



# ẢNH HƯỞNG LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ ĐẾN KHẢ NĂNG SINH LỜI CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TRÊN SÀN CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

ĐẶNG THU HÀ<sup>1</sup>, NGUYỄN THỊ PHƯƠNG<sup>2</sup>

## Tóm tắt

Bài viết nghiên cứu ảnh hưởng của lưu chuyển tiền tệ đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2021-2023. Nghiên cứu sử dụng dữ liệu thứ cấp từ báo cáo tài chính được kiểm toán của 100 doanh nghiệp trên sàn HOSE. Các biến phụ thuộc phản ánh khả năng sinh lời bao gồm tỷ suất lợi nhuận trên tài sản (ROA), trên vốn chủ sở hữu (ROE) và trên doanh thu (ROS). Các biến độc lập là lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động kinh doanh (OCF), hoạt động đầu tư (ICF) và hoạt động tài chính (FCF). Phương pháp phân tích dữ liệu gồm thống kê mô tả, ma trận tương quan, kiểm định Hausman và mô hình hồi quy tác động cố định/tác động ngẫu nhiên được thực hiện trên phần mềm EViews. Kết quả cho thấy lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động kinh doanh có ảnh hưởng tích cực và đáng kể lên cả ba chỉ số khả năng sinh lời; dòng tiền từ hoạt động đầu tư ảnh hưởng tích cực đến ROS; dòng tiền hoạt động tài chính ảnh hưởng tích cực đến ROE. Quản lý dòng tiền hiệu quả từ các hoạt động này giúp doanh nghiệp nâng cao khả năng sinh lời và duy trì sự phát triển bền vững. Bài viết cũng nêu ra một số khuyến nghị nhằm tối ưu hóa quản lý tài chính tại các doanh nghiệp niêm yết Việt Nam.

**Từ khóa:** Lưu chuyển tiền tệ, khả năng sinh lời, doanh nghiệp niêm yết, sàn chứng khoán Việt Nam, ROA, ROE, ROS

## THE IMPACT OF CASH FLOW ON THE PROFITABILITY OF LISTED COMPANIES ON THE VIET NAM STOCK EXCHANGE

### Summary

This paper investigates the impact of cash flow on the profitability of non-financial companies listed on the Viet Nam stock exchange during the period 2021-2023. The study employs secondary data from audited financial statements of 100 companies listed on the HOSE. The dependent variables representing profitability include return on assets (ROA), return on equity (ROE), and return on sales (ROS). The independent variables consist of cash flow from operating activities (OCF), investing activities (ICF), and financing activities (FCF). Data analysis methods include descriptive statistics, correlation matrix, Hausman test, and fixed/random effects regression models, all conducted using EViews software. The results show that operating cash flow has a positive and significant effect on all three profitability indicators; investment cash flow positively affects ROS; and financing cash flow positively influences ROE. Effective cash flow management across these activities enhances firms' profitability and supports sustainable growth. The paper also provides several recommendations to optimize financial management for listed companies in Viet Nam.

**Keywords:** Cash flow, profitability, listed companies, Viet Nam stock exchange, ROA, ROE, ROS

Ngày nhận bài: 20/9/2025; Ngày hoàn thiện biên tập: 13/10/2025; Ngày duyệt đăng: 20/10/2025

## GIỚI THIỆU

Quản lý dòng tiền là nền tảng của tài chính doanh nghiệp và là yếu tố quyết định đến sự bền vững và thành công của một công ty. Dòng tiền, đại diện cho sự luân chuyển tiền vào và ra khỏi công ty, được phân loại thành ba hoạt động chính: kinh doanh, đầu tư

và tài chính. Theo quy định của Chuẩn mực Kế toán Quốc tế số 7 (IAS 7), việc theo dõi các dòng tiền này là cần thiết để đảm bảo tính thanh khoản, thực hiện các nghĩa vụ tài chính và duy trì hoạt động liên tục. Một dòng tiền ổn định và dương cho phép các công ty thanh toán nợ, đầu tư vào các cơ hội tăng trưởng và

<sup>1</sup> TS., <sup>2</sup> TS., Khoa Tài chính và Kế toán, Trường Quốc tế, Đại học Quốc gia Hà Nội  
Tác giả liên hệ chính: Đặng Thu Hà; Email: hadt@vnuis.edu.vn

phân phối cổ tức, từ đó tối đa hóa giá trị cho cổ đông (Ross, Westerfield & Jordan, 2019). Ngược lại, quản lý dòng tiền yếu kém có thể dẫn đến khủng hoảng thanh khoản và ảnh hưởng tiêu cực đến khả năng sinh lời.

Mối quan hệ giữa lưu chuyển tiền tệ và khả năng sinh lời của doanh nghiệp đã là chủ đề của nhiều nghiên cứu sâu rộng trên toàn cầu và tại Việt Nam. Các nghiên cứu như của Dechow & Ge (2006) đã chỉ ra rằng dòng tiền từ hoạt động kinh doanh mạnh có liên quan đến khả năng sinh lời cao hơn và rủi ro tài chính thấp hơn (Dechow & Ge, 2006). Trong bối cảnh Việt Nam, các nghiên cứu cũng đã chỉ ra mối liên hệ tích cực giữa dòng tiền và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp (Trương Thị Thu Hương, 2021).

Tuy nhiên, kết quả giữa các nghiên cứu không phải lúc nào cũng nhất quán, với sự khác biệt về hướng và mức độ tác động tùy thuộc vào bối cảnh kinh tế, ngành và phương pháp được sử dụng. Đặc biệt tại Việt Nam, mặc dù tầm quan trọng của dòng tiền đã được thừa nhận, vẫn cần có thêm các nghiên cứu thực nghiệm toàn diện hơn bao quát các giai đoạn gần đây và cung cấp một bức tranh rõ ràng hơn về cách mỗi thành phần của dòng tiền ảnh hưởng đến khả năng sinh lời trong các lĩnh vực khác nhau. Khoảng trống nghiên cứu này là động lực cho nghiên cứu hiện tại. Do đó, bài viết này thực hiện nhằm Hệ thống hóa cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu thực nghiệm trước đây về mối quan hệ giữa lưu chuyển tiền tệ và khả năng sinh lời của doanh nghiệp; Kiểm định thực nghiệm tác động cụ thể của lưu chuyển tiền từ hoạt động kinh doanh (OCF), hoạt động đầu tư (ICF) và hoạt động tài chính (FCF) đến khả năng sinh lời (đo bằng ROA, ROE, và ROS) của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam; Cung cấp các khuyến nghị hữu ích cho các nhà quản lý doanh nghiệp và các bên liên quan dựa trên các kết quả thực nghiệm.

## TỔNG QUAN NGHIÊN CỨU VÀ PHÁT TRIỂN GIẢ THUYẾT

### Cơ sở lý thuyết

#### Khả năng sinh lời

Khả năng sinh lời là khả năng của một công ty tạo ra thu nhập so với doanh thu, tài sản hoặc vốn chủ sở hữu. Đây là mục tiêu chính của quản lý tài chính và là một chỉ số quan trọng về hiệu quả hoạt động và khả năng tồn tại lâu dài của công ty (Malik, 2011). Trong khi lợi nhuận là một con số tuyệt đối, khả năng sinh lời là một thước đo tương đối. Nghiên cứu này sử dụng ba chỉ số đại diện được chấp nhận rộng rãi cho khả năng sinh lời:

Tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA): Đo lường mức độ hiệu quả của một công ty trong việc sử dụng tài sản để tạo ra lợi nhuận.

Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE): Cho biết tỷ suất lợi nhuận thu được trên vốn đầu tư của cổ đông.

Tỷ suất sinh lời trên doanh thu (ROS): Phản ánh lợi nhuận được tạo ra trên mỗi đồng doanh thu.

#### Các thành phần lưu chuyển tiền tệ

Dựa trên IAS 7 và Chuẩn mực Kế toán Việt Nam (VAS) 24, Báo cáo Lưu chuyển tiền tệ cung cấp thông tin quan trọng về tính thanh khoản và khả năng thanh toán của công ty bằng cách phân loại dòng tiền thành ba hoạt động:

Lưu chuyển tiền từ hoạt động kinh doanh (OCF): Phát sinh từ các hoạt động tạo doanh thu chính của doanh nghiệp. Một OCF mạnh cho thấy công ty có thể tạo ra đủ tiền để duy trì hoạt động, trả nợ và thực hiện các khoản đầu tư mới mà không cần tìm kiếm nguồn tài trợ bên ngoài.

Lưu chuyển tiền từ hoạt động đầu tư (ICF): Bao gồm việc mua và bán tài sản dài hạn và các khoản đầu tư khác không nằm trong các khoản tương đương tiền. Nó phản ánh mức độ một công ty đang đầu tư vào sự tăng trưởng trong tương lai.

Lưu chuyển tiền từ hoạt động tài chính (FCF): Phát sinh từ các giao dịch làm thay đổi quy mô và cơ cấu vốn chủ sở hữu và các khoản vay của doanh nghiệp.

#### Lý thuyết dòng tiền tự do (Free Cash Flow Theory)

Jensen (1986) cho rằng dòng tiền tự do đóng vai trò quan trọng trong việc tạo ra giá trị cho cổ đông thông qua việc tái đầu tư vào các dự án có lợi nhuận cao hoặc phân phối lợi nhuận dưới dạng cổ tức. Tuy nhiên, lý thuyết cũng cảnh báo rằng dòng tiền tự do lớn có thể dẫn đến sự lãng phí nếu không được quản lý hiệu quả. Cụ thể, doanh nghiệp có thể đầu tư vào các dự án không cần thiết hoặc kém hiệu quả, dẫn đến việc giảm sút khả năng sinh lời và suy giảm giá trị doanh nghiệp. Jensen nhấn mạnh rằng việc quản lý dòng tiền tự do phải được thực hiện cẩn thận để tránh những hệ quả tiêu cực, và doanh nghiệp cần phải có cơ chế kiểm soát và đánh giá đầu tư chặt chẽ để tối ưu hóa giá trị cho cổ đông.

Ngoài ra, lý thuyết dòng tiền tự do cũng liên quan mật thiết đến vấn đề mâu thuẫn lợi ích giữa cổ đông và ban quản lý, một hiện tượng được gọi là "agency problem" (vấn đề đại diện). Khi doanh nghiệp có dòng tiền tự do lớn, ban quản lý có thể có xu hướng sử dụng nguồn lực này để theo đuổi các mục tiêu cá nhân hoặc các dự án không có lợi cho cổ đông. Do đó, các cơ chế giám sát và khuyến khích như chính sách cổ tức, mua lại cổ phiếu, hay cơ cấu nợ phù hợp có thể được sử dụng để giảm thiểu rủi ro lạm dụng dòng tiền tự do và đảm bảo rằng nguồn lực này được sử dụng một cách hiệu quả nhất nhằm gia tăng khả năng sinh lời và giá trị doanh nghiệp (Jensen, 1986).

#### Tổng quan các nghiên cứu trước và giả thuyết

Trên thế giới, nhiều nghiên cứu khẳng định dòng tiền từ hoạt động kinh doanh và tài chính có tác động tích cực đến khả năng sinh lời. Ikechukwu và cộng sự (2015) tại Nigeria cho thấy dòng tiền từ hoạt động kinh doanh và tài chính làm gia tăng đáng kể lợi nhuận



ngân hàng, trong khi dòng tiền từ đầu tư lại có tác động tiêu cực. Frank và James (2014) cũng khẳng định mối quan hệ tích cực này trong ngành thực phẩm và đồ uống. Các nghiên cứu tại Indonesia (Arjanto và cộng sự, 2019) và Ả Rập Xê Út (Rahman & Sharma, 2020) đều cho kết quả tương tự, nhấn mạnh vai trò trung tâm của dòng tiền kinh doanh đối với hiệu quả tài chính.

Tuy nhiên, một số nghiên cứu lại chỉ ra tác động tiêu cực hoặc không đáng kể. Guda (2013) tại Kenya cho thấy dòng tiền kinh doanh có thể tác động ngược chiều đến lợi nhuận. Các nghiên cứu tại Iran (Tariverdi và cộng sự, 2014) và Sri Lanka (Percy & Munasinghe, 2015) cũng đưa ra bằng chứng rằng dòng tiền từ đầu tư và tài chính có thể làm giảm khả năng sinh lời hoặc không mang ý nghĩa thống kê.

Trong bối cảnh Việt Nam hội nhập ngày càng sâu rộng, các nghiên cứu cũng đã khẳng định vai trò của dòng tiền đối với khả năng sinh lời, nhưng vẫn tồn tại những khác biệt theo ngành nghề và giai đoạn. Tô Lan Phương (2020) chỉ ra rằng dòng tiền kinh doanh và tài chính có tác động tích cực đến ROA và ROE của 33 doanh nghiệp ngành thực phẩm giai đoạn 2009-2017. Nguyễn Thị Ngọc Lan và cộng sự (2022) nghiên cứu trên 712 doanh nghiệp niêm yết trong giai đoạn 2019-2020 cũng chứng minh mối quan hệ rõ ràng giữa lợi nhuận và dòng tiền từ cả ba hoạt động (kinh doanh, đầu tư, tài chính). Trong khi đó, Nguyễn Thị Liên Hương và cộng sự (2023) cho thấy kỳ chu chuyển tiền (CCC) có tác động ngược chiều nhưng không đáng kể đến ROA và ROE của các doanh nghiệp sản xuất niêm yết, gợi ý doanh nghiệp cần rút ngắn chu kỳ chuyển đổi tiền mặt để nâng cao lợi nhuận.

Ngoài ra, một số nghiên cứu tập trung vào quản trị vốn lưu động và dòng tiền trong ngành đặc thù. Trần Đức Tuấn (2023) cho thấy kỳ thu tiền, kỳ luân chuyển hàng tồn kho và kỳ thanh toán bình quân đều tác động ngược chiều đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp thủy sản. Trương Thị Thu Hương (2021) nghiên cứu trên 502 công ty phi tài chính cũng chỉ ra dòng tiền kinh doanh có ảnh hưởng tích cực đến ROA và ROE, nhưng quy mô công ty và tỷ lệ nợ lại tác động tiêu cực.

Nhìn chung, các nghiên cứu cả trong và ngoài nước đã đưa ra bằng chứng phong phú nhưng chưa thống nhất về mối quan hệ giữa dòng tiền và khả năng sinh lời. Một số nghiên cứu khẳng định tác động tích cực, trong khi các nghiên cứu khác lại cho kết quả tiêu cực hoặc không đáng kể. Ngoài ra, các yếu tố như quy mô, đòn bẩy tài chính, kỳ chu chuyển tiền, quản trị vốn lưu động đều đóng vai trò quan trọng trong việc quyết định mức độ tác động.

## PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Dựa vào các cơ sở lý thuyết và quá trình tổng quan tài liệu, mô hình nghiên cứu về ảnh hưởng của lưu chuyển tiền tệ đến khả năng sinh lời như sau:

BẢNG 1: TÓM TẮT CÁC BIẾN TRONG MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU			
Tên biến	Ký hiệu	Loại biến	Đo lường
Tỷ suất lợi nhuận trên tài sản	ROA	Biến phụ thuộc	Lợi nhuận sau thuế/Tổng tài sản
Tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu	ROE	Biến phụ thuộc	Tỷ lệ lợi nhuận sau thuế/Vốn chủ sở hữu
Tỷ suất lợi nhuận trên doanh thu	ROS	Biến phụ thuộc	Tỷ lệ lợi nhuận sau thuế/Doanh thu
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động kinh doanh	OCF	Biến độc lập	Tổng lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động kinh doanh trong kỳ
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động đầu tư	ICF	Biến độc lập	Tổng lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động đầu tư trong kỳ
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	FCF	Biến độc lập	Tổng lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính trong kỳ

Nguồn: Tổng hợp của nhóm tác giả

Mô hình 1:

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 OCF_{it} + \beta_2 ICF_{it} + \beta_3 FCF_{it} + \varepsilon$$

Mô hình 2:

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 OCF_{it} + \beta_2 ICF_{it} + \beta_3 FCF_{it} + \varepsilon$$

Mô hình 3:

$$ROS_{it} = \beta_0 + \beta_1 OCF_{it} + \beta_2 ICF_{it} + \beta_3 FCF_{it} + \varepsilon$$

Trong đó: Các biến trong mô hình được thể hiện trong Bảng 1.

Mẫu nghiên cứu bao gồm các doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam, cụ thể là các công ty phi tài chính niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) - một trong các sàn giao dịch chứng khoán lớn nhất Việt Nam.

Nghiên cứu sử dụng phương pháp chọn mẫu ngẫu nhiên phân tầng, 100 công ty đã được xác định để nghiên cứu từ dữ liệu có sẵn của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn HOSE. Nghiên cứu bao gồm dữ liệu nghiên cứu được trích xuất từ báo cáo tài chính của các công ty trong ba năm từ 2021 đến năm 2023.

Sau khi thu thập dữ liệu thứ cấp từ báo cáo tài chính năm của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam, nhóm tác giả tiến hành nghiên cứu định lượng để phân tích và kiểm định các giả thuyết nghiên cứu đã được xây dựng. Phương pháp định lượng được thực hiện với sự hỗ trợ của phần mềm thống kê EViews. Nhóm nghiên cứu tiến hành các phân tích thống kê mô tả để tổng quan các đặc điểm cơ bản của dữ liệu, bao gồm giá trị trung bình, giá trị lớn nhất, nhỏ nhất,... Tiếp theo, kiểm định ma trận tương quan để kiểm tra mối quan hệ giữa các biến độc lập và biến kiểm soát, nhằm xác định mức độ liên kết giữa các yếu tố trong mô hình nghiên cứu. Để đảm bảo lựa chọn mô hình phân tích phù hợp, nhóm nghiên cứu áp dụng kiểm định Hausman, từ đó lựa chọn sử dụng phương pháp ước lượng mô hình hồi quy tác động cố định (FEM) hoặc mô hình tác động ngẫu nhiên (REM) để kiểm tra tác động của lưu chuyển tiền tệ đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp.



## KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

### Thống kê mô tả

Kết quả thống kê mô tả cho các biến được tóm tắt trong Bảng 2. Giá trị trung bình của ROA, ROE, và ROS cho mẫu lần lượt là 5,41%, 9,26%, và 14,48%. Các chỉ số sinh lời cho thấy sự biến động đáng kể, với một số công ty có lợi nhuận âm, làm nổi bật hiệu suất đa dạng trên thị trường Việt Nam. Trong 300 quan sát, giá trị OCF nhỏ nhất của các doanh nghiệp là xấp xỉ -2.315 tỷ đồng, giá trị OCF lớn nhất đạt được là xấp xỉ 24.620 tỷ đồng và giá trị OCF trung bình là xấp xỉ 514 tỷ đồng. Với ICF, giá trị nhỏ nhất là xấp xỉ -23.516 tỷ đồng, giá trị lớn nhất là xấp xỉ 5.553 tỷ đồng và giá trị trung bình là xấp xỉ -537 tỷ đồng. Giá trị nhỏ nhất, lớn nhất và giá trị trung bình của FCF lần lượt là -9.287 tỷ đồng, 10.948 tỷ đồng và 37 tỷ đồng.

### Ma trận tương quan

Bảng 3 thể hiện mối tương quan giữa tất cả các biến độc lập và biến kiểm soát được xem xét trong nghiên cứu. Có thể thấy rằng không có mức độ tương quan cao giữa bất kỳ biến nào ở trên và do đó, các mô hình hồi quy không có vấn đề về đa cộng tuyến.

### Kết quả hồi quy

Nghiên cứu đã ước tính ba mô hình hồi quy riêng biệt cho ROA, ROE, và ROS. Kết quả kiểm định Hausman cho thấy Mô hình tác động cố định (FEM) là phù hợp cho mô hình 1 (ROA), trong khi Mô hình tác động ngẫu nhiên (REM) phù hợp cho mô hình 2 (ROE) và mô hình 3 (ROS). Kết quả hồi quy được trình bày trong Bảng 4.

**Đối với Mô hình 1 (ROA):** Lưu chuyển tiền từ hoạt động kinh doanh (OCF) có tác động tích cực và có ý nghĩa thống kê đến ROA (P value = 0,0019 < 0,05). Các biến còn lại là lưu chuyển tiền từ hoạt động đầu tư và lưu chuyển tiền từ hoạt động tài chính (ICF, FCF) không có ý nghĩa thống kê.

**Đối với Mô hình 2 (ROE):** Với P value < 0,05 đã cho thấy lưu chuyển tiền từ hoạt động kinh doanh (OCF: P value = 0,0401) và lưu chuyển tiền từ hoạt động tài chính (FCF: P value = 0,0315) có ảnh hưởng cùng chiều đến ROE của doanh nghiệp. Biến lưu chuyển tiền từ hoạt động đầu tư (ICF) không có ý nghĩa thống kê.

**Đối với Mô hình 3 (ROS):** Với P value < 0,05 đã cho thấy lưu chuyển tiền từ hoạt động kinh doanh (OCF- Pvalue = 0,0298) và lưu chuyển tiền từ hoạt động đầu tư (ICF- Pvalue = 0,0217) có ảnh hưởng cùng chiều đến ROS của doanh nghiệp. Biến lưu chuyển tiền từ hoạt động tài chính (FCF) không có ý nghĩa thống kê.

## KẾT LUẬN VÀ KHUYẾN NGHỊ

### Kết luận

Kết quả nghiên cứu cho thấy lưu chuyển tiền từ hoạt động kinh doanh (OCF) có tác động tích cực và

BẢNG 2: THỐNG KÊ MÔ TẢ

Biến	Đơn vị tính	Số quan sát	Trung bình	Nhỏ nhất	Lớn nhất
ROA	%	300	5,406	-27,21	64,35
ROE	%	300	9,264	-116,86	77,83
ROS	%	300	14,483	-624,10	3520,11
OCF	Đồng	300	513.840.519.127	-2.315.267.576.643	24.620.319.803.801
ICF	Đồng	300	-537.488.457.628	-23.516.272.447.355	5.552.734.538.523
FCF	Đồng	300	36.982.573.924	-9.287.216.612.320	10.947.819.544.255

BẢNG 3: MA TRẬN TƯƠNG QUAN

	FCF	ICF	OCF
FCF	1	-0,31246496831	-0,25371710630
ICF	-0,33616438727	1	-0,45645871200
OCF	-0,22467015080	-0,46568132100	1

BẢNG 4: KẾT QUẢ HỒI QUY

Biến	Mô hình 1 (ROA)	Mô hình 2 (ROE)	Mô hình 3 (ROS)
OCF	1,01E-12	1,19E-12	2,00E-12
t-statistic	3,054	3,795	4,010
P value	0,0019	0,0401	0,0298
ICF	1,38E-13	5,62E-12	1,404E-12
t-statistic	0,450	0,821	3,113
P value	0,5902	0,3120	0,0217
FCF	3,16E-13	2,05E-13	9,63E-12
t-statistic	1,018	2,697	0,090
P value	0,2673	0,0315	0,8570
Hệ số chặn	-2,812	-30,389	-80,136
t-statistic	-0,049	-1,413	-0,313
Quan sát	300	300	300
Mô hình	FEM	REM	REM

Nguồn: Phân tích nhóm tác giả

có ý nghĩa thống kê đến cả ba chỉ tiêu đo lường khả năng sinh lời (ROA, ROE, ROS). Điều này phù hợp với lý thuyết tài chính doanh nghiệp, bởi dòng tiền từ hoạt động kinh doanh phản ánh khả năng tạo ra tiền mặt từ hoạt động cốt lõi, đảm bảo doanh nghiệp có nguồn lực để tái đầu tư, thanh toán nghĩa vụ nợ và gia tăng lợi nhuận.

Trong khi đó, lưu chuyển tiền từ hoạt động đầu tư (ICF) chỉ có tác động tích cực và có ý nghĩa thống kê đối với ROS, nhưng không ảnh hưởng đến ROA và ROE. Điều này có thể được lý giải rằng các khoản đầu tư trong ngắn hạn chưa tạo ra tác động rõ rệt đến hiệu quả tổng thể của tài sản hay vốn chủ sở hữu, nhưng lại có thể giúp gia tăng lợi nhuận trên doanh thu nhờ cải thiện năng lực sản xuất, mở rộng thị trường hoặc nâng cao hiệu quả hoạt động.

Đối với lưu chuyển tiền từ hoạt động tài chính (FCF), nghiên cứu chỉ ra tác động tích cực đến ROE nhưng không ảnh hưởng đến ROA và ROS. Điều này cho thấy việc huy động vốn từ các nguồn tài chính có thể gia tăng lợi nhuận cho cổ đông, song chưa chắc đã cải thiện hiệu quả sử dụng tổng tài sản hay lợi



nhuận trên doanh thu. Kết quả này phù hợp với một số nghiên cứu trước (Ali và cộng sự, 2018; Aris và cộng sự, 2019), đồng thời phản ánh đặc thù doanh nghiệp Việt Nam khi việc sử dụng vốn vay và vốn huy động từ thị trường chứng khoán ngày càng phổ biến.

#### Khuyến nghị

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

Tăng cường quản trị dòng tiền từ hoạt động kinh doanh: Do OCF có tác động mạnh và ổn định đến cả ROA, ROE và ROS, doanh nghiệp cần tập trung tối ưu hóa hoạt động kinh doanh cốt lõi, cải thiện quy trình sản xuất - kinh doanh, đồng thời tăng cường quản lý công nợ phải thu và hàng tồn kho để đảm bảo dòng tiền dương và bền vững.

Xem xét hiệu quả đầu tư trong dài hạn: Mặc dù ICF chưa có tác động rõ rệt đến ROA và ROE, nhưng lại

ảnh hưởng tích cực đến ROS. Do đó, doanh nghiệp nên cân nhắc lựa chọn các dự án đầu tư có khả năng cải thiện năng lực cạnh tranh và doanh thu, đồng thời cần có chiến lược đầu tư dài hạn để đảm bảo hiệu quả tài chính tổng thể.

Sử dụng hợp lý nguồn vốn tài chính: FCF có tác động tích cực đến ROE, gợi ý rằng việc huy động vốn tài chính có thể mang lại lợi ích cho cổ đông. Tuy nhiên, doanh nghiệp cần kiểm soát chi phí vốn và rủi ro tài chính để tránh tác động tiêu cực đến hiệu quả sử dụng tài sản và doanh thu.

Kết quả nghiên cứu cũng gợi mở rằng cơ quan quản lý và nhà hoạch định chính sách cần quan tâm đến việc hỗ trợ doanh nghiệp nâng cao năng lực quản trị dòng tiền, thông qua các chính sách tín dụng ưu đãi, hỗ trợ quản trị tài chính doanh nghiệp và minh bạch thông tin trên báo cáo tài chính. ■

#### Tài liệu tham khảo:

1. Arjanto, B., Rahmat, S. T. Y., & Rina, A. (2019). The effect of cash flows of operation and liquidity on profitability: A study in processing and manufacturing industry sector's companies in PT Bank Brisyariah, TBK. *Russian Journal of Agricultural and Socio-Economic Sciences*, 88(4), 19-25.
2. Dechow, P. M., & Ge, W. J. R. o. A. s. (2006). The persistence of earnings and cash flows and the role of special items: Implications for the accrual anomaly. *Review of Accounting studies* 11, 253-296.
3. Frank, B. P., & James, O. K. (2014). Cash flow and corporate performance: A study of selected food and beverages companies in Nigeria. *European Journal of Accounting Auditing and Finance Research*, 2(7), 77-87.
4. Guda, D. O. (2013). The relationship between cash flow and profitability of small and medium enterprises in Nairobi County. Unpublished thesis of University of Nairobi.
5. Ikechukwu, O., Nwakaego, D. A., & Celestine, A. (2015). The Effect of cash flow statement on companies profitability (A study of some selected banks in Nigeria). *African Journal of Basic & Applied Sciences*, 7(6), 350-356.
6. Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329.
7. Malik, H. (2011). Determinants of insurance companies profitability: an analysis of insurance sector of Pakistan. *Academic research international*, 1(3), 315.
8. Nguyễn Thị Ngọc Lan, B. T. N. v. N. T. T. P. (2022). Mối quan hệ giữa lợi nhuận và dòng tiền trên báo cáo lưu chuyển tiền tệ. *Tạp chí Khoa học Thương mại*, 44-55.
9. Nguyễn Thị Liên Hương, T. N. T. L., Lê, N. T. T. H.-T., & Cường, N. (2023). Tác động của kỳ chu chuyển tiền đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp ngành sản xuất niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong bối cảnh COVID-19. [dlib.hvtc.edu.vn](http://dlib.hvtc.edu.vn)
10. Percy, W. W., & Munasinghe, P. (2015). Cash flows and firm performance: Some evidence from the Sri Lankan firms cash flow. *Journal of Management Matters Faculty of Management Studies, Rajarata University of Sri Lanka*, 2.
11. Tariverdi, Y., Amanolah, G. F., & Faal, F. (2014). The effect of components of a 4 part model of cash flow statement on operational performance of firms enlisted in the Tehran Stock Exchange. *Indian Journal of Science Research*, 7(1), 240-250.
12. Tô Lan Phương (2020). Đánh giá tác động của quản trị dòng tiền đến khả năng sinh lợi của các doanh nghiệp niêm yết ở Việt Nam - ứng dụng cho ngành thực phẩm. *Hội thảo Khoa học Quốc gia*, 335-350.
13. Trần Đức Tuấn (2023). Quản trị vốn lưu động và khả năng sinh lời của các doanh nghiệp ngành Thủy sản Việt Nam. *Tạp chí tài chính*. <https://tapchitaichinh.vn/quan-tri-von-luu-dong-va-kha-nang-sinh-loi-cua-cac-doanh-nghiep-nganh-thuy-san-viet-nam.html>
14. 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*, Tập 57 (Số 2), 147-152.
15. Rahman, A., & Sharma, R. B. (2020). Cash flows and financial performance in the industrial sector of Saudi Arabia: With special reference to Insurance and Manufacturing Sectors. *Investment Management & Financial Innovations*, 17(4), 76.
16. Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jordan, B. D., Roberts, G. S., Pandes, J. A., & Holloway, T. A. (2019). *Fundamentals of Corporate Finance 10th Canadian ed: McGraw Hill*.