

# DÒNG TIỀN TỰ DO VÀ HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NGÀNH BÁN LẺ VÀ TIÊU DÙNG VIỆT NAM: VAI TRÒ ĐIỀU TIẾT CỦA CƠ HỘI TĂNG TRƯỞNG

**ĐẶNG ĐĂNG THƯ**

Trường Đại học An Giang, An Giang, Việt Nam  
Đại học Quốc gia Thành phố Hồ Chí Minh  
An Giang University, An Giang, Vietnam  
Vietnam National University, Ho Chi Minh City, Vietnam  
Email: ddthu@agu.edu.vn

Ngày nhận bài: 1/6/2026

Ngày sửa bài: 12/6/2026

Ngày duyệt đăng bài: 23/6/2026

---

## **Tóm tắt:**

*Nghiên cứu đánh giá tác động của dòng tiền tự do đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ngành bán lẻ và tiêu dùng niêm yết tại Việt Nam giai đoạn 2016-2025, đồng thời kiểm tra vai trò điều tiết của cơ hội tăng trưởng. Kết quả thực nghiệm cho thấy, cả dòng tiền tự do và cơ hội tăng trưởng đều có tác động tích cực trực tiếp đến hiệu quả hoạt động. Đáng chú ý, nghiên cứu tìm thấy bằng chứng về vai trò điều tiết tích cực của cơ hội tăng trưởng. Tác động thúc đẩy của dòng tiền tự do lên hiệu quả sẽ mạnh mẽ hơn tại những doanh nghiệp có triển vọng đầu tư tốt. Ngược lại, việc lạm dụng đòn bẩy tài chính quá mức gây ảnh hưởng tiêu cực, trong khi tăng trưởng doanh thu là động lực then chốt giúp gia tăng năng lực sinh lời. Kết quả nghiên cứu gợi ý các nhà quản trị nên ưu tiên sử dụng dòng tiền nội bộ và tập trung giải ngân vào các dự án có tiềm năng phát triển cao để tối ưu hóa hiệu quả kinh doanh.*

**Từ khóa:** dòng tiền tự do, hiệu quả hoạt động, cơ hội tăng trưởng, ngành bán lẻ và tiêu dùng

---

## **Free cash flow and firm performance of Vietnamese retail and consumer goods enterprises: the moderating role of growth opportunities**

### **Abstract:**

*This study examines the impact of free cash flow on the performance of listed retail and consumer goods enterprises in Vietnam during the 2016-2025 period, while also testing the moderating role of growth opportunities. The empirical results show that both free cash flow and growth opportunities have direct positive effects on firm performance. Notably, the study provides evidence of the positive moderating role of growth opportunities, indicating that the performance-enhancing effect of free cash flow is stronger in firms with favorable investment prospects. In contrast, excessive financial leverage negatively affects performance, whereas revenue growth is a key driver of improved profitability. The findings suggest that managers should prioritize the use of internal funds and allocate capital to projects with high growth potential to optimize business performance.*

**Keywords:** free cash flow, firm performance, growth opportunities, retail and consumer goods sector

## 1. Đặt vấn đề

Dòng tiền tự do (Free Cash Flow - FCF) giữ vai trò quan trọng trong quản trị tài chính doanh nghiệp, giúp nâng cao khả năng thanh toán, tăng tính chủ động trước biến động kinh tế và hỗ trợ gia tăng giá trị thông qua đầu tư. Theo quan điểm của Myers & Majluf (1984), dòng tiền tự do được xem là nguồn vốn nội sinh quan trọng, giúp doanh nghiệp (DN) tự chủ về mặt tài chính và giảm bớt sự lệ thuộc vào các nguồn vốn bên ngoài vốn thường đắt đỏ và đi kèm nhiều điều kiện thắt chặt.

Tuy nhiên, mối quan hệ giữa dòng tiền tự do và hiệu quả hoạt động (HQHĐ) của DN vẫn là một chủ đề gây nhiều tranh cãi trong các nghiên cứu thực nghiệm. Theo lý thuyết chi phí đại diện của Jensen (1986), việc sở hữu lượng FCF quá lớn, vượt quá nhu cầu đầu tư vào các dự án có giá trị hiện tại thuần dương, thường nảy sinh mâu thuẫn lợi ích giữa cổ đông sở hữu và nhà quản lý.

Trong ngành bán lẻ và tiêu dùng tại Việt Nam, nơi đặc trưng bởi cạnh tranh cao và nhu cầu vốn lớn, hiệu quả sử dụng FCF phụ thuộc chặt chẽ vào cơ hội tăng trưởng. DN có triển vọng đầu tư tốt có thể tận dụng FCF để nâng cao HQHĐ, trong khi DN thiếu cơ hội tăng trưởng dễ rơi vào tình trạng sử dụng tiền kém hiệu quả.

Mặc dù đã có nhiều nghiên cứu trên thế giới và tại Việt Nam xem xét tác động của FCF đến HQHĐ, nhưng các nghiên cứu tập trung sâu vào vai trò điều tiết của cơ hội tăng trưởng, đặc biệt trong lĩnh vực bán lẻ và tiêu dùng, vẫn còn khá hạn chế. Xuất phát từ thực tiễn đó, nghiên cứu này tập trung phân tích mối quan hệ giữa dòng tiền tự do và HQHĐ của các DN bán lẻ và tiêu dùng niêm yết tại Việt Nam, đồng thời làm rõ vai trò điều tiết của cơ hội tăng trưởng, qua đó cung cấp bằng chứng thực nghiệm và hàm ý quản trị tài chính.

## 2. Cơ sở lý thuyết, mô hình và phương pháp nghiên cứu

### 2.1. Cơ sở lý thuyết

#### 2.1.1. Các lý thuyết liên quan

Lý thuyết trật tự phân hạng: Myers & Majluf (1984) lập luận rằng do tình trạng bất cân xứng thông tin, DN ưu tiên sử dụng nguồn vốn nội sinh (như dòng tiền tự do) trước khi tìm đến nợ vay hoặc phát hành cổ phiếu. Từ góc độ này, dòng tiền tự do là nguồn lực nội bộ quan trọng giúp DN tự chủ tài chính và giảm chi phí sử dụng vốn bên ngoài.

Lý thuyết đại diện và giả thuyết dòng tiền tự do: Jensen (1986) cho rằng, mâu thuẫn lợi ích giữa nhà quản lý và cổ đông nảy sinh khi DN có dòng tiền tự do dồi dào nhưng thiếu cơ hội đầu tư sinh lời. Nhà quản trị có khuynh hướng lạm dụng nguồn tiền này để phục vụ lợi ích cá nhân hoặc đầu tư vào các dự án có giá trị hiện tại thuần âm thay vì chi trả cổ tức cho cổ đông.

#### 2.1.2. Minh chứng thực nghiệm

Mối quan hệ giữa dòng tiền tự do và hiệu quả hoạt động: Nhiều nghiên cứu thực nghiệm đã chứng minh tác động tích cực của FCF đối với hiệu quả DN. Ahmed (2026) tìm thấy mối liên hệ cùng chiều giữa dòng tiền và ROA tại các DN được phẩm. Tương tự, Mutende et al. (2017) khẳng định việc gia tăng FCF giúp cải thiện hiệu quả tài chính. Tại Việt Nam, Phạm Xuân Quỳnh (2019) cũng chỉ ra dòng tiền tự do có tác động tích cực đến HQHĐ của các công ty ngành thực phẩm. Trong bối cảnh ngành bán lẻ và tiêu dùng Việt Nam với đặc thù luân chuyển vốn nhanh, FCF đóng vai trò là lá chắn tài chính quan trọng giúp DN duy trì vận hành và nắm bắt cơ hội thị trường. Do đó, giả thuyết H1 được đề xuất:

*Giả thuyết H1: Dòng tiền tự do có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp.*

Mối quan hệ giữa cơ hội tăng trưởng và hiệu quả hoạt động: Nghiên cứu của Schumpeter (1942) và các nghiên cứu sau đó về vấn đề này đều cho thấy, cơ hội tăng trưởng liên quan mật thiết đến hiệu quả DN. Những DN sở hữu nhiều dự án đầu tư khả thi thường được thị trường đánh giá cao và có tiềm năng tạo ra lợi nhuận lớn hơn. Do vậy, giả thuyết H2 được đề xuất:

*Giả thuyết H2: Cơ hội tăng trưởng có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.*

Vai trò điều tiết của cơ hội tăng trưởng: Tác động của FCF đến hiệu quả DN phụ thuộc đáng kể vào các cơ hội đầu tư sẵn có. Khi DN có cơ hội tăng trưởng cao, nhà quản lý sẽ sử dụng FCF để hiện thực hóa các dự án sinh lời, từ đó thúc đẩy mạnh mẽ HQHĐ. Ngược lại, đối với DN thiếu hụt cơ hội (Tobin's  $q < 1$ ), dòng tiền dư thừa dễ bị sử dụng lãng phí, gây suy giảm kết quả kinh doanh. Phạm Xuân Quỳnh (2019) và Brush et al. (2000) đều cung cấp bằng chứng cho thấy mức độ tác động của dòng tiền đến hiệu quả sẽ lớn hơn và tích cực hơn ở những công ty có cơ hội đầu tư tốt. Dựa trên lập luận này, giả thuyết H3 được đề xuất:

*Giả thuyết H3: Cơ hội tăng trưởng đóng vai trò điều tiết tích cực mối quan hệ giữa dòng tiền tự do và hiệu quả hoạt động.*

## 2.2. Mô hình nghiên cứu

Để xem xét tác động của dòng tiền tự do (FCF) đến HQHĐ cũng như vai trò điều tiết của cơ hội tăng trưởng, mô hình được thiết lập như sau:

$$FP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FP_{i,t-1} + \beta_2 FCF_{i,t} + \beta_3 GO_{i,t} + \beta_4 (FCF * GO)_{i,t} + \beta_5 SALE_{i,t} + \beta_6 SIZE_{i,t} + \beta_7 LEV_{i,t} + \beta_k Year + \varepsilon_{i,t} \quad (3.1)$$

Trong mô hình (3.1),  $FP_{i,t}$  đại diện cho hiệu quả hoạt động của DN  $i$  tại thời điểm  $t$ , được đo lường bằng lợi nhuận trước thuế và lãi vay/Tổng tài sản (Xuân Quỳnh, 2019, Ahmed, 2026);  $FCF_{i,t}$  là dòng tiền tự do của DN  $i$  vào thời điểm  $t$ , dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh trừ đi chi tiêu vốn trên tổng tài sản DN (Hameed, 2024);  $GO_{i,t}$  là biến giả cơ hội tăng trưởng, nhận giá trị 1 khi DN có cơ hội tăng trưởng ( $Q > 1$ ), ngược lại bằng 0 là DN không có cơ hội tăng trưởng ( $Q < 1$ ). Trong đó, Tobin's  $Q$  là giá trị thị trường vốn chủ sở hữu chia cho giá trị sổ sách vốn chủ sở hữu;  $(FCF * GO)_{i,t}$  là biến tương tác giữa dòng tiền tự do và cơ hội tăng trưởng nhằm kiểm tra vai trò điều tiết (Saif et al, 2020). Ngoài ra, tăng trưởng doanh thu ( $SALE_{i,t}$ ), tỷ lệ nợ ( $LEV_{i,t}$ ) và quy mô ( $SIZE_{i,t}$ ) được đưa vào mô hình với vai trò là biến kiểm soát. Mô hình cũng kiểm soát hiệu ứng cố định thời gian.

## 2.3. Phương pháp nghiên cứu

Dữ liệu và mẫu nghiên cứu: Đối tượng nghiên cứu là các DN thuộc nhóm ngành bán lẻ và hàng tiêu dùng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Giai đoạn quan sát kéo dài 10 năm từ 2016 đến 2025.

Phương pháp ước lượng: Trong ngành bán lẻ, các quyết định về FCF và HQHĐ thường có mối quan hệ tương hỗ hoặc tác động ngược, do đó nội sinh là vấn đề khó tránh khỏi. Bên cạnh đó, HQHĐ của các DN nói chung và ngành tiêu dùng nói riêng thường có tính kế thừa và bền vững qua các năm. Vì vậy, nghiên cứu sử dụng kỹ thuật SGMM nhằm vừa giải quyết vấn đề nội sinh vừa kiểm soát tác động của các kết quả trong quá khứ đối với hiện tại.

### 3. Kết quả và thảo luận

#### 3.1. Kết quả thống kê

Kết quả thống kê mô tả ở Bảng 1 cho thấy, FP trung bình đạt 11,13%, phản ánh năng lực sinh lời khá ổn định của các DN bán lẻ và tiêu dùng trong mẫu nghiên cứu. Đáng chú ý, FCF ghi nhận mức trung bình âm, cho thấy đặc thù ngành thường xuyên phải chi tiêu vốn lớn để tái đầu tư hệ thống phân phối và công nghệ, dẫn đến lượng tiền mặt nhàn rỗi bị thắt chặt. Nhìn chung, các chỉ tiêu tài chính có sự biến động đáng kể và đã được xử lý winsorize để loại bỏ giá trị ngoại lai, tạo cơ sở vững chắc cho các phân tích hồi quy SGMM tiếp theo.

**Bảng 1. Thông kê mô tả các biến**

| Chỉ tiêu | Số quan sát | Giá trị trung bình | Độ lệch chuẩn | Giá trị nhỏ nhất | Giá trị lớn nhất |
|----------|-------------|--------------------|---------------|------------------|------------------|
| FP       | 650         | 0,1113             | 0,0940        | -0,1546          | 0,4551           |
| FCF      | 650         | -0,0110            | 0,1259        | -0,3889          | 0,3472           |
| SALE     | 650         | 0,1341             | 0,3877        | -0,5873          | 2,1340           |
| SIZE     | 650         | 28,3160            | 1,4632        | 25,9913          | 32,1146          |
| LEV      | 650         | 0,2666             | 0,1914        | 0                | 0,6717           |

*Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu của tác giả*

#### 3.2. Kết quả hồi quy và thảo luận

Trước khi phân tích các hệ số, các kiểm định được thực hiện để đảm bảo tính vững của phương pháp SGMM. Kết quả cho thấy, giá trị Prob. của kiểm định AR(1) đều nhỏ hơn 0,05, trong khi AR(2) lớn hơn 0,05, xác nhận mô hình có tự tương quan bậc nhất nhưng không tồn tại tự tương quan bậc hai trong phần dư. Kiểm định Hansen có giá trị p-value lần lượt là 0,155 và 0,143, chứng tỏ các biến công cụ được sử dụng là hợp lệ. Chỉ số F-statistics có ý nghĩa ở mức 1% khẳng định mức độ phù hợp tổng thể của mô hình nghiên cứu.

**Bảng 2. Kết quả hồi quy**

|                        | [1]                | [2]                |
|------------------------|--------------------|--------------------|
| $FP_{it-1}$            | 0,7407*** (0,0757) | 0,736*** (0,0762)  |
| $FCF_{it}$             | 0,0807*** (0,0148) | 0,0704*** (0,0262) |
| $GO_{it}$              | 0,0158*** (0,0052) | 0,0169*** (0,0053) |
| $(FCF \times GO)_{it}$ |                    | 0,0189*** (0,0359) |
| $SALE_{it}$            | 0,0431*** (0,0101) | 0,0442*** (0,0104) |
| $SIZE_{it}$            | -0,0023. (0,0016)  | -0,0024 (0,0016)   |

|              |                     |                     |
|--------------|---------------------|---------------------|
| $LEV_{it}$   | -0,0611*** (0,0140) | -0,0631*** (0,0137) |
| F-statistics | 0,000               | 0,000               |
| Hansen test  | 0,155               | 0,143               |
| AR(1)        | 0,0039              | 0,038               |
| AR(2)        | 0,751               | 0,748               |

Ghi chú: \*, \*\*, \*\*\* hệ số có ý nghĩa thống kê lần lượt tại mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%. Giá trị sai số chuẩn trong dấu ngoặc đơn.

Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu của tác giả

Kết quả thực nghiệm từ mô hình hồi quy bảng động (Bảng 2) cho thấy:

*Thứ nhất*, về tính bền vững của HQHĐ. Hệ số dương có ý nghĩa thống kê của biến trễ  $FPI_{t-1}$  cho thấy kết quả kinh doanh của các DN trong ngành có tính kế thừa cao. Điều này phản ánh đặc thù của ngành bán lẻ và tiêu dùng, nơi các lợi thế cạnh tranh như thương hiệu, mạng lưới phân phối và lòng trung thành của khách hàng được tích lũy qua thời gian, tạo đà cho sự sinh lời ổn định trong tương lai.

*Thứ hai*, tác động tích cực của FCF đến HQHĐ. Kết quả nghiên cứu hỗ trợ giả thuyết H1 với hệ số hồi quy dương có ý nghĩa thống kê 1%. Phát hiện này tương đồng với nghiên cứu của Phạm Xuân Quỳnh (2019), Ahmed (2026) và Hameed et al. (2024). Trong bối cảnh ngành bán lẻ Việt Nam, dòng tiền tự do dồi dào đóng vai trò là nguồn vốn nội sinh quan trọng, giúp DN tự chủ tài chính và giảm sự lệ thuộc vào các nguồn vốn bên ngoài đắt đỏ. Do đó, kết quả này ủng hộ lý thuyết trật tự phân hạng của Myers & Majluf (1984).

*Thứ ba*, tác động của cơ hội tăng trưởng. Việc biến GO mang hệ số dương xác nhận rằng các DN có triển vọng phát triển tốt và được thị trường đánh giá cao thường đạt được hiệu suất hoạt động tốt hơn, giả thuyết H2 được chấp nhận. Điều này phù hợp với quan điểm cho rằng, cơ hội đầu tư là động lực chính để DN tối ưu hóa năng lực sản xuất và gia tăng lợi nhuận.

*Thứ tư*, vai trò điều tiết của cơ hội tăng trưởng. Đây là phát hiện quan trọng nhất của nghiên cứu.  $FCS \times GO$  mang hệ số dương có ý nghĩa thống kê mức 1%, chứng minh rằng cơ hội tăng trưởng đóng vai trò thúc đẩy tác động tích cực của FCF đối với HQHĐ, do đó nghiên cứu chấp nhận giả thuyết H3. Khi DN sở hữu nhiều dự án đầu tư khả thi, nhà quản lý sẽ sử dụng lượng tiền mặt nhàn rỗi để hiện thực hóa các cơ hội này, từ đó gia tăng mạnh mẽ giá trị DN. Phát hiện này hoàn toàn phù hợp với giả thuyết dòng tiền tự do của Jensen (1986) và kết quả nghiên cứu của Brush et al. (2000).

Về các biến kiểm soát, SALE có tác động tích cực đáng kể đến HQHĐ. Ngược lại, LEV mang dấu âm, cho thấy việc lạm dụng đòn bẩy tài chính quá mức trong ngành bán lẻ có thể làm suy giảm HQHĐ do gánh nặng chi phí lãi vay. Nghiên cứu này chưa ghi nhận tác động của quy mô đến HQHĐ của các DN ngành bán lẻ và tiêu dùng.

#### 4. Kết luận và hàm ý quản trị

Nghiên cứu phân tích tác động của dòng tiền tự do đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp bán lẻ và tiêu dùng niêm yết tại Việt Nam giai đoạn 2016-2025, đồng thời xem xét vai trò điều tiết của cơ hội tăng trưởng. Kết quả hồi quy SGMM cho thấy hiệu quả hoạt động mang tính bền vững và chịu ảnh hưởng tích cực từ kết quả kinh doanh quá khứ. Dòng tiền tự do có tác động tích cực đáng kể, khẳng định vai trò của nguồn vốn nội sinh trong việc nâng cao hiệu quả. Cơ hội tăng trưởng vừa tác động trực tiếp, vừa khuếch đại ảnh hưởng tích cực của dòng tiền tự do lên hiệu quả hoạt động. Ngược lại, việc sử dụng đòn bẩy tài chính quá mức làm suy giảm hiệu quả do chi phí lãi vay. Tăng trưởng doanh thu được xác định là động lực quan trọng nhất thúc đẩy khả năng sinh lời. Từ đó, nghiên cứu khuyến nghị doanh nghiệp quản trị dòng tiền tự do một cách chiến lược, ưu tiên đầu tư vào các dự án có triển vọng tăng trưởng, kiểm soát nợ vay hợp lý và tập trung mở rộng doanh thu nhằm đạt hiệu quả hoạt động bền vững ■

#### TÀI LIỆU THAM KHẢO:

Phạm Xuân Quỳnh (2019). Ảnh hưởng của dòng tiền tự do đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ngành thực phẩm. *Tạp chí Khoa học kinh tế*, 7(04), 75-84.

Ahmed, M. F. (2026). Cash flow management and financial performance: Evidence from an emerging economy. *New Applied Studies in Management, Economics & Accounting*, 9, 124-140. <https://doi.org/10.22034/NASMEA.2025.228483>.

Brush, T. H., Bromiley, P., & Hendrickx, M. (2000). The free cash flow hypothesis for sales growth and firm performance. *Strategic Management Journal*, 21(4), 455-472.

Hameed, U., Iqbal, S., & Shah, B. (2024). Impact of Free Cash Flow (FCF) on firm performance: Evidence from Pakistan. *Journal of Finance and Accounting Research*, 6(1), 77–103. <https://doi.org/10.32350/jfar.61.04>.

Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329.

Mutende, E. A., Mwangi, M., Njihia, J. M., & Ochieng, D. E. (2017). The moderating role of firm characteristics on the relationship between free cash flows and financial performance of firms listed at the Nairobi securities exchange. *Journal of Finance and Investment Analysis*, 6(4), 55-74.

Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.