
CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN MỨC NẮM GIỮ TIỀN MẶT CỦA CÔNG TY NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM: TÁC ĐỘNG ĐIỀU TIẾT CỦA HẠN CHẾ TÀI CHÍNH

Nguyễn Thanh Liêm

Trường Đại học Kinh tế - Luật, Đại học Quốc gia Thành phố Hồ Chí Minh

Email: liemnt@uel.edu.vn

Lê Thị Hồng Thắm

Trường Đại học Kinh tế - Luật, Đại học Quốc gia Thành phố Hồ Chí Minh

Email: thamlt19404a@st.uel.edu.vn

Nguyễn Lê Bảo Hân

Trường Đại học Kinh tế - Luật, Đại học Quốc gia Thành phố Hồ Chí Minh

Email: hannlb19404b@st.uel.edu.vn

Mã bài báo: JED-1304

Ngày nhận: 29/06/2023

Ngày nhận bản sửa: 01/09/2023

Ngày duyệt đăng: 09/11/2023

Mã DOI: 10.33301/JED.VI.1304

Tóm tắt:

Nghiên cứu này sử dụng bộ dữ liệu gồm 616 công ty phi tài chính niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn 2012 - 2021. Kết quả nghiên cứu cho thấy đòn bẩy tài chính, dòng tiền, vốn lưu động và chi phí đầu tư tài sản cố định có ảnh hưởng đến mức nắm giữ tiền của các công ty niêm yết tại Việt Nam. Nghiên cứu xem xét tác động điều tiết của hạn chế tài chính đến các mối quan hệ trên. Kết quả cho thấy hạn chế tài chính có ảnh hưởng đáng kể đến mối quan hệ giữa các nhân tố và mức nắm giữ tiền mặt theo hướng các quyết định tối ưu về mức nắm giữ tiền khó được đảm bảo. Dựa trên các kết quả trên, nghiên cứu cung cấp một số hàm ý liên quan nhằm cải thiện khả năng quản lý tiền mặt của các doanh nghiệp Việt Nam.

Từ khóa: Nắm giữ tiền, hạn chế tài chính.

Mã JEL: G30, G32.

Factors affecting cash holdings of listed companies in Vietnam: the regulatory impact of financial constraints

Abstract:

This study uses a dataset of 616 non-financial companies listed in Vietnam for 2012 - 2021. The research results show that financial leverage, cash flow, working capital, and capital expenditure influence the cash holdings of listed companies in Vietnam. The study also examines the moderating impact of financial constraints on the above relationships. The results show that financial constraints significantly affect the relationship between factors and cash holdings in the direction that optimal decisions about money holdings are not guaranteed. Based on the above results, the study provides some relevant implications for improving the cash management of Vietnamese firms.

Keywords: Cash holdings, financial constraints.

JEL codes: G30; G32.

1. Giới thiệu

Mức nắm giữ tiền mặt luôn là vấn đề quan trọng của các doanh nghiệp vì nhiều lý do. Việc có một lượng tiền mặt ổn định sẽ giúp cho doanh nghiệp giải quyết được các vấn đề như thanh toán các nghĩa vụ đối với chủ nợ, cũng như giải quyết các vấn đề khẩn cấp kịp thời, kể cả trong đại dịch Covid-19 (Ntantamis & Zhou, 2022). Các nghiên cứu trước cho thấy mục đích của việc nắm giữ tiền mặt chủ yếu là do mục đích phòng ngừa (Han & Qiu, 2007; Bates & cộng sự, 2009; Denis & Sibilkov, 2010), giảm chi phí giao dịch (Mulligan, 1997; Kuan & cộng sự, 2011). Tuy nhiên, trong trường hợp dự trữ tiền mặt nhiều hơn mức cần thiết, doanh nghiệp phải chịu một số chi phí cơ hội do phải từ bỏ các khoản đầu tư sinh lời hoặc chịu chi phí người đại diện do giữ quá nhiều tiền mặt nhàn rỗi (Javadi & cộng sự, 2021). Ngược lại, nắm giữ ít tiền mặt hơn mức cần thiết có thể loại bỏ chi phí cơ hội phát sinh, đồng thời khiến công ty dễ bị kiệt quệ tài chính hơn.

Việc nắm giữ tiền mặt của các công ty còn phụ thuộc rất nhiều vào các yếu tố bên trong và bên ngoài doanh nghiệp. Theo tổng hợp của Uyar & Kuzey (2014), sự khác biệt lớn về mức tiền mặt nắm giữ ở các công ty thuộc các quốc gia khác nhau có thể là do các khác biệt về quản trị công ty (Dittmar & Mahrt-Smith, 2007; Chen, 2008; Kuan & cộng sự, 2011). Do đó, kết quả về các nhân tố ảnh hưởng đến mức nắm giữ tiền có thể sẽ khác nhau tùy thuộc vào quốc gia nghiên cứu.

Các thị trường mới nổi có tiềm năng tăng trưởng cao, khác biệt so với các thị trường phát triển ở một số khía cạnh như chất lượng thể chế yếu, quản trị công ty chưa phát triển dẫn đến quyền lợi của cổ đông thiểu số không được đảm bảo, mức độ chênh lệch thông tin lớn giữa nhà quản lý và nhà đầu tư (Uyar & Kuzey, 2014). Tất cả những yếu tố này dẫn tới chi phí tiếp cận vốn bên ngoài cao cho các doanh nghiệp ở những thị trường đang phát triển. Khi hệ thống tài chính phát triển, các bất hoàn hảo trên thị trường có thể giảm đi, và nguồn vốn bên ngoài được kỳ vọng rẻ hơn, và doanh nghiệp sẽ không phải phụ thuộc nhiều vào nguồn vốn nội bộ.

Tại Việt Nam, một quốc gia đang phát triển, các doanh nghiệp gặp nhiều vấn đề liên quan đến tiếp cận nguồn vốn bên ngoài, nên phải phụ thuộc vào các nguồn lực nội bộ, trong đó có tiền mặt. Việc làm rõ các nhân tố ảnh hưởng đến mức nắm giữ tiền tại Việt Nam hỗ trợ đưa ra các hàm ý cho việc quản trị vốn lưu động và đầu tư sao cho đạt hiệu quả cao. Hơn nữa, chưa có nghiên cứu xem xét tác động điều tiết của hạn chế tài chính, chủ yếu ở khía cạnh là khó khăn trong tiếp cận vốn ngoài, đối với tác động của các nhân tố đến mức nắm giữ tiền mặt. Thông qua sử dụng mô hình cho dữ liệu bảng cho mẫu nghiên cứu gồm các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn từ 2012 đến 2021, bài nghiên cứu mong muốn cung cấp góc nhìn mới về các nhân tố ảnh hưởng đến việc nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp ở quốc gia đang phát triển, vốn chịu nhiều ảnh hưởng của hạn chế tài chính.

Trên đây nhóm tác giả đã giới thiệu sơ lược về bài nghiên cứu, phần còn lại sẽ được trình bày như sau. Phần 2 đưa ra những lý thuyết và tổng quan các nghiên cứu trước đó của đề tài. Phần 3 sẽ trình bày dữ liệu và các phương pháp nghiên cứu. Phần 4 sẽ trình bày và thảo luận kết quả nghiên cứu. Phần 5 đưa ra kết luận và các khuyến nghị phù hợp cho các công ty về việc nắm giữ tiền mặt.

2. Tổng quan nghiên cứu và giả thuyết thực nghiệm

Tiền mặt của các doanh nghiệp thì sẽ bao gồm các khoản tiền và tương đương tiền và các khoản tiền gửi ngân hàng. Có ba mục đích liên quan đến việc doanh nghiệp giữ tiền: giao dịch, dự phòng và đầu cơ. Về mục đích liên quan đến giao dịch, các doanh nghiệp cần tiền mặt để thực hiện các giao dịch hàng ngày vì tiền mặt là phương tiện trao đổi có tính thanh khoản cao nhất (Opler & cộng sự, 1999; Bates & cộng sự, 2009). Về mục đích phòng ngừa, việc nắm giữ tiền mặt giúp bảo vệ doanh nghiệp khỏi những tình huống chi tiêu bất ngờ hoặc không mong muốn mà không cần phải bán tài sản hoặc huy động vốn từ bên ngoài (Ferreira & Vilela, 2004). Cuối cùng, doanh nghiệp tích trữ tiền mặt để có thể khai thác các cơ hội đầu tư một cách hiệu quả.

Lý thuyết đánh đổi (Trade-off theory) gợi ý rằng các công ty xác định mức nắm giữ tiền mặt tối ưu bằng cách tính toán và cân bằng giữa chi phí biên (chủ yếu là chi phí cơ hội và khả năng bị lợi dụng bởi các giám đốc) và lợi ích biên của việc nắm giữ tiền (Opler & cộng sự, 1999). Việc nắm giữ tiền làm giảm các khả năng kiệt quệ tài chính vì nó đóng vai trò như một nơi trú ẩn an toàn trước những tổn thất bất ngờ và những khó khăn trong việc huy động vốn từ bên ngoài. Thứ hai, nắm giữ tiền giúp doanh nghiệp có thể theo đuổi các

chính sách đầu tư tối ưu ngay cả khi gặp khó khăn về tài chính. Thứ ba, nắm giữ tiền mặt giúp giảm thiểu chi phí huy động vốn bên ngoài hoặc thanh lý các tài sản lưu động hiện có.

Trong khi đó, lý thuyết Trật tự phân hạng (Pecking order theory) cho rằng các nhà quản lý có một trật tự ưa thích về nguồn tài trợ để giảm thiểu thiệt hại do bất cân xứng thông tin (Donaldson, 1961; Myers & Majluf, 1984). Trật tự này được khuyến nghị rằng nguồn tài trợ đầu tiên bằng thu nhập giữ lại, sau đó là nợ, và cuối cùng là vốn cổ phần. Cuối cùng, lý thuyết dòng tiền tự do của Jensen (1986) chỉ ra rằng việc tăng dòng tiền tự do sẽ gây ra vấn đề đại diện giữa nhà quản lý và cổ đông. Do đó, để tránh chi phí người đại diện, các cổ đông thường có xu hướng thích dòng tiền tự do được chi trả với dạng cổ tức nhiều hơn.

2.1. Đòn bẫy tài chính (LEV)

Doanh nghiệp có sử dụng đòn bẫy tài chính có xu hướng tích trữ tiền nhiều hơn do có khả năng bị kiệt quệ tài chính cao hơn, phù hợp với quan điểm phòng ngừa (Guney & cộng sự, 2007).

Tuy nhiên, nợ cũng có thể là nguồn thay thế tiền mặt (Bigelli & Sanchez-Vidal, 2012; Guney & cộng sự, 2007). Luo (2005) cho thấy các công ty có mối quan hệ chặt chẽ với ngân hàng giữ ít tiền hơn. Uyar & Kuzey (2014) và Diaw (2021) cũng ghi nhận mối quan hệ ngược chiều giữa nợ và tiền mặt ở các nước đang phát triển. Do đòn bẫy tài chính có thể có tương tác cùng chiều và ngược chiều đến mức nắm giữ tiền, giả thuyết đặt ra trong nghiên cứu là:

Giả thuyết H1: Đòn bẫy tài chính có tác động đến mức nắm giữ tiền.

2.2. Quy mô (SIZE)

Quy mô của một công ty phản ánh một phần về tiềm lực và khả năng tài chính của nó. Quy mô càng lớn sẽ giúp doanh nghiệp giảm được các rào cản và tăng cơ hội trong tiếp cận các nguồn vốn ngoài, nhờ đó không phải phụ thuộc quá nhiều vào nguồn lực nội bộ. Ngược lại, các doanh nghiệp nhỏ cần giữ nhiều tiền hơn do chi phí tiếp cận vốn cao (Al-Najjar, 2013). Vì vậy, mối quan hệ giữa quy mô và việc nắm giữ tiền mặt thường sẽ được kỳ vọng ngược chiều nhau (Almeida & cộng sự, 2004; Bigelli & Sanchez-Vidal, 2012; Drobetz & Gruninger, 2007). Tuy nhiên một số nghiên cứu lại cho thấy quy mô công ty có tương quan cùng chiều (Diaw, 2021; Al-Najjar, 2013; Ferreira & Vilela, 2004; Opler & cộng sự, 1999). Điều này là do các doanh nghiệp lớn có ít tình trạng bất cân xứng thông tin gắn với việc giữ tiền. Ozkan & Ozkan (2004) cho rằng sẽ có mối quan hệ cùng chiều giữa quy mô và mức giữ tiền, do quy mô càng lớn, tình trạng bất cân xứng càng giảm.

Giả thuyết H2: Quy mô có tác động đến mức nắm giữ tiền.

2.3. Dòng tiền (CF)

Sử dụng lý thuyết Đánh đổi, Kim & cộng sự (2011) cho rằng có tương quan ngược chiều giữa dòng tiền từ hoạt động và tiền mặt, vì dòng tiền làm giảm sự cần thiết phải dự trữ tiền mặt. Tuy vậy, sử dụng lý thuyết Trật tự phân hạng, Opler & cộng sự (1999) dự đoán một mối quan hệ cùng chiều giữa hai yếu tố, vì các công ty tạo ra dòng tiền có khả năng giữ lại một số tiền mặt để tài trợ cho các khoản đầu tư hoặc sử dụng trong thời điểm khó khăn. Opler & cộng sự (1999), Ferreira & Vilela (2004), Uyar & Kuzey (2014) và Diaw (2021) ghi nhận mối quan hệ cùng chiều giữa tiền mặt và dòng tiền từ hoạt động.

Giả thuyết H3: Dòng tiền từ hoạt động có tác động đến mức nắm giữ tiền.

2.4. Vốn lưu động (NWC)

Lý thuyết đánh đổi tính dự đoán mối quan hệ ngược chiều giữa nắm giữ tiền mặt và vốn lưu động ròng. Bigelli & Sanchez-Vidal (2012) lập luận rằng vốn lưu động ròng là một giải pháp thay thế hoàn hảo cho tiền mặt đối với một số công ty Ý. Các công ty có mức vốn lưu động ròng cao thay thế tiền mặt bằng các tài sản lưu động khác. Lian & cộng sự (2011) tìm thấy bằng chứng tương tự ở Trung Quốc. Tuy nhiên, Al-Najjar (2013) gợi ý rằng, ngoại trừ Ấn Độ, có rất ít bằng chứng về mối quan hệ này đối với các quốc gia BRIC khác.

Giả thuyết H4: Vốn lưu động có tương quan ngược chiều đến mức nắm giữ tiền mặt.

2.5. Đầu tư (CAPEX)

Các công ty có chi phí đầu tư lớn sẽ có ít hoặc không có thặng dư từ các quỹ được tạo ra trong nội bộ để tăng tính thanh khoản, và do đó họ nắm giữ ít tài sản thanh khoản hơn (Opler & cộng sự, 1999). Chỉ tiêu vốn (đầu tư) cải thiện chất lượng và gia tăng số lượng tài sản mới và những tài sản có thể đóng vai trò là tài

sản thế chấp, nhờ đó tăng khả năng vay nợ và làm giảm nhu cầu nắm giữ tiền mặt (Bates & cộng sự, 2009; Diaw, 2021; Kim & cộng sự, 2011; Chen, 2008). Do đó, chúng ta kỳ vọng về mối quan hệ ngược chiều giữa chi phí đầu tư tài sản cố định và nắm giữ tiền mặt.

Giả thuyết H5: Đầu tư có tương quan ngược chiều với nắm giữ tiền mặt của công ty.

2.6. Cơ hội tăng trưởng (REV_GR)

Lý thuyết đánh đổi dự đoán có một mối tương quan cùng chiều giữa cơ hội tăng trưởng và nắm giữ tiền mặt. Chi phí cơ hội do thiếu thanh khoản càng nghiêm trọng hơn đối với các công ty có dự án đầu tư chất lượng cao. Hơn nữa, chi phí kiệt quệ tài chính đối với các công ty này cao hơn (Williamson, 1988) có thể khiến nguồn tài chính bên ngoài trở nên đắt đỏ hơn (Harris & Raviv, 1990). Để tránh những chi phí này, các công ty có dự án đầu tư chất lượng cao sẽ có xu hướng gia tăng thanh khoản để không gặp rủi ro đầu tư dưới mức trong tương lai (Diaw, 2021). Đồng quan điểm, Opler & cộng sự (1999) và Ozkan & Ozkan (2004) cho thấy mối tương quan cùng chiều giữa các cơ hội tăng trưởng với việc nắm giữ tiền mặt. Ngược lại, lý thuyết chi phí đại diện dự đoán một mối quan hệ tiêu cực giữa hai biến, do các công ty có cơ hội tăng trưởng thấp với ban quản lý kém có khả năng tích trữ nhiều tiền mặt hơn.

Giả thuyết H6: Cơ hội tăng trưởng có tác động đến mức nắm giữ tiền.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Nguồn số liệu

Mẫu nghiên cứu bao gồm các công ty niêm yết phi tài chính trên 2 sàn chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 10 năm 2012-2021. Nhóm nghiên cứu loại các doanh nghiệp có dưới 2 quan sát trong giai đoạn nghiên cứu, vì đây có thể là các doanh nghiệp không đại diện tốt cho tổng thể là các doanh nghiệp niêm yết Việt Nam, đồng thời loại bỏ các doanh nghiệp phi tài chính do các đặc điểm hoạt động và báo cáo tài chính rất khác biệt so với các doanh nghiệp phi tài chính. Nguồn sử dụng trong nghiên cứu là từ bộ dữ liệu Thomson Refinitiv. Cuối cùng, mẫu nghiên cứu gồm 616 công ty niêm yết trong giai đoạn 10 năm (với dữ liệu bảng không cân bằng gồm 5.196 quan sát).

3.2. Phương pháp nghiên cứu

Với mục đích xem xét tác động của các nhân tố đến mức nắm giữ tiền, nghiên cứu kế thừa Diaw (2021) để phát triển mô hình hồi quy như sau:

$$CASH_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 * LEV_{i,t} + \beta_2 * SIZE_{i,t} + \beta_3 * CF_{i,t} + \beta_4 * NWC_{i,t} + \beta_5 * CAPEX_{i,t} + \beta_6 * REV_GR_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Ngoài ra, nhằm xem xét hạn chế tài chính có ảnh hưởng đến mối quan hệ giữa các nhân tố đến nắm giữ tiền mặt, nghiên cứu bổ sung mô hình sau:

$$CASH_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 * LEV_{i,t} + \beta_2 * SIZE_{i,t} + \beta_3 * CF_{i,t} + \beta_4 * NWC_{i,t} + \beta_5 * CAPEX_{i,t} + \beta_6 * REV_GR_{i,t} + \beta_7 * CONS * LEV_{i,t} + \beta_8 * CONS * SIZE_{i,t} + \beta_9 * CONS * CF_{i,t} + \beta_{10} * CONS * NWC_{i,t} + \beta_{11} * CONS * CAPEX_{i,t} + \beta_{12} * CONS * REV_GR_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Trong đó:

CASH là biến phụ thuộc, thể hiện mức nắm giữ tiền mặt của các công ty niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam, đo bằng tỷ lệ giữa tiền và tương đương tiền trên tổng tài sản. LEV là biến độc lập, thể hiện mức độ sử dụng đòn bẩy của doanh nghiệp, đo bằng tỷ số giữa tổng nợ trên tổng tài sản. SIZE là biến thể hiện quy mô của doanh nghiệp, đo bằng log tự nhiên của tổng tài sản. CF là biến thể hiện dòng tiền của doanh nghiệp, đo bằng tỷ lệ giữa dòng tiền từ hoạt động kinh doanh trên tổng tài sản. NWC là biến đại diện cho vốn lưu động thuần của doanh nghiệp, đo bằng vốn lưu động thuần trên tổng tài sản. CAPEX thể hiện mức đầu tư, đo bằng mức chi tiêu vốn trên tổng tài sản. REV_GR thể hiện cơ hội tăng trưởng qua từng năm của doanh nghiệp, đo bằng tốc độ tăng trưởng của doanh thu mỗi năm (Diaw, 2021). Tác giả lựa chọn thước đo này thay vì tỷ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách của cổ phiếu (Rajan & Zingales, 1995) vì quan ngại tại thị trường chứng khoán còn non trẻ như Việt Nam có nhiều yếu tố khác có thể ảnh hưởng đến thị giá, đặc biệt là yếu tố bầy đàn (herding behavior) (Vo & Phan, 2019a, b). Thước đo REV_GR cũng được sử dụng trong nghiên cứu của Diaw (2021) cho bối cảnh nghiên cứu ở các quốc gia đang phát triển. CONS thể hiện mức độ hạn chế tài chính, xây dựng từ hai thước đo về quy mô (tổng tài sản và doanh thu). Nếu tổng tài sản/doanh thu của công ty lớn hơn mức trung vị của công ty trong ngành, CONS nhận giá trị bằng 1, và 0 nếu ngược

lại. Tác giả giả định rằng những doanh nghiệp có quy mô càng nhỏ càng gặp nhiều khó khăn trong tiếp cận nguồn vốn bên ngoài (hạn chế tài chính càng cao), và ngược lại. $\varepsilon_{i,t}$ là sai số ngẫu nhiên

Phương pháp ước lượng: nghiên cứu sử dụng hồi quy đa biến thông thường, gồm OLS và FEM (mô hình ảnh hưởng cố định) (Baltagi, 2005). Bên cạnh mô hình FEM, nghiên cứu có kiểm tra cho các khuyết tật của mô hình, gồm phương sai thay đổi và tự tương quan lần lượt bằng các kiểm định Wald và Woolridge. Sau đó, nghiên cứu khắc phục các khuyết tật (nếu có) bằng sai số chuẩn vững.

Hơn nữa, nghiên cứu cũng kiểm soát thêm khả năng nội sinh phát sinh do khả năng có mối quan hệ hai chiều giữa biến phụ thuộc và biến giải thích (vì các quyết định tài chính của doanh nghiệp thường không độc lập và có ảnh hưởng qua lại với nhau) thông qua việc sử dụng độ trễ một kỳ của các biến giải thích như biến giải thích mới. Hướng xử lý này cũng đã được sử dụng trong nhiều nghiên cứu như Buch & cộng sự (2013) và Clemens & cộng sự (2012). Tóm lại, đây là một trong những nỗ lực của tác giả nhằm đảm bảo tính vững của các kết quả trong nghiên cứu này.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Thống kê mô tả

Phân tích thống kê mô tả của các biến có trong bài nghiên cứu được thể hiện trong Bảng 1. Tỷ lệ nắm giữ tiền mặt là khoảng 15% tổng tài sản. Tỷ lệ tương đối thấp cho thấy bản thân các công ty có thể không đánh giá cao việc giữ tiền mặt nhiều. Tỷ lệ đòn bẩy tài chính (LEV) trung bình là 21,7%. Tỷ lệ dòng tiền hoạt động trên tổng tài sản (CF) có giá trị trung bình là 5,6%. Vốn lưu động (NWC) của các công ty có giá trị trung bình là 7,7%, tương đồng với tỷ lệ vốn lưu động ở các doanh nghiệp ở các thị trường mới nổi qua bài nghiên cứu của Diaw (2021) (8%). Chi phí vốn (CAPEX) có giá trị trung bình là 5%, cho thấy mức độ đầu tư không quá cao. Cuối cùng là tăng trưởng doanh thu có giá trị trung bình 74,7%. Thật vậy, ở một quốc gia đang phát triển như Việt Nam thì tốc độ tăng trưởng doanh thu của các doanh nghiệp trong bài nghiên cứu đã phản ánh chính xác tiềm năng và cơ hội đang hiện diện.

Bảng 1: Thống kê mô tả mẫu nghiên cứu

Biến	Số QS	Trung bình	Sai số	Tối thiểu	Tối đa
CASH	6.210	0,148	0,157	0,000	0,962
LEV	6.207	0,217	0,185	0,000	0,8
SIZE	6.210	27,287	1,578	23,288	33,695
CF	6.206	0,056	0,140	-0,694	1,410
NWC	6.207	0,077	0,199	-0,745	0,919
CAPEX	5.854	0,049	0,070	-0,018	0,940
REV_GR	5.531	0,747	28,762	-24,5	2110,111

Nguồn: Tác giả tính toán từ dữ liệu nghiên cứu.

4.2. Phân tích tương quan

Bảng 2: Hệ số tương quan giữa các biến

	CASH	LEV	SIZE	CF	NWC	CAPEX	REV_GR
CASH	1,000						
LEV	-0,395	1,000					
SIZE	-0,124	0,373	1,000				
CF	0,212	-0,199	-0,052	1,000			
NWC	-0,205	-0,294	-0,201	-0,173	1,000		
CAPEX	-0,080	0,125	0,026	0,135	-0,167	1,000	
REV_GR	-0,010	-0,021	-0,005	0,001	-0,011	0,003	1,000

Nguồn: Tác giả tính toán từ dữ liệu nghiên cứu.

Các hệ số tương quan cặp cung cấp một số bằng chứng ban đầu về tác động của các nhân tố đến mức nắm giữ tiền. Tuy nhiên, các hệ số tương quan chỉ thể hiện kết quả hồi quy đơn biến, mà chưa kiểm soát tác động đồng thời của các yếu tố khác. Do đó, nghiên cứu tiếp tục thực hiện hồi quy đa biến để xác định mối quan hệ giữa các nhân tố đến mức nắm giữ tiền một cách chính xác hơn. Một điểm đáng chú ý là các hệ số tương quan giữa các biến độc lập tương đối thấp, nên khả năng đa cộng tuyến sẽ thấp. Ngoài ra, nghiên cứu cũng thực hiện kiểm định Nhân tử phóng đại phương sai, và kết quả cho thấy các hệ số nhỏ hơn 10. Từ đó, có thể rút ra kết luận vấn đề đa cộng tuyến không đáng lo ngại đối với dữ liệu nghiên cứu.

4.3. Hồi quy dữ liệu bảng

4.3.1. Kết quả hồi quy

Kết quả hồi quy OLS cho thấy bốn trong sáu biến độc lập trong mô hình nghiên cứu có tương quan có ý nghĩa thống kê với mức nắm giữ tiền mặt (Bảng 3). Do mô hình OLS không khai thác đầy đủ thông tin với dữ liệu bảng, nghiên cứu thực hiện ước lượng bằng mô hình Fixed effects (Ảnh hưởng cố định). Kết quả nhìn chung thống nhất với hồi quy OLS. Ngoài ra, tác giả thực hiện kiểm định Wald và Woolridge để kiểm định các khuyết tật mô hình về phương sai thay đổi và tự tương quan. P-value của các kiểm định này đều nhỏ hơn 1%, cho thấy sự tồn tại của các khuyết tật trên. Do đó, tác giả bổ sung kết quả hồi quy mô hình Fixed effects sử dụng sai số chuẩn vững. Các hệ số vẫn có cùng mức ý nghĩa thống kê như mô hình Fixed effects, đảm bảo tính vững của các kết quả trong nghiên cứu này.

Kết quả nghiên cứu cho thấy đòn bẩy tài chính (LEV) có mối tương quan nghịch chiều với mức nắm giữ tiền (CASH), nghĩa là các công ty niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam càng tăng tỷ lệ sử dụng đòn bẩy tài chính thì càng phải giảm mức nắm giữ tiền mặt. Kết quả này thống nhất với giả thuyết H1 về việc đòn bẩy tài chính có tác động đến mức nắm giữ tiền cũng như kết quả nghiên cứu thực nghiệm của Uyar & Kuzey (2014), Diaw (2021) và Guizani (2017). Kết quả này hàm ý nợ đóng vai trò như một nguồn tài chính thay thế cho tiền mặt tại Việt Nam. Điều này có thể cho thấy vai trò của hệ thống ngân hàng trong việc cung cấp vốn tại quốc gia đang phát triển này.

Vốn lưu động (NWC) cũng có sự tương quan ngược chiều (-0,278) với mức nắm giữ tiền mặt (CASH) của công ty ở mức ý nghĩa 1%, thống nhất với Diaw (2021) và Guizani (2017). Mối tương quan này cho thấy công ty có vốn lưu động càng cao thì mức nắm giữ tiền mặt càng thấp. Như vậy, kết quả này hàm ý về mối quan hệ thay thế nhau giữa vốn lưu động và tiền mặt. Kết quả này phù hợp với giả thuyết H4 về tương quan ngược chiều giữa vốn lưu động và mức nắm giữ tiền.

Đầu tư (CAPEX) và mức nắm giữ tiền mặt có mối tương quan nghịch (-0,170) với nhau, nghĩa là khi công ty có mức đầu tư càng cao thì càng có xu hướng nắm giữ tiền mặt nhiều. Kết quả này có sự tương đồng với kết quả trong nghiên cứu của Diaw (2021) và Guizani (2017), và ủng hộ giả thuyết H5. Các công ty có chi phí đầu tư lớn sẽ còn ít nguồn lực để tăng tính thanh khoản, và do đó họ nắm giữ ít tài sản thanh khoản hơn (Opler & cộng sự, 1999). Điều này có thể đặc biệt phù hợp ở những thị trường đang phát triển. Ngoài ra, đầu tư cải thiện chất lượng và gia tăng số lượng tài sản mới và những tài sản có thể đóng vai trò là tài sản thế chấp, nhờ đó tăng khả năng vay nợ và làm giảm nhu cầu nắm giữ tiền mặt (Kim & cộng sự, 2011; Chen, 2008). Nếu điều này đúng trong thực tế, đây là kết quả rất đáng khích lệ.

Dòng tiền hoạt động (CF) có mối tương quan thuận (0,046) với nắm giữ tiền mặt, có nghĩa là công ty niêm yết có dòng tiền hoạt động càng dồi dào thì công ty càng có xu hướng nắm giữ tiền mặt. Kết quả này thống nhất với giả thuyết H3 về sự tồn tại của tác động của dòng tiền hoạt động, cũng như phù hợp với kết quả trong nghiên cứu của Diaw (2021). Opler & cộng sự (1999) kỳ vọng một mối quan hệ cùng chiều giữa hai yếu tố, vì các công ty tạo ra dòng tiền có khả năng giữ lại một số tiền mặt để tài trợ cho các khoản đầu tư hoặc sử dụng trong thời điểm khó khăn. Kết quả này không phù hợp với dự đoán của lý thuyết Đánh đổi với dự đoán về tương quan ngược chiều giữa dòng tiền từ hoạt động và tiền mặt, vì dòng tiền làm giảm sự cần thiết phải dự trữ tiền mặt. Điều này thể hiện các doanh nghiệp Việt Nam có lẽ gặp nhiều khó khăn trong tiếp cận vốn bên ngoài, nên sẽ tranh thủ tích trữ tiền mặt dùng cho một số trường hợp khó khăn.

Tuy nhiên, kết quả hồi quy FE cho về sự tác động của các yếu tố lên nắm giữ tiền mặt cho thấy quy mô công ty (SIZE) và tăng trưởng doanh thu (REV_GR) không có ý nghĩa thống kê. Do đó, kết quả này không ủng hộ các giả thuyết liên quan đến hai yếu tố này (giả thuyết H2 và H6), và ngược với kết quả trong nghiên cứu thực nghiệm của Diaw (2021).

Bảng 3: Kết quả hồi quy			
	OLS	FEM	FEM_robust
LEV	-0,399*** [-35,70]	-0,216*** [-15,57]	-0,216*** [-8,24]
SIZE	0,000 [0,33]	0,002 [0,53]	0,002 [0,30]
CF	0,098*** [6,94]	0,046*** [4,30]	0,046*** [3,15]
NWC	-0,274*** [-27,40]	-0,278*** [-25,74]	-0,278*** [-11,90]
CAPEX	-0,223*** [-8,13]	-0,170*** [-7,97]	-0,170*** [-6,53]
REV_GR	-0,000 [-1,06]	0,000 [0,36]	0,000 [0,24]
_cons	0,249 [7,42]	0,178 [2,24]	0,178 [1,29]
F test	362,44	165,34	45,79
Prob > F	0,000	0,000	0,000
Số quan sát	5.196	5.196	5.196
R ²	0,295	0,178	0,178

Ghi chú: *, **, ***: Tương ứng có ý nghĩa thống kê ở mức 10%, 5% và 1%. Số trong ngoặc vuông là t-statistics.

4.3.2. Hồi quy với biến tương tác

Bảng 4: Kết quả hồi quy có biến tương tác		
	CONS = SMALL SIZE	CONS = SMALL REVENUE
CONS*CF	0,095*** [4,50]	0,093*** [4,04]
CONS*NWC	-0,250*** [-8,08]	-0,190*** [-7,47]
CONS*CAPEX	-0,237*** [-6,40]	-0,202*** [-5,07]
CONS*REV_GR	0,000*** [4,36]	0,001*** [4,92]
_cons	0,447*** [3,02]	0,382*** [2,64]
Số quan sát	5.197	5.197
R ²	0,084	0,065

Ghi chú: *, **, ***: Tương ứng có ý nghĩa thống kê ở mức 10%, 5% và 1%. Số trong ngoặc vuông là t-statistics.

Tại Việt Nam, một quốc gia đang phát triển, các doanh nghiệp gặp nhiều vấn đề liên quan đến tiếp cận nguồn vốn bên ngoài (hạn chế tài chính), nên phải phụ thuộc vào các nguồn lực nội bộ, trong đó có tiền mặt.

Việc nghiên cứu xem xét tác động điều tiết của hạn chế tài chính, chủ yếu ở khía cạnh là khó khăn trong tiếp cận vốn ngoài, đối với tác động của các nhân tố đến mức nắm giữ tiền mặt là rất cần thiết, và trực tiếp liên quan đến bối cảnh tại Việt Nam.

Bài nghiên cứu sử dụng mô hình (2), trong đó có biến tương tác giữa hạn chế tài chính (CONS) và các biến giải thích khác. Tuy nhiên, dù tác giả mong muốn sử dụng tất cả các biến như trong mô hình (2), vấn đề đa cộng tuyến được phát hiện thông qua kiểm tra Nhân tử phóng đại phương sai (VIF test), và cần được xử lý. Kết quả cuối là mô hình chỉ gồm một số biến tương tác như trong Bảng 4.

Bảng 5: Kết quả hồi quy có xét yếu tố nội sinh

Cash _t	(1)	(2) CONS= SMALL SIZE	(3) CONS = SMALL REVENUE
LEV _{t-1}	-0,169*** [-6,93]		
SIZE _{t-1}	-0,005 [-0,86]		
CF _{t-1}	0,058*** [3,24]		
NWC _{t-1}	-0,111*** [-5,43]		
CAPEX _{t-1}	-0,151*** [-5,71]		
REV_GR _{t-1}	-0,000 [-1,09]		
CONS*CF _{t-1}		0,099*** [4,26]	0,088*** [3,24]
CONS*NWC _{t-1}		-0,096*** [-3,35]	-0,0861*** [-3,76]
CONS*CAPEX _{t-1}		-0,184*** [-4,77]	-0,215*** [-5,16]
CONS*REV_GR _{t-1}		-0,000 [-1,00]	-0,000 [-0,02]
_cons	0,328** [2,23]	0,571*** [3,82]	0,586*** [3,91]
Số quan sát	4.611	4.612	4.612
R2	0,073	0,033	0,032

Ghi chú: *, **, ***: Tương ứng có ý nghĩa thống kê ở mức 10%, 5% và 1%. Số trong ngoặc vuông là t-statistics.

Kết quả cung cấp bằng chứng thống nhất cho thấy các doanh nghiệp Việt Nam đang chịu ảnh hưởng (tiêu cực) của hạn chế tài chính. Đầu tiên, những doanh nghiệp có hạn chế tài chính thì khi có dòng tiền hoạt động càng lớn thì nó càng có xu hướng giữ lại tiền mặt càng nhiều (CONS*CF có hệ số dương và có ý nghĩa thống kê), thay vì xem hai yếu tố trên có mối quan hệ thay thế nhau. Tiếp theo, các doanh nghiệp bị hạn chế tài chính khi đã đầu tư vào vốn lưu động hoặc có chi phí đầu tư tài sản cố định thì giảm tiền mặt nắm giữ. Các công ty có chi phí đầu tư lớn sẽ còn ít nguồn lực để tăng tính thanh khoản, và do đó họ nắm giữ ít tài sản thanh khoản hơn (Opler & cộng sự, 1999). Kaplan & Zingales (1997) cho rằng mối quan hệ cùng chiều giữa đầu tư và tiền mặt thậm chí mạnh hơn đối với những doanh nghiệp có ít hạn chế tài chính. Điều này

có thể đặc biệt phù hợp ở những thị trường đang phát triển. Cuối cùng, khi có cơ hội tăng trưởng tốt, các doanh nghiệp sẽ gặp chi phí càng cao hơn nếu gặp hạn chế tài chính, nên doanh nghiệp có xu hướng tích trữ tiền nhiều hơn để tránh các tình trạng này (CONS*REV_GR có hệ số dương và có ý nghĩa thống kê). Kết quả sử dụng CONS theo cả hai khía cạnh là quy mô tài sản (Size) và doanh thu (Revenue) đều cho thấy sự thống nhất cao.

Đề tài đang nghiên cứu các yếu tố tác động đến nắm giữ tiền mặt của công ty tuy nhiên vẫn không thể loại trừ khả năng về sự tác động ngược lại - tức là việc biến phụ thuộc sẽ ảnh hưởng đến các biến giải thích. Ví dụ, doanh nghiệp khi nắm giữ tiền mặt nhiều có thể giảm nhu cầu đi vay, lúc này nắm giữ tiền mặt (biến CASH) sẽ ảnh hưởng ngược đến đòn bẩy tài chính (biến LEV). Shiao & cộng sự (2018) cho thấy các doanh nghiệp Đài Loan và Trung Quốc giảm đầu tư và tăng vốn chủ sở hữu để tăng mức nắm giữ tiền theo sau khủng hoảng 2007-2008. Đây cũng là một trong những nguyên nhân gây ra hiện tượng nội sinh, dẫn đến các biến giải thích có thể có tương quan với phần dư và kết quả ước lượng hệ số bị chệch. Để xử lý khả năng tiềm tàng về mối quan hệ hai chiều trên, nghiên cứu sử dụng biến phụ thuộc thuộc kỳ t, trong khi các biến giải thích thuộc kỳ t-1. Về mặt logic, các yếu tố xảy ra trước ít có khả năng bị ảnh hưởng bởi những yếu tố xảy ra sau đó.

Kết quả hồi quy có xử lý nội sinh được thể hiện trong Bảng 5. Nhìn chung, sau khi có xét đến yếu tố nội sinh thì kết quả vẫn không thay đổi. Cột (1) cho thấy kết quả không đổi về dấu và số biến có ý nghĩa thống kê. Cột (2) và (3) xem xét biến tương tác, và cho kết quả tương đối thống nhất với Bảng 4. Tuy nhiên, biến tương tác CONS*REV_GR mất ý nghĩa thống kê, nhưng ít nhất biến này không có hệ số dương và có ý nghĩa thống kê. Do đó, nhìn chung kết quả ủng hộ các phát hiện trong các bảng trước.

5. Kết luận

Thị trường tài chính ở Việt Nam, cũng như các quốc gia đang phát triển, dù đang lớn mạnh lên nhưng vẫn còn nhiều hạn chế, làm giảm khả năng tiếp cận vốn bên ngoài và khiến doanh nghiệp vẫn phải phụ thuộc vào các nguồn lực nội bộ, trong đó có tiền mặt. Việc nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến mức nắm giữ tiền mặt có nhiều ý nghĩa trong môi trường Việt Nam. Đặc biệt, chưa có nghiên cứu xem xét đến tác động điều tiết của hạn chế tài chính đến mối quan hệ giữa các yếu tố và mức nắm giữ tiền. Nghiên cứu này sử dụng mẫu gồm các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn 2012 đến 2021 nhằm xem xét các vấn đề trên.

Các kết quả hồi quy đã ủng hộ giả thuyết đó là đòn bẩy tài chính, quy mô, dòng tiền, chi phí vốn và tăng trưởng doanh thu có tương quan ngược chiều với việc nắm giữ tiền mặt của các công ty, trong khi dòng tiền hoạt động làm tăng mức nắm giữ tiền mặt. Đặc biệt, tác giả cũng đã đánh giá tác động điều tiết của hạn chế tài chính đến mối quan hệ ảnh hưởng giữa các biến đến việc nắm giữ tiền mặt tại các doanh nghiệp một cách cơ bản nhất. Kết quả cho thấy bằng chứng khá thống nhất về việc hạn chế tài chính có ảnh hưởng đáng kể đến tác động của các nhân tố đến mức nắm giữ tiền.

Các hàm ý bao gồm việc gia tăng khả năng tiếp cận vốn ngoài của các doanh nghiệp ở Việt Nam, từ đó các doanh nghiệp sẽ giảm được việc phụ thuộc vào nguồn vốn nội bộ. Ngoài ra, cần làm giảm mức bất cân xứng thông tin trên thị trường để tạo điều kiện cho doanh nghiệp có thể giữ tiền nhiều hơn cho các mục đích tối ưu hóa hoạt động của doanh nghiệp, không phải bỏ qua các cơ hội đầu tư có tiềm năng cao.

Tuy nhiên, nghiên cứu này vẫn chưa xem xét các biến đại diện các khía cạnh khác của hạn chế tài chính. Nghiên cứu trong tương lai có thể xét đến các khía cạnh khác để kiểm tra tính vững của các phát hiện trong nghiên cứu này, hoặc khai phá các kết quả mới.

Tài liệu tham khảo:

- Almeida, H., Campello, M. & Weisbach, M.S. (2004), 'The cash flow sensitivity of cash', *The Journal of Finance*, 59(4), 1777-1804.
- Al-Najjar, B. (2013), 'The financial determinants of corporate cash holdings: Evidence from some emerging markets', *International Business Review*, 22(1), 77-88.

-
- Baltagi, B.H. (2005), *Econometric Analysis of Panel Data*, West Sussex, England, John Wiley & Sons, Ltd.
- Bates, T.W., Khale, K.M. & Stulz, R.M. (2009), 'Why do US firms hold so much more cash than they used to?', *Journal of Finance*, 64, 1985-2021.
- Bigelli, M. & Sanchez-Vidal, J. (2012), 'Cash holdings in private firms', *Journal of Banking & Finance*, 36(1), 26-35.
- Buch, C., Koch, C.T. & Koetter, M. (2013), 'Do banks benefit from internationalization? Revisiting the market power-risk nexus', *Review of Finance*, 17, 1401-1435.
- Chen, Y. (2008), 'Corporate governance and cash holdings: listed new economy versus old economy firms', *Corporate Governance: An International Review*, 16, 430-442.
- Clemens, M.A., Radelet, S., Bhavnani, R.R. & Bazzi, S. (2012), 'Counting chickens when they hatch: Timing and the effects of aid on growth', *The Economic Journal*, 122, 590-617.
- Denis, D. & Sibilkov, V. (2010), 'Financial constraints, investment, and the value of cash holdings', *Review of Financial Studies*, 23(11), 247-269.
- Diaw, A. (2021), 'Corporate cash holdings in emerging markets', *Borsa Istanbul Review*, 21, 139-148.
- Dittmar, A. & Mahrt-Smith, J. (2007), 'Corporate governance and the value of cash holdings', *Journal of Financial Economics*, 83, 599-634.
- Donaldson, G. (1961), 'Corporate debt capacity: a study of corporate debt policy and the determination of corporate debt capacity', Division of Research, Graduate School of Business Administration, Harvard University, Boston.
- Drobetz, W. & Gruninger, M.C. (2007), 'Corporate cash holdings: Evidence from Switzerland', *Financial Markets and Portfolio Management*, 21(3), 293-324.
- Ferreira, M.A. & Vilela, A.S. (2004), 'Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries', *European Financial Management*, 10(2), 295-319.
- Guizani, M. (2017), 'The financial determinants of corporate cash holdings in an oil rich country: Evidence from Kingdom of Saudi Arabia', *Borsa Istanbul Review*, 17(3), 133-143.
- Guney, Y., Ozkan, A. & Ozkan, N. (2007), 'International evidence on the nonlinear impact of leverage on corporate cash holdings', *Journal of Multinational Financial Management*, 17(1), 45-60.
- Han, S. & Qiu, J. (2007), 'Corporate precautionary cash holdings', *Journal of Corporate Finance*, 13, 43-57.
- Harris, M. & Raviv, A. (1990), 'Capital structure and the informational role of debt', *The Journal of Finance*, 45(2), 321-349.
- Javadi, S., Mollagholamali, M., Nejadmalayeri, A. & Al-Thaqeb, S. (2021), 'Corporate cash holdings, agency problems, and economic policy uncertainty', *International Review of Financial Analysis*, 77(C), DOI: 10.1016/j.irfa.2021.101859.
- Jensen, M.C. (1986), 'Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers', *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Kaplan, S. & Zingales, L. (1997), 'Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints?', *Quarterly Journal of Economics*, 112, 169-215.
- Kim, J., Kim, H. & Woods, D. (2011), 'Determinants of corporate cash-holding levels: an empirical examination of the restaurant industry', *International Journal of Hospitality Management*, 30, 568-574.
- Kuan, T.H., Li, C.S. & Chu, S.H. (2011), 'Cash holdings and corporate governance in family-controlled firms', *Journal of Business Research*, 64, 757-764.
- Lian, Y., Sepehri, M. & Foley, M. (2011), 'Corporate cash holdings and financial crisis: An empirical study of Chinese firms', *Eurasian Business Review*, 1(2), 112-124.
- Luo, Q. & Hachiya, T. (2005), 'Corporate governance, cash holdings, and firm value: evidence from Japan', *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 8(4), 613-636.
- Mulligan, C. (1997), 'Scale economies, the value of time, and the demand for money: longitudinal evidence from firms', *Journal of Political Economy*, 105(5), 1061-1079.
- 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.
-

-
- Ntantamis, C. & Zhou, J. (2022), 'Corporate payout, cash holdings, and the COVID-19 crisis: Evidence from the G-7 countries', *Finance Research Letters*, 50(C), DOI: 10.1016/j.frl.2022.103275.
- Opler, T., Pinkowitz, L. & Stulz, R. (1999), 'The determinants and implications of corporate cash holdings', *Journal of Financial Economics*, 52, 3-46.
- Ozkan, A. & Ozkan, N. (2004), 'Corporate cash holdings: an empirical investigation of UK companies', *Journal of Banking and Finance*, 28, 2103-2134.
- Rajan, R.G. & Zingales, L. (1995), 'What do we know about capital structure? Some evidence from international data', *The Journal of Finance*, L(5), 1421-1460.
- Shiau, H.L., Chang, Y.H. & Yang, Y.J. (2018), 'The cash holdings and corporate investment surrounding financial crisis: The cases of China and Taiwan', *The Chinese Economy*, 51(2), 175-207.
- Vo, X.V. & Phan, D.B.A. (2019a), 'Herd behavior and idiosyncratic volatility in a frontier market', *Pacific-Basin Finance J*, 53, 321-330.
- Vo, X.V. & Phan, D.B.A. (2019b), 'Herding and equity market liquidity in emerging market. Evidence from Vietnam', *J. Behav. Exp. Finance*, 24(189), DOI: 10.1016/j.jbef.2019.02.002.
- Uyar, A. & Kuzey, C. (2014), 'Determinants of corporate cash holdings: Evidence from the emerging market of Turkey', *Applied Economics*, 46(9), 1035-1110.
- Williamson, O.E. (1988), 'Corporate finance and corporate governance', *The Journal of Finance*, 43(3), 567-591.