

GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO

BỘ TÀI CHÍNH

HỌC VIỆN TÀI CHÍNH

-----□□□□□-----

PHẠM ĐỨC VIỆT

**QUẢN TRỊ DÒNG TIỀN TRONG CÁC DOANH
NGHIỆP BÁN LẺ NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM**

Ngành: TÀI CHÍNH – NGÂN HÀNG

Mã số: 9.34.02.01

TÓM TẮT LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ

HÀ NỘI, 2026

Công trình được hoàn thành tại: HỌC VIỆN TÀI CHÍNH

Người hướng dẫn khoa học:

1. PGS.TS. Nguyễn Trọng Thản
2. TS. Đặng Phương Mai

Phản biện 1:.....

.....

Phản biện 2:.....

.....

Phản biện 3:.....

.....

Luận án được bảo vệ trước Hội đồng đánh giá luận án cấp Học viện họp tại Học viện
Tài chính vào hồi giờ ngày tháng năm 2006

MỞ ĐẦU

1. Tính cấp thiết của đề tài

Dòng tiền là yếu tố duy trì sự tồn tại của doanh nghiệp (DN), phản ánh trực tiếp năng lực tài chính thay vì lợi nhuận ghi nhận theo cơ sở dồn tích. Với DN bán lẻ niêm yết, quản trị dòng tiền (QTDT) giữ vai trò trung tâm do ngành thâm dụng vốn lưu động, biên lợi nhuận mỏng và phụ thuộc nhiều vào nợ vay ngắn hạn. Bán lẻ là ngành động lực tăng trưởng, được Quyết định số 1163/QĐ-TTg đặt mục tiêu đóng góp từ 15,0 đến 15,5% GDP vào năm 2030. Thực tiễn QTDT còn nhiều bất cập. Lợi nhuận sau thuế của các DN bán lẻ giảm khi lãi suất tăng đúng lúc sức mua suy giảm trong 2023. DN xăng dầu chịu ràng buộc dự trữ bắt buộc, trong khi Nghị định số 95/2021/NĐ-CP rút ngắn chu kỳ điều chỉnh giá từ 15 ngày xuống 10 ngày. Chưa DN nào công bố áp dụng mô hình định lượng để xác định mức dự trữ tiền. Từ đó, nghiên cứu sinh (NCS) lựa chọn đề tài “*Quản trị dòng tiền trong các doanh nghiệp bán lẻ niêm yết tại Việt Nam*”.

2. Tổng quan nghiên cứu và khoảng trống nghiên cứu

Về lý thuyết, hướng nghiên cứu khởi đầu từ học thuyết về ba động cơ nắm giữ tiền của Keynes (1936), được lượng hóa qua các mô hình tồn quỹ tối ưu của Baumol (1952), Miller và Orr (1966), Stone (1972), và mở rộng sang quyết định tài trợ qua lý thuyết trật tự phân hạng của Myers (1984), lý thuyết dòng tiền tự do của Jensen (1986) và quan điểm phòng ngừa rủi ro của Acharya, Almeida và Campello (2007). Về khung nội dung QTDT, Vũ Văn Ninh và cộng sự (2024) tiếp cận theo chức năng quản trị nhưng chưa sắp xếp các nội dung theo trình tự vận hành, còn Vũ Thùy Linh (2023) tiếp cận theo quy trình gồm năm nội dung nhưng mang tính tuyến tính và tách riêng kiểm soát dòng tiền vào với dòng tiền ra. Về nhân tố ảnh hưởng, các nghiên cứu chia thành nhóm nội tại gồm quy mô, năng lực quản trị, khả năng tiếp cận vốn, và nhóm bên ngoài gồm môi trường vĩ mô, khung pháp lý, quan hệ thương mại và công nghệ thông tin.

Về tác động đến hiệu quả tài chính, các nghiên cứu được tổng quan theo ba kênh. Kênh nâng cao hiệu quả sử dụng vốn lưu động có bằng chứng nhất quán nhất, khi Deloof (2003), Shin và Soenen (1998), Laghari và cộng sự (2023) đều xác nhận quan hệ nghịch biến giữa chu kỳ chuyển đổi tiền mặt (CCC) và khả năng sinh lời. Kênh tối ưu hóa nguồn tài trợ cho kết quả chưa thống nhất về vai trò của kỳ thanh toán cho nhà cung cấp. Kênh cân bằng giữa thanh khoản và chi phí cơ hội cho thấy không tồn tại một mức dự trữ tiền cố định cho mọi DN (Nguyễn Hồng Thu, 2022). Với riêng ngành bán lẻ, Ramadan và Morshed (2023) xác nhận quản trị hàng tồn kho là trọng tâm QTDT, Gaur và cộng sự (2005) cho thấy tài sản ngắn hạn chiếm khoảng 68% tổng tài sản, Farris và Hutchison (2002) ghi nhận quan hệ thuận chiều giữa kỳ thanh toán và khả năng sinh lời ở DN có vị thế mạnh. Tại Việt Nam, Huỳnh Thị Xuân Thủy và cộng sự (2025) ghi nhận CCC của DN bán lẻ là âm 25,9 ngày so với 10,1 ngày của DN sản xuất trên mẫu đa ngành, còn Đặng Thị Quỳnh Anh và Trần Thị Minh Huệ (2025) cho thấy đòn bẩy tài chính tác động tiêu cực đến khả năng sinh lời của DN bán lẻ niêm yết.

4. Khoảng trống nghiên cứu

Các nghiên cứu đã thống nhất rằng CCC có quan hệ nghịch chiều với khả năng sinh lời, quan hệ này có khác biệt giữa DN sản xuất và DN bán lẻ, đòn bẩy tài chính tác động tiêu cực đến khả năng sinh lời của DN bán lẻ niêm yết, và khung nội dung QTDT đã được xác lập theo cả cách tiếp cận chức năng lẫn quy trình.

Tổng quan cho thấy các khoảng trống như sau: về ngành nghề, chưa có nghiên cứu phân tích hệ thống tác động của từng thành phần CCC đến ROE cho riêng DN bán lẻ niêm yết tại Việt Nam. Về thời gian, diễn biến CCC chưa được phân tách theo các giai đoạn phát triển thương mại điện tử, đại dịch Covid-19 và lãi suất cao 2022 đến 2024. Về nội dung quản trị, cơ chế vận hành QTDT bên trong DN bán lẻ còn ít được nghiên cứu. Về phương pháp, các nghiên cứu ít kết hợp phân tích định tính và chưa kiểm định vai trò điều tiết của dòng tiền tự do. Về công nghệ, tác động

của hạ tầng số đến QTDT chưa được lượng hóa. Về thị trường vốn, quan hệ giữa chất lượng dòng tiền công bố và giá trị DN chưa được làm rõ.

Luận án giải quyết bốn khoảng trống về ngành nghề, thời gian, nội dung quản trị và phương pháp, qua đó cung cấp bằng chứng riêng cho DN bán lẻ niêm yết về tác động của các thành phần CCC đến ROE, nhận diện biến động CCC theo giai đoạn, làm rõ cơ chế vận hành QTDT và xây dựng giải pháp phân hóa theo ba nhóm ngành. Khoảng trống về công nghệ và thị trường vốn nằm ngoài phạm vi do hạn chế về dữ liệu công bố.

4. Mục tiêu và nhiệm vụ nghiên cứu

Mục tiêu tổng quát là đánh giá hệ thống thực trạng QTDT tại các DN bán lẻ niêm yết ở Việt Nam, kiểm định tác động của QTDT đến hiệu quả tài chính, từ đó đề xuất giải pháp phù hợp với đặc thù ngành. Nhiệm vụ của luận án gồm tổng quan để xác định khoảng trống, hệ thống hóa cơ sở lý luận, phân tích dữ liệu theo dòng tiền từ hoạt động kinh doanh (CFO), đầu tư (CFI) và tài chính (CFF), xây dựng mô hình kiểm định, thảo luận kết quả và đề xuất giải pháp cùng điều kiện thực hiện.

5. Câu hỏi nghiên cứu

Luận án trả lời năm câu hỏi, gồm QTDT giữ vai trò như thế nào trong quản trị tài chính DN, QTDT bao gồm những nội dung gì, thực trạng QTDT trong các DN bán lẻ niêm yết giai đoạn 2017 đến 2024 ra sao và khác biệt thế nào giữa các giai đoạn, CCC cùng các thành phần gồm số ngày tồn kho bình quân (DIO), số ngày thu tiền bình quân (DSO) và số ngày thanh toán bình quân (DPO) tác động như thế nào đến ROE, và cần hệ thống giải pháp cùng điều kiện nào theo khung năm nội dung QTDT, phân hóa theo ba nhóm ngành.

6. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu

Đối tượng nghiên cứu là QTDT trong các DN bán lẻ niêm yết tại Việt Nam. Về nội dung, luận án tiếp cận QTDT theo năm nội dung có quan hệ tuần hoàn, phân tích dòng tiền theo hoạt động và theo cấu trúc sở hữu, kiểm định tác động của CCC

và các thành phần đến ROE theo ba nhóm ngành. *Về không gian*, mẫu gồm 23 trên tổng số 30 DN bán lẻ niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội, chia thành nhóm bán lẻ tiêu dùng và công nghệ thông tin, nhóm bán lẻ ô tô và sản phẩm khác, nhóm bán lẻ xăng dầu và năng lượng. Kết quả không suy rộng cho DN bán lẻ chưa niêm yết. *Về thời gian*, dữ liệu thứ cấp thuộc giai đoạn 2017 đến 2024, dữ liệu từ ý kiến chuyên gia được thu thập năm 2025.

7. Phương pháp nghiên cứu

Luận án sử dụng thiết kế nghiên cứu hỗn hợp tuân tự giải thích, kết hợp các phương pháp tổng hợp, thống kê so sánh, quy nạp, diễn giải và hệ thống hóa. Phân tích định tính sử dụng hai nguồn dữ liệu. Nguồn thứ nhất là báo cáo thường niên và thuyết minh báo cáo tài chính của các DN trong mẫu giai đoạn 2017 đến 2024, được hệ thống hóa theo năm nội dung QTDT. Nguồn thứ hai là ý kiến của hai chuyên gia kiểm toán đều có trên 20 năm kinh nghiệm, trả lời bằng văn bản theo phiếu câu hỏi trong tháng 4 năm 2025 trên cơ sở kinh nghiệm và rà soát báo cáo đã công bố, dùng để kiểm chứng chéo và lý giải các phát hiện định lượng. Phân tích định lượng sử dụng hồi quy dữ liệu bảng với 184 quan sát, kiểm định Hausman để lựa chọn giữa mô hình tác động cố định (FEM) và tác động ngẫu nhiên (REM), sai số chuẩn vững theo cụm DN và kiểm định Wu Hausman về nội sinh. Biến phụ thuộc là ROE, biến độc lập là CCC cùng DIO, DSO, DPO, biến điều tiết là tỷ lệ dòng tiền tự do trên doanh thu (FCF/Sales), biến kiểm soát là quy mô DN (SIZE) và đòn bẩy tài chính (LEV).

8. Đóng góp mới của luận án

Về mặt lý luận, luận án có ba đóng góp. Thứ nhất, luận án xác lập khung nội dung QTDT trong DN bán lẻ niêm yết gồm năm nội dung có quan hệ tuần hoàn, trên cơ sở kế thừa định hướng quy trình của các nghiên cứu trước, gộp kiểm soát dòng tiền vào và dòng tiền ra thành một nội dung phản ánh tập trung qua chu kỳ chuyển đổi tiền mặt, đồng thời bổ sung cơ chế phản hồi từ khâu xử lý thặng dư,

thâm hụt về khâu xác lập cơ chế thu chi, mỗi nội dung gắn với các lý thuyết nền làm công cụ trực tiếp. Thứ hai, luận án xác lập khung phân tích hai cấp độ, trong đó cấu trúc dòng tiền theo ba hoạt động kinh doanh, đầu tư và tài chính phản ánh cấp độ chiến lược, còn chu kỳ chuyển đổi tiền mặt và các thành phần phản ánh cấp độ vận hành. Thứ ba, luận án cung cấp bằng chứng cho thấy dòng tiền tự do không đóng vai trò truyền dẫn hay điều tiết trong quan hệ giữa quản trị vốn lưu động và khả năng sinh lời, khẳng định tác động của quản trị hàng tồn kho, khoản phải thu và khoản phải trả mang tính trực tiếp. Quan hệ đồng biến giữa kỳ thanh toán cho nhà cung cấp và khả năng sinh lời cho thấy với DN bán lẻ có vị thế thương lượng mạnh, kéo dài kỳ thanh toán là biểu hiện của quản trị vốn lưu động chủ động, ủng hộ quan điểm của Farris và Hutchison (2002) thay vì quan điểm truyền thống của Deloof (2003).

Về mặt thực tiễn, luận án phân tích thực trạng QTDT của 23 DN bán lẻ niêm yết theo ba nhóm ngành, phân tách diễn biến chu kỳ chuyển đổi tiền mặt theo ba giai đoạn kinh tế, xác định thời gian tồn kho là cấu phần có tác động tiêu cực mạnh nhất và đòn bẩy tài chính là gánh nặng ổn định đối với khả năng sinh lời. Trên cơ sở đó, luận án đề xuất năm giải pháp theo năm nội dung QTDT phân hóa theo ba nhóm ngành, hai giải pháp nền tảng về năng lực quản lý và công nghệ, cùng các điều kiện từ phía Nhà nước và DN.

9. Kết cấu luận án

Ngoài phần mở đầu, kết luận, tài liệu tham khảo và phụ lục, luận án gồm ba chương. Chương 1 trình bày cơ sở lý luận về QTDT trong DN. Chương 2 phân tích thực trạng QTDT trong các DN bán lẻ niêm yết tại Việt Nam. Chương 3 đề xuất giải pháp tăng cường QTDT trong các DN bán lẻ niêm yết tại Việt Nam.

CHƯƠNG 1

CƠ SỞ LÝ LUẬN QUẢN TRỊ DÒNG TIỀN TRONG DOANH NGHIỆP

1.1. Lý luận về dòng tiền

Dòng tiền là sự luân chuyển của các khoản tiền thu vào và chi ra phát sinh từ toàn bộ hoạt động của DN trong một thời kỳ, phản ánh khả năng chuyển hóa kết quả kinh doanh thành tiền thực tế. Theo hoạt động, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh (CFO) phản ánh năng lực tạo tiền cốt lõi và chịu tác động trực tiếp của hàng tồn kho, khoản phải thu, khoản phải trả. Dòng tiền từ hoạt động đầu tư (CFI) phản ánh quyết định phân bổ vốn dài hạn. Dòng tiền từ hoạt động tài chính (CFF) phản ánh thay đổi của vốn chủ sở hữu và nợ vay, phụ thuộc vào khoảng chênh lệch giữa CFO và CFI. Theo cấu trúc sở hữu, dòng tiền thuần của DN (FCFF) thuộc về cả chủ nợ và chủ sở hữu, còn dòng tiền thuần theo vốn chủ sở hữu (FCFE) là phần còn lại cho cổ đông.

Trong QTDT, CFO giữ vai trò trung tâm ở ba khía cạnh. CFO là nguồn tài trợ nội sinh chủ đạo, khi dương và ổn định giúp DN tự tài trợ vốn lưu động và một phần nhu cầu đầu tư. CFO cung cấp tín hiệu để điều chỉnh chính sách tín dụng thương mại và cơ cấu tồn kho. CFO là nền tảng cho hoạch định dòng tiền và xác định mức dự trữ hợp lý. CFI âm kéo dài trong giai đoạn tăng trưởng không mang ý nghĩa tiêu cực nhưng buộc DN bảo đảm CFO đủ mạnh, bởi khi CFI vượt quá CFO, dòng tiền tự do âm và DN phải dựa vào nguồn tài trợ bên ngoài qua CFF. CFF vì vậy phản ánh khẩu vị rủi ro, chiến lược sử dụng đòn bẩy và mức độ phù hợp giữa kỳ hạn nguồn vốn với kỳ hạn sử dụng vốn.

Dòng tiền của DN bán lẻ gắn chặt với vốn lưu động, với hàng tồn kho thay khoản phải thu trở thành trọng tâm quản trị, tín dụng nhà cung cấp là nguồn tài trợ quan trọng, dòng tiền biến động theo mùa vụ và dòng tiền tự do có thể thấp trong giai đoạn mở rộng. Theo giá trị và tốc độ luân chuyển hàng hóa, hình thành ba dạng chu kỳ dòng tiền. Hàng thiết yếu như xăng dầu có chu kỳ ngắn nhưng biên lợi

nhuận mỏng và chịu điều tiết giá. Hàng tiêu dùng và công nghệ thông tin tận dụng được tín dụng thương mại nhưng chịu rủi ro lỗi thời. Hàng giá trị cao như ô tô có chu kỳ dài và phụ thuộc vào tài trợ ngân hàng. Đây là cơ sở để luận án chia mẫu thành ba nhóm ngành.

1.2. Quản trị dòng tiền

1.2.1. Khái niệm và mục tiêu

QTDT là quá trình lập kế hoạch, kiểm soát và điều phối các dòng tiền thu vào và chi ra của DN, nhằm bảo đảm khả năng thanh toán ngắn hạn, duy trì mức tồn quỹ cân bằng giữa chi phí cơ hội và rủi ro thiếu hụt thanh khoản, và tối ưu hóa phân bổ dòng tiền để tạo giá trị bền vững. Ba mục tiêu này tương ứng với ba động cơ giao dịch, dự phòng và đầu cơ của Keynes (1936), được củng cố bởi lý thuyết của Myers (1984) về ưu tiên nguồn vốn nội bộ và của Jensen (1986) về kỷ luật hóa dòng tiền dư thừa.

Tư duy QTDT phát triển qua ba bước. Baumol (1952) coi tiền như một loại hàng tồn kho và xác định quy mô rút tiền tối ưu trong điều kiện dòng tiền đều đặn. Miller và Orr (1966) coi dòng tiền ròng là quá trình ngẫu nhiên, DN chỉ can thiệp khi số dư chạm giới hạn trên hoặc dưới. Stone (1972) bổ sung thông tin dự báo để điều chỉnh số dư trước khi chạm ngưỡng. Acharya, Almeida và Campello (2007) mở rộng sang góc độ phòng ngừa, coi tiền mặt là lá chắn giúp DN duy trì đầu tư khi bị hạn chế tài chính. Các lý thuyết này là công cụ trực tiếp cho từng nội dung QTDT trình bày dưới đây.

1.2.2. Nội dung quản trị dòng tiền

Kế thừa cách tiếp cận theo chức năng và theo quy trình, luận án xác lập khung QTDT gồm năm nội dung có quan hệ tuần hoàn.

Xác lập cơ chế thu chi là thiết lập khung thể chế nội bộ gồm nguyên tắc, hạn mức, ma trận phân quyền theo nội dung và giá trị giao dịch, quy trình phê duyệt cho từng luồng tiền. Quy trình xây dựng đi từ chiến lược và mô hình hoạt động của

DN, rà soát quy định pháp luật về DN, kế toán và thuế, thiết lập ma trận phân quyền với cấp phê duyệt tăng theo giá trị giao dịch, chuẩn hóa quy trình thanh toán với chứng từ và thời hạn xử lý cụ thể, lấy ý kiến các bộ phận rồi ban hành theo thẩm quyền của Hội đồng quản trị hoặc Tổng giám đốc. Cơ chế được rà soát định kỳ khi pháp luật, tổ chức hoặc rủi ro thay đổi. Nguyên tắc cốt lõi là rút ngắn thời gian thu tiền và kiểm soát thời điểm chi trả mà không làm suy giảm uy tín tài chính (Soenen, 1973).

Xác định mức dự trữ tiền mặt tối ưu là tìm mức cân bằng giữa chi phí nắm giữ và chi phí thiếu tiền. Mô hình Baumol giả định dòng tiền đều đặn, mô hình Miller và Orr thừa nhận biến động ngẫu nhiên với dải kiểm soát giới hạn trên và dưới, mô hình Stone bổ sung yếu tố dự báo. Giữ quá ít tiền khiến DN phải vay khẩn cấp với chi phí cao, giữ quá nhiều tiền làm phát sinh chi phí cơ hội và vấn đề đại diện theo cảnh báo của Jensen (1986). Trong thực tiễn, DN kết hợp ba nhóm căn cứ. Nhóm định lượng dùng các mô hình trên để ước lượng mức tiền mục tiêu và đối chiếu với số dư thực tế qua một khoảng thời gian đủ dài. Nhóm quản trị nội bộ xem xét kế hoạch dòng tiền, hạn mức tín dụng, tính mùa vụ và các chỉ tiêu DIO, DSO, DPO. Nhóm tham chiếu bên ngoài đối chiếu chính sách tiền mặt với DN cùng ngành có điều kiện tương đồng. Ba nhóm căn cứ được kết hợp theo chu kỳ lặp lại thay vì tìm một giá trị cố định duy nhất.

Lập kế hoạch dòng tiền chuyển các nguyên tắc và mức dự trữ thành kế hoạch thu chi theo ba tầng thời gian. Tầng ngắn hạn phục vụ thanh khoản tức thời, tầng trung hạn từ ba đến mười hai tháng gắn với kế hoạch kinh doanh, tầng dài hạn phục vụ quyết định phân bổ vốn. Quy trình gồm ba bước. Bước một xác định phạm vi và kỳ dự báo phù hợp với chu kỳ kinh doanh. Bước hai thu thập dữ liệu đầu vào như số dư đầu kỳ, kế hoạch doanh thu, lịch thu hồi công nợ, lịch thanh toán nhà cung cấp, lương, thuế, kế hoạch đầu tư và lịch trả nợ, đồng thời phân loại theo mức độ chắc chắn. Bước ba dự báo dòng tiền vào, dòng tiền ra và số dư dự kiến theo phương pháp trực tiếp hoặc gián tiếp. Mức dự trữ mục tiêu trở thành

chuẩn tham chiếu để nhận diện trước các thời điểm thặng dư hoặc thâm hụt (Reider và Heyler, 2003).

Tổ chức thực hiện và kiểm soát chuyển kế hoạch thành nhiệm vụ của từng bộ phận, theo dõi tồn quỹ hằng ngày hoặc hằng tuần, đối chiếu chứng từ kế toán với sao kê ngân hàng và báo cáo dòng tiền nội bộ. Kiểm soát dòng tiền vào tập trung vào chính sách tín dụng và tuổi nợ, kiểm soát dòng tiền ra tập trung vào tận dụng hợp lý thời hạn thanh toán, kết quả chung được phản ánh qua CCC. Gill, Biger và Mathur (2010) cho thấy duy trì khoản phải thu ở mức tối ưu, thay vì cắt giảm tối đa, giúp DN vừa mở rộng doanh thu vừa ổn định dòng tiền. Ở chiều chi, việc kéo dài thanh toán cần có ngưỡng nội bộ, phân biệt nhà cung cấp chiến lược cần ưu tiên thanh toán đúng hạn với nhà cung cấp thông thường, để tránh mất chiết khấu và gián đoạn nguồn cung.

Đánh giá và xử lý thặng dư, thâm hụt là đối chiếu số dư thực tế với mức dự trữ mục tiêu. Khi thặng dư, DN ưu tiên bảo toàn vốn, kể đến thanh khoản rồi mới đến sinh lời. Khi thâm hụt, DN ưu tiên giải pháp nội tại ít tổn kém trước khi tìm đến nguồn bên ngoài, đúng tinh thần trật tự phân hạng của Myers (1984). Các phương án xử lý thặng dư gồm gửi tiền có kỳ hạn, đầu tư công cụ thị trường tiền tệ, trả nợ trước hạn hoặc phân bổ cho dự án tạo giá trị. Các phương án xử lý thâm hụt đi từ đẩy nhanh thu hồi công nợ, điều chỉnh tiến độ thanh toán, điều chuyển vốn nội bộ, rồi mới đến hạn mức tín dụng và vay ngắn hạn.

Điểm đặc trưng của khung là tính tuần hoàn. Kết quả xử lý thặng dư, thâm hụt của kỳ này trở thành dữ liệu phản hồi để điều chỉnh cơ chế thu chi kỳ sau, giúp hệ thống QTDT liên tục được hiệu chỉnh trong môi trường bán lẻ biến động.

1.2.3. Chỉ tiêu đánh giá

Chỉ tiêu trung tâm ở cấp độ vận hành là $CCC = DIO + DSO - DPO$. CCC ngắn cho thấy DN bán hàng nhanh, thu tiền nhanh hoặc kéo dài được kỳ thanh toán, song DN cần xác định mức phù hợp thay vì tối thiểu hóa tuyệt đối. Tỷ lệ dòng tiền tự do

trên doanh thu là cầu nối giữa cấp độ vận hành và cấp độ chiến lược. Hệ số thanh toán hiện hành và thanh toán nhanh mang tính tĩnh nên cần kết hợp với CCC.

1.2.4. Nhân tố ảnh hưởng và cơ chế tác động đến hiệu quả tài chính

Nhóm nhân tố nội tại gồm ba nhân tố. Quy mô lớn mang lại lợi thế đàm phán và huy động vốn nhưng làm tăng độ phức tạp trong điều phối dòng tiền và nguy cơ đầu tư quá mức, còn DN nhỏ ra quyết định nhanh nhưng thiếu hệ thống kiểm soát (Aren và Sibindi, 2014). Năng lực quản lý thể hiện ở khả năng dự báo của bộ phận tài chính và mức độ phối hợp giữa các bộ phận. DN bị hạn chế tiếp cận vốn bên ngoài phụ thuộc nhiều hơn vào dòng tiền nội bộ và phải quản trị thận trọng hơn (Almeida, Campello và Weisbach, 2004). Nhóm nhân tố bên ngoài gồm môi trường vĩ mô và khung pháp lý quyết định mức độ ổn định của dòng tiền, quan hệ thương mại với khách hàng và nhà cung cấp quyết định thời điểm phát sinh dòng tiền vào và ra, và mức độ ứng dụng công nghệ thông tin quyết định tốc độ xử lý và độ chính xác của dự báo.

Luận án sử dụng ROE làm thước đo hiệu quả tài chính vì theo mô hình Dupont, ROE tổng hợp biên lợi nhuận, vòng quay tài sản và đòn bẩy tài chính. QTDT tác động đến ROE qua ba cơ chế. Cơ chế nâng cao hiệu quả sử dụng vốn lưu động giải phóng vốn ứ đọng trong hàng tồn kho và khoản phải thu, giúp cùng một lượng vốn quay được nhiều vòng hơn, được xác nhận nhất quán qua Shin và Soenen (1998), García-Teruel và Martínez-Solano (2007). Cơ chế tối ưu hóa nguồn tài trợ giảm phụ thuộc vào vốn vay nhờ dòng tiền nội bộ và tín dụng thương mại, song ở DN khó khăn, kỳ thanh toán dài có thể phản ánh áp lực thanh khoản hơn là quyết định chủ động. Cơ chế cân bằng giữa thanh khoản và chi phí cơ hội bảo đảm các quyết định nằm trong giới hạn rủi ro chấp nhận được, phù hợp với quan hệ hình chữ U ngược giữa vốn lưu động và hiệu quả tài chính mà Baños-Caballero và cộng sự (2014) phát hiện. Với DN bán lẻ, ba cơ chế càng rõ nét do hàng tồn kho chiếm tỷ trọng lớn và chu kỳ kinh doanh diễn ra với tần suất cao.

1.3. Kinh nghiệm quốc tế và bài học cho doanh nghiệp bán lẻ Việt Nam

Costco hoạt động theo mô hình bán lẻ kho với danh mục hàng chọn lọc, kết hợp thu tiền ngay, luân chuyển hàng nhanh và thời hạn thanh toán dài với nhà cung cấp, đưa CCC về mức thấp hoặc âm, qua đó tín dụng nhà cung cấp trở thành nguồn tài trợ vốn lưu động chủ yếu. AEON lập kế hoạch dòng tiền trên cơ sở tích hợp thông tin bán hàng, mua hàng, tồn kho và nhu cầu đầu tư của từng đơn vị, theo dõi dòng tiền gần thời gian thực qua nền tảng quản trị tập trung và duy trì chính sách thanh khoản thận trọng. Amazon ưu tiên tạo CFO ổn định thay vì tối đa hóa lợi nhuận ngắn hạn, dùng dòng tiền để tái đầu tư vào logistics, hạ tầng công nghệ và các mảng kinh doanh mới, giảm phụ thuộc vào vốn bên ngoài. Từ đó, luận án rút ra năm bài học gắn với năm nội dung QTDT và vận dụng có chọn lọc theo nhóm ngành. Về cơ chế thu chi, bài học kéo dài kỳ thanh toán của Costco phù hợp nhất với nhóm tiêu dùng, nhóm ô tô cần ưu tiên rút ngắn thời gian lưu kho, còn nhóm xăng dầu có ít dư địa thương lượng do giá chịu điều tiết. Về mức dự trữ, cần xác lập trên cơ sở nhu cầu thanh toán và kế hoạch mở rộng thay vì kinh nghiệm, cao hơn ở nhóm ô tô và có dự phòng biến động giá ở nhóm xăng dầu. Về kế hoạch dòng tiền, cần gắn với kế hoạch kinh doanh và cập nhật theo kỳ ngắn như AEON. Về kiểm soát, cần phối hợp giữa tài chính với kinh doanh, mua hàng và logistics, theo dõi định kỳ CCC và các cấu phần. Về xử lý thặng dư, cách làm của Amazon cần vận dụng thận trọng, ưu tiên đầu tư phục vụ trực tiếp hoạt động bán lẻ sau khi đã bảo đảm mức dự trữ cần thiết.

CHƯƠNG 2

THỰC TRẠNG QUẢN TRỊ DÒNG TIỀN TRONG CÁC DOANH NGHIỆP BÁN LẺ NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM

2.1. Khái quát mẫu nghiên cứu và tình hình tài chính

Từ 30 DN bán lẻ niêm yết, NCS loại 07 DN không đáp ứng tính liên tục của dữ liệu, còn lại 23 DN với 184 quan sát. Nhóm tiêu dùng và công nghệ thông tin gồm BTT, FHS, FRT, MWG, PNC, SAS. Nhóm ô tô và sản phẩm khác gồm CTF, DVC, HAX, HMG, HUT, PNG, PNJ, SVC. Nhóm xăng dầu và năng lượng gồm BMF, CMV, COM, GCB, HFC, PEQ, PTH, TLP, TMC. Tổng tài sản toàn mẫu tăng 154%, từ 65.489 tỷ đồng năm 2017 lên 166.385 tỷ đồng năm 2024, tỷ trọng tài sản ngắn hạn tăng từ 65,8% lên 77,7%. ROE chạm đáy 3,83% năm 2020 và phục hồi lên 5,42% năm 2024.

2.2. Thực trạng dòng tiền

CFO toàn ngành biến động mạnh, âm hơn 4,7 nghìn tỷ đồng năm 2019 do tồn kho tăng, tăng lên hơn 16,3 nghìn tỷ đồng năm 2020 và đạt hơn 12,3 nghìn tỷ đồng năm 2024. CFI âm trong hầu hết các năm do mở rộng mạng lưới, còn CFF dương lớn đúng vào các năm CFO suy yếu, cho thấy nợ vay giữ vai trò bù đắp. Nhóm xăng dầu có CFO bất ổn nhất, âm 3.234 tỷ đồng năm 2023, còn nhóm ô tô có CFO dao động theo chu kỳ tiêu dùng. Nhóm tiêu dùng có CFO âm trong hai năm 2018 và 2019 khi tốc độ mở rộng chuỗi nhanh hơn khả năng tạo tiền. FCFF đạt cao nhất khoảng 22,9 nghìn tỷ đồng năm 2022 nhưng chuyển âm trong các năm 2019, 2021, 2023 và 2024, cho thấy dòng tiền tự do chịu chi phối của vốn lưu động và nhu cầu đầu tư hơn là lợi nhuận.

2.3. Thực trạng quản trị dòng tiền

Về cơ chế thu chi, các DN đã xây dựng quy định phân hóa theo ngành. Nhóm tiêu dùng phân tầng điều kiện thanh toán theo nhóm khách hàng, nhóm ô tô gắn trách nhiệm thu hồi công nợ với từng hợp đồng và hạn mức vay do Hội đồng quản

trị phê duyệt, nhóm xăng dầu lấy định mức kỹ thuật làm trực quy định. FRT gấn thâm quyền chi đầu tư với chiến lược mở rộng chuỗi Long Châu, HUT quy định thu hồi dứt điểm công nợ tại các dự án, TMC chuyển phần lớn giao dịch sang thanh toán không dùng tiền mặt, CMV quy định lộ trình giảm tỷ trọng bán trả chậm. Dù vậy, cơ chế chưa đủ chặt để ngăn vốn ứ đọng ở khoản phải thu.

Về mức dự trữ tiền, không DN nào áp dụng mô hình định lượng hay tham chiếu chuẩn mực ngành, chính sách dự trữ hoàn toàn dựa vào kinh nghiệm. Nhóm tiêu dùng tách riêng tiền thanh toán tức thời với tiền gửi ngắn hạn và gấn mức dự trữ với chu kỳ ra mắt sản phẩm. Nhóm ô tô ưu tiên trả bớt nợ vay kết hợp hạn mức tín dụng tái cấp định kỳ. Nhóm xăng dầu duy trì tồn quỹ thấp nhất nhưng mang tính thụ động, như số dư tiền của COM giảm từ 169 tỷ đồng xuống 10 tỷ đồng chỉ trong một năm.

Về kế hoạch dòng tiền, chỉ MWG và FRT vận hành đủ ba tầng dự báo, phần lớn DN chỉ lập kế hoạch ngắn hạn theo một kịch bản. Dự báo sai xu hướng tiêu dùng cuối năm 2022 khiến nhiều DN tồn kho cao trong năm 2023.

Về tổ chức thực hiện và kiểm soát, CCC trung bình toàn ngành vận động theo ba giai đoạn. Giai đoạn 2017 đến 2019, DSO của nhóm tiêu dùng giảm nhờ thương mại điện tử nhưng DIO gần như không cải thiện. Giai đoạn 2020 đến 2022, DIO toàn ngành tăng từ 48,44 ngày lên 65,83 ngày do gián đoạn chuỗi cung ứng. Giai đoạn 2022 đến 2024, DSO giảm còn 26,52 ngày nhưng DIO vẫn quanh 52 ngày. CCC toàn mẫu dao động từ âm 32,74 ngày ở FHS đến 455,18 ngày ở HUT, với cấu phần chi phối khác nhau ở từng DN. FHS chịu chi phối bởi kỳ trả tiền, HUT và GCB bởi kỳ thu tiền, PNJ và TLP bởi kỳ tồn kho.

Về xử lý thặng dư, thâm hụt, các DN đã vận dụng đủ các hướng phổ biến như trả cổ tức, điều tiết vốn nội bộ, tái đầu tư, vay tín chấp ngắn hạn và tái cấu trúc tài sản, nhưng các cách làm còn rời rạc và thiếu trật tự ưu tiên rõ ràng. Chỉ PNJ và HUT áp dụng cơ chế ba tuyến phòng vệ, ít nhất 3 trên 23 DN sử dụng hệ thống quản trị tài nguyên DN để giám sát dòng tiền.

Kiểm chứng qua ý kiến chuyên gia. Hai chuyên gia xác nhận các DN không dùng mô hình định lượng, kế hoạch dòng tiền thiếu kiểm tra sức chịu đựng, hàng tồn kho được tài trợ chủ yếu bằng vay ngắn hạn và DN có vị thế mạnh duy trì kỳ thanh toán dài hơn kỳ thu tiền. Điểm khác biệt là chuyên gia đánh giá theo mức độ tuân thủ quy chế, còn luận án đánh giá theo tác động đến hiệu quả tài chính.

2.4. Kiểm định tác động của quản trị dòng tiền đến hiệu quả tài chính

Luận án ước lượng bốn mô hình dữ liệu bảng theo phương pháp FEM với sai số chuẩn vững theo cụm DN.

$$\text{Mô hình 1. } ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 CCC_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + u_i + \varepsilon_{it}$$

$$\text{Mô hình 2. } ROE_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 DIO_{it} + \alpha_2 DSO_{it} + \alpha_3 DPO_{it} + \alpha_4 SIZE_{it} + \alpha_5 LEV_{it} + u_i + \varepsilon_{it}$$

$$\text{Mô hình 3. } FCF_Sales_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 DIO_{it} + \gamma_2 DSO_{it} + \gamma_3 DPO_{it} + \gamma_4 SIZE_{it} + u_i + \varepsilon_{it}$$

$$\text{Mô hình 4. } ROE_{it} = \delta_0 + \delta_1 CCC_{it} + \delta_2 FCF_Sales_{it} + \delta_3 (CCC \times FCF_Sales)_{it} + \delta_4 SIZE_{it} + \delta_5 LEV_{it} + u_i + \varepsilon_{it}$$

Kiểm định Hausman cho giá trị p nhỏ hơn 0,05, kiểm định Wu Hausman cho giá trị p bằng 0,499, không phát hiện nội sinh. Kết quả mô hình 2 được trình bày tại Bảng 2.1.

Bảng 2.1. Kết quả hồi quy FEM tác động của các thành phần CCC đến ROE

Biến	Hệ số	Sai số chuẩn	Giá trị t	P-value
DIO	-0,00112***	0,00027	-4,18	0,000
DSO	-0,00037***	0,00013	-2,79	0,006
DPO	0,00055**	0,00026	2,11	0,036
SIZE	-0,02092	0,01278	-1,64	0,104
LEV	-0,01287***	0,00332	-3,87	0,000
Hằng số	0,70749**	0,35060	2,02	0,045

Số quan sát 184, số DN 23, R^2 within 0,2487. *** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$.

Nguồn: Kết quả tính toán của NCS bằng phần mềm Stata

Bảng 2.2. Tổng hợp kết quả kiểm định giả thuyết

Giả thuyết	Quan hệ	Kỳ vọng	Kết quả	Kết luận
H1	CCC → ROE	(-)	-0,00046*	Chấp nhận
H2a	DIO → ROE	(-)	-0,00112***	Chấp nhận
H2b	DSO → ROE	(-)	-0,00037***	Chấp nhận
H2c	DPO → ROE	(+)	0,00055**	Chấp nhận
H3a	LEV → ROE	(-)	-0,01287***	Chấp nhận
H3b, H3c	SIZE, FCF_Sales → ROE	(+)	Không ý nghĩa	Bác bỏ
H4	DIO, DSO, DPO → FCF_Sales	(+/-)	Không ý nghĩa	Bác bỏ
H5	FCF_Sales điều tiết CCC → ROE	(+)	Không ý nghĩa	Bác bỏ

Nguồn: Tổng hợp của NCS

DIO có tác động nghịch biến mạnh nhất đến ROE, DSO cũng nghịch biến, phù hợp với Deloof (2003) và Huỳnh Thị Xuân Thủy và cộng sự (2025). DPO đồng biến với ROE, khác Deloof (2003) nhưng phù hợp Farris và Hutchison (2002), phản ánh vị thế thương lượng của DN bán lẻ lớn. LEV nghịch biến ổn định trong mọi mô hình. Mô hình 3 có Prob > F bằng 0,7925 và biến tương tác ở mô hình 4 không có ý nghĩa, do FCF/Sales có các giá trị cực đoan và dòng tiền được tái đầu tư ngay cho mở rộng. Kết quả này khẳng định quản trị vốn lưu động tác động trực tiếp đến ROE thông qua vòng quay tài sản và chi phí vận hành, không qua kênh dòng tiền tự do. SIZE không có ý nghĩa thống kê, cho thấy lợi thế quy mô chưa chuyển hóa thành hiệu quả tài chính trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt khiến DN lớn phải chi nhiều hơn cho mặt bằng và hệ thống phân phối.

2.5. Hạn chế và nguyên nhân

Luận án chỉ ra bốn hạn chế, gồm vốn lưu động ứ đọng ở hàng tồn kho và khoản phải thu, phụ thuộc nợ vay để tài trợ vốn lưu động, năng lực quản trị CCC chưa đồng đều giữa các nhóm, và lệch pha giữa lợi nhuận kế toán với dòng tiền thực tế. Vốn ứ đọng thể hiện qua tồn kho giá trị lớn ở CTF, HAX, tồn kho tăng nhanh khi mở rộng ở MWG, FRT và thu hồi công nợ chậm ở GCB, HMG. Phụ thuộc nợ vay rõ nhất ở nhóm ô tô như HAX, SVC và nhóm xăng dầu như TLP, COM. Lợi ích từ kỳ thanh toán dài chủ yếu thuộc về DN có vị thế mạnh như MWG, PNJ.

Nguyên nhân khách quan gồm đặc thù thâm dụng vốn, ràng buộc dự trữ bắt buộc ở nhóm xăng dầu, chính sách phân phối của hãng ở nhóm ô tô và cú sốc lãi suất giai đoạn 2022 đến 2023. Nguyên nhân chủ quan gồm năng lực quản trị tài chính và chuyển đổi số còn hạn chế, chiến lược tăng trưởng theo chiều rộng như FRT với chuỗi Long Châu và HUT với hệ sinh thái ô tô, chính sách tín dụng thương mại lỏng tại các DN bán buôn như GCB, DVC, HMG, và công tác dự báo dòng tiền yếu dẫn đến nhập hàng sai quy mô cuối năm 2022.

Về phương pháp, quy mô mẫu nhỏ làm giảm sức mạnh thống kê, dữ liệu năm chưa phản ánh biến động trong năm, và ý kiến của hai chuyên gia chỉ có giá trị kiểm chứng chéo, không nhằm khái quát cho toàn mẫu.

CHƯƠNG 3

GIẢI PHÁP TĂNG CƯỜNG QUẢN TRỊ DÒNG TIỀN TRONG CÁC DOANH NGHIỆP BÁN LẺ NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM

3.1. Bối cảnh và yêu cầu đặt ra

Về bối cảnh quốc tế, lạm phát sau đại dịch buộc các ngân hàng trung ương lớn thắt chặt chính sách tiền tệ trong hai năm 2022 và 2023, khiến lãi suất toàn cầu tăng nhanh và đồng USD mạnh lên. Áp lực này lan sang thị trường trong nước qua kênh lãi suất và tỷ giá, làm tăng chi phí các khoản vay ngắn hạn tài trợ vốn lưu động và giá vốn hàng nhập khẩu. Giá đoạn chuỗi cung ứng khiến DN tăng dự trữ an toàn, kéo theo DIO tăng, còn giá dầu biến động mạnh năm 2022 làm nhu cầu vốn lưu động của nhóm xăng dầu dao động theo từng kỳ điều hành giá. Về bối cảnh trong nước, định hướng phát triển thương mại điện tử và bán lẻ hiện đại buộc DN liên tục mở rộng điểm bán, kho bãi và hệ thống phân phối, làm tăng nhu cầu vốn đầu tư qua CFI. Các điểm bán mới phải nhập đủ hàng trước khi đạt công suất nên DIO thường tăng trong giai đoạn đầu, còn kênh trực tuyến với tỷ lệ thanh toán khi nhận hàng cao làm kéo dài DSO. Bối cảnh này đặt ra ba yêu cầu. Ở cấp độ vận hành, DN phải kiểm soát CCC chặt hơn, ưu tiên DIO. Ở cấp độ chiến lược, DN phải cân đối CFI với CFO, hạn chế dùng vay ngắn hạn tài trợ đầu tư dài hạn. Về dự báo, kế hoạch dòng tiền phải được lập theo nhiều kịch bản và cập nhật thường xuyên.

Mức độ thách thức khác nhau giữa ba nhóm. Nhóm tiêu dùng và công nghệ thông tin đối mặt với nguy cơ DSO tăng khi tỷ lệ thanh toán khi nhận hàng trên kênh trực tuyến còn cao, trong khi hàng công nghệ giảm giá trị nhanh khiến tồn kho dư thừa chuyển thành tổn thất. Nhóm ô tô chịu thách thức lớn nhất từ chi phí vốn do tồn kho giá trị cao được tài trợ bằng vay ngắn hạn, còn nhu cầu mua xe phụ thuộc vào chính sách của hãng và lệ phí trước bạ. Nhóm xăng dầu có vòng quay nhanh nhưng biên lợi nhuận mỏng, phải kiểm soát công nợ khách hàng bán buôn và duy trì dự trữ bắt buộc khi giá trị hàng tồn kho thay đổi theo từng kỳ điều hành giá.

3.2. Quan điểm của nghiên cứu sinh

Do các thành phần CCC tác động trực tiếp đến ROE mà không qua dòng tiền tự do, NCS cho rằng QTDT trong DN bán lẻ cần được nhìn nhận trước hết như công cụ vận hành gắn với đặc thù từng phân khúc. Hệ thống giải pháp vì vậy lấy năm nội dung QTDT làm trục chính, phân hóa theo ba nhóm ngành trong mỗi nội dung, mỗi giải pháp xuất phát từ một hạn chế cụ thể, và được bổ sung hai giải pháp nền tảng về năng lực quản lý và công nghệ. Quan điểm này phù hợp với thực tế FRT duy trì dòng tiền hoạt động âm khi mở rộng chuỗi Long Châu, HUT dành phần lớn thặng dư cho hệ sinh thái ô tô và MWG liên tục tái đầu tư cho chuỗi Bách Hóa Xanh, khiến kỳ vọng vào một khoản dự trữ dòng tiền tự do làm bước đệm trung gian là chưa phù hợp.

3.3. Giải pháp tăng cường quản trị dòng tiền

3.3.1. Giải pháp xác lập cơ chế thu chi

Nguyên tắc chung là đẩy nhanh thu tiền và trì hoãn hợp lý thời điểm chi trả trong phạm vi tín dụng đã được cấp. Nhóm tiêu dùng và công nghệ thông tin cần xây dựng hệ thống chấm điểm tín dụng nội bộ cho khách hàng trả góp dựa trên lịch sử thanh toán và hành vi mua sắm, phân bổ hạn mức theo cấp độ rủi ro, kết hợp bảng tuổi nợ để cảnh báo tự động khi tỷ lệ nợ quá hạn vượt ngưỡng. Nhóm ô tô cần chuyển sang thanh toán theo tiến độ gắn với các mốc bàn giao và đối chiếu hạn mức vay của từng đợt nhập hàng với tốc độ tiêu thụ thực tế. Nhóm xăng dầu cần thiết lập hạn mức nợ cố định cho từng nhóm khách hàng công nghiệp và đại lý, tách bạch thẩm quyền giữa bộ phận bán hàng và bộ phận giám sát rủi ro tín dụng, qua đó hạn chế xu hướng nới hạn mức nợ để thúc đẩy doanh số khi thị trường khó khăn mà chuyên gia đã chỉ ra. Ở cả ba nhóm, ngưỡng tối đa được phép trì hoãn thanh toán cần được quy định riêng cho nhà cung cấp chiến lược và nhà cung cấp thông thường.

3.3.2. Giải pháp xác định mức dự trữ tiền mặt tối ưu

Giải pháp là bổ sung công cụ định lượng phù hợp với từng nhóm, còn kinh nghiệm vận hành đóng vai trò lớp hiệu chỉnh. Nhóm tiêu dùng và công nghệ thông tin lấy cơ chế dự báo của Stone (1972) làm trục chính để chủ động nâng ngưỡng dự trữ trước các đợt cao điểm đã biết trước, kết hợp dải kiểm soát của Miller và Orr (1966) cho phần biến động ngẫu nhiên. Nhóm ô tô áp dụng quy trình ba bước, gồm xác định nhu cầu vốn lưu động trong một chu kỳ nhập hàng, cộng thêm hệ số an toàn thay đổi theo mức biến động sức mua, rồi đối chiếu với hạn mức tín dụng hiện có và rút ngắn chu kỳ tái cấp hạn mức, giúp DN mở rộng dự phòng trước khi khó khăn xảy ra thay vì xin cấp thêm khi đã thiếu hụt. Riêng DN trang sức có tài sản thanh khoản cao nên áp dụng cách làm của nhóm tiêu dùng. Nhóm xăng dầu giữ tồn quỹ thấp theo đặc thù ngành nhưng chuyển sang chủ động, thông qua một mức đệm tối thiểu tính theo số ngày chi phí vận hành bình quân dựa trên định mức kinh tế kỹ thuật sẵn có, với số ngày dài hơn ở DN có kỳ thu tiền biến động mạnh như GCB. Cách làm này giữ đặc thù tồn quỹ thấp nhưng thay cơ chế phản ứng bằng một ngưỡng đã tính trước, đủ hấp thụ độ trễ thu tiền mà không phải vay bổ sung mỗi khi công nợ chậm hơn kế hoạch.

3.3.3. Giải pháp lập kế hoạch dòng tiền

DN cần lập đồng thời ba kịch bản lạc quan, bình thường và bi quan cho mỗi kỳ kế hoạch. Nhóm tiêu dùng áp dụng ở tầng ngắn hạn, xây dựng ba mức quy mô nhập hàng trước mỗi đợt cao điểm và gắn mỗi kịch bản với ngưỡng doanh số tuần đầu để điều chỉnh đơn hàng tiếp theo. Nhóm ô tô áp dụng ở tầng trung hạn với các biến số chính sách như lệ phí trước bạ và tín dụng tiêu dùng. Nhóm xăng dầu áp dụng nguyên tắc cuốn chiếu, chi tiết ở tầng ngắn hạn và tổng quát ở tầng dài hạn, với biến số trọng tâm là giá dầu và lịch điều hành giá. Với DN quy mô lớn, việc tính toán kịch bản có thể tự động hóa dựa trên dữ liệu lịch sử, song quyết định chuyển kịch bản vẫn thuộc bộ phận tài chính.

Kế hoạch dòng tiền cần gắn trực tiếp với quyết định nhập hàng qua ngưỡng trần DIO, cấu phần có tác động nghịch biến mạnh nhất đến ROE. Khi quyết định nhập hàng dự kiến đẩy DIO vượt ngưỡng, DN chia đơn hàng thành nhiều đợt hoặc giãn tiến độ mở điểm bán, trừ khi đã xác định trước nguồn tài trợ. Ngưỡng được đặt theo ngành hàng ở nhóm tiêu dùng, theo dòng xe ở nhóm ô tô, còn nhóm xăng dầu đặt ngưỡng dưới theo quy định dự trữ bắt buộc.

3.3.4. Giải pháp tổ chức thực hiện và kiểm soát dòng tiền

Giải pháp là thu hẹp khoảng cách công nghệ theo năng lực từng nhóm thay vì đầu tư đồng loạt. DN tiêu dùng đã có hạ tầng nâng cấp hệ thống dự báo dòng tiền đa kích bản tích hợp với hệ thống quản trị tài nguyên DN, còn DN hạn chế nguồn lực bắt đầu từ chuẩn hóa ma trận luồng thanh toán. Nhóm ô tô xây dựng cảnh báo tự động kết nối tiến độ giao hàng với lịch thanh toán và hệ thống tổng hợp số dư giữa các công ty thành viên. Nhóm xăng dầu kết nối dữ liệu từ thiết bị đo lường tại cửa hàng vào hệ thống kế toán để đối chiếu dòng tiền tự động. DN chưa đủ nguồn lực áp dụng ba tuyến phòng vệ có thể dùng mô hình hai tuyến, tách bạch bộ phận vận hành với bộ phận giám sát độc lập.

Song song với công nghệ, DN cần đưa CCC và từng cấu phần vào báo cáo quản trị định kỳ theo tháng thay vì chỉ theo dõi theo năm, gán trách nhiệm từng cấu phần với bộ phận phụ trách, gồm bộ phận mua hàng với DIO, bộ phận bán hàng với DSO và bộ phận tài chính với DPO. Việc đối chiếu giữa chứng từ kế toán, sao kê ngân hàng và báo cáo dòng tiền nội bộ cần được thực hiện theo tuần để phát hiện sớm sai lệch so với kế hoạch, đồng thời cập nhật kế hoạch theo nguyên tắc cuốn chiếu.

3.3.5. Giải pháp đánh giá và xử lý thặng dư, thâm hụt

Giải pháp là thiết lập trật tự ưu tiên tường minh theo tinh thần của Myers (1984). Với thặng dư, bước một là trả bớt nợ vay, nhất là nợ ngắn hạn lãi suất thả nổi, phù hợp với tác động nghịch biến của LEV. Bước hai là phân phối cho cổ đông, phân biệt thặng dư ổn định với thặng dư đột biến để chọn công cụ phù hợp. Bước ba chỉ tái đầu tư khi khoản đầu tư có giá trị hiện tại thuần dương theo Jensen

(1986) và không làm CCC kéo dài. Nhóm tiêu dùng nên đặt trọng số cao hơn cho bước một để tránh tăng đòn bẩy song song với mở rộng, nhóm ô tô cân bằng giữa bước một và bước ba, còn DN xăng dầu có vốn nhà nước thực hiện trích lập quỹ theo quy định trước khi áp dụng ba bước. Với thâm hụt, thâm hụt tạm thời được xử lý bằng hạn mức tín dụng ngắn hạn sẵn có, thâm hụt mang tính cơ cấu được xử lý bằng tái cấu trúc tài sản như giải phóng tồn kho chậm luân chuyển, và chỉ thâm hụt gắn với đầu tư dài hạn mới dùng vay dài hạn hoặc vốn chủ sở hữu. DN có thể bổ sung tài trợ dựa trên tài sản, dùng hàng tồn kho hoặc khoản phải thu làm tài sản bảo đảm.

Mức độ vận dụng trật tự xử lý thâm hụt cũng khác nhau giữa các nhóm. Nhóm tiêu dùng với quy mô lớn và quan hệ tín dụng tốt có thể dựa chủ yếu vào hạn mức ngắn hạn cho thâm hụt tạm thời, song cần kiểm soát để không lặp lại tình trạng vay liên tục quy mô lớn. Nhóm ô tô nên ưu tiên bước hai, giải phóng tồn kho giá trị cao chậm luân chuyển trước khi vay thêm, đồng thời tận dụng các chương trình hỗ trợ vốn cho đại lý từ hãng xe. Nhóm xăng dầu, nơi thâm hụt gắn với kho dự trữ bắt buộc và công nợ bán buôn, nên kết hợp tín dụng ưu đãi với kiểm soát chặt khoản phải thu, học hỏi cách BMF phòng ngừa thâm hụt ngay từ cơ cấu tài sản.

3.3.6. Giải pháp nâng cao năng lực quản lý và vận hành

DN cần coi QTDT là chức năng xuyên suốt tổ chức. Trọng tâm là gắn chỉ tiêu đánh giá bộ phận kinh doanh với chất lượng công nợ và tốc độ luân chuyển hàng tồn kho bên cạnh doanh số, thiết lập cơ chế phối hợp định kỳ giữa tài chính, mua hàng và kinh doanh khi lập kế hoạch nhập hàng, đồng thời đào tạo đội ngũ tài chính về dự báo và phân tích kịch bản. DN cần xây dựng văn hóa báo cáo minh bạch và kỷ luật tuân thủ quy chế thu chi, nhất là tại các chi nhánh mới trong giai đoạn mở rộng, nơi chuyên gia ghi nhận bất cập phát sinh nhiều nhất. Mô hình kiểm soát cần tương xứng với quy mô, DN đầu ngành áp dụng ba tuyến phòng vệ, các DN còn lại áp dụng hai tuyến với kiểm toán nội bộ định kỳ.

3.3.7. Giải pháp ứng dụng công nghệ thông tin

Nhóm tiêu dùng ưu tiên tự động hóa đối soát tiền thu hộ với đơn vị vận chuyển để rút ngắn DSO của kênh trực tuyến. Nhóm ô tô cần hệ thống hợp nhất dữ liệu tài chính các đơn vị thành viên và cổng kết nối với hãng xe, ngân hàng. Nhóm xăng dầu ưu tiên thanh toán không dùng tiền mặt và đồng bộ hóa đơn điện tử với hệ thống kế toán để kiểm soát dòng tiền tại từng cửa hàng. Hai giải pháp nền tảng có quan hệ hỗ trợ, khi công nghệ cung cấp dữ liệu còn năng lực quản lý quyết định cách dùng dữ liệu để ra quyết định. Một hệ thống hiện đại vận hành bởi đội ngũ chưa được đào tạo sẽ không tạo ra giá trị tương xứng với chi phí đầu tư.

3.4. Điều kiện thực hiện giải pháp

Từ phía Nhà nước, luận án đề xuất bốn nhóm điều kiện. Thứ nhất, hoàn thiện thủ tục mặt bằng qua số hóa thủ tục đất đai và cơ sở dữ liệu quy hoạch tập trung, giúp DN lập kế hoạch dòng tiền cho điểm bán mới chính xác hơn, đồng thời đầu tư kho vận cấp vùng để rút ngắn thời gian luân chuyển hàng hóa và hỗ trợ kiểm soát DIO. Thứ hai, hoàn thiện chính sách tài chính và tín dụng phù hợp với cơ cấu tài sản thiên về ngắn hạn của DN bán lẻ, gồm phân hóa ưu đãi thuế theo quy mô, phát triển tín dụng dựa trên chuỗi cung ứng, hóa đơn bán hàng và dòng tiền lịch sử, kèm hướng dẫn định giá và giám sát hàng tồn kho luân chuyển khi dùng làm tài sản bảo đảm. Thứ ba, ổn định lãi suất, phù hợp với phát hiện về tác động nghịch biến mạnh của đòn bẩy tài chính, đồng thời mở rộng công cụ phòng ngừa rủi ro tỷ giá cho DN vừa và nhỏ có tỷ trọng hàng nhập khẩu lớn. Thứ tư, phát huy vai trò của hiệp hội ngành nghề trong phổ biến chính sách và phản ánh vướng mắc của DN đến cơ quan quản lý.

Từ phía DN, điều kiện quyết định là khả năng chủ động thích ứng. DN cần tự đánh giá nền tảng tài chính để chọn tốc độ triển khai phù hợp, đa dạng hóa nguồn tài trợ qua thị trường vốn và nhiều ngân hàng, linh hoạt trong mô hình đầu tư như thuê dịch vụ logistics, kho dùng chung hoặc nhượng quyền để chuyển một phần CFI thành chi phí vận hành, liên kết giữa các DN nhỏ trong nhóm xăng dầu để gom

nhu cầu mua hàng và vận chuyển, và chủ động giảm tỷ trọng vay ngắn hạn lãi suất thả nổi trong giai đoạn bất ổn. DN có nền tảng vốn chủ sở hữu vững có thể triển khai đồng thời nhiều giải pháp, còn DN đang tích lũy vốn nên ưu tiên các giải pháp ít tổn kém trước như chuẩn hóa cơ chế thu chi và lập kế hoạch theo kịch bản. Việc minh bạch báo cáo tài chính và chuẩn hóa dữ liệu tồn kho, công nợ cũng giúp DN sẵn sàng tiếp cận các sản phẩm tín dụng dựa trên chuỗi cung ứng ngay khi ngân hàng triển khai.

KẾT LUẬN

Quản trị dòng tiền trong các DN bán lẻ niêm yết đã trở thành chức năng quản trị chiến lược, quyết định khả năng duy trì thanh khoản và sinh lời bền vững của DN. Luận án đã hoàn thành các mục tiêu nghiên cứu đặt ra.

Về lý luận, luận án xây dựng khung QTDT gồm năm nội dung có quan hệ tuần hoàn và khung phân tích hai cấp độ phù hợp với DN bán lẻ.

Về thực trạng, trên mẫu 23 DN giai đoạn 2017 đến 2024, các DN đã có cơ chế thu chi phân hóa theo ngành, nhưng chưa xác định mức dự trữ tiền bằng công cụ định lượng. Kế hoạch dòng tiền chủ yếu theo một kịch bản, và việc xử lý thặng dư, thâm hụt thiếu trật tự ưu tiên.

Về thực nghiệm, thời gian tồn kho và thời gian thu tiền tác động tiêu cực đến tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu, còn thời gian thanh toán cho nhà cung cấp tác động tích cực. Đòn bẩy tài chính tác động tiêu cực ổn định. Dòng tiền tự do không đóng vai trò truyền dẫn hay điều tiết. Ý kiến chuyên gia thống nhất với các kết quả này.

Về giải pháp, luận án đề xuất năm giải pháp theo năm nội dung QTDT phân hóa theo ba nhóm ngành, hai giải pháp nền tảng và các điều kiện thực hiện.

Luận án còn hạn chế về quy mô mẫu, tần suất dữ liệu và số lượng chuyên gia. Các nghiên cứu tiếp theo có thể sử dụng mô hình hồi quy động, dữ liệu theo quý, mở rộng sang DN bán lẻ chưa niêm yết và làm rõ quan hệ giữa chất lượng dòng tiền với giá trị DN. NCS kính mong nhận được ý kiến đóng góp của quý thầy cô và các nhà khoa học để luận án tiếp tục được hoàn thiện.

**DANH MỤC CÔNG TRÌNH KHOA HỌC ĐÃ CÔNG BỐ
CỦA TÁC GIẢ LIÊN QUAN ĐẾN LUẬN ÁN**

1. Phạm Đức Việt (2026), Quản trị dòng tiền trong các doanh nghiệp bán lẻ Việt Nam, *Tạp chí Kinh tế Tài chính*, Kỳ 3 tháng 1/2026.
2. Phạm Đức Việt (2026), Quản trị dòng tiền trong các doanh nghiệp ngành bán lẻ niêm yết tại Việt Nam, *Tạp chí Kinh tế Tài chính*, Kỳ 1 tháng 2/2026.
3. Phạm Đức Việt (2026), Cấu trúc vốn lưu động và hiệu quả tài chính đa chiều, sự phân hóa theo đặc thù phân khúc trong ngành bán lẻ ở Việt Nam, *Tạp chí điện tử Quản lý nhà nước*.
4. Phạm Đức Việt (2026), Quản trị vốn lưu động và khả năng sinh lời, bằng chứng thực nghiệm từ các doanh nghiệp bán lẻ niêm yết tại Việt Nam, *Tạp chí điện tử Quản lý nhà nước*.