

**Tác động của việc nắm giữ tiền mặt đến hiệu quả hoạt động của các công ty ngành  
công nghiệp  
niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam**

□ TS. Nguyễn Thành Cường\*

Th.S. Nguyễn Thị Hồng Nhung\*

\*Khoa Kế toán - Tài chính, Trường Đại học Nha Trang

**Tóm tắt**

Mục đích của bài viết này là nghiên cứu mối quan hệ phi tuyến, giữa tỷ lệ tiền mặt nắm giữ và hiệu quả hoạt động của các công ty ngành công nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam. Phương pháp hồi quy dữ liệu bảng được áp dụng để kiểm định mối quan hệ này trên mẫu, gồm 51 công ty ngành công nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam, trong giai đoạn 2008 - 2020. Kết quả nghiên cứu cho thấy, tồn tại mối quan hệ phi tuyến giữa tỷ lệ nắm giữ tiền mặt và hiệu quả hoạt động có dạng hàm bậc ba (hình chữ N). Từ kết quả này, nghiên cứu đã đưa ra các hàm ý quản trị tiền mặt cho các công ty ngành công nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam, nhằm góp phần nâng cao hiệu quả hoạt động công ty.

**Từ khóa:** tỷ lệ nắm giữ tiền mặt, hiệu quả hoạt động.

**Abstract**

The purpose of this paper is to study the nonlinear relationship between the cash holding ratio and the performance of industry companies listed on Vietnam stock market. The panel data regression method is applied to test this relationship on a sample of 51 industrial companies listed on the Vietnamese stock market in the period 2008-2020. The research results show that there exists a nonlinear relationship between the ratio of cash holdings and performance with the form of a cubic function (N-shaped). From this result, we have proposed cash management implications for industry companies listed on Vietnam stock market in order to contribute to improving corporate performance.

**Keywords:** cash holding ratio; performance.

**JEL:** L25, M40, M49, D24

**1. Giới thiệu**

Lượng tiền mặt nắm giữ đóng vai trò quan trọng ở hầu hết các công ty, vì nó cung cấp khả năng thanh toán bằng tiền và ảnh hưởng trực tiếp đến hiệu quả hoạt động công ty. Lượng tiền mặt công ty nắm giữ được hiểu là tiền mặt và các khoản tương đương tiền như tiền gửi ngân hàng, các loại chứng khoán ngắn hạn có khả năng quy đổi nhanh thành tiền, Bates, Kahle, & Stulz, (2009); Ferreira & Vilela, (2004). Nếu công ty nắm giữ một lượng tiền mặt quá lớn thì chi phí cơ hội, sẽ phát sinh nhiều hơn. Tuy nhiên, nếu công ty nắm giữ một lượng tiền mặt quá ít có thể không đủ cho các khoản chi thường xuyên. Vì vậy, lượng tiền mặt mà công ty nắm giữ phải đủ để đảm bảo chi trả cho các hoạt động thường xuyên, ngoài ra còn phải dự phòng cho các tình huống khẩn cấp, những dự tính cho tương lai.

Trước cơ hội và những thách thức lớn như hiện nay, các công ty cần chú trọng đến công tác quản trị tiền mặt, một trong những huyết mạch của công ty. Do đó, vấn đề đặt ra hiện nay cho các công ty niêm yết trên TTCK Việt Nam là quản trị tiền mặt như thế nào để nâng cao hiệu quả hoạt động, góp phần gia tăng giá trị công ty. Để giải quyết vấn đề nêu

trên, các công ty niêm yết trên TTCK Việt Nam cần phải biết ảnh hưởng của việc nắm giữ tiền mặt đến hiệu quả hoạt động của các công ty như thế nào.

Mục tiêu của nghiên cứu này là vận dụng lý thuyết đánh đổi, lý thuyết trật tự phân hạng và lý thuyết dòng tiền tự do trong quản trị tiền mặt, để xây dựng và kiểm định mô hình tác động của việc nắm giữ tiền mặt đến hiệu quả hoạt động của các công ty phi tài chính niêm yết trên TTCK Việt Nam. Từ các kết quả này, tác giả đề xuất các hàm ý chính sách quản trị tiền mặt, nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động cho công ty trong thời gian tới.

Bài viết bao gồm năm phần: Phần 1 giới thiệu vấn đề nghiên cứu; Phần 2 trình bày tổng quan tài liệu nghiên cứu; Phần 3 trình bày mô hình và phương pháp nghiên cứu; Phần 4 trình bày kết quả nghiên cứu; Phần cuối sẽ tóm tắt kết quả nghiên cứu và các hàm ý quản trị tiền mặt.

## **2. Tổng quan tài liệu nghiên cứu**

Đưa ra quyết định nắm giữ một lượng tiền mặt, sẽ ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động công ty. Mỗi công ty có những lý do khác nhau, để nắm giữ tiền mặt. Theo các nghiên cứu trước đây, có những động cơ chính để công ty nắm giữ tiền mặt, đó là:

Động cơ giao dịch: tiền mặt là phương tiện trao đổi, nên các công ty cần có tiền mặt để tiến hành các giao dịch hàng ngày, tuy nhiên, nhu cầu về tiền mặt tại các công ty không giống nhau, Bates et al., (2009); Opler, Pinkowitz, Stulz, & Williamson, (1999).

Động cơ phòng ngừa: ngoài việc nắm giữ tiền mặt để sử dụng các giao dịch hàng ngày, các công ty cũng cần dự trữ tiền mặt cho các nhu cầu chi tiêu bất ngờ. Theo Ferreira and Vilela, (2004), công ty nắm giữ tiền mặt để tài trợ cho các hoạt động tài chính hay đầu tư khi các nguồn lực tài chính không có sẵn hoặc chi phí rất cao. Tuy nhiên, mỗi công ty sẽ có nhu cầu nắm giữ tiền mặt cho mục tiêu dự phòng khác nhau, tùy theo từng tình huống khác nhau.

Động cơ tín hiệu: vì sự bất cân xứng thông tin giữa nhà quản lý và các cổ đông nên nhà quản lý sẽ phát tín hiệu về triển vọng của công ty đối với nhà đầu tư, thông qua chính sách chi trả cổ tức của họ. Theo Harford, (1999), thì việc chi trả cổ tức có tín hiệu tích cực hơn là việc công ty mua cổ phiếu quỹ bằng tiền mặt, bởi lẽ chi trả cổ tức phát một tín hiệu của sự cam kết rằng cổ tức sẽ có thể được trả nhiều hơn trong tương lai. Trong khi đó, mua lại cổ phiếu quỹ được xem là sự kiện của năm nay, không được tiếp diễn trong năm tới.

Động cơ đại diện: các nhà quản lý có thể quyết định công ty sẽ giữ lại tiền mặt hay chi trả cổ tức cho các cổ đông. Các nhà quản lý muốn giữ tiền mặt hơn là chia cho các cổ đông, Jensen, (1986). Nghiên cứu của Harford, (1999), đã kiểm chứng rằng, các công ty nắm giữ nhiều tiền mặt thì có xu hướng tiêu nhiều tiền để tiến hành nhiều phi vụ thu tóm các công ty khác. Hơn thế nữa, nghiên cứu của Blanchard Blanchard, Lopez-de-Silanes, and Shleifer, (1994), đã cung cấp các bằng chứng rằng, các công ty trong một thời gian không chi trả cổ tức cho cổ đông. Nếu họ không đầu tư vào các phi vụ thu tóm thì cũng đầu tư tiền mặt dàn trải vào nhiều hoạt động khác, thậm chí bất kể tỷ suất sinh lời của các khoản đầu tư này.

Lý thuyết dòng tiền tự do cho rằng, các nhà quản lý nắm giữ tiền mặt để phục vụ cho lợi ích của họ, do đó gia tăng mâu thuẫn giữa nhà đầu tư và người quản lý công ty, Harford, (1999); Jensen, (1986). Lý thuyết dòng tiền tự do còn nêu bật lên chi phí đại diện, trong nắm giữ tiền mặt của công ty. Những công ty với cơ hội tăng trưởng cao thì có chi phí đại diện cao, do đó đề chủ động trong nguồn vốn, họ sẽ có khuynh hướng dự trữ thêm tiền mặt. Nếu có xung đột trong ban quản trị và cổ đông, ban quản trị có khuynh hướng dự trữ

càng nhiều tiền mặt nếu có thể, để theo đuổi mục tiêu của họ. Tiền mặt có thể được chi trả cho lợi nhuận nhưng cũng có thể cho những dự án mà nhà đầu tư không sẵn sàng huy động vốn nữa. Hơn nữa, ban quản trị cũng có thể nắm giữ tiền mặt, bởi vì không thích rủi ro.

Lý thuyết trật tự phân hạng của Myers and Majluf, (1984), cho rằng các nhà quản lý có thể quyết định thứ tự tài trợ vốn, sao cho giảm tối thiểu chi phí bất cân xứng thông tin và các chi phí tài chính khác. Lý thuyết này có hàm ý rằng, các công ty thích tài trợ nội bộ hơn. Các giám đốc điều chỉnh tỷ lệ chi trả cổ tức để tránh việc bán cổ phần thường ra bên ngoài, nhằm tránh các thay đổi lớn trong số lượng cổ phần. Nếu có tài trợ từ bên ngoài, Myers and Majluf, (1984), cho rằng các chứng khoán an toàn nhất nên được phát hành trước. Cụ thể, nợ thường là chứng khoán đầu tiên được phát hành và vốn cổ phần bán ra bên ngoài là giải pháp cuối cùng. Tuy nhiên, Myers and Majluf, (1984), cũng cho rằng sẽ không có một mức độ nắm giữ tiền mặt nào tối ưu, nhưng việc nắm giữ tiền mặt nên đóng vai trò là vật đệm giữa việc giữ lại lợi nhuận và các nhu cầu đầu tư.

Lý thuyết đánh đổi cho rằng, công ty có thể tài trợ bằng cách vay nợ hay giữ lại tiền mặt và dù bằng cách nào thì chúng đều có mặt lợi và chi phí của nó. Với lý thuyết đánh đổi, hay còn gọi là mô hình chi phí giao dịch của Opler et al., (1999), thì công ty có thể xác định một mức nắm giữ tiền mặt bằng cách cân bằng chi phí biên của việc nắm giữ tài sản có tính thanh khoản cao và lợi nhuận biên của việc nắm giữ tiền mặt. Lợi nhuận biên của việc nắm giữ tiền mặt sẽ làm giảm khả năng kiệt quệ tài chính, cho phép công ty thực hiện đầu tư tối ưu, tránh các chi phí phát sinh của việc tài trợ từ bên ngoài hay thanh lý các tài sản của công ty. Bởi vì công ty hoạt động trong một thị trường không hoàn hảo nên công ty gặp khó khăn, trong việc tiếp cận thị trường vốn hoặc chịu nhiều chi phí của việc tài trợ từ bên ngoài. Chi phí biên của việc nắm giữ tiền mặt là chi phí cơ hội của việc giữ tiền mặt, khi nó mang lại ít lợi ích hơn là thực hiện đầu tư trong một điều kiện rủi ro ngang nhau, Ferreira & Vilela, 2004; Opler et al., (1999). Công ty cần tiền mặt để đáp ứng nhu cầu chi tiêu của họ, do đó họ cần nguồn tài trợ bên ngoài từ thị trường vốn hoặc sẽ thanh lý tài sản. Do thị trường vốn là không hoàn hảo nên chi phí giao dịch có thể được tránh, bằng cách nắm giữ một mức tiền mặt tối ưu.

Dựa vào những lợi ích và chi phí khi nắm giữ tiền mặt, gần đây đã có một số ít nghiên cứu, về mối quan hệ giữa lượng tiền mặt nắm giữ và hiệu quả hoạt động công ty. Tác động thật sự của tiền mặt nắm giữ lên hiệu quả hoạt động vẫn còn đang được tranh luận trên cơ sở lý thuyết và bằng chứng thực nghiệm, tạo ra nhiều quan điểm khác nhau.

Quan điểm thứ nhất cho rằng, dự trữ tiền mặt nhiều sẽ làm giảm hiệu quả hoạt động hay giá trị công ty. Ủng hộ quan điểm này, nghiên cứu được thực hiện bởi Harford, (1999), trên một mẫu gồm các công ty từ 19 nhóm ngành công nghiệp tại Mỹ, giai đoạn 1950 - 1994. Kết quả nghiên cứu thực nghiệm này được giải thích, dựa trên lý thuyết về dòng tiền tự do và cho thấy dự trữ tiền mặt nhiều sẽ làm giảm hiệu quả hoạt động công ty.

Quan điểm thứ hai cho rằng, tồn tại một mối quan hệ đồng biến giữa giá trị doanh nghiệp và lượng tiền mặt nắm giữ. Ủng hộ quan điểm này, Saddour, (2006), đã nghiên cứu mối quan hệ giữa giá trị doanh nghiệp và tiền mặt nắm giữ trên mẫu quan sát của TTCK Pháp, giai đoạn 1998 - 2002. Kết quả nghiên cứu đã phát hiện dự trữ tiền mặt nhiều, sẽ làm tăng hiệu quả hoạt động hoặc giá trị công ty.

Quan điểm thứ ba cho rằng, tồn tại mối quan hệ phi tuyến giữa nắm giữ tiền mặt và hiệu quả hoạt động hay giá trị công ty. Ủng hộ quan điểm này, Martínez-Sola, García-Teruel, and Martínez-Solano, (2013), đã sử dụng dữ liệu các công ty của ngành công nghiệp Mỹ,

từ giai đoạn 2001 - 2007, và đã tìm thấy mối quan hệ phi tuyến giữa nắm giữ tiền mặt và giá trị công ty. Trên cơ sở cân bằng giữa chi phí và lợi ích của việc nắm giữ tiền mặt, nhóm tác giả đã xác định được lượng tiền mặt tối ưu công ty nên nắm giữ. Kết quả này cũng được Shinada, (2012), phát hiện trước đó. Tại Việt Nam, Hoa, Trang, and Vy, (2015), đã phát hiện tồn tại mối quan hệ hình “U ngược”, giữa hiệu quả hoạt động của công ty và tỷ lệ tiền mặt, trên tổng tài sản tại các công ty.

Đồng thời, nghiên cứu này cho thấy, tồn tại mối quan hệ hình chữ N giữa giá trị công ty và tỷ lệ tiền mặt nắm giữ. Nghiên cứu của Cuong, (2019), đã áp dụng mô hình hồi quy ngưỡng của Hansen, (1999), để kiểm tra hiệu ứng ngưỡng của tỷ lệ nắm giữ tiền mặt lên hiệu quả hoạt động công ty, của 306 công ty phi tài chính niêm yết trên TTCK Việt Nam, trong giai đoạn 2008 - 2017. Kết quả thực nghiệm cho thấy, tồn tại mối quan hệ phi tuyến giữa tỷ lệ nắm giữ tiền mặt và hiệu quả hoạt động công ty.

Tóm lại, cho đến nay, các quan điểm về việc nắm giữ lượng tiền mặt trong công ty vẫn là đề tài còn nhiều tranh luận và chưa có sự thống nhất. Khác biệt với những nghiên cứu trước đây, nghiên cứu này kiểm định mối quan hệ phi tuyến giữa tỷ lệ tiền mặt nắm giữ và hiệu quả hoạt động của các công ty ngành công nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam. Theo hiểu biết của chúng tôi, cho đến thời điểm này, chưa có nghiên cứu nào được công bố về việc xem xét mối quan hệ phi tuyến giữa tỷ lệ nắm giữ tiền mặt và hiệu quả hoạt động của các công ty ngành công nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam.

Kết quả nghiên cứu này, có thể giúp các nhà quản trị của các công ty ngành công nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam điều chỉnh tỷ lệ nắm giữ tiền mặt hợp lý, nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động và góp phần gia tăng giá trị công ty.

### **3. Mô hình và phương pháp nghiên cứu**

Mô hình kinh tế lượng đề xuất nghiên cứu tác động của việc nắm giữ tiền mặt, đến hiệu quả hoạt động của các công ty ngành công nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam như sau:

$$\begin{aligned} ROA_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 CASH_{i,t} \\ & + \beta_2 CASH_{i,t}^2 + \beta_3 CASH_{i,t}^3 + \\ & \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 GROW_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

Trong mô hình hồi quy trên,  $ROA_{i,t}$  đo lường hiệu quả hoạt động doanh nghiệp  $i$  tại thời điểm  $t$ ;  $CASH_{i,t}$ ,  $SIZE_{i,t}$  và  $GROW_{i,t}$  là đại diện cho tỷ lệ nắm giữ tiền, quy mô tài sản và tăng trưởng của doanh nghiệp  $i$  tại thời điểm  $t$ ;  $\varepsilon_{i,t}$  là sai số ngẫu nhiên của mô hình đối với doanh nghiệp  $i$  tại thời điểm  $t$  có phân phối chuẩn ( $uit(0, \sigma^2)$ ), thể hiện sự khác biệt theo thời gian và các thực thể;  $\beta_k$  là biến giải thích thứ  $k$  trong mô hình.

Với mô hình đề xuất như trên, giả thuyết đặt ra trong nghiên cứu này: “Tỷ lệ tiền mặt nắm giữ (CASH) và hiệu quả hoạt động (ROA) của các công ty có mối quan hệ phi tuyến”.

Dựa vào kết quả nghiên cứu trước đây, bảng sau đây mô tả đo lường các biến sử dụng trong trong các mô hình.

### Đo lường các biến sử dụng trong mô hình

Tên biến	Ký hiệu và đo lường
Hiệu quả hoạt động	$ROA = \frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Tổng Tài sản}}$
Tỷ lệ tiền mặt nắm giữ	$CASH = \frac{\text{Tiền và tương đương tiền}}{\text{Tổng tài sản}}$
Cơ hội tăng trưởng	$GROW_t = \frac{\text{Doanh thu}_t - \text{Doanh thu}_{t-1}}{\text{Doanh thu}_{t-1}}$
Quy mô	$SIZE = \text{Log}(\text{Tổng tài sản})$

(Nguồn: thu thập từ các báo cáo tài chính đã được kiểm toán tại trang web <https://vietstock.vn/>)

Các công ty được chọn vào mẫu là những công ty ngành công nghiệp đang hoạt động, có báo cáo tài chính đầy đủ, trong khoảng thời gian 2008 - 2020. Với cách chọn mẫu này, dữ liệu thu được gồm 51 công ty phi tài chính đang hoạt động, giai đoạn 2008 - 2020. Thời kỳ đơn vị, để xác định giá trị các biến là năm. Do đó, số lượng quan sát có thể thu thập được là 663 quan sát (51 công ty \* 13 thời kỳ = 663 quan sát).

Trong nghiên cứu này, phương pháp ước lượng đối với dữ liệu bảng bao gồm mô hình hồi quy gộp (Pooled OLS), mô hình tác động cố định - FEM (Fixed Effect Model) và mô hình tác động ngẫu nhiên - REM (Random Effect Model), được sử dụng để phân tích tác động của việc nắm giữ tiền mặt, đến hiệu quả hoạt động của các công ty phi tài chính niêm yết trên TTCK Việt Nam. Lựa chọn phương pháp ước lượng này, bởi vì dữ liệu sử dụng trong nghiên cứu này là dữ liệu bảng.

#### 4. Kết quả nghiên cứu

##### 4.1. Thống kê mô tả các biến trong mô hình

**Bảng 1: Thống kê mô tả các biến trong mô hình**

Biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
ROA	663	0,062	0,097	-0,574	0,809
CASH	663	0,105	0,110	0,000	0,723
SIZE	663	26,857	1,262	23,889	31,017
GROW	612	0,397	5,441	-1,049	12,746

(Nguồn: kết quả chạy từ phần mềm STATA)

Bảng 1 dưới đây trình bày thống kê mô tả các biến trong mô hình. Tất cả các biến này được tính toán dựa trên thông tin tài chính được thu thập từ bảng cân đối kế toán và báo cáo kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh của 51 công ty ngành công nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam, trong giai đoạn 2008 - 2020.

Kết quả thống kê mô tả qua Bảng 1, cho thấy ROA trung bình của các công ty ngành công nghiệp là 6,2%, cho biết bình quân 1 đồng vốn mà các công ty sử dụng trong một năm, sẽ mang lại cho công ty 0,062 đồng lợi nhuận sau thuế. Tỷ lệ nắm giữ tiền mặt trung bình (CASH) của các công ty là 10,5%, cho biết tiền và các khoản tương đương tiền chiếm 10,5% tổng tài sản công ty. Quy mô trung bình của các công ty là 26,857 tương ứng khoảng 461 tỷ đồng và tốc độ tăng trưởng doanh thu trung bình các công ty là

39,7%. Số quan sát, độ lệch chuẩn, giá trị nhỏ nhất và lớn nhất của các biến cũng được trình bày cụ thể, trên Bảng 1.

#### 4.2. Phân tích tương quan và kiểm định hiện tượng đa cộng tuyến

Hệ số tương quan cho thấy, xu hướng các mối quan hệ giữa các biến trong mô hình. Bảng 2 dưới đây, trình bày ma trận hệ số tương quan giữa các biến độc lập và biến phụ thuộc trong các mô hình.

**Bảng 2: Ma trận hệ số tương quan giữa các biến trong các mô hình**

	ROA	CASH	SIZE	GROW	VIF
ROA	1,0000				
CASH	*0,3006	1,0000			1,03
SIZE	-0,0302	*-0,1676	1,0000		1,03
GROW	0,0183	-0,0311	0,0085	1,0000	1,00

(Nguồn: kết quả chạy từ phần mềm STATA. \* cho biết ý nghĩa 5%)

Qua Bảng 2 cho thấy, biến tỷ lệ tiền mặt công ty nắm giữ (CASH) và tốc độ tăng trưởng doanh thu (GROW) đều tương quan cùng chiều với biến khả năng sinh lời (ROA). Trong đó, chỉ có CASH có ý nghĩa thống kê mức 5%. Trong khi đó, quy mô tài sản (SIZE) có tương quan nghịch chiều với ROA. Mặt khác, kết quả ở Bảng 2 cho thấy, các giá trị VIF của các biến đều nhỏ và giá trị VIF trung bình = 1,02. Do đó, với tiêu chuẩn nhân tử phóng đại phương sai VIF cho thấy hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình không nghiêm trọng, Hoàng Trọng, Chu Nguyễn Mộng Ngọc, (2005).

#### 4.3. Kết quả hồi quy tác động của việc nắm giữ tiền đến hiệu quả hoạt động

Bảng 3 dưới đây trình bày kết quả hồi quy mô tác động của việc nắm giữ tiền (CASH) đến hiệu quả hoạt động (ROA) theo mô hình tác động cố định (FEM), mô hình tác động ngẫu nhiên (REM) và mô hình hồi quy gộp (Pooled OLS).

**Bảng 3: Kết quả hồi quy theo mô hình FEM, REM và Pooled OLS**

ROA	Mô hình FEM		Mô hình REM		Mô hình Pooled OLS		
	Hệ số hồi quy	Mức ý nghĩa	Hệ số hồi quy	Mức ý nghĩa	Hệ số hồi quy	Mức ý nghĩa	
CASH	0,4617	***0,007	0,5935	***0,000	0,8441	***0,000	
CASH2	-1,8586	**0,011	-2,2306	***0,002	-2,8057	***0,000	
CASH3	2,2047	***0,008	2,4422	***0,003	2,5762	***0,005	
SIZE	-0,0321	***0,000	-0,0170	***0,000	0,0030	0,319	
GROW	0,0004	0,520	0,0003	0,620	0,0005	0,474	
_cons	0,9023	***0,000	0,4906	***0,000	-0,0629	0,444	
Số quan sát (N)		612		612		612	
Hệ số xác định (R <sup>2</sup> )		0,0906		0,0793		0,0702	
Thống kê F		***11,07		***37,86		9,16	
Kiểm định Hausman		chi2(5) = 26,96 với Prob>chi2 = 0,0001***					

(Nguồn: kết quả chạy từ phần mềm STATA. \*\*\*, \*\* và \* cho biết ý nghĩa 1%, 5% và mức 10%)

Kết quả ước lượng Pooled OLS, REM và FEM từ Bảng 3, cho thấy mối quan hệ phi tuyến giữa hiệu quả hoạt động các công ty (ROA) và tỷ lệ tiền mặt nắm giữ (CASH) với hàm bậc ba dạng hình chữ N. Kết quả kiểm định Hausman, chỉ ra mô hình ước lượng FEM là mô hình dữ liệu bảng dạng tĩnh phù hợp nhất. Theo kết quả ước lượng từ mô hình FEM:

- Thống kê F có giá trị là 11,07, có ý nghĩa thống kê ở mức 01%. Kết quả này hàm ý rằng, giả thiết về các hệ số hồi quy đồng thời bằng 0 bị bác bỏ với mức ý nghĩa 01%. Nghĩa là, các mô hình này phù hợp và có ý nghĩa thống kê.
- Hệ số xác định  $R^2$  bằng 0,0906. Kết quả này hàm ý rằng, trong mô hình FEM các biến độc lập giải thích được khoảng 9,06% sự thay đổi của ROA.
- Hệ số hồi quy của biến CASH dương (0,4617) và có ý nghĩa thống kê mức 01%; Hệ số hồi quy của biến CASH2 âm (-1,8586) và có ý nghĩa thống kê mức 5%; Hệ số hồi quy của biến CASH3 dương (2,2047) và có ý nghĩa thống kê mức 01%. Kết quả này cho thấy, tồn tại mối quan hệ phi tuyến giữa ROA và CASH có dạng hình chữ N và chấp nhận giả thuyết: “Tỷ lệ tiền mặt nắm giữ (CASH) và hiệu quả hoạt động (ROA) có mối quan hệ phi tuyến”. Như vậy, mối quan hệ phi tuyến giữa hiệu quả hoạt động (ROA) và tỷ lệ tiền mặt nắm giữ (CASH) dựa trên phương trình bậc ba tồn tại ở các công ty ngành công nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam. Kết quả này tương đồng với nghiên cứu Hoa et al, (2015). Mối quan hệ hình chữ N này hàm ý, các công ty ngành công nghiệp sẽ điều chỉnh tỷ lệ nắm giữ tiền mặt qua ba mức độ nắm giữ khác nhau, để gia tăng được hiệu quả hoạt động. Ở mức độ thấp, công ty sẽ giữ tiền mặt, nhằm gia tăng thanh khoản; Khi đạt đến mức tối ưu lần thứ nhất, công ty sẽ bắt đầu điều chỉnh lượng tiền mặt để giảm đi chi phí đại diện và đến một mức nào đó, công ty sẽ gia tăng lại mức tiền mặt để tăng hiệu quả hoạt động.
- Kết quả ước lượng còn cho thấy, hệ số ước lượng của biến kiểm soát quy mô tài sản (SIZE) bằng -0,0321 và có ý nghĩa thống kê ở mức 01%. Kết quả này hàm ý rằng, công ty có quy mô càng lớn sẽ có hiệu quả hoạt động (ROA) càng giảm. Tuy nhiên, hệ số ước lượng của biến kiểm soát tăng trưởng doanh thu (GROW) bằng 0,0004 nhưng không có ý nghĩa thống kê. Điều này cho thấy, việc tăng trưởng doanh thu không phải là giải pháp để tăng hiệu quả hoạt động của các công ty ngành công nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam.

## 5. Kết luận và các hàm ý quản trị

Quyết định nắm giữ tiền mặt của các công ty có thể có tác động đáng kể đến hiệu quả hoạt động công ty. Nghiên cứu này sử dụng mô hình hồi quy dữ liệu bảng để kiểm tra tác động của việc nắm giữ tiền mặt lên hiệu quả hoạt động của 51 công ty ngành công nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam, giai đoạn 2008 - 2020. ROA được sử dụng đại diện cho hiệu quả hoạt động công ty, tỷ lệ tiền và các khoản tương đương tiền trên tổng tài sản (CASH) đại diện cho tỷ lệ nắm giữ tiền mặt của công ty. Kết quả thực nghiệm cho thấy, tồn tại mối quan hệ phi tuyến giữa ROA và CASH có dạng hình chữ N. Hệ số là đồng biến ở mức độ thấp, ngụ ý rằng, trong mức độ này, một sự gia tăng tiếp tục nắm giữ tiền mặt sẽ làm tăng hiệu quả công ty. Khi đạt đến mức tối ưu lần thứ nhất, hệ số bằng đầu giảm, ngụ ý rằng, trong mức độ này, một sự gia tăng tiếp tục nắm giữ tiền mặt sẽ làm giảm hiệu quả công ty. Tuy nhiên, đến một mức nào đó hệ số là đồng biến, ngụ ý rằng công ty sẽ gia tăng lại mức tiền mặt để tăng hiệu quả hoạt động. Kết quả này phù hợp với lý thuyết đánh đổi và kết quả nghiên cứu của Hoa et al., (2015).

Từ kết quả thực nghiệm, nghiên cứu này có một số hàm ý quản trị tiền mặt cho các công ty ngành công nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam như sau:

Thứ nhất, các công ty không nên nắm giữ một lượng tiền mặt quá mức tối ưu. Khi mức dự trữ tiền mặt thấp, các công ty cần điều chỉnh tăng lượng tiền mặt gần đến điểm tối ưu, lúc này các công ty nắm giữ càng nhiều tiền thì hiệu quả hoạt động công ty càng tăng.

Thứ hai, đối với những công ty hiện nay đang nắm giữ tiền mặt lớn, vượt mức tối ưu thì cần thực hiện giảm lượng tiền mặt nắm giữ sao cho tiến dần đến phạm vi tối ưu. Để thực hiện được công việc này, cần xác định các nhân tố tác động đến động cơ nắm giữ tiền mặt. Qua đó, có những chính sách cụ thể để tác động và điều chỉnh tỷ lệ nắm giữ tiền mặt, phù hợp hơn cho từng nhóm công ty cụ thể. Từ ý tưởng này, chúng tôi sẽ tiến hành nghiên cứu các nhân tố tác động đến động cơ nắm giữ tiền mặt cho từng nhóm công ty, ở từng mức tỷ lệ nắm giữ tiền mặt cụ thể. Hy vọng rằng, kết quả nghiên cứu tiếp theo của chúng tôi sẽ đưa ra những gợi ý xác thực, trong việc xác định tỷ lệ nắm giữ tiền mặt tối ưu cho các công ty, nhằm góp phần gia tăng hiệu quả hoạt động và giá trị công ty. □

#### Tài liệu tham khảo

1. Bates, T. W., Kahle, K. M., & Stulz, R. M. (2009), *Why do US firms hold so much more cash than they used to?* *The journal of finance*, 64(5), 1985-2021.
2. Blanchard, O. J., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1994), *What do firms do with cash windfalls?* *Journal of financial economics*, 36(3), 337-360.
3. Cuong, Nguyen Thanh, (2019), *Optimal cash holding ratio for non-financial firms in Vietnam stock exchange market.* *Journal of Risk and Financial Management*, 12(2), 104.
4. Ferreira, M. A., & Vilela, A. S. (2004), *Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries.* *European Financial Management*, 10(2), 295-319.
5. Hansen, B. E. (1999), *Threshold effects in non-dynamic panels: Estimation, testing, and inference.* *Journal of econometrics*, 93(2), 345-368.
6. Harford, J. (1999), *Corporate cash reserves and acquisitions.* *The Journal of Finance*, 54(6), 1969-1997.
7. Hoa, N. T. L., Trang, N. L. N., & Vy, L. T. P. (2015), "Mối quan hệ phi tuyến giữa giá trị doanh nghiệp và tỷ lệ tiền mặt nắm giữ". *Tạp chí Phát triển và Hội nhập*, 22(32), 58-77.
8. Hoàng Trọng và Chu Nguyễn Mộng Ngọc, (2005), "Phân tích dữ liệu nghiên cứu với SPSS.
9. Im, K. S., Pesaran, M. H., & Shin, Y. (2003), *Testing for unit roots in heterogeneous panels.* *Journal of econometrics*, 115(1), 53-74.
10. Jensen, M. C. (1986), *Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers.* *The American economic review*, 76(2), 323-329.
11. Levin, A., Lin, C. F., & Chu, C. S. J. (2002), *Unit root tests in panel data: asymptotic and finite-sample properties.* *Journal of econometrics*, 108(1), 1-24.
12. Martínez-Sola, C., García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2013), *Corporate cash holding and firm value.* *Applied Economics*, 45(2), 161-170.
13. 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.
14. Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999), *The determinants and implications of corporate cash holdings.* *Journal of financial economics*, 52(1), 3-46.
15. Saddour, K. (2006), *The determinants and the value of cash holdings: Evidence from French firms (No. halshs-00151916).*
16. Shinada, N. (2012), *Firms' Cash Holdings and Performance: Evidence from Japanese corporate finance: Research Institute of Economy, Trade and Industry (RIETI).*



