hoạt động kế toán mà còn làm gia tăng giá trị của DN trên thị trường, có lợi cho sự phát triển giá trị vốn cổ phần (Jeng-Ren và cộng sự, 2006); (ii) mặt khác nếu WCM không hiệu quả, khiến cho DN thiếu thanh khoản thì đây là nguyên nhân chính dẫn đến sự thất bại của hầu hết các DN, đặc biệt là các DN nhỏ. Cụ thể:

+ Việc DN duy trì một lượng lớn VLD giúp DN chủ động trong quá trình hoạt động sản xuất kinh doanh khi có đủ hoặc dư thừa tiền, KPT và HTK để hoạt động diễn ra một cách liên tục, tránh rủi ro gián đoạn

quá trình sản xuất; tuy nhiên khi khoản mục VLD là thừa thãi, sẽ dẫn đến lãng phí nguồn lực làm cho khả năng sinh lời của vốn thấp.

+ Ngược lại, một DN duy trì lượng VLD thấp sẽ dẫn đến tính thanh khoản của tài sản thấp, khi đó DN khó có thể đáp ứng được các nhu cầu đột xuất để thanh toán cho đối tác hoặc thiếu nguồn cung nguyên vật liệu, làm cho quá trình hoạt động dễ gián đoạn và ảnh hưởng đến lợi nhuận của DN. Nhưng điều này sẽ khiến DN ít bị ứ đọng vốn, thay vì cần số lượng vốn lớn để duy trì một lượng tài sản ngắn hạn thì vốn có thể được đầu tư vào các dự án tạo ra giá trị, do đó tăng cơ hội phát triển của DN và cổ tức (Deloof, 2003; Nazir và Afza, 2009; Erasmus, 2010).

Một trong những thước đo hiệu quả của WCM là chu kỳ chuyển đổi tiền mặt (Cash Conversion Cycle- CCC) lần đầu tiên được sử dụng bởi Richards và Laughlin (1980), các tác giả này định nghĩa CCC là khoảng thời gian rỗng giữa thời điểm chi tiền mặt thực tế để mua nguyên vật liệu sản xuất và thời điểm thu hồi tiền mặt cuối cùng từ việc bán thành phẩm. Như vậy, thước đo này đề cập đến khoảng thời gian giữa thời điểm mua HTK, chuyển thành thành phẩm, bán chúng và thời điểm thu được KPT. Theo Richards và Laughlin (1980), Deloof (2003) CCC bằng số thời gian phải thu tiền bán hàng cộng với thời gian tồn kho trừ thời gian phải trả, DN có CCC ngắn hơn phải đầu tư ít hơn vào VLD, do đó chi phí tài chính thường thấp hơn và lợi nhuận tốt hơn. Ngoài ra, Shin và Soenen (1998) cũng là một trong những tác giả đầu tiên sử dụng chu kỳ thương mại rỗng (Net Trade Cycle - NTC) được tính bằng cách lấy tổng khoản phải thu cộng hàng tồn kho trừ đi khoản trả người bán nhân với 365/doanh thu thuần để đo lường mức độ WCM.

Đồng thời, để đo lường HQHĐ của DN,

nhiều nghiên cứu thực nghiệm về quản trị DN đã sử dụng các biện pháp dựa trên thị trường hoặc các biện pháp dựa trên kế toán, trong đó hai thước đo phổ biến nhất là lợi tức trên tài sản (ROA) và lợi tức trên vốn chủ sở hữu (ROE). Jose, Lancaster và Stevens (1996); Klein (1998); Horngren, Harrison và Oliver (2009); Gitman, Joehnnk và Smart (2011)... đã chỉ ra rằng ROA được tính bằng cách lấy thu nhập ròng chia tổng tài sản là chỉ tiêu hiệu quả cho thấy mức độ tạo ra lợi nhuận từ tài sản. Còn theo Epps và Cereola (2008); Reilly và Brown (2012) cho rằng ROE là chỉ tiêu quan trọng đối với chủ sở hữu vì nó cho biết DN tạo ra bao nhiêu lợi nhuận từ số tiền đầu tư từ các cổ đông. Theo đó, Tamuntuan (2015) ROE được tính bằng thu nhập trước chi phí lãi vay trong kỳ tài chính chia cho tổng vốn chủ sở hữu của cổ đông trong cùng kỳ đó.

## 2.2. Tổng quan nghiên cứu

Đến nay đã có rất nhiều các nghiên cứu xem xét sự tác động của WCM đến lợi nhuận của DN tại nhiều quốc gia và trong các mốc thời gian khác nhau. Hầu hết các kết quả nghiên cứu đều cho thấy rằng: tồn tại mối quan hệ tiêu cực giữa các thước đo về WCM và lợi nhuận của DN.

- Jose và cộng sự (1996) nghiên cứu dữ liệu của 2.718 DN thuộc bảy ngành nghề khác nhau từ 1974 đến 1993, cho thấy tồn tại mối quan hệ tiêu cực có ý nghĩa thống kê giữa CCC và khả năng sinh lời, và mức độ ảnh hưởng là khác nhau với từng ngành nghề dưới sự điều chỉnh phân loại của biến quy mô DN.

- Shin và Soenen (1998) đã sử dụng chu kỳ thương mại ròng (NTC) làm thước đo WCM ròng trong nghiên cứu và đã tìm thấy mối quan hệ tiêu cực giữa yếu tố này và khả năng sinh lời. Cote và Latham (1999) cho rằng việc quản lý HTK, các KPT và

phải trả có ảnh hưởng trực tiếp đến tiền của DN và cuối cùng có thể ảnh hưởng đến lợi nhuận. Deloof (2003) đã sử dụng CCC như một thước đo WCM của 1.009 DN của Bỉ giai đoạn 1992- 1996; kết quả cho thấy mối quan hệ tiêu cực giữa lợi nhuận gộp, kỳ thu tiền, kỳ tồn kho và kỳ phải trả.

- Teruel và Solano (2007) cung cấp bằng chứng về tác động của WCM đối với khả năng sinh lời của một mẫu các DN vừa và nhỏ của Tây Ban Nha trong giai đoạn 1996-2002. Tác giả nhận thấy mối quan hệ tiêu cực đáng kể giữa khả năng sinh lời với số ngày KPT, số ngày HTK và kết luận các DN vừa và nhỏ phải quan tâm đến việc quản lý VLD bằng cách giảm CCC xuống mức tối thiểu để nâng giá trị DN.

- Nobanee và AlHajjar (2009) phân tích dựa trên một mẫu bao gồm 2.123 DN Nhật Bản được niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán Tokyo từ 1990 đến 2004. Các tác giả, sau khi phân tích kết quả, đề xuất các DN nên tập trung vào việc rút ngắn kỳ thu tiền phải thu, kỳ chuyển đổi HTK và CCC để tăng HQLH. Việc kéo dài thời gian thanh toán các khoản phải trả cũng có thể tăng thêm lợi nhuận; tuy nhiên, khi kéo dài quá mức cũng có thể tác động tiêu cực đến uy tín của DN và uy tín tín dụng trong thời gian dài.

- Garcia, Martins và Brandão (2011) đã nghiên cứu 2.974 các DN tài chính niêm yết trên 11 thị trường chứng khoán ở Châu Âu trong 12 năm từ 1998 đến 2009. Bằng cách sử dụng GLS và hồi quy OLS, họ phát hiện ra rằng có mối quan hệ ngược chiều giữa CCC và tổng lợi nhuận hoạt động, nghĩa là DN có thể tăng khả năng sinh lời bằng cách giảm thời gian nắm giữ VLD. Sharma và Kumar (2011) cũng đã nghiên cứu mối quan hệ này tại các DN Ấn Độ từ năm 2000 đến năm 2008 và cho kết quả tương tự.

- Từ Thị Kim Thoa và Nguyễn Thị Uyên

Uyên (2014) đã nghiên cứu 208 công ty tại Việt Nam trong giai đoạn 2006 đến 2012, kết quả cho thấy WCM hiệu quả bằng cách rút ngắn kỳ thu tiền và kỳ lưu kho sẽ gia tăng HQHĐ của DN. Trần Việt Hoàng (2015) phát hiện ra rằng đó là các mối quan hệ tiêu cực đáng kể giữa WCM và ROA sau khi phân tích dữ liệu hàng năm của các DN niêm yết trên HOSE trong thời gian 6 năm từ 2009 đến 2014.

- Pakdel và Ashrafi (2019) cũng kết luận rằng chỉ có hai hành động có thể tăng lợi nhuận, đó là: giảm kỳ luân chuyển HTK (AIP) bằng cách sản xuất và bán hàng nhanh hơn và giảm các KPT bằng cách tăng tốc độ thu tiền. Kết quả nghiên cứu cũng cho thấy DN lợi nhuận thấp mất nhiều thời gian hơn để trả tiền cho nhà cung cấp của họ.

- Ngược lại với kết quả hầu hết các nghiên cứu, Mathuva (2015) đã rút ra kết luận khi nghiên cứu mẫu gồm 30 DN được niêm yết tại Nairobi từ năm 1993 đến năm 2008, tồn tại một mối quan hệ ngược chiều đáng kể giữa thời gian thu tiền từ KH và HQHĐ của DN. Ngoài ra, theo một số các nghiên cứu khác lại cho thấy mối quan hệ phi tuyến giữa quản lý VLĐ và hiệu quả kinh doanh như Afrifa và Padachi (2016), Panda và Nanda (2018).

- Từ sau các cuộc khủng hoảng xảy ra, càng có nhiều nghiên cứu được thực hiện để xem xét tác động giữa WCM và HQHĐ của DN, để đo lường mức độ ảnh hưởng của các cú sốc kinh tế đến mối quan hệ này. Abuzayed (2012) cho rằng WCM của DN là cần thiết cho trong quá trình phát triển các giai đoạn tăng trưởng kinh tế và giúp DN có thể tồn tại trước các tác động của cuộc khủng hoảng tài chính. Mặc dù có nhiều nghiên cứu cho thấy các cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu ảnh hưởng đến tính thanh khoản, hoạt động quản lý vốn và làm giảm HQHĐ của các DN, nhưng có

ít nghiên cứu được thực hiện để xác định VLĐ bị ảnh hưởng như thế nào trong thời kỳ khủng hoảng. Nổi bật là nghiên cứu của Kesimli và Gunay (2011) cho thấy khủng hoảng tài chính đã dẫn đến sự thay đổi trong việc WCM và những DN Thổ Nhĩ Kỳ thực hiện WCM hợp lý sẽ hoạt động tốt hơn trong giai đoạn khủng hoảng. Bên cạnh đó, Simon và cộng sự (2017a) xem xét ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng tài chính đối với vốn (VLĐ) và HQHĐ của các DN ở Nigeria trước và sau cuộc khủng hoảng tài chính 2007- 2008; kết quả cho thấy các biến WCM đóng góp nhiều hơn vào việc tạo ra lợi nhuận dưới dạng ROA sau giai đoạn khủng hoảng. Dasuke (2017) sử dụng phân tích tương quan và hồi quy với dữ liệu được chia ra làm hai giai đoạn (i) thời kỳ trước khủng hoảng (2003- 2006) và (ii) thời kỳ khủng hoảng (2007- 2010) để tìm hiểu mối quan hệ giữa VLĐ và HQHĐ của DN ở Nhật Bản; tác giả đã rút ra rằng tồn tại mối quan hệ nghịch biến giữa HQHĐ của DN và VLĐ trong suốt giai đoạn khủng hoảng là lớn hơn so với giai đoạn trước đó. Akgün và Karataş (2020) cũng đã điều tra 7.812 DN ở tất cả các ngành được niêm yết thuộc khối Liên minh Châu Âu và rút ra rằng: tồn tại mối quan hệ nghịch biến giữa tổng VLĐ và kết quả hoạt động kinh doanh. Như vậy, phần lớn các nghiên cứu kết luận rằng cuộc khủng hoảng tài chính 2008 ảnh hưởng đến HQHĐ, khả năng thanh khoản, khả năng sinh lời và công tác WCM của các DN.

Hiện nay đã có nhiều nghiên cứu gợi ý rằng cuộc khủng hoảng kinh tế do đại dịch COVID-19 hoàn toàn khác với những cuộc khủng hoảng tài chính trong quá khứ xét theo lý do, phạm vi và mức độ nghiêm trọng của nó (Ding và cộng sự, 2020). Do đó, tầm quan trọng về ảnh hưởng tài chính của đại dịch COVID-19 đang thu hút sự chú ý của nhiều nhà nghiên cứu kinh tế tài chính trên thế giới. Trong thời kỳ khủng hoảng tài

chính, một trong những giải pháp giúp DN thoát khỏi các vấn đề tài chính là đưa ra các quyết định phù hợp liên quan đến các chính sách WCM (Salehi, Abedi, Balakrishnan và Gholamrezanezhad, 2019). Nghiên cứu của Gadelius và Larsson (2019) tại thị trường Thụy Điển, Chang và cộng sự (2019) tại thị trường Hoa Kỳ, hay Zimon và Tarighi (2021) kiểm tra tác động của đại dịch COVID-19 đến chính sách WCM của các DN vừa và nhỏ ở Ba Lan; kết quả đều cho thấy rằng cuộc khủng hoảng toàn cầu COVID-19 không có tác động đến các chính sách WCM.

Từ các khảo luận nghiên cứu trong nước và trên thế giới, tác giả nhận thấy có rất ít nghiên cứu đề cập đến mối quan hệ giữa WCM và HQHĐ của DN trong thời kỳ đại dịch COVID-19. Vì vậy, tác giả thực hiện kiểm định mối quan hệ này đối với các DN trong ngành dầu khí, một ngành nghề bị ảnh hưởng rất nặng nề khi đại dịch xảy ra và kỳ vọng rằng: các nhà quản trị của các DN này đã có sự điều chỉnh WCM hợp lý để giúp cho DN có thể thích ứng trạng thái “bình thường mới” của nền kinh tế.

### **3. Dữ liệu, phương pháp nghiên cứu và mô hình đề xuất**

#### ***3.1. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu***

Tác giả chọn mẫu nghiên cứu gồm 18 DN trong nhóm dầu khí niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) trong giai đoạn nghiên cứu từ quý 1/2018 đến quý 4/2021.

Như vậy, mẫu nghiên cứu có 288 quan sát bao gồm dữ liệu của 16 quý trong thời gian nghiên cứu của 18 DN; sử dụng các phương pháp tổng hợp, thống kê mô tả và phân tích định lượng trên phần mềm Stata 17 dựa trên các số liệu được thu thập từ báo

cáo tài chính hàng quý để kiểm định các mô hình nghiên cứu làm rõ sự tác động của WCM ảnh hưởng đến HQHĐ của các DN được chọn nghiên cứu cho từng giai đoạn.

#### ***3.2. Mô hình nghiên cứu***

Để phân tích ảnh hưởng của việc WCM đến HQHĐ của DN, tác giả đo lường biến phụ thuộc khả năng sinh lời bằng tỷ suất lợi nhuận trên tài sản (ROA) vì đây là tỷ lệ rất quan trọng đối với quyết định đầu tư của DN (Hassan và cộng sự, 2014). Petersen và Rajan (1997) cũng chỉ ra rằng các DN có khả năng sinh lời cao hơn nhận được cung cấp vốn nhiều hơn từ các chủ nợ. Theo Shin và Soenen (1998), các DN có lợi nhuận lớn hơn có khả năng WCM tốt vì họ chiếm ưu thế trên thị trường, và có khả năng thương lượng lớn hơn với nhà cung cấp và khách hàng (KH). Sau đó, Chiou và cộng sự (2006), Samiloglu và Demirgunes (2008), Garcia và Martinez (2007), Nazir và Afza (2009), Afza và cộng sự (2008) đưa ra kết luận ROA có ảnh hưởng WCM. Do đó, ROA đã được tác giả lựa chọn để đo lường HQHĐ của DN.

Tác giả sử dụng thước đo CCC và các thành phần của nó làm các biến độc lập đại diện cho yếu tố WCM (Deelof, 2003; Garcia và Martinez, 2007). Ngoài ra, tác giả sử dụng yếu tố như quy mô công ty (SIZE), tỷ số nợ (DR), và tỷ số tài sản tài chính (FAR), tỷ số thanh toán hiện hành (CR) làm các biến kiểm soát vì các biến này được cho rằng có ảnh hưởng đến khả năng sinh lợi của công ty (Lamberson, 1995; Deelof, 2003; Lazaridis và Tryfonidis, 2006; Baños-Caballero và cộng sự, 2014).

Từ các mô hình nghiên cứu của các tác giả Deelof (2003); Teruel và Solano (2007); Sharma và Kumar (2011); Trần Việt Hoàng (2015), tác giả đề xuất các mô hình trong nghiên cứu này, nhằm xem xét tác động

**Bảng 1. Công thức và ký hiệu của biến trong mô hình nghiên cứu**

Tên biến	Ký hiệu	Công thức tính	Nguồn tham khảo
Tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản	ROA	Lợi nhuận sau thuế/Tổng tài sản	Richards và Laughlin (1980); Deloof (2003); Teruel và Solano (2007); Nobanee và Hajjar (2009); Garcia và cộng sự (2011); Sharma và Kumar (2011); Napompech (2012); Trần Việt Hoàng (2015); Simon và cộng sự (2017); Afrifa và Padachi (2016), Panda và Nanda (2018); Chang và cộng sự (2019); Pakdel và Ashrafi (2019); Akgün và Karataş (2020); Zimon và Tarighi (2021).
Chu kỳ chuyển đổi tiền mặt	CCC	ACP + AIP - APP	
Kỳ thu tiền bình quân	ACP	KPT bình quân/Doanh thu thuần một ngày	
Kỳ luân chuyển HTK bình quân	AIP	HTK bình quân/Giá vốn hàng bán một ngày	
Kỳ trả tiền bình quân	APP	Phải trả người bán bình quân/Giá vốn hàng bán một ngày	
Quy mô DN	SIZE	Logarit của doanh thu	
Đòn bẩy tài chính	LEV	Tổng nợ/Tổng tài sản	
Tỷ lệ tăng trưởng doanh thu	SGR	(Doanh thu quý t – Doanh thu quý t-1)/Doanh thu quý t-1	

Nguồn: tác giả tổng hợp từ tổng quan nghiên cứu

**Bảng 2. Kết quả thống kê mô tả các biến nghiên cứu cho từng giai đoạn**

Biến	Giai đoạn Q1/2018 - Q4/2019			Giai đoạn Q1/2020 - Q4/2021		
	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn
ROA	144	0,0067166	0,0231408	144	0,0080163	0,0196141
ACP	144	449,1834	893,9246	144	683,2209	1.580,57
AIP	144	547,1044	1.481,384	144	279,3912	1.146,281
APP	144	531,5625	1.551,236	144	366,097	919,7988
CCC	144	464,7253	1.347,617	144	596,5151	1.900,491
SIZE	144	12,92483	2,433995	144	12,82056	2,622449
LEV	144	0,5314922	0,2136348	144	0,5317502	0,1754194
SGR	144	0,4130559	3,228135	144	-0,079069	1,620503

Nguồn: tác giả tính toán qua phần mềm Stata 17

của WCM đến HQHĐ như sau:

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 ACP_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 SGR_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 AIP_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 SGR_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 APP_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 SGR_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 CCC_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 SGR_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

Với i là DN thứ i và t là quý thứ t.

$\varepsilon_{it}$  ước tính phần dư ở quý thứ t của DN thứ i.

## 4. Kết quả nghiên cứu

### 4.1. Thống kê mô tả

Tác giả chọn thời gian nghiên cứu từ quý 1/2018 đến quý 4/2021 và phân chia làm hai giai đoạn: (i) giai đoạn 1 từ quý 1/2018 đến quý 4/2019, đại diện cho thời điểm trước khi đại dịch xảy ra; (ii) giai đoạn 2 từ quý 1/2020 đến quý 4/2021, đại diện cho thời gian kể từ khi xuất hiện đại dịch cho đến nay. Sau đó, thực hiện thống kê mô tả

và chạy mô hình hồi quy với bốn phương trình được đưa ra, để xem xét sự ảnh hưởng của yếu tố đại dịch COVID-19.

Bảng 2 cho thấy ROA giai đoạn từ quý 1/2020 đến quý 4/2021 (giai đoạn 2) có xu hướng tăng lên so với thời điểm trước khi dịch bệnh xuất hiện từ quý 1/2018 đến quý 4/2019 (giai đoạn 1), tuy nhiên theo thông kê của tác giả không phải ROA tăng do DN hoạt động hiệu quả hơn bởi sự tăng lên của lợi nhuận sau thuế, mà là do tài sản của DN ở giai đoạn 2 giảm đi so với giai đoạn 1, sự sụt giảm của lợi nhuận sau thuế nhỏ hơn sự sụt giảm của tài sản, từ đó khiến ROA tăng lên. Bên cạnh đó, các DN dầu khí có ACP tăng, cho thấy họ bị các DN đối tác chiếm dụng vốn nhiều hơn, dịch bệnh cũng làm cho khả năng thu hồi nợ kém hơn và đòi hỏi nói lỏng thời gian bán chịu để có thể thu hút được nhiều KH hơn, phần nào gia tăng doanh thu trong giai đoạn khó khăn này. Kỳ chuyển đổi HTK giảm xuống so với trước do DN dự trữ ít HTK hơn vì rõ ràng nhu cầu của thị trường bị ảnh hưởng, DN cắt giảm HTK, giảm bớt khai thác các sản phẩm liên quan đến dầu khí để giảm bớt gánh nặng chi phí khai thác vận hành và chi phí bảo quản; từ đó giảm AIP để thu hồi vốn nhanh hơn, tránh ứ đọng vốn lâu. Đồng thời, APP của giai đoạn 2 giảm so với giai đoạn 1, bởi khi dịch bệnh xảy ra nhu cầu sử dụng phương tiện để vận chuyển trao đổi hàng hoá, dịch vụ và du lịch giảm đi rõ rệt, dẫn đến các DN không lấy nhiều hàng từ nhà cung cấp từ đó khoản phải trả người bán cũng giảm xuống.

CCC giai đoạn 2 tăng so với 1 do ACP tăng và APP giảm, DN phải mất nhiều thời gian hơn để thu hồi lượng tiền mặt sau khi bán hàng và cung cấp dịch vụ. Mức độ tăng trưởng doanh thu hàng quý giai đoạn 2 mang dấu âm, cho thấy doanh thu qua các quý ở giai đoạn 2 sụt giảm dần, ngược lại hoàn toàn với giai đoạn 1 trước đó. Quy

mô của DN cũng sụt giảm so với trước khi có dịch bệnh xảy ra, có thể thấy DN giảm quy mô, bán bớt tài sản để có thể bù đắp thiếu hụt dòng tiền. Điều đáng ngạc nhiên là dù đại dịch xảy ra nhưng mức độ sử dụng nợ vay thay đổi không đáng kể; đây có thể coi như là cách thức tài trợ giúp DN giảm rủi ro thanh toán khi doanh thu sụt giảm so với trước. Kết quả thông kê mô tả cho thấy đại dịch COVID-19 đã làm thay đổi HQHĐ và WCM của các DN ngành dầu khí. Tiếp theo, để làm rõ thêm liệu đại dịch có ảnh hưởng đến mối quan hệ giữa hai yếu tố này, tác giả thực hiện phân tích hồi quy dữ liệu bằng phần mềm Stata 17.

#### 4.2. Kết quả phân tích hồi quy

Để kiểm tra mối quan hệ tương quan giữa biến phụ thuộc ROA với các biến độc lập ACP, ICP, APP và CCC; nghiên cứu đã phân tích dữ liệu bảng thu thập theo từng quý trong khoảng thời gian nghiên cứu của 18 DN ngành dầu khí bằng ba mô hình khác nhau: tác động cố định (FEM), tác động ngẫu nhiên (REM), và Pooled OLS để đánh giá. Để đảm bảo sự phù hợp của mô hình, nghiên cứu đã thực hiện một số kiểm định Breusch-Pagan Lagrangian (để lựa chọn giữa Pooled OLS và REM), kiểm định Hausman, kiểm định Wald và kiểm định Wooldridge. Bên cạnh đó, phương pháp FGLS cũng được sử dụng bởi nó có thể kiểm soát được hiện tượng phương sai số thay đổi và tự tương quan.

Từ kết quả thu thập được, FEM được lựa chọn cho giai đoạn Q1/2018- Q4/2019, và FGLS được chọn cho giai đoạn Q1/2020- Q4/2021. Kết quả hồi quy được trình bày trong Bảng 3 và 4.

Bảng 3 trình bày kết quả phân tích hồi quy cho giai đoạn trước khủng hoảng do dịch bệnh về sự tác động của các ACP, ICP, APP và CCC đến ROA. Kết quả cho thấy,

**Bảng 3. Kết quả phân tích hồi quy giai đoạn Q1/2018- Q4/2019**

Biến	Biến phụ thuộc: ROA			
	Mô hình (1)	Mô hình (2)	Mô hình (3)	Mô hình (4)
ACP	-0,000131**			
AIP		-0,0000216*		
APP			0,000025*	
CCC				-0,0000627
SIZE	0,0116023**	0,0036966*	0,0037364*	0,0028126*
LEV	-0,1128965*	-0,03006*	-0,0347274*	-0,0178576*
SGR	0,0029628*	0,0021422*	0,002345*	0,0020389*

Ghi chú: \*, \*\*, \*\*\* tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5%, 1%.

Nguồn: tác giả tính toán qua phần mềm Stata 17

**Bảng 4. Kết quả phân tích hồi quy giai đoạn Q1/2020- Q4/2021**

Biến	Biến phụ thuộc: ROA			
	Mô hình (1)	Mô hình (2)	Mô hình (3)	Mô hình (4)
ACP	0,0000374***			
AIP		0,0000286**		
APP			-0,0000306*	
CCC				0,0000321***
SIZE	0,0063373***	0,0040694**	0,0033924*	0,0065902***
LEV	0,0935141***	0,0955791***	0,0950722***	0,0943736***
SGR	0,0014661*	0,0019369**	0,0022666***	0,0012577*

Ghi chú: \*, \*\*, \*\*\* tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5%, 1%.

Nguồn: tác giả tính toán qua phần mềm Stata 17

CCC, ACP và AIP có mối quan hệ nghịch biến có ý nghĩa thống kê với ROA. Từ các kết quả này, có thể thấy khi các DN đơn đốc rút ngắn thời gian thu tiền hoặc khuyến khích KH trả tiền hàng sớm hơn bằng cách điều chỉnh chính sách bán chịu như tỷ lệ chiết khấu thanh toán; đồng thời giảm AIP sẽ rút ngắn CCC thì công tác WCM sẽ hiệu quả, từ đó sẽ nâng cao HQHĐ. Đồng thời, APP càng tăng cho thấy DN có thời gian chiếm dụng vốn càng lâu, điều này càng có lợi cho DN. Trong cả 4 mô hình, SIZE và SGR đều có tương quan dương có ý nghĩa thống kê với ROA, cho thấy quy mô DN và

doanh thu càng tăng trưởng sẽ càng nâng cao HQHĐ. Bên cạnh đó, LEV lại có mối quan hệ nghịch biến với ROA, hàm ý rằng khi DN có đòn bẩy tài chính càng lớn, chi phí trả lãi càng nhiều, khiến DN dễ có khả năng rơi vào tình trạng mất thanh khoản và ảnh hưởng tiêu cực đến HQHĐ. Kết quả này khá nhất quán với các nghiên cứu trước đây như Jose và cộng sự (1996); Deloof (2003); Lazaridis và Tryfonidis (2006); Raheman và Nasr (2007); Samiloglu và Demirgunes (2008); Zariyawati và cộng sự (2009); Dong và Su (2010); Sunday, Abiola, và Lawrence, (2012); Từ Thị Kim

Thoa và Nguyễn Thị Uyên Uyên (2014); Arachchi, Perera và Vijayakumaran (2017); Pakdel và Ashrafi (2019).

Trong giai đoạn xảy ra dịch bệnh COVID-19, mối quan hệ giữa ROA với ACP, AIP, APP và CCC đều thay đổi, cụ thể là đều đổi dấu so với giai đoạn trước đó. Cụ thể, tồn tại mối quan hệ thuận chiều có ý nghĩa giữa ACP và ROA; điều này cho thấy rằng các DN đã thực hiện chính sách tín dụng nới lỏng hơn so với trước, cho khách hàng mua chịu với thời gian lâu hơn, hạ thấp tiêu chuẩn bán chịu hoặc đưa tỷ lệ chiết khấu lớn hơn nhằm tạo điều kiện cho khách hàng trong giai đoạn khó khăn, vừa giúp chính DN có thể giữ chân khách hàng cũ và tìm kiếm khách hàng mới; kết luận này cũng thống nhất với ý kiến của Hassan và cộng sự (2014). Đồng thời, kết quả cũng cho thấy xu hướng khi AIP càng tăng thì DN hoạt động càng có hiệu quả; tuy nhiên khi so sánh mối tương quan với kết quả thống kê mô tả tại Bảng 1 cho thấy rằng: mặc dù dự trữ HTK nhiều giúp DN chủ động được hoạt động sản xuất kinh doanh nhưng lại tốn khá nhiều chi phí liên quan, vì vậy các DN đã thực hiện điều chỉnh lượng HTK của giai đoạn 2 nhỏ hơn so với trước để cân đối giữa lợi ích và chi phí liên quan trong giai đoạn đại dịch khó khăn này. Bên cạnh đó, khi các KPT càng tăng, cho thấy DN bị chiếm dụng vốn càng nhiều và phát sinh chi phí khá lớn, điều này làm ảnh hưởng xấu đến kết quả hoạt động của DN, kết quả này tương đồng với nhận định của Napompech (2012); Từ Thị Kim Thoa và Nguyễn Thị Uyên Uyên (2014); Trần Việt Hoàng (2015).

Trong giai đoạn 2, CCC và ROA lại có quan hệ ngược chiều- thay đổi hoàn toàn so với giai đoạn trước đó, có thể thấy DN đã thay đổi cả chính sách bán chịu, cách dự trữ HTK, cho đến tận dụng tín dụng từ người bán như các phân tích trên đây, làm kéo dài

CCC, nhưng sẽ có lợi cho dòng tiền sau thuế của DN (Sharma và Kumar, 2011). Cả ba biến kiểm soát đều có ý nghĩa thống kê và có tương quan dương với ROA; khi DN gia tăng quy mô, tăng trưởng doanh thu, sử dụng đòn bẩy tài chính mạnh hơn sẽ góp phần gia tăng HQHĐ. Điều đáng nói ở đây là biến kiểm soát LEV trong giai đoạn này là ngược dấu với giai đoạn trước đó; chứng tỏ rằng sau khi đại dịch xảy ra, DN đã sử dụng nợ hiệu quả hơn, được hưởng mức lãi suất ưu đãi hơn trước; đồng thời cũng tận dụng được tấm chắn thuế từ lãi vay, từ đó giúp DN mạnh dạn đầu tư khôi phục lại quá trình sản xuất kinh doanh và hoạt động hiệu quả hơn.

## 5. Kết luận và khuyến nghị

Hiện nay các DN đều đang thích nghi với trạng thái bình thường mới, các nhà quản trị đã có những thay đổi trong cách thức quản lý dòng tiền, hoạt động đầu tư và tài trợ giúp DN hoàn thành được mục tiêu gia tăng lợi nhuận của mình. Trong đó, việc WCM đóng vai trò quan trọng giúp DN vừa đảm bảo tính thanh khoản để hoạt động liên tục, vừa mang lại khả năng sinh lời. Nhằm tìm hiểu mối quan hệ giữa WCM và HQHĐ của các DN ngành Dầu khí tại Việt Nam thay đổi như thế nào bởi đại dịch COVID-19, tác giả sử dụng phương pháp thống kê mô tả và phân tích hồi quy dữ liệu bảng với phần mềm Stata 17 trong hai giai đoạn trước và sau tám quý khi đại dịch xuất hiện để làm rõ vấn đề trên. Từ kết quả nghiên cứu cho thấy, đại dịch COVID-19 đã làm thay đổi cách thức WCM, từ đó ảnh hưởng đến HQHĐ của các DN ngành dầu khí. Các biến độc lập được đưa ra để đo lường mức độ WCM trong mô hình đều thay đổi dấu khi xét trong mối quan hệ với ROA. Điều này cho thấy rằng, sau khi đại dịch xảy ra DN phải mất nhiều thời gian

hơn để dòng tiền đã chi ra quay trở về DN nhưng lại khiến cho ROA tăng lên đáng kể. Như vậy, để giảm nhẹ tác động của đại dịch COVID-19, cải thiện và phục hồi sản xuất kinh doanh, tác giả cho rằng các DN ngành dầu khí nên chú ý đến công tác WCM và mối tương quan giữa chính sách này với HQHĐ của DN. Xét từ góc độ WCM, để nâng cao HQHĐ, các DN có thể thực hiện một số giải pháp như: đưa ra chính sách tín dụng thương mại phù hợp, xem xét tiêu chuẩn bán chịu nhằm mở rộng đối tác bán chịu, kéo dài thời gian bán chịu để gia tăng doanh thu, dẫn đến tăng ACP; Xem xét số lượng sản xuất và dự trữ HTK thích hợp để vừa đảm bảo hàng hoá cần thiết cho hoạt động, kết hợp với nghiên cứu nhu cầu của thị trường từ đó có kế hoạch mua nguyên vật liệu, sản xuất sản phẩm đáp ứng đủ nhu cầu thị trường mà vừa không lãng phí chi phí cơ hội của vốn và các chi phí khác;

Phối hợp chính sách WCM với các chính sách khác liên quan đến đầu tư, tăng trưởng để dần cải thiện và nâng cao HQHĐ của DN trong trạng thái bình thường mới.

Hạn chế của nghiên cứu này là chỉ sử dụng mẫu gồm các DN ngành dầu khí được niêm yết trên HOSE và HNX. Trong các nghiên cứu tiếp theo, tác giả sẽ mở rộng nghiên cứu cho tất cả các DN thuộc nhiều các ngành nghề khác nhau để có những kết luận tổng quát hơn về ảnh hưởng của đại dịch COVID-19 đến HQHĐ của DN. Đồng thời, sẽ tiến hành kiểm định mối tương quan này khi có những biến cố khác xảy ra liên quan đến thị trường thế giới, để xem xét các DN dầu khí tại Việt Nam sẽ điều chỉnh chính sách WCM như thế nào để làm giảm mức độ ảnh hưởng của các rủi ro mang tính chất hệ thống lên HQHĐ của các DN. ■

## Tài liệu tham khảo

- Abuzayed, B. (2012). Working capital management and firms' performance in emerging markets: the case of Jordan. *International Journal of Managerial Finance*.
- Afrifa, G. A., & Padachi, K. (2016). Working capital level influence on SME profitability. *Journal of Small Business and Enterprise Development*.
- Afza, T., & Nazir, M. S. (2008). Working capital approaches and firm's returns in Pakistan. *Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences (PJCSS)*, 1, 25-36.
- Akgün, A. I., & Karataş, A. M. (2020). Investigating the relationship between working capital management and business performance: Evidence from the 2008 financial crisis of EU-28. *International Journal of Managerial Finance*.
- Aktas, N., Croci, E., & Petmezas, D. (2015). Is working capital management value-enhancing? Evidence from firm performance and investments. *Journal of Corporate Finance*, 30, 98-113.
- 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.
- Cote, J. M., & Latham, C. K. (1999). The merchandising ratio: A comprehensive measure of working capital strategy. *Issues in Accounting Education*, 14(2), 255-267.
- Chiou, J. R., Cheng, L., & Wu, H. W. (2006). The determinants of working capital management. *Journal of American Academy of business*, 10(1), 149-155.
- Chang, C. C., Kam, T. Y., Chang, Y. C., & Liu, C. C. (2019). Effects of the 2008 Financial Crisis on the Working Capital Management Policy of US Enterprises. *International Journal of Business & Economics*, 18, 121-39.
- Deloof, M. (2003). Does working capital management affect profitability of Belgian firms? *Journal of business finance & Accounting*, 30(3-4), 573-588.
- Ding, D., del Pozo Cruz, B., Green, M. A., & Bauman, A. E. (2020). Is the COVID-19 lockdown nudging people to be more active: a big data analysis. *British journal of sports medicine*, 54(20), 1183-1184.
- Epps, R. W., & Cereola, S. J. (2008). Do institutional shareholder services (ISS) corporate governance ratings reflect a company's operating performance?. *Critical Perspectives on Accounting*, 19(8), 1135-1148.
- Erasmus, P. D. (2010). Working capital management and profitability: the relationship between the net trade cycle and return on assets. *Management Dynamics: Journal of the Southern African Institute for Management*

- Scientists*, 19(1), 2-10.
- Jose, M. L., Lancaster, C., & Stevens, J. L. (1996). *Corporate returns and cash conversion cycles*. *Journal of Economics and Finance*, 20(1), 33-46.
- Gadelius, A., & Larsson, E. (2019). *The impact of the global financial crisis on working capital management in Swedish listed firms*.
- García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2007). *Effects of working capital management on SME profitability*. *International Journal of Managerial Finance*.
- Garcia, J., Martins, F. V., & Brandão, E. (2011). *The impact of working capital management upon companies' profitability: evidence from European companies*. Available at SSRN 2165210.
- Gitman, L. J., Joehnk, M. D., Smart, S., & Juchau, R. H. (2015). *Fundamentals of investing*. Pearson Higher Education AU.
- Hassan, N. U., Imran, M. M., Amjad, M., & Hussain, M. (2014). *Effects of working capital management on firm performance: An empirical study of non-financial listed firms in Pakistan*. *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, 4(6), 114-132.
- Hingurala Arachchi, A., Perera, W., & Vijayakumaran, R. (2017). *The impact of working capital management on firm value: Evidence from a frontier market*. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 9(2).
- Hoang, T. V. (2015). *Impact of working capital management on firm profitability: The case of listed manufacturing firms on Ho Chi Minh stock exchange*. *Asian Economic and Financial Review*, 5(5), 779-789.
- Horngren, C. T., Harrison Jr, W. T., & Oliver, M. S. (2009). *Accounting*. Eight Edition.
- Jeng-Ren, C., Li, C., and Han-Wen, W. (2006). *The Determinants of Working Capital Management*. *Journal of American Academy of Business*, Cambridge, 10 (1): 149-155.
- Kesimli, I. G., & Günay, S. G. (2011). *The impact of the global economic crisis on working capital of real sector in Turkey*. *BEH-Business and Economic Horizons*.
- Klein, A. (1998). *Firm performance and board committee structure*. *The Journal of Law and Economics*, 41(1), 275-304.
- Lamberson M (1995), "Changes in Working Capital of Small Firms in Relation to Changes in Economic Activity", *Mid-American Journal of Business*, Vol. 10, No. 2, pp. 45-50.
- Lazaridis, I., & Tryfonidis, D. (2006). *Relationship between working capital management and profitability of listed companies in the Athens stock exchange*. *Journal of financial management and analysis*, 19(1).
- Napompech, K. (2012). *Effects of working capital management on the profitability of Thai listed firms*. *International Journal of Trade, Economics and Finance*, 3(3), 227-232.
- Nazir, M. S., & Afza, T. (2009). *Impact of Aggressive Working Capital Management Policy on Firms' Profitability*. *IUP Journal of Applied Finance*, 15(8).
- Nguyễn Chinh (2021). *Những khó khăn từ thị trường sản phẩm dầu khí*. Truy xuất 09/6/2022 từ <https://dangcongsan.vn/kinh-te/nhung-kho-khan-tu-thi-truong-san-pham-dau-khi-589253.html>.
- Nobanee, H., & Al Hajjar, M. (2009). *Working capital management and firm's profitability: an optimal cash conversion cycle*. Available at SSRN, 147123.
- Mathuva, D. (2015). *The Influence of working capital management components on corporate profitability*.
- Pakdel, M., & Ashrafi, M. (2019). *Relationship between Working Capital Management and the Performance of Firm in Different Business Cycles*. *Dutch Journal of Finance and Management*, 3(1), em0057.
- Panda, A. K., & Nanda, S. (2018). *Working capital financing and corporate profitability of Indian manufacturing firms*. *Management Decision*.
- Pass, C. L., & Pike, R. H. (1984). *An overview of working capital management and corporate financing*. *Managerial Finance*.
- Petersen, M. A., & Rajan, R. G. (1997). *Trade credit: theories and evidence*. *The review of financial studies*, 10(3), 661-691.
- Salehi, S., Abedi, A., Balakrishnan, S., & Gholamrezanezhad, A. (2020). *Coronavirus disease 2019 (COVID-19): a systematic review of imaging findings in 919 patients*. *Ajr Am J Roentgenol*, 215(1), 87-93.
- Samiloglu, F., & Demirgunes, K. (2008). *The effect of working capital management on firm profitability: Evidence from Turkey*. *The International journal of applied Economics and Finance*, 2(1), 44-50.
- Sharma, A. K., & Kumar, S. (2011). *Effect of working capital management on firm profitability: Empirical evidence from India*. *Global business review*, 12(1), 159-173.
- Shin, H. H., & Soenen, H. L. (1998). *Efficiency of working capital and corporate profitability*.
- Simon, S., Sawandia, N., & Abdul-Hamidb, M. A. (2017, September). *The impact of working capital management investments on firm performances during and after financial crisis*. In *International Conference on Accounting Studies (ICAS)*(pp. 79-85).
- Simon, S., Sawandi, N., & Abdul-Hamid, M. A. (2017). *The quadratic relationship between working capital management and firm performance: Evidence from the Nigerian economy*. *Journal of Business and Retail Management*

- Research, 12(1).
- Smith K (1980), *Profitability versus Liquidity Tradeoffs in Working Capital Management*, in *Readings on the Management of Working Capital*, West Publishing Company, New York.
- Sunday, E. O., Abiola, I., & Lawrence, O. O. (2012). *Working Capital Management. Firms' Performance and Market Valuation in Nigeria*, *World Academy of Science, Engineering and Technology*, 61, 2012.
- Raheman, A., & Nasr, M. (2007). *Working capital management and profitability—case of Pakistani firms*. *International review of business research papers*, 3(1), 279-300.
- Richards, V. D., & Laughlin, E. J. (1980). *A cash conversion cycle approach to liquidity analysis*. *Financial management*, 32-38.
- Reily, F., K., and Brown, K., C. (2012). *Analysis of Investments & Managements of Portfolios*. Canada: South-Western, Cengage Learning.
- Tamuntuan, U. (2015). *Analysing the effect of return on equity, return on assets and earnings per share toward share price: an empirical study of food and beverage companies listed on indonesia stock exchange*. *Jurnal Berkala Ilmiah Efisiensi*, 15(5).
- Thoa, T. T. K., & Uyên, N. T. U. (2014). *Mối quan hệ giữa quản trị vốn luân chuyển và khả năng sinh lợi: Bằng chứng thực nghiệm ở Việt Nam*. *Tạp chí Phát triển & Hội nhập Số*, 14(24), 62-70.
- Wu, Q. S. (2001). *The determinant of working capital management policy and its impact on performance*. *National Science Council Project*, 89-2416.
- Zariyawati, M. A., Anuar, M. N., Taufiq, H., & Rahim, A. A. (2009). *Working capital management and corporate performance: Case of Malaysia*. *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 5(11), 47.
- Zimon, G., & Tarighi, H. (2021). *Effects of the COVID-19 global crisis on the working capital management policy: Evidence from Poland*. *Journal of Risk and Financial Management*, 14(4), 169.