



## THE IMPACT OF FREE CASH FLOW ON FIRM VALUE: EVIDENCE FROM VIETNAM

Nguyen Thi Thuy Phuong<sup>1\*</sup>

<sup>1</sup>University of Economics, The University of Da Nang, Vietnam

ARTICLE INFO	ABSTRACT
<p>DOI: 10.52932/jfmr.v17i2.863</p> <p><i>Received:</i> March 25, 2025</p> <p><i>Accepted:</i> August 04, 2025</p> <p><i>Published:</i> April 25, 2026</p> <p><b>Keywords:</b> Firm value, Free cash flow, Tobin's Q, Market value</p> <p><b>JEL codes:</b> M41, G14, G32</p>	<p>Free cash flow plays a critical role in a company's financial health and serves as a fundamental tool for investors to determine a firm's value. Economic theories suggest that positive free cash flow enables businesses to pursue investment opportunities, leading to future growth and signaling strong financial management and dividend-paying capacity, which can positively influence the company's value. Our research collects data on enterprise value and free cash flow from all non-financial firms listed on the Ho Chi Minh Stock Exchange (HOSE) and Ha Noi Stock Exchange (HNX) from 2017 to 2021 to analyze the association between firm values and free cash flow. We employ different regression models to ensure the accuracy of the results. The regression results consistently show a positive association between free cash flow and firm value. Our results remain stable across various regression techniques and different proxies for firm values. Our study reinforces the hypotheses proposed by agency theory, pecking order theory, and signaling theory, while providing additional evidence of the impact of free cash flow on firm value in Vietnam.</p>

\*Corresponding author:

Email: [phuong.ntt@due.edu.vn](mailto:phuong.ntt@due.edu.vn)



## ẢNH HƯỞNG CỦA DÒNG TIỀN TỰ DO ĐẾN GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP: BẰNG CHỨNG THỰC NGHIỆM TỪ VIỆT NAM

Nguyễn Thị Thúy Phượng<sup>1\*</sup>

<sup>1</sup>Trường Đại học Kinh tế, Đại học Đà Nẵng

THÔNG TIN	TÓM TẮT
<p>DOI: 10.52932/jfmr.v17i2.863</p> <p>Ngày nhận bài: 25/03/2025</p> <p>Ngày chấp nhận: 04/08/2025</p> <p>Ngày đăng: 25/04/2026</p> <p><b>Từ khóa:</b> Dòng tiền tự do, Giá trị doanh nghiệp, Giá trị thị trường, Tobin'Q</p> <p><b>Mã JEL:</b> M41, G14, G32</p>	<p>Dòng tiền tự do đóng vai trò quan trọng trong hoạt động của doanh nghiệp và là căn cứ để nhà đầu tư xác định giá trị doanh nghiệp. Theo các lý thuyết tài chính, dòng tiền tự do dương giúp doanh nghiệp thực hiện các dự án đầu tư, từ đó thúc đẩy tăng trưởng tương lai. Đây là tín hiệu tích cực cho quản lý tài chính và khả năng trả cổ tức. Do đó, nó được kỳ vọng sẽ ảnh hưởng tích cực đến giá trị doanh nghiệp. Nghiên cứu của chúng tôi thu thập thông tin về giá trị doanh nghiệp và dòng tiền tự do của các công ty phi tài chính niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh (HOSE) và sàn giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) từ 2017 đến 2021. Chúng tôi sử dụng các mô hình hồi quy khác nhau để đảm bảo độ chính xác của kết quả. Kết quả cho thấy, dòng tiền tự do có tác động thuận chiều lên giá trị doanh nghiệp. Nghiên cứu ủng hộ các lý thuyết đại diện, trật tự phân hạng và tín hiệu, đồng thời cung cấp thêm bằng chứng về ảnh hưởng của dòng tiền tự do đến giá trị doanh nghiệp trong bối cảnh Việt Nam.</p>

### 1. Giới thiệu

Đối với nhà đầu tư việc xác định giá trị doanh nghiệp là một trong những nhiệm vụ quan trọng cần thực hiện trong quá trình ra quyết định đầu tư của mình và để hoàn thành được nhiệm vụ này nhà đầu tư cần phân tích rất nhiều các chỉ số quan trọng của doanh nghiệp và một trong số các chỉ số quan trọng đó chính

là dòng tiền tự do (Brigham và cộng sự, 2016). Mặt khác trong doanh nghiệp dòng tiền tự do cũng là một trong những yếu tố quan trọng đòi hỏi các doanh nghiệp cần phải quản lý hiệu quả nhằm cải thiện khả năng thanh toán, tăng độ tín nhiệm tài chính, tạo nguồn lực để thực hiện các chiến lược kinh doanh, từ đó tạo ra nhiều cơ hội phát triển và tối ưu hóa lợi nhuận của doanh nghiệp. Chính vì vậy, việc duy trì dòng tiền tự do dương được kỳ vọng sẽ có tác động thuận chiều đến hoạt động của doanh nghiệp và ảnh hưởng đến giá cổ phiếu cũng như ảnh

\*Tác giả liên hệ:

Email: [phuong.ntt@due.edu.vn](mailto:phuong.ntt@due.edu.vn)

hưởng đến giá trị của doanh nghiệp. Việc này được giải thích bởi các lý thuyết như lý thuyết đại diện, trật tự phân hạng và lý thuyết tín hiệu. Các lý thuyết này đưa ra giải thích dựa trên việc các doanh nghiệp có dòng tiền tự do dương sẽ có cơ hội đầu tư vào các dự án từ đó tạo ra triển vọng phát triển trong tương lai, ngoài ra việc có dòng tiền nhàn rỗi dương là một dấu hiệu tốt của doanh nghiệp trong việc quản lý hoạt động và cũng là một dấu hiệu tốt trong việc thanh toán cổ tức cho nhà đầu tư.

Tuy nhiên, các nghiên cứu thực nghiệm lại đưa đến các bằng chứng không thống nhất với nhau. Một số nghiên cứu ủng hộ lý thuyết về tác động thuận chiều của dòng tiền tự do lên giá trị doanh nghiệp (Dewi và cộng sự, 2019; Ghodrati & Hashemi, 2014; Oktaryani & Mannan, 2014; Vogt & Vu, 2000), trong khi đó một số nghiên cứu lại chỉ ra dòng tiền tự do không tác động hoặc tác động ngược chiều đến giá trị của doanh nghiệp (Abughniem và cộng sự, 2020; Profita & Ratnaningsih, 2016). Các nghiên cứu chỉ ra không có tác động hoặc tác động ngược chiều giải thích nguyên nhân dựa trên các chính sách đầu tư không hiệu quả của người quản lý doanh nghiệp khi có dòng tiền nhàn rỗi dương và từ đó tác động tiêu cực đến hoạt động của doanh nghiệp và làm xói mòn giá trị doanh nghiệp. Việc tồn tại nhiều kết quả nghiên cứu khác nhau trong thực nghiệm có thể là do sự chi phối của mẫu nghiên cứu khác nhau, do đó, việc nghiên cứu về mối quan hệ này trong những nền kinh tế khác nhau là cần thiết để có cái nhìn toàn diện hơn về vấn đề.

Do dòng tiền tự do có vai trò quan trọng đối với hoạt động của doanh nghiệp và với nhà đầu tư nên các nhà nghiên cứu tại Việt Nam đã thực hiện một số nghiên cứu có liên quan về tác động của dòng tiền tự do đến hoạt động của doanh nghiệp cũng như chỉ ra các nhân tố có thể tác động đến giá trị doanh nghiệp (Phan Quỳnh Trang & Nguyễn Vũ Gia Bảo, 2024; Lê Thị Minh và cộng sự, 2022; Phạm Xuân Quỳnh, 2019; Nguyen & Nguyen, 2018). Tuy nhiên, chúng ta vẫn chưa có nghiên cứu nào chỉ ra tác động của dòng tiền tự do lên giá trị doanh

nh nghiệp trong bối cảnh Việt Nam. Việc nghiên cứu ảnh hưởng của dòng tiền tự do lên giá trị doanh nghiệp tại Việt Nam giúp chúng ta có thể kiểm chứng được tính phù hợp của các mô hình lý thuyết trong điều kiện đặc thù của thị trường Việt Nam. Đồng thời cung cấp bằng chứng để những nhà quản trị doanh nghiệp tại Việt Nam nhận thức được vai trò và cách thức để quản trị dòng tiền tự do tại doanh nghiệp nhằm nâng cao giá trị doanh nghiệp. Nghiên cứu cũng cung cấp thêm cơ sở cho những nhà đầu tư đánh giá hoạt động của doanh nghiệp. Chính vì vậy, chúng tôi đã thu thập thông tin về giá trị doanh nghiệp và dòng tiền tự do của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn HOSE và HNX của Việt Nam trong giai đoạn 2017 đến 2021 để tìm hiểu ảnh hưởng của dòng tiền tự do lên giá trị doanh nghiệp. Với nghiên cứu này chúng tôi hi vọng sẽ cung cấp thêm các bằng chứng về tác động của dòng tiền tự do lên giá trị doanh nghiệp trong điều kiện của Việt Nam.

Điểm đặc biệt của nghiên cứu này là chúng tôi xác định giá trị doanh nghiệp dựa trên Thông tư số 36/2024/TT-BTC đây là Thông tư quy định về việc xác định giá trị doanh nghiệp của Bộ tài chính, chúng tôi sử dụng cách xác định này để phù hợp với quy định của Việt Nam. Tuy nhiên để đánh giá độ tin cậy của kết quả nghiên cứu chúng tôi vẫn thực hiện hồi quy giữa dòng tiền tự do và các thước đo phổ biến khác của giá trị doanh nghiệp như Tobin's Q hay tỷ số giữa giá trị thị trường và giá trị ghi sổ. Ngoài ra để kiểm tra ảnh hưởng của dòng tiền tự do lên giá trị doanh nghiệp, chúng tôi còn sử dụng các mô hình hồi quy khác nhau để kiểm soát các yếu tố cố định hay kiểm soát sự thay đổi phương sai. Kết quả nghiên cứu của chúng tôi một lần nữa khẳng định lại tác động thuận chiều của dòng tiền tự do lên giá trị doanh nghiệp như trong các lý thuyết tài chính đã đề cập. Kết quả nghiên cứu này cho thấy rằng, doanh nghiệp có dòng tiền tự do lớn sẽ có nhiều cơ hội để chủ động đầu tư vào các dự án, từ đó tạo ra tiềm năng tăng trưởng trong tương lai và gia tăng giá trị doanh nghiệp. Hơn nữa, việc sở hữu dòng tiền nhàn rỗi dương cũng gửi tín hiệu tích cực về khả năng trả cổ tức và thanh toán nợ, điều này

giúp nhà đầu tư đánh giá doanh nghiệp ở trạng thái tốt, từ đó làm tăng giá trị doanh nghiệp (Jensen, 1986).

Bài nghiên cứu của chúng tôi gồm 5 phần, trong đó, phần 1 nhằm cung cấp các thông tin chung về nghiên cứu cũng như sự khác biệt của nghiên cứu với những nghiên cứu trước đây. Phần 2 tổng quan các lý thuyết và các nghiên cứu có liên quan. Mẫu nghiên cứu và phương pháp nghiên cứu được trình bày trong phần 3 của nghiên cứu. Phần 4 tập trung trình bày các kết quả nghiên cứu cũng như kiểm tra độ nhạy của kết quả nghiên cứu. Phần 5 thảo luận các kết quả nghiên cứu và đưa ra các kiến nghị có liên quan.

## 2. Cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu có liên quan

### 2.1. Cơ sở lý thuyết

Để giải thích tác động của dòng tiền tự do lên giá trị doanh nghiệp thông thường các nghiên cứu đề cập đến ba lý thuyết tài chính sau:

Thứ nhất là lý thuyết đại diện (Agency Theory), lý thuyết này được trình bày bởi Jensen và Meckling (1976), theo lý thuyết này luôn tồn tại sự bất cân xứng thông tin giữa các nhà đầu tư và nhà quản lý tại doanh nghiệp, thông thường các nhà đầu tư thường có ít thông tin hơn các nhà quản trị doanh nghiệp và luôn tồn tại sự mâu thuẫn lợi ích giữa nhà đầu tư và nhà quản lý. Theo lý thuyết này, các nhà đầu tư luôn mong muốn các nhà quản lý khi đưa ra các quyết định đều cần dựa trên lợi ích của nhà đầu tư. Nhà đầu tư kỳ vọng rằng, các nhà quản lý sẽ sử dụng dòng tiền tự do để đầu tư vào các dự án mang lại lợi nhuận cao, từ đó gia tăng giá trị doanh nghiệp. Để tài trợ cho các dự án đầu tư thông thường các doanh nghiệp lại dựa trên lý thuyết trật tự phân hạng.

Thứ hai là lý thuyết trật tự phân hạng (Pecking Order Theory), lý thuyết này do Myer và Majluf trình bày năm 1984. Theo lý thuyết này, để huy động vốn tài trợ cho các dự án, các công ty có trật tự ưu tiên huy động vốn như sau: sử dụng lợi nhuận giữ lại, huy động vốn bằng

nợ và phát hành cổ phiếu mới. Chính trật tự này giải thích việc các công ty có dòng tiền tự do lớn sẽ có cơ hội chủ động trong việc thực hiện các dự án đầu tư. Việc gia tăng các hoạt động đầu tư sẽ tạo cho doanh nghiệp cơ hội phát triển trong tương lai và đây là một trong những tín hiệu tốt đối với nhà đầu tư (Platt và cộng sự, 2010).

Thứ ba là lý thuyết tín hiệu (Signal Theory), lý thuyết này được đề cập bởi Miller và Modigliani (1961). Theo lý thuyết này, do có sự tồn tại của việc bất cân xứng thông tin giữa nhà đầu tư và nhà quản lý nên các nhà quản lý thông thường sẽ có những hành động nhằm giảm sự bất cân xứng thông tin này bằng cách sẽ công bố thêm một số thông tin về triển vọng của công ty đến cho các nhà đầu tư đặc biệt các công ty có kết quả kinh doanh tốt. Jensen (1986) dựa trên lý thuyết này đã liệt kê một số tín hiệu được cho là có ảnh hưởng đến giá trị của doanh nghiệp như dòng tiền nhàn rỗi cao, trả cổ tức, kết quả kinh doanh tốt.

Dựa trên các lý thuyết này, các doanh nghiệp có dòng tiền tự do lớn được xem là cơ hội để doanh nghiệp phát triển trong tương lai và đây là một tín hiệu tốt đối với nhà đầu tư và do đó sẽ ảnh hưởng tích cực đến giá trị doanh nghiệp.

### 2.2. Các nghiên cứu có liên quan

Dựa trên các lý thuyết đại diện, trật tự phân hạng, và lý thuyết tín hiệu, dòng tiền tự do có tác động tích cực đến giá trị doanh nghiệp. Tuy nhiên trong các nghiên cứu thực nghiệm mối quan hệ giữa dòng tiền tự do và giá trị doanh nghiệp lại không thống nhất với nhau.

Nghiên cứu của Platt và cộng sự (2010) cho rằng, các doanh nghiệp có dòng tiền tự do dương sẽ có nguồn lực tài chính để tài trợ cho các dự án đầu tư và để trả cổ tức cho các nhà đầu tư, chính vì vậy những doanh nghiệp này có kết quả kinh doanh tốt hơn và đạt được sự thành công trong dài hạn. Ngoài ra Lin và Lin (2016) còn bổ sung thêm việc các doanh nghiệp có dòng tiền tự do dương là những doanh nghiệp quản lý tốt về mặt hoạt động do

đó đây là những tín hiệu tốt làm gia tăng giá trị thị trường của cổ phiếu và gia tăng giá trị doanh nghiệp (Jensen, 1986). Nghiên cứu của Dewi và cộng sự (2019) cho thị trường Indonesia cũng khẳng định tác động thuận chiều của dòng tiền tự do lên giá trị doanh nghiệp. Mặt khác, nghiên cứu của Vogt và Vu (2000) thực hiện cho các công ty của Mỹ đã cung cấp bằng chứng về tác động thuận chiều giữa dòng tiền tự do với chỉ số P/B, Tobin's Q. Nghiên cứu này cũng khẳng định về tác động dài hạn giữa dòng tiền tự do và hoạt động của doanh nghiệp. Trong quy mô cho ngành dược phẩm tại Jordan, nghiên cứu của Al Zararee và Al-Azzawi (2014) cũng tìm ra tác động thuận chiều của dòng tiền nhàn rỗi lên giá trị của doanh nghiệp được đo bằng giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu. Tương tự, nghiên cứu của Oktaryani và Mannan (2018) cũng khẳng định ảnh hưởng tích cực giữa dòng tiền nhàn rỗi, khả năng sinh lời của doanh nghiệp đến giá trị doanh nghiệp khi nghiên cứu các công ty niêm yết ở Indonesia trong giai đoạn 2010 đến 2015. Tác động thuận chiều của dòng tiền tự do lên giá trị doanh nghiệp cũng được khẳng định trong nghiên cứu của Ghodrati và Hashemi (2014).

Tuy nhiên cũng có nhiều nghiên cứu chỉ ra dòng tiền nhàn rỗi không ảnh hưởng hoặc ảnh hưởng nghịch chiều đến giá trị doanh nghiệp. Chẳng hạn nghiên cứu của Profita và Ratnaningsih (2016) lại chỉ ra dòng tiền tự do không ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp, trong nghiên cứu này tác giả đã sử dụng chỉ số P/B để đo lường giá trị doanh nghiệp, số lượng quan sát không nhiều, các biến kiểm soát cũng rất hạn chế. Với quy mô toàn thị trường và trong các năm từ 2010 đến 2015, nghiên cứu của Abughniem và cộng sự (2020) nghiên cứu về tác động giữa dòng tiền tự do lên kết quả hoạt động của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn Amman Stock Exchange của Jordan thông qua việc đo lường tỷ suất sinh lời của tài sản và giá trị thị trường của cổ phiếu, tuy nhiên nghiên cứu này lại chỉ ra tác động nghịch chiều của dòng tiền tự do với tỷ suất sinh lời và giá trị thị trường của cổ phiếu. Để giải thích cho tác động nghịch chiều của dòng tiền tự do lên giá

trị doanh nghiệp, các nghiên cứu cho rằng, khi doanh nghiệp có dòng tiền tự do lớn thường có hành vi đầu tư không kiểm soát dẫn đến đầu tư vào các dự án không sinh lời cho doanh nghiệp và không mang lại lợi ích cho các nhà đầu tư, chính vì vậy nó có tác động tiêu cực lên giá trị doanh nghiệp (Kadioglu và cộng sự, 2017; Sitthipongpanich, 2017).

Các nghiên cứu thực nghiệm trên thế giới về ảnh hưởng của dòng tiền tự do đến giá trị doanh nghiệp không đồng nhất. Một số nghiên cứu ủng hộ các lý thuyết tài chính, trong khi những nghiên cứu khác lại cho thấy, kết quả trái ngược hoặc chỉ ra không có ảnh hưởng giữa dòng tiền tự do và giá trị doanh nghiệp. Đặc biệt, các nghiên cứu này được thực hiện ở nhiều quốc gia khác nhau, điều này cho thấy rằng, ảnh hưởng của dòng tiền tự do đến giá trị doanh nghiệp có thể bị chi phối bởi đặc điểm của mẫu nghiên cứu. Việc thực hiện nghiên cứu này tại Việt Nam là cần thiết.

Tại Việt Nam chúng ta có một số nghiên cứu về dòng tiền tự do như nghiên cứu về tác động của dòng tiền tự do đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp của Nguyen và Nguyen (2018), trong nghiên cứu này các tác giả chỉ ra các doanh nghiệp có dòng tiền tự do tăng sẽ góp phần tăng khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Tương tự, nghiên cứu của Phạm xuân Quỳnh (2019) cũng chỉ ra dòng tiền tự do có tác động tích cực lên hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp thuộc nhóm ngành thực phẩm. Ngược lại, nghiên cứu của Lê Thị Minh và cộng sự (2020) chỉ ra tác động nghịch chiều giữa dòng tiền tự do và kết quả hoạt động của doanh nghiệp, tuy nhiên, nghiên cứu này chỉ dừng lại ở ngành xây dựng của Việt Nam. Về giá trị doanh nghiệp, chúng ta cũng có một số nghiên cứu chỉ ra ảnh hưởng của cấu trúc vốn, đặc điểm quản trị doanh nghiệp, chính sách trả cổ tức, giao dịch của cổ đông nội bộ, tính thích hợp của thông tin kế toán đến giá trị doanh nghiệp (Phan Quỳnh Trang, Nguyễn Vũ Gia Bảo, 2024; Vũ Thị Bích Hà & Đặng Ngọc Hùng, 2022; Dang và cộng sự, 2021; Khanh và cộng sự, 2020; Vo & Craig Ellis, 2017). Tuy nhiên, tại

Việt Nam chúng ta chưa có nghiên cứu về ảnh hưởng của dòng tiền tự do đến giá trị doanh nghiệp. Nghiên cứu này của chúng tôi hi vọng sẽ bổ sung thêm các nghiên cứu về dòng tiền tự do và giá trị doanh nghiệp tại Việt Nam.

### 3. Phương pháp nghiên cứu

#### 3.1. Dữ liệu nghiên cứu

Nghiên cứu thu thập thông tin về giá trị doanh nghiệp, dòng tiền tự do cũng như các thông tin tài chính khác có liên quan của tất cả các công ty niêm yết trên sàn HOSE và HNX trong 5 năm từ năm 2017 đến 2021. Chúng tôi loại bỏ các công ty niêm yết thuộc lĩnh vực tài chính, ngân hàng và bảo hiểm do những công

ty thuộc lĩnh vực này có đặc điểm và chính sách tài chính khác với các doanh nghiệp phi tài chính. Nghiên cứu chỉ tập trung vào các công ty phi tài chính niêm yết trên sàn chứng khoán của Việt Nam. Nghiên cứu đã thu thập toàn bộ dữ liệu của tất cả các công ty niêm yết từ cơ sở dữ liệu của Finpro, sau đó loại bỏ các quan sát bị thiếu thông tin liên quan đến các biến quan sát và loại bỏ các quan sát bất thường để không ảnh hưởng đến kết quả nghiên cứu, đây là các quan sát có các giá trị về dòng tiền tự do, giá trị doanh nghiệp nằm ngoài khoảng giá trị bình thường và được xác định dựa vào biểu đồ hộp (box plot). Sau khi thực hiện các bước làm sạch dữ liệu, mẫu nghiên cứu của chúng tôi bao gồm 2702 quan sát trong 5 năm từ 2017 đến 2021. Dữ liệu cụ thể cho từng năm như sau:

Năm	2017	2018	2019	2020	2021
Số lượng công ty/Số lượng quan sát	528	545	546	551	532

#### 3.2. Mô hình nghiên cứu

Để xác định sự ảnh hưởng của dòng tiền tự do và giá trị doanh nghiệp, nghiên cứu đã sử dụng mô hình hồi quy tuyến tính OLS, mô hình tác động cố định FEM (fixed effect model) để kiểm soát các yếu tố cố định và phương pháp bình phương bé nhất có trọng số WLS (weighted least squares) để kiểm soát hiện tượng phương sai sai số thay đổi (heteroskedasticity). Dựa trên các nghiên cứu trước về các nhân tố tác động đến giá trị doanh nghiệp (Phan Quỳnh Trang và Nguyễn Vũ Gia Bảo, 2024; Platt và các cộng sự, 2010; Abughniem và cộng sự, 2020), chúng tôi xây dựng mô hình nghiên cứu như sau:

$$FV_{it} = \beta_0 + \beta_1 \times FCF_{it} + \beta_{2-5}(\text{Control\_variables})_{it} + \epsilon_{it}$$

Giá trị của doanh nghiệp	=	Vốn hóa thị trường của cổ phần thường	+	Giá trị các khoản nợ có chi phí sử dụng vốn	+	Giá trị cổ phần ưu đãi (nếu có)	+	Lợi ích của cổ đông không nắm quyền kiểm soát (nếu có)	-	Giá trị các tài sản phi hoạt động
--------------------------	---	---------------------------------------	---	---	---	---------------------------------	---	--	---	-----------------------------------

*Trong đó:* Giá trị các khoản nợ có chi phí sử dụng vốn, giá trị cổ phần ưu đãi, lợi ích của cổ

Trong đó, biến phụ thuộc là giá trị của doanh nghiệp, biến độc lập là dòng tiền nhân rồi của doanh nghiệp, các biến kiểm soát bao gồm quy mô công ty, cấu trúc vốn, khả năng sinh lời của vốn chủ sở hữu, tỷ suất sinh lời của tài sản, tỷ suất sinh lời của cổ tức. Tóm tắt của các biến này được trình bày trong Phụ lục 1.

#### *Biến phụ thuộc*

Giá trị doanh nghiệp được xác định dựa trên Thông tư số 36/2024/TT-BTC của Bộ Tài Chính về việc xác định giá trị doanh nghiệp dựa trên giá thị trường, cụ thể giá trị doanh nghiệp được xác định như sau:

đồng không kiểm soát được xác định dựa trên giá trị sổ sách kế toán. Giá trị của các tài sản phi

hoạt động được xác định bao gồm giá trị của các khoản tiền và các khoản tương đương tiền cùng với giá trị của các tài sản phi hoạt động khác. Giá trị của các khoản này được xác định dựa trên giá trị sổ sách kế toán của công ty. Tuy nhiên khi chạy mô hình, chúng tôi xác định ( $FV_{it}$ ) dựa trên Giá trị doanh nghiệp chia cho tổng tài sản theo giá trị sổ sách của doanh nghiệp. Chúng tôi xác định giá trị doanh nghiệp dựa trên Thông tư 36/2024 nhằm cung cấp một cái nhìn mới hơn về mối quan hệ giữa giá trị doanh nghiệp và dòng tiền tự do của doanh nghiệp và đây là cách xác định chính thống được quy định trong văn bản pháp luật của Việt Nam.

Tuy nhiên để đảm bảo độ tin cậy của nghiên cứu, chúng tôi đã thực hiện kiểm tra kết quả hồi quy khi sử dụng cách đo lường giá trị doanh nghiệp dựa trên sự khác biệt giữa giá thị trường của vốn chủ sở hữu và giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu (MBV) và giá trị Tobin's Q của doanh nghiệp. Tobin's Q (Phan Quỳnh Trang và Nguyễn Vũ Gia Bảo, 2024; Abughniem và cộng sự, 2020) được xác định dựa trên công thức sau:

$$Tobin's Q = \frac{\left( \begin{array}{c} \text{Giá trị} \\ \text{thị trường vốn} \\ \text{chủ sở hữu} \end{array} + \begin{array}{c} \text{Giá trị} \\ \text{ghi sổ nợ} \\ \text{phải trả} \end{array} \right)}{\text{Tổng tài sản}}$$

*Biến độc lập*

Dòng tiền tự do trong nghiên cứu được lấy từ dữ liệu của FiinPro, theo đó FiinPro xác định dòng tiền như sau:

Dòng tiền nhân rồi = Lợi nhuận trước lãi vay sau thuế trong năm hoặc tổng 4 quý gần nhất + Khấu hao TSCĐ – Tăng giảm các khoản phải thu – Tăng giảm hàng tồn kho – Tăng giảm các khoản phải trả - Tăng giảm chi phí trả trước – Tiền thu khác từ HĐKD – Tiền chi khác từ HĐKD + Tiền mua TSCĐ và TSDH khác.

Công thức xác định dòng tiền nhân rồi của FiinPro nhìn chung đã tuân theo các quy định về xác định dòng tiền nhân rồi được quy định trong Thông tư 36/2024/TT-BTC của Bộ Tài

chính. Tuy nhiên khi chạy mô hình hồi quy để giảm thiểu tác động của số tuyệt đối, chúng tôi xác định biến FCF dựa trên tỷ số giữa Dòng tiền nhân rồi và tổng tài sản của doanh nghiệp (Phan Quỳnh Trang, Nguyễn Vũ Gia Bảo, 2024).

Các nghiên cứu thực nghiệm trước đây đều chưa đi đến sự thống nhất về tác động của dòng tiền tự do đến giá trị doanh nghiệp, một số nghiên cứu chỉ ra có tác động thuận chiều của dòng tiền tự do đến giá trị doanh nghiệp (Dewi và cộng sự, 2019; Al Zararee & Al-Azzawi, 2014; Vogt & Vu, 2000), trái lại một số nghiên cứu lại chỉ ra không có tác động hoặc tác động nghịch chiều (Abughniem và cộng sự, 2020; Profita & Ratnaningsih, 2016). Lý thuyết đại diện, lý thuyết tín hiệu và lý thuyết trật tự phân hạng lại giải thích rằng, dòng tiền tự do càng lớn sẽ góp phần giúp doanh nghiệp chủ động trong việc đầu tư vào các dự án và sẽ góp phần tạo ra sự phát triển của doanh nghiệp trong tương lai, ngoài ra dòng tiền tự do càng lớn thì đây là tín hiệu tốt về kết quả hoạt động kinh doanh cũng như khả năng trả cổ tức, vì vậy, theo các lý thuyết này sẽ tồn tại tác động thuận chiều của dòng tiền tự do đến giá trị doanh nghiệp. Do đó, trong nghiên cứu này chúng tôi dựa vào lý thuyết đại diện, lý thuyết trật tự phân hạng và lý thuyết tín hiệu để đưa ra giả thuyết nghiên cứu sau:

*Giả thuyết H1:* Dòng tiền tự do có tác động tích cực đến giá trị doanh nghiệp.

*Biến kiểm soát*

Dựa trên các nghiên cứu trước về các nhân tố ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp, nghiên cứu của chúng tôi đo lường và đưa vào mô hình hồi quy các biến kiểm soát sau: Quy mô doanh nghiệp (SIZE) được xác định bằng logarit tự nhiên của tổng tài sản; Cấu trúc vốn (CAPSTRUCT) được xác định bằng tỷ lệ nợ phải trả chia cho tổng tài sản; Tỷ suất sinh lời của tài sản (ROA) được tính dựa trên lợi nhuận trước thuế chia cho tổng tài sản; Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) là tỷ số giữa lợi nhuận trước thuế và vốn chủ sở hữu; Tỷ suất cổ tức (DIVYIELD) là tỷ lệ cổ tức nhà đầu tư nhận

được trên giá cổ phiếu của công ty. Chúng tôi kỳ vọng quy mô doanh nghiệp, hiệu quả hoạt động kinh doanh, tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu và tỷ suất cổ tức sẽ có tác động tích cực đến giá trị doanh nghiệp do đây là những tín hiệu tốt đối với nhà đầu tư (Chabachib và cộng sự, 2020; Husna và Satria, 2019; Giriati, 2016). Đối với biến cấu trúc vốn, các nghiên cứu trước tại Việt Nam chỉ ra mối quan hệ hỗn hợp, một số nghiên cứu chỉ ra tác động thuận chiều của cấu trúc vốn đến giá trị doanh nghiệp (Dang & Do, 2021), một số nghiên cứu lại chỉ ra ảnh hưởng nghịch chiều như nghiên cứu của Võ và Ellis (2017). Chúng tôi dựa trên lý thuyết đánh đổi (Trade-off Theory) và lý thuyết đại diện (Agency Theory), khi doanh nghiệp vay quá nhiều, nguy cơ phá sản và chi phí tài chính tăng lên, điều này sẽ làm giảm giá trị doanh nghiệp.

#### 4. Kết quả và đánh giá

##### 4.1. Thống kê mô tả

Kết quả thống kê mô tả của các biến trong mô hình được tóm tắt trong Phụ lục 2. Kết quả thống kê mô tả cho thấy, giá trị trung bình của giá trị doanh nghiệp của các công ty niêm yết trên sàn chứng khoán ở mức 1,19 theo thước đo của Thông tư 36/2024/TT-BTC. Nếu sử dụng thang đo Tobin's Q và MBV giá trị trung bình lần lượt là 1,53 và 2,09. Tất cả thang đo đều cho thấy, giá trị trung bình của giá trị doanh nghiệp đều cao hơn 1 điều này chứng tỏ giá trị thị trường của doanh nghiệp cao hơn giá trị sổ sách kế toán của doanh nghiệp. Tổng tài sản trung bình của các công ty ở mức 7,18 và trung bình 48% của tổng tài sản được tài trợ bằng nợ vay, kết quả này hoàn toàn phù hợp với nghiên cứu của Phan Quỳnh Trang và Nguyễn Vũ Gia Bảo (2024). Các công ty trong mẫu của nghiên cứu có mức sinh lời của cổ tức ở mức 3%. Tỷ

suất sinh lời của tài sản và của vốn chủ sở hữu trung bình ở mức 6% và 10% tương ứng. Đối với dòng tiền tự do ở mức trung bình 0,07, tuy nhiên một số công ty trong mẫu có dòng tiền tự do âm với giá trị bé nhất là -0,9 và giá trị cao nhất là 10,37, sự phân bố dữ liệu đối với dòng tiền tự do khá lớn.

Ma trận tương quan giữa các biến trong mô hình được thể hiện ở Phụ lục 3. Nhìn chung hệ số tương quan giữa các biến trong mô hình không quá cao ngoại trừ hệ số tương quan giữa Tobin's Q và Giá trị doanh nghiệp được tính theo Thông tư 36/2024/TT-BTC, điều này chứng tỏ rằng, giá trị doanh nghiệp được xác định theo hai cách khác nhau này không có sự khác biệt lớn. Dựa vào hệ số tương quan ta thấy, giá trị doanh nghiệp có mối tương quan thuận với dòng tiền tự do, quy mô công ty, tỷ suất sinh lời của tài sản, tỷ suất sinh lời của vốn chủ sở hữu. Tuy nhiên giá trị doanh nghiệp lại có mối tương quan nghịch với cấu trúc vốn và tỷ suất sinh lời của cổ tức. Nhìn chung mối tương quan giữa các biến phụ thuộc và biến độc lập không thay đổi khi thay đổi cách xác định giá trị doanh nghiệp.

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

Bảng 1 trình bày kết quả hồi quy của dòng tiền tự do và giá trị doanh nghiệp, trong đó giá trị doanh nghiệp được xác định dựa trên Thông tư 36/2024/TT-BTC của Bộ Tài chính. Mô hình hồi quy được trình bày bao gồm mô hình hồi quy tuyến tính OLS và mô hình tác động cố định FEM (fixed effect model). Ngoài ra, để kiểm soát sự thay đổi của phương sai, nghiên cứu cũng đã sử dụng mô hình hồi quy WLS (weighted least squares) để kiểm định lại mối quan hệ giữa giá trị doanh nghiệp và dòng tiền nhân rồi tại doanh nghiệp.

**Bảng 1.** Kết quả hồi quy giữa dòng tiền tự do và giá trị doanh nghiệp

Biến	Giá trị doanh nghiệp (FV)		
	OLS	FEM	WLS
FCF	0,557*** (7,309)	0,470*** (17,264)	1,701*** (19,120)

Biến	Giá trị doanh nghiệp (FV)		
	OLS	FEM	WLS
SIZE	0,059*** (4,826)	-0,275*** (-12,123)	-0,174*** (-17,259)
ROA	3,784*** (13,298)	-2,065*** (-14,851)	-7,029*** (-35,683)
ROE	-0,053** (-2,319)	0,0223** (2,752)	0,453*** (33,590)
CAPSTRUCT	-1,037*** (-11,153)	-1,254*** (-13,375)	-0,554*** (-7,613)
DIVYIELD	-4,008*** (-9,341)	-0,004 (-0,0208)	-0,661*** (-4,920)
Hệ số góc	1,126*** (12,571)	4,041*** (17,703)	2,804*** (33,963)
Số quan sát	2702	2702	2702
R-squared điều chỉnh	0,1925	0,154	0,1754

**Ghi chú:** Bảng 1 tóm tắt kết quả hồi quy giữa giá trị doanh nghiệp (FV) và dòng tiền tự do (FCF), trong đó giá trị doanh nghiệp được đo lường dựa trên Thông tư số 36/2024/TT-BTC của Bộ Tài chính. Cột (2), Cột (3) và Cột (4) trình bày kết quả hồi quy sử dụng mô hình hồi quy tuyến tính OLS, mô hình tác động cố định (FEM) và mô hình hồi quy WLS. Các biến kiểm soát của mô hình bao gồm quy mô công ty (SIZE), tỷ suất sinh lời của tài sản (ROA), tỷ suất sinh lời của vốn chủ sở hữu (ROE), cấu trúc vốn (CAPSTRUCT), và tỷ suất cổ tức (DIVYIELD).

Từ kết quả hồi quy ta thấy, dòng tiền nhân rồi có tác động tích cực đến giá trị doanh nghiệp, nghĩa là doanh nghiệp có dòng tiền nhân rồi càng lớn sẽ có giá trị doanh nghiệp càng cao và ngược lại. Tác động tích cực giữa dòng tiền nhân rồi và giá trị doanh nghiệp có ý nghĩa thống kê ở mức 99% độ tin cậy ở tất cả các mô hình hồi quy. Kết quả hồi quy này không chỉ ủng hộ giả thuyết nghiên cứu của chúng tôi mà còn phản ánh rõ tầm quan trọng của dòng tiền nhân rồi trong việc tạo dựng giá trị bền vững cho doanh nghiệp. Kết quả này cũng ủng hộ lý thuyết đại diện, lý thuyết trật tự phân hạng và lý thuyết tín hiệu, các doanh nghiệp có dòng tiền càng lớn, doanh nghiệp càng có nhiều cơ hội chủ động đầu tư vào các dự án từ đó tạo ra tiềm năng tăng trưởng trong tương lai và làm gia tăng giá trị doanh nghiệp. Việc duy trì một lượng dòng tiền nhân rồi đáng kể cũng giúp doanh nghiệp có thể linh hoạt hơn trong việc ứng phó với các biến động thị

trường và các cơ hội đầu tư bất ngờ. Ngoài ra, việc doanh nghiệp có dòng tiền nhân rồi cũng là một tín hiệu tốt trong việc trả cổ tức, thanh toán nợ và đây là cũng là một yếu tố làm nhà đầu tư đánh giá doanh nghiệp ở trạng thái tốt từ đó làm gia tăng giá trị doanh nghiệp (Jensen, 1986). Như vậy, dòng tiền nhân rồi là một trong những chỉ báo quan trọng về khả năng tài chính của doanh nghiệp và từ đó ảnh hưởng tích cực đến giá trị doanh nghiệp. Về mặt nghiên cứu thực nghiệm, kết quả nghiên cứu của chúng tôi được ủng hộ bởi rất nhiều các nghiên cứu có liên quan như Dewi và cộng sự (2019), Al Zararee và Al-Azzawi (2014), hay nghiên cứu của Vogt và Vu (2000). Những nghiên cứu này càng củng cố thêm sự tin cậy và tính hợp lệ của kết quả nghiên cứu hiện tại.

Các biến kiểm soát trong mô hình đều có ý nghĩa thống kê khi xem xét ảnh hưởng của chúng đến giá trị doanh nghiệp. Trong mô hình OLS, một số biến kiểm soát có ý nghĩa thống kê

đúng như kỳ vọng của nghiên cứu. Cụ thể quy mô công ty càng lớn giá trị doanh nghiệp càng lớn, điều này được giải thích bằng việc các công ty có quy mô càng lớn sẽ càng có nhiều nguồn lực để đầu tư và phát triển cho hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp từ đó tăng khả năng tạo ra doanh thu góp phần tạo ra lợi nhuận của doanh nghiệp, nhờ đó sẽ làm tăng giá trị của doanh nghiệp. Bên cạnh đó, tỷ suất sinh lời của tài sản càng cao thì giá trị doanh nghiệp càng lớn. Kết quả thống kê này ủng hộ cho quan điểm khi doanh nghiệp có tỷ suất sinh lời của tài sản cao đồng nghĩa với việc công ty sử dụng tài sản hiệu quả để tạo ra lợi nhuận, đây là một tín hiệu tốt đối với nhà đầu tư và vì vậy sẽ ảnh hưởng tích cực đến giá trị doanh nghiệp. Ngược lại, tỷ suất nợ càng cao sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến giá trị doanh nghiệp. Các doanh nghiệp có tỷ suất nợ cao sẽ gặp nhiều rủi ro tài chính và vì vậy sẽ làm giảm giá trị doanh nghiệp. Đáng chú ý theo kết quả thống kê hiệu suất sử dụng vốn chủ sở hữu càng cao thì giá trị doanh nghiệp bị giảm trong mô hình OLS, đây là một kết quả không giống như kỳ vọng của nghiên cứu. Tương tự, việc trả cổ tức có ảnh hưởng tiêu cực đến giá trị doanh nghiệp, việc này giải thích thông qua việc trả cổ tức cao sẽ làm giảm vốn để tái đầu tư cho hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp cũng như cho hoạt động đầu tư cho tương lai, do đó không tạo ra tăng trưởng như kỳ vọng trong tương lai và ảnh hưởng tiêu cực đến giá trị của doanh nghiệp. Tuy nhiên, khi sử dụng mô hình FEM và WLS ảnh hưởng của một số biến kiểm soát lên giá trị doanh nghiệp bị thay đổi, mặc dù độ tin cậy của các biến trong mô hình vẫn được duy trì. Trong 2 mô hình này hiệu suất sử dụng vốn chủ sở hữu lại có ảnh hưởng tích cực đến giá trị doanh nghiệp. Đặc biệt, tác động của việc trả cổ tức đối với giá trị doanh nghiệp

trong cả 3 mô hình đều không như kỳ vọng của nghiên cứu. Tác động của biến cấu trúc vốn với giá trị doanh nghiệp gần như không thay đổi trong bất kỳ mô hình hồi quy nào.

Từ các kết quả phân tích định lượng và thảo luận ở trên, có thể khẳng định rằng, dòng tiền nhân rồi đóng vai trò then chốt trong việc nâng cao giá trị doanh nghiệp tại Việt Nam. Dòng tiền nhân rồi không chỉ là nguồn vốn nội bộ phục vụ cho đầu tư và tăng trưởng, mà còn phản ánh năng lực tài chính, khả năng ứng biến và tiềm năng phát triển dài hạn của doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu cũng đã củng cố sự đúng đắn của các lý thuyết tài chính tại thị trường mới nổi Việt Nam. Qua đó, nghiên cứu cũng cung cấp bằng chứng cho các nhà đầu tư và các nhà quản trị về vai trò quan trọng của dòng tiền tự do trong việc xây dựng giá trị doanh nghiệp.

**4.3. Kiểm tra độ nhạy**

Để đánh giá tính ổn định và độ tin cậy của kết quả nghiên cứu, chúng tôi đã tiến hành thay đổi cách xác định giá trị doanh nghiệp bằng cách sử dụng hệ số Tobin’s Q và tỷ lệ giữa giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu với giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu (MBV). Nếu kết quả hồi quy không thay đổi khi áp dụng các thang đo khác để đo lường giá trị doanh nghiệp, điều này sẽ khẳng định rằng, các kết luận của nghiên cứu là vững chắc và không bị ảnh hưởng bởi phương pháp đo lường. Hơn nữa, việc sử dụng Tobin’s Q và MBV không chỉ tăng cường độ tin cậy của kết quả nghiên cứu, mà còn phù hợp với những nghiên cứu trước về giá trị doanh nghiệp. Kết quả hồi quy khi thực hiện thay đổi biến phụ thuộc giá trị doanh nghiệp được trình bày trong Bảng 2.

**Bảng 2.** Kết quả hồi quy giữa dòng tiền tự do và giá trị doanh nghiệp khi đo lường giá trị doanh nghiệp dựa trên chỉ số Tobin’s Q và MBV

Biến	Tobin’s Q			MBV		
	OLS	FEM	WLS	OLS	FEM	WLS
FCF	0,539*** (7,133)	0,405*** (15,361)	0,830*** (29,878)	0,750*** (5,662)	0,458*** (7,248)	-0,832** (-2,357)

Biến	Tobin's Q			MBV		
	OLS	FEM	WLS	OLS	FEM	WLS
SIZE	0,040*** (3,325)	-0,324*** (-14,760)	0,0629*** (4,259)	0,145*** (6,844)	-0,599*** (-11,366)	0,386*** (9,224)
ROA	4,110*** (14,548)	-1,846*** (-13,698)	6,049*** (22,882)	13,158*** (26,550)	4,749*** (14,716)	2,815*** (3,133)
ROE	-0,061*** (-2,705)	0,023*** (2,932)	-0,082*** (-4,032)	-4,179*** (-104,289)	-4,130*** (-219,377)	0,113 (0,222)
CAPSTRUCT	-0,614*** (-6,662)	-0,733*** (-8,065)	-0,586*** (-4,917)	1,055*** (6,521)	1,651*** (7,587)	-2,677*** (-10,368)
DIVYIELD	-3,653*** (-8,577)	0,071 (0,4237)	-2,786*** (-7,244)	-6,128*** (-8,202)	0,087 (0,215)	16,337*** (22,790)
Hệ số góc	1,371*** (15,421)	4,399*** (19,888)	1,028*** (9,300)	0,281* (1,808)	5,651*** (10,668)	-0,043 (-0,174)
Số quan sát	2702	2702	2702	2702	2702	2702
R-squared điều chỉnh	0,1641	0,1027	0,3697	0,8036	0,9468	0,4398

Kết quả hồi quy bảng 2 cho thấy, khi ta thay đổi cách xác định giá trị doanh nghiệp thì ảnh hưởng của dòng tiền tự do đến giá trị doanh nghiệp vẫn không thay đổi. Các mô hình hồi quy đều cho thấy, tác động thuận chiều của dòng tiền nhàn rỗi lên giá trị doanh nghiệp, tác động này đều có ý nghĩa thống kê ở mức 99% độ tin cậy trong tất cả các mô hình hồi quy. Vì vậy, chúng ta chấp nhận giả thuyết nghiên cứu, doanh nghiệp có dòng tiền tự do càng lớn giá trị doanh nghiệp càng tăng do đây là một tín hiệu tốt của doanh nghiệp về khả năng trả cổ tức cũng như sự kỳ vọng vào việc tăng trưởng của doanh nghiệp trong tương lai.

Khi thay đổi biến phụ thuộc, kết quả hồi quy của các biến kiểm soát đều có ý nghĩa thống kê

ở mức 99% độ tin cậy ngoại trừ biến tỷ suất sinh lời của cổ phiếu. Trong các mô hình hồi quy, kết quả hồi quy của mô hình OLS nhìn chung tuân theo các kỳ vọng về việc ảnh hưởng của các biến kiểm soát lên biến phụ thuộc. Nhìn chung kết quả nghiên cứu có độ tin cậy cao, ít sự biến động khi thay đổi biến phụ thuộc cũng như khi thay đổi mô hình hồi quy.

Để kiểm tra hiện tượng nội sinh, chúng tôi đã sử dụng mô hình hồi quy biến trễ, trong đó các biến độc lập được trễ đi 1 năm. Chúng tôi thực hiện hồi quy biến trễ với cả 3 cách đo lường giá trị doanh nghiệp bao gồm theo Thông tư 36/2024/TT-BTC, theo tỷ lệ giữa giá trị thị trường và giá trị sổ sách (MBV) và Tobin's Q. Bảng 3 trình bày kết quả hồi quy với biến trễ.

**Bảng 3.** Kết quả hồi quy giữa dòng tiền tự do và giá trị doanh nghiệp khi sử dụng các biến trễ của biến độc lập

Biến	FV	MBV	Tobin's Q
FCF	0.900** (1.960)	1.245*** (3.334)	0.916*** (2.918)
SIZE	-0.079 (-1.096)	0.057 (0.974)	-0.049 (-1.006)
ROA	3.274* (1.915)	16.327*** (11.748)	3.905*** (3.341)

<b>Biến</b>	<b>FV</b>	<b>MBV</b>	<b>Tobin's Q</b>
ROE	-0.050 (-0.352)	-6.043*** (-52.251)	-0.065 (-0.673)
CAPSTRUCT	-1.504*** (-2.776)	1.328*** (3.015)	-0.938** (-2.532)
DIVYIELD	-7.316*** (-3.987)	-10.326*** (-5.306)	-6.526*** (-3.987)
Hệ số góc	2.684*** (5.445)	1.264*** (3.155)	2.428*** (7.205)
Số quan sát	2170	2170	2170
R-squared điều chỉnh	0.01672	0.4881	0.01672

Kết quả hồi quy của Bảng 3 cho thấy, số lượng quan sát khi sử dụng hồi quy với biến trễ của biến độc lập bị giảm xuống, tuy nhiên, dòng tiền tự do vẫn tác động tích cực lên giá trị doanh nghiệp, và ảnh hưởng này vẫn có ý nghĩa thống kê cho cả 3 cách đo lường của biến độc lập. Như vậy, khi sử dụng các mô hình hồi quy khác nhau, các cách đo lường khác nhau của biến độc lập và hồi quy với biến trễ, kết quả nghiên cứu vẫn không bị thay đổi. Do đó, chúng ta có thể kết luận rằng, trong nghiên cứu với mẫu là các công ty phi tài chính niêm yết tại Việt Nam, dòng tiền tự do có ảnh hưởng tích cực đến giá trị doanh nghiệp.

**5. Kết luận và khuyến nghị**

Dòng tiền tự do được xem là một trong những chỉ số tài chính quan trọng phản ánh năng lực tạo ra tiền từ hoạt động kinh doanh sau khi đã thực hiện các khoản đầu tư cần thiết để duy trì hoạt động của doanh nghiệp. Vai trò quan trọng của dòng tiền tự do đối với hoạt động của doanh nghiệp đã được thảo luận rất nhiều trong các lý thuyết tài chính doanh nghiệp như đảm bảo khả năng thanh toán của doanh nghiệp, khả năng huy động vốn của doanh nghiệp từ đó ảnh hưởng đến khả năng đầu tư của doanh nghiệp, giảm các rủi ro tài chính (Platt và cộng sự, 2010). Do đó, một doanh nghiệp có dòng tiền tự do càng lớn thông thường được đánh giá là một doanh nghiệp tốt, vì vậy các nhà đầu tư thường rất chú trọng đến việc phân tích dòng tiền nhàn rỗi của doanh nghiệp. Từ góc độ lý

thuyết, các lý thuyết tài chính như lý thuyết đại diện, lý thuyết trật tự phân hạng, lý thuyết tín hiệu đều cho rằng, doanh nghiệp có dòng tiền tự do càng cao thì giá trị doanh nghiệp càng lớn. Theo các lý thuyết này, quản trị dòng tiền tự do tốt giúp giảm thiểu chi phí đại diện, ít rủi ro liên quan đến bất cân xứng thông tin và là một tín hiệu tốt về năng lực tài chính và triển vọng phát triển, từ đó tác động tích cực đến giá trị doanh nghiệp cũng như nâng cao độ tin cậy và mức độ kỳ vọng của nhà đầu tư. Mặc dù các lý thuyết đều cho rằng, dòng tiền tự do có tác động tích cực đến giá trị doanh nghiệp, tuy nhiên khi thực hiện các nghiên cứu thực nghiệm thì kết quả về tác động giữa dòng tiền tự do và giá trị doanh nghiệp lại không thống nhất (Dewi và cộng sự, 2019; Oktaryani & Mannan, 2018; Lin & Lin, 2016; Al Zararee & Al-Azzawi, 2014; Jensen, 1986). Sự không nhất quán trong các kết quả thực nghiệm càng làm nổi bật sự cần thiết của việc tiếp tục nghiên cứu trong các bối cảnh khác nhau, đặc biệt là tại các thị trường mới nổi như Việt Nam, nơi mà đặc điểm về quản trị doanh nghiệp, cấu trúc vốn và tính minh bạch tài chính còn nhiều khác biệt.

Đặc biệt việc nghiên cứu về ảnh hưởng của dòng tiền tự do đến giá trị doanh nghiệp cũng như hoạt động của doanh nghiệp tại Việt Nam còn nhiều hạn chế, vì vậy với kết quả nghiên cứu này chúng tôi hi vọng sẽ cung cấp thêm bằng chứng về tác động giữa dòng tiền tự do lên giá trị doanh nghiệp khi sử dụng mẫu nghiên cứu là các công ty niêm yết tại Việt Nam. Kết

quả hồi quy đã xác nhận một lần nữa ảnh hưởng tích cực của dòng tiền tự do đối với giá trị doanh nghiệp. Khi thay đổi các mô hình hồi quy hoặc khi thay đổi cách tính giá trị doanh nghiệp thì kết quả hồi quy vẫn không thay đổi. Với kết quả nghiên cứu này chúng tôi cung cấp thêm bằng chứng để khẳng định lại một lần nữa tính chính xác của lý thuyết đại diện, lý thuyết tín hiệu và lý thuyết trật tự phân hạng tại thị trường Việt Nam. Kết quả nghiên cứu còn củng cố độ tin cậy của các nghiên cứu trước đây về ảnh hưởng của dòng tiền tự do lên giá trị doanh nghiệp (Dewi và cộng sự, 2019; Al Zararee & Al-Azzawi, 2014; Vogt & Vu, 2000).

Như vậy, dòng tiền tự do không chỉ có vai trò quan trọng đối với hoạt động của doanh nghiệp mà nó còn là một tín hiệu để nhà đầu tư xác định giá trị doanh nghiệp và tạo ra các phản ứng đối với thị trường. Trên thực tế, dòng tiền tự do thường được các nhà đầu tư và phân tích tài chính sử dụng như một công cụ để xác định giá trị nội tại và tiềm năng tăng trưởng dài hạn của doanh nghiệp. Mức độ dồi dào và ổn định của dòng tiền tự do có thể phát đi tín hiệu tích cực về hiệu quả quản trị tài chính, khả năng sinh lời và sự minh bạch trong hoạt động kinh doanh, từ đó tác động tích cực đến kỳ vọng thị trường và giá trị doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán.

Chính vì vai trò quan trọng của dòng tiền tự do, các nhà quản lý tại các doanh nghiệp cần phải biết quản lý dòng tiền tự do sao cho nó có tác động tốt đến hoạt động của doanh nghiệp, tạo ra ảnh hưởng tích cực đến giá trị doanh nghiệp cũng như tăng cường tính ổn định tài chính và sự phát triển bền vững trong tương lai cho doanh nghiệp. Các nhà quản lý cần hiểu rằng, dòng tiền tự do được xác định dựa trên lợi nhuận của doanh nghiệp và sự thay đổi của vốn lưu động. Để đạt được dòng tiền tự do dương, doanh nghiệp cần tác động vào hai yếu tố này. Một trong những biện pháp gia tăng dòng tiền tự do là tăng doanh thu và quản lý chi phí hiệu quả, từ đó gia tăng lợi nhuận. Lợi nhuận không chỉ là cơ sở tạo ra dòng tiền cho doanh nghiệp mà còn giúp tăng cường dòng tiền tự do, tạo ra

một phương thức bền vững để duy trì và phát triển dòng tiền này. Ngoài ra, doanh nghiệp cũng cần cải thiện tính hiệu quả của vốn lưu động như rút ngắn thời gian thu hồi nợ, kiểm soát tốt hàng tồn kho, kiểm soát tốt nợ phải trả, sử dụng tiền một cách thông minh thông qua việc tối ưu hóa hoạt động đầu tư, tái đầu tư, tối ưu hóa cơ cấu vốn. Việc quản lý hiệu quả vốn lưu động cũng là một trong những cơ sở để giữ lại nhiều dòng tiền hơn cho doanh nghiệp từ đó tăng dòng tiền tự do cho doanh nghiệp. Bên cạnh đó, doanh nghiệp cũng cần chú trọng đến việc tối ưu hóa danh mục đầu tư và cơ cấu vốn. Việc lựa chọn đầu tư vào các dự án có giá trị hiện tại ròng dương, thời gian hoàn vốn ngắn và hiệu suất sinh lời cao và xác định được cấu trúc vốn hợp lý sẽ giúp doanh nghiệp có dòng tiền dồi dào phục vụ cho mục đích phát triển.

Như vậy, việc tối ưu hóa dòng tiền tự do không đơn thuần là việc kiểm soát chi phí hay tăng doanh thu, mà còn là quá trình đồng bộ hóa các yếu tố tài chính như hiệu quả sử dụng vốn, cơ cấu vốn, và chu kỳ vận hành vốn lưu động. Tóm lại, quản lý dòng tiền tự do một cách hiệu quả không chỉ giúp doanh nghiệp duy trì hoạt động ổn định mà còn tạo ra nền tảng vững chắc cho sự phát triển bền vững. Các nhà quản lý cần nhận thức rõ về tầm quan trọng của dòng tiền tự do và thực hiện các biện pháp cần thiết để tối ưu hóa nguồn lực này, từ đó gia tăng giá trị doanh nghiệp trong dài hạn.

Bên cạnh dòng tiền tự do, kết quả nghiên cứu còn cung cấp thêm thông tin về ảnh hưởng của các nhân tố như quy mô công ty, tỷ suất sinh lời của tài sản, tỷ suất sinh lời của vốn chủ sở hữu, cấu trúc vốn và mức sinh lời của cổ tức đến giá trị doanh nghiệp. Theo đó, quy mô công ty và tỷ suất sinh lời của tài sản có mối quan hệ tích cực với giá trị doanh nghiệp, do các công ty lớn có nhiều nguồn lực hơn, hoạt động hiệu quả hơn để phát triển và tạo ra lợi nhuận. Ngược lại, tỷ suất nợ cao làm giảm giá trị doanh nghiệp do rủi ro tài chính cao. Việc trả cổ tức cũng ảnh hưởng tiêu cực đến giá trị doanh nghiệp vì làm giảm vốn tái đầu tư. Ảnh hưởng của tỷ suất sinh lời của vốn chủ sở hữu đến giá trị doanh nghiệp

lại không rõ ràng khi sử dụng các mô hình hồi quy khác nhau.

Đóng góp lớn nhất của nghiên cứu này là cung cấp thêm một bằng chứng thực nghiệm để ủng hộ lý thuyết đại diện, lý thuyết trật tự phân hạng và lý thuyết tín hiệu trong việc giải thích tác động của dòng tiền tự do và giá trị doanh nghiệp, đặc biệt là tại Việt Nam khi các nghiên cứu về dòng tiền tự do với giá trị doanh nghiệp

còn hạn chế. Tuy nhiên, nghiên cứu này có thời gian nghiên cứu trong 5 năm từ 2017 đến năm 2021, thời gian của cỡ mẫu không dài nên số lượng quan sát còn hạn chế. Ngoài ra nghiên cứu chỉ đưa vào mô hình hồi quy các biến kiểm soát thể hiện đặc điểm tài chính của doanh nghiệp, chưa bao gồm các biến kiểm soát liên quan đến đặc điểm quản trị của doanh nghiệp đặc biệt các biến liên quan đến đặc điểm hội đồng quản trị của doanh nghiệp.

### Tài liệu tham khảo

- Abughniem, M. S., Al Aishat, M. A. H., & Hamdan, A. (2020). Free cash flow and firm performance: Empirical evidence from the Amman stock exchange. *International Journal of Innovation, Creativity and Change*, 10(12), 668-681. [https://ijicc.net/images/vol10iss12/101205\\_Manal\\_2020\\_E\\_R.pdf](https://ijicc.net/images/vol10iss12/101205_Manal_2020_E_R.pdf)
- Al Zararee, A. N., & Al-Azzawi, A. (2014). The impact of free cash flow on market value of firm. *Global Review of Accounting and Finance*, 5(2), 56-63. <http://dx.doi.org/10.21102/graf.2014.09.52.04>
- Nguyen, A., & Nguyen, T. (2018). Free cash flow and corporate profitability in emerging economies: Empirical evidence from Vietnam. *Economics Bulletin*, 38(1), 211-220. <https://www.accessecon.com/Pubs/EB/2018/Volume38/EB-18-V38-I1-P22.pdf>
- Bộ tài chính. (2024). *Thông tư 36/2024/TT-BTC Ban hành chuẩn mực thẩm định giá Việt Nam về thẩm định giá doanh nghiệp*. Cổng Thông tin điện tử Chính phủ. <https://vanban.chinhphu.vn/?pageid=27160&docid=210430&classid=1&orggroupid=4>
- Brigham, E. F., Ehrhardt, M. C., Nason, R. R., Gessaroli, J., Nason, R. (2016). *Financial management: Theory and practice, Canadian edition* (3ed.). Nelson Education Limited.
- Chabachib, M., Hersugondo, H., Septiviardi, D., & Pamungkas, I. D. (2020). The effect of investment opportunity set and company growth on firm value: Capital structure as an intervening variable. *International Journal of Innovation, Creativity and Change*, 12(11), 139-156. [https://eprints2.undip.ac.id/id/eprint/2168/1/121116\\_Chabachib\\_2020\\_E\\_R.pdf](https://eprints2.undip.ac.id/id/eprint/2168/1/121116_Chabachib_2020_E_R.pdf)
- Vũ Thị Bích Hà, Đặng Ngọc Hùng (2022). Ảnh hưởng tích thích hợp của thông tin kế toán trên báo cáo tài chính và giá trị doanh nghiệp: Nghiên cứu tại Việt Nam. *Tạp chí Khoa học & Công nghệ*, 58(4), 159-165. <https://doi.org/10.31219/osf.io/ywm76>
- Dang, H. N., Vu, V. T. T., Ngo, X. T., & Hoang, H. T. V. (2021). Impact of dividend policy on corporate value: Experiment in Vietnam. *International Journal of Finance & Economics*, 26(4), 5815-5825. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2095>
- Dang, T. D., & Do, T. V. T. (2021). Does capital structure affect firm value in Vietnam?. *Investment Management and Financial Innovations*, 18(1), 33-41. [http://dx.doi.org/10.21511/imfi.18\(1\).2021.03](http://dx.doi.org/10.21511/imfi.18(1).2021.03)
- Dewi, I. A. M. C., Sari, M. M. R., Budiasih, I. G. A. N., & Suprasto, H. B. (2019). Free cash flow effect towards firm value. *International Research Journal of Management, IT and Social Sciences*, 6(3), 108-116. <http://dx.doi.org/10.21744/irjmis.v6n3.643>
- Ghodrati, H., & Hashemi, A. (2014). A study on relationship among free cash flow, firm value and investors' cautiousness: Evidence from Tehran Stock Exchange. *Management Science Letters*, 4(9), 2001-2010. <http://dx.doi.org/10.5267/j.msl.2014.8.021>
- Giriati (2016). Free cash flow, dividend policy, investment opportunity set, opportunistic behavior and firm's value: (A study about agency theory). *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 219, 248-254. <http://dx.doi.org/10.1016/j.sbspro.2016.05.013>
- Husna, A., & Satria, I. (2019). Effects of return on asset, debt to asset ratio, current ratio, firm size, and dividend payout ratio on firm value. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 9(5), 50-54. <http://dx.doi.org/10.32479/ijefi.8595>
- Jensen, M. & Meckling, W. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)

- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329. <http://dx.doi.org/10.1017/CBO9780511609435.005>
- Kadioglu, E., Kilic, S., Yilmaz, E. A. (2017). Testing the relationship between free cash flow and company performance in Borsa Istanbul. *International Business Research*, 10(5), 148-158. <http://dx.doi.org/10.5539/ibr.v10n5p148>
- Lê Thị Minh, Lê Nguyễn Trà Giang, & Trần Huỳnh Kim Thoa (2022). Tác động của dòng tiền tự do lên hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp xây dựng niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Công thương*, (17), 322-327. <https://scholar.dlu.edu.vn/thuvienso/bitstream/DLU123456789/186046/1/CVv146S172022322.pdf>
- Lin, D., & Lin, L. (2016). How does corporate governance affect free cash flow?. *Journal of Applied Finance & Banking*, 6(3), 145-156. [https://www.sciencpress.com/Upload/JAFB/Vol%206\\_3\\_10.pdf](https://www.sciencpress.com/Upload/JAFB/Vol%206_3_10.pdf)
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth and the valuation of shares. *Journal of Business*, 34(4), 411-33. <http://dx.doi.org/10.1086/294442>
- 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. [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Oktaryani, G. S., & Mannan, S. S. A. (2018). The moderating effect of dividend policy on free cash flow and profitability towards firm value. *Jmm Unram - Master of Management Journal*, 7(3), 1-12. <https://doi.org/10.29303/jmm.v7i3.311>
- 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(4), 75-84. <https://data.tapchikhkt.vn/due-bucket/uploads/imports/7-04/06.pdf>
- Platt, H., Demirkan, S., & Platt, M. (2010). Free cash flow, enterprise value, and investor caution. *The Journal of Private Equity*, 13(4), 42-50. <http://dx.doi.org/10.3905/jpe.2010.13.4.042>
- Profita, A. S. K., & Ratnaningsih, D. (2016). *The impact of free cash flow on the firm value* (Thesis summary). Universitas Atma Jaya Yogyakarta. <http://e-journal.uajy.ac.id/10353/1/Thesis%20Summary%20-%20Yudisium%20.pdf>
- Sithipongpanich, T. (2017). Family ownership and free cash flow. *International Journal of Managerial Finance*, 13(2), 133-148. <https://doi.org/10.1108/IJMF-06-2014-0088>
- Phan Quỳnh Trang, & Nguyễn Vũ Gia Bảo. (2024). Giao dịch của cổ đông nội bộ và giá trị doanh nghiệp: Bằng chứng thực nghiệm từ Việt Nam. *Tạp chí Nghiên cứu Tài chính - Marketing*, 15(6), 69-82. <https://doi.org/10.52932/jfm.v15i6.444>
- Khanh, V. T. V., Hung, D. N., Van, V. T., & Huyen, H. T. (2020). A study on the effect of corporate governance and capital structure on firm value in Vietnam. *Accounting*, 6, 221-230. <https://doi.org/10.5267/j.ac.2020.3.004>
- Vo, X. V., & Ellis, C. (2017). An empirical investigation of capital structure and firm value in Vietnam. *Finance Research Letters*, 22, 90-94. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2016.10.014>
- Vogt, S. C., & Vu, J. D. (2000). Free cash flow and long-run firm value: evidence from the value line investment survey. *Journal of Managerial Issues*, 12(2), 188-207. <https://www.jstor.org/stable/40604304>