
TỐC ĐỘ ĐIỀU CHỈNH LƯỢNG TIỀN MẶT NĂM GIỮ HƯỚNG VỀ LƯỢNG TIỀN MẶT NĂM GIỮ TỐI ƯU CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT VIỆT NAM

Nguyễn Thị Uyên Uyên

Trường Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh

Email: uyentcdn@ueh.edu.vn

Phạm Hoàng Anh

Công ty Cổ phần tư vấn EY Việt Nam

Email: phamhoanganh9090@gmail.com

Ngày nhận: 02/12/2019

Ngày nhận bản sửa: 03/6/2020

Ngày duyệt đăng: 05/12/2020

Tóm tắt:

Nghiên cứu này được thực hiện nhằm kiểm định tốc độ điều chỉnh lượng tiền mặt năm giữ hướng về lượng tiền mặt tối ưu của các công ty niêm yết Việt Nam. Với dữ liệu được thu thập từ báo cáo tài chính của các công ty niêm yết Việt Nam trong giai đoạn 2007-2017, tạo thành mẫu 5.499 công ty – năm quan sát, thông qua phương pháp hồi quy GMM hệ thống hai bước với kỹ thuật “robust” và “small”, nhóm tác giả đã cho thấy các công ty niêm yết Việt Nam luôn có xu hướng điều chỉnh lượng tiền mặt năm giữ hướng về lượng tiền mặt tối ưu với tốc độ là 38,95%. Thêm vào đó, giữa các nhóm công ty khác nhau¹ thì tốc độ điều chỉnh cũng khác nhau, với các công ty tạo ra dòng tiền tự do càng nhiều thì tốc độ điều chỉnh càng nhanh.

Từ khóa: Các công ty niêm yết Việt Nam, phương pháp GMM, tốc độ điều chỉnh tiền mặt.

Mã JEL: G30, G32, G33

Speed of cash holding adjustment towards optimal level of Vietnamese listed companies

Abstract:

The purpose of this paper is to test the speed of cash holding adjustment towards optimal level of Vietnamese listed companies. In this regard, we collect annual accounting data of these companies during the covered period under review 2007-2017 creating 5.499 firm-year observations. By using GMM method with “robust” and “small” technique, the authors show that Vietnamese listed companies have existed the speed of cash holding adjustment towards optimal level, 38,95% respectively. Moreover, the speeds of cash holding adjustment of sub-sample (the group of companies of holding less cash and much cash, or financial constraint and non-financial constraint, or creating less cash flow and much cash flow) are quite different, especially depend on creating much cash flow.

Keywords: Vietnamese listed companies, GMM method, speed of cash holding adjustment

JEL codes: G30, G32, G33

1. Giới thiệu

Trên thực tế, các công ty luôn có xu hướng nắm giữ tiền mặt ở mức tối ưu vì tại đó giá trị thị trường của công ty là cao nhất (Jiang & Bi, 2006; Wang & Wang, 2008). Tuy nhiên, sẽ có những tác động kéo lượng tiền mặt nắm giữ của công ty lệch khỏi lượng tiền mặt tối ưu. Từ đây, với mục tiêu quản trị tiền mặt hiệu quả, các công ty sẽ có xu hướng điều chỉnh lượng tiền mặt nắm giữ hướng về lượng tiền mặt tối ưu.

Liên quan đến chủ đề nắm giữ tiền mặt, trên thế giới đã có rất nhiều nghiên cứu được thực hiện. Có nghiên cứu giải thích tại sao các công ty lại nắm giữ tiền mặt (Ferreira & Vilela, 2004); có nghiên cứu xem xét tác động của hệ thống điều hành đến việc nắm giữ tiền mặt (Kusnadi, 2003); hoặc cũng có nghiên cứu tìm hiểu

về tác động của lạm phát và chu kỳ hoạt động đến việc nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp (Wang & cộng sự, 2014). Gần đây, Orlova & Rao (2018) đã cho thấy các công ty niêm yết ở Mỹ có xu hướng điều chỉnh lượng tiền mặt nắm giữ hướng về lượng tiền mặt tối ưu. Trong khi đó, các công trình nghiên cứu ở Việt Nam đa phần chỉ mới chứng minh được rằng, có tồn tại lượng tiền mặt tối ưu để tối đa hóa giá trị thị trường của các công ty (Nguyễn Thị Liên Hoa & cộng sự, 2015) và lượng tiền mặt nắm giữ bởi các công ty phụ thuộc vào các yếu tố như dòng tiền, tỷ lệ đòn bẩy tài chính, chi tiêu vốn, quy mô công ty... (Nguyễn Thị Uyên Uyên & Từ Thị Kim Thoa, 2017). Từ đây, nhóm tác giả tiến hành thu thập dữ liệu của các công ty niêm yết Việt Nam trong giai đoạn 2007-2017 để kiểm định tốc độ điều chỉnh lượng tiền mặt nắm giữ hướng về lượng tiền mặt tối ưu của các công ty để lấp đầy khoảng trống trong nghiên cứu về chủ đề này. Từ đó, nhóm nghiên cứu hy vọng rằng kết quả của bài nghiên cứu sẽ góp phần bổ sung vào hệ thống lý thuyết và nâng cao tính thực tiễn của các bằng chứng thực nghiệm trên thế giới, để từ đó khẳng định vai trò quan trọng của việc hoạch định chiến lược tài chính trong đó có chiến lược quản trị tiền mặt cho các doanh nghiệp trong bối cảnh nền kinh tế phải đối mặt với các bất ổn như hiện nay. Phần sau của bài nghiên cứu được trình bày theo bố cục: Phần 2 trình bày tổng quan và giả thuyết nghiên cứu. Phần 3 là phương pháp nghiên cứu. Phần 4 là kết quả nghiên cứu và phần 5 là kết luận.

2. Tổng quan và giả thuyết nghiên cứu

Với mẫu là các công ty niêm yết Trung Quốc, Jiang & Bi (2006) đã phát hiện có tồn tại mối quan hệ phi tuyến giữa lượng tiền mặt nắm giữ và giá trị công ty được lý giải bởi tác động của chi phí đại diện. Kết quả cho thấy, nếu muốn gia tăng giá trị doanh nghiệp thì các công ty nên nắm giữ tiền mặt ít vì khi đó, công ty sẽ không phải gánh chịu chi phí đại diện quá cao, ngược lại giá trị doanh nghiệp sẽ bị sụt giảm. Cùng với đó, Wang & Wang (2008) đã cho thấy mối quan hệ giữa lượng tiền mặt nắm giữ và giá trị doanh nghiệp của các công ty niêm yết Trung Quốc có dạng hình chữ U ngược. Kết quả này cho thấy do tình trạng bất cân xứng thông tin nên khi các công ty nắm giữ tiền mặt ở mức thấp, các nhà đầu tư trên thị trường sẽ diễn giải rằng, các công ty đã sử dụng tiền để đầu tư vào các dự án sinh lời, từ đó giá trị của công ty sẽ tăng. Tuy nhiên, khi công ty gia tăng lượng tiền mặt nắm giữ thì chính việc phát sinh chi phí đại diện đã làm sụt giảm giá trị công ty. Tại Việt Nam, Nguyễn Thị Liên Hoa & cộng sự (2015) cũng đã phát hiện ra mối quan hệ giữa lượng tiền mặt nắm giữ và giá trị của các công ty là mối quan hệ hình chữ N. Bằng chứng này cho thấy, khi công ty nắm giữ tiền mặt càng nhiều thì công ty càng dễ dàng đáp ứng nhu cầu thanh khoản và các nhu cầu đầu tư nên giá trị doanh nghiệp sẽ có sự gia tăng. Tuy nhiên, khi lượng tiền mặt tồn quỹ vượt quá lượng tiền mặt nắm giữ tối ưu thì giá trị doanh nghiệp lại bị sụt giảm xuất phát từ vấn đề chi phí đại diện. Tuy nhiên, đến một mức nào đó, các doanh nghiệp sẽ gia tăng lại mức tiền mặt để tăng giá trị doanh nghiệp.

Như vậy, các bằng chứng thực nghiệm cho thấy mối quan hệ giữa lượng tiền mặt nắm giữ và giá trị doanh nghiệp là mối quan hệ phi tuyến nên nhóm tác giả bài nghiên cứu này đề xuất giả thuyết H_1 :

Giả thuyết nghiên cứu H_1 : Có tồn tại lượng tiền mặt nắm giữ tối ưu mà tại đó giá trị thị trường của các công ty niêm yết Việt Nam là cao nhất.

Nhằm mục tiêu quản trị tiền mặt hiệu quả và tối đa hóa giá trị thị trường của doanh nghiệp, các công ty sẽ có xu hướng điều chỉnh lượng tiền mặt nắm giữ về lượng tiền mặt tối ưu. Điều này đã được minh chứng trên cả phương diện lý thuyết và cả bằng chứng thực nghiệm.

Về mặt lý thuyết, thông qua lý thuyết đánh đổi, Modigliani & Miller (1958) đã cho rằng, nắm giữ tiền mặt đem đến thuận lợi nhưng cũng đem đến bất lợi cho các công ty. Từ đó, các công ty sẽ có xu hướng so sánh thuận lợi và bất lợi của việc nắm giữ tiền mặt để quyết định lượng tiền mặt được nắm giữ. Nếu lợi ích của việc nắm giữ tiền mặt nhiều hơn so với các bất lợi mà nắm giữ tiền mặt đem lại thì các công ty sẽ thực hiện điều chỉnh lượng tiền mặt nắm giữ về lượng tiền mặt tối ưu. Bên cạnh đó, theo lý thuyết chi phí đại diện (Jensen, 1986), hành vi nắm giữ tiền mặt của các công ty còn xuất phát từ sự mâu thuẫn giữa cổ đông và nhà quản lý. Các công ty sẽ có xu hướng ít nắm giữ tiền mặt khi xảy ra tình trạng mâu thuẫn giữa cổ đông và nhà quản lý và ngược lại.

Về mặt thực nghiệm, Jiang & Lie (2016) đã cho thấy, lượng tiền mặt nắm giữ của các công ty Mỹ giai đoạn 1980-2006, có xu hướng bị lệch so với lượng tiền mặt tối ưu là 31% và các công ty luôn có khuynh hướng điều chỉnh lượng tiền mặt nắm giữ về lượng tiền mặt tối ưu. Gần đây, Orlova & Rao (2018) cũng đã phát hiện rằng, tốc độ điều chỉnh tiền mặt của các công ty niêm yết ở Mỹ trong giai đoạn 1968-2012 là 54%,

ngụ ý rằng mức độ chênh lệch giữa lượng tiền mặt nắm giữ và lượng tiền mặt tối ưu của các công ty là 54%. Trên cơ sở này, nhóm tác giả xây dựng giả thuyết nghiên cứu H_2 :

Giả thuyết nghiên cứu H_2 : Có tồn tại tốc độ điều chỉnh lượng tiền mặt nắm giữ hướng về lượng tiền mặt tối ưu ở các công ty niêm yết Việt Nam.

Ngoài ra, các bằng chứng thực nghiệm còn cho thấy, tốc độ điều chỉnh tiền mặt của các công ty còn phụ thuộc vào lượng tiền mặt được các công ty nắm giữ ít hay nhiều; tình trạng bị hạn chế tài chính hay không bị hạn chế tài chính của các công ty cũng như việc công ty tạo ra ít hay nhiều dòng tiền tự do.

Orlova & Rao (2018) cho rằng, vì các công ty nắm giữ ít tiền mặt phải tốn thêm chi phí kiệt quệ tài chính khi huy động tiền mặt từ thị trường nên các công ty này sẽ khó có thể tăng hay giảm lượng tiền mặt nắm giữ so với lượng tiền mặt tối ưu nên sẽ có tốc độ điều chỉnh tiền mặt chậm hơn so với các công ty nắm giữ nhiều tiền mặt. Trên cơ sở này, nhóm tác giả kỳ vọng giả thuyết H_{2a} :

Giả thuyết nghiên cứu H_{2a} : Tốc độ điều chỉnh tiền mặt của nhóm các công ty nắm giữ ít tiền mặt chậm hơn so với nhóm các công ty nắm giữ nhiều tiền mặt.

Faulkender & cộng sự (2012) cho thấy các công ty có chi phí sử dụng vốn của các nguồn tài trợ bên ngoài thấp do không bị hạn chế tài chính sẽ có tốc độ điều chỉnh tiền mặt nhanh hơn so với nhóm các công ty có chi phí sử dụng vốn cao. Vì thế dựa trên bằng chứng thực nghiệm này, nhóm tác giả kỳ vọng giả thuyết H_{2b} :

Giả thuyết nghiên cứu H_{2b} : Tốc độ điều chỉnh tiền mặt của nhóm các công ty bị hạn chế tài chính chậm hơn so với nhóm các công ty không bị hạn chế tài chính.

Ngoài ra, Orlova & Rao (2018) đã chỉ ra rằng nhóm các công ty có dòng tiền tự do càng lớn sẽ có tốc độ điều chỉnh tiền mặt càng nhanh do hạn chế vấn đề bất cân xứng thông tin và chi phí đại diện. Từ đó nhóm tác giả kỳ vọng giả thuyết H_{2c} :

Giả thuyết nghiên cứu H_{2c} : Tốc độ điều chỉnh tiền mặt của nhóm các công ty tạo ra nhiều dòng tiền tự do nhanh hơn so với nhóm công ty tạo ra ít dòng tiền tự do.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu nghiên cứu

Mẫu nghiên cứu của bài nghiên cứu này là mẫu không cân bằng bao gồm 5.499 công ty – năm quan sát, được xây dựng dựa trên cơ sở các công ty phi tài chính niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội trong giai đoạn 2007-2017. Dữ liệu của các công ty này được nhóm tác giả thu thập từ báo cáo tài chính của các công ty, trong đó báo cáo tài chính được nhóm tác giả thu thập từ các trang thông tin điện tử: <http://www.vietstock.vn/> và <http://www.cophieu68.com/>. Đối với dữ liệu về giá trị thương vụ thu tóm sáp nhập, nhóm tác giả sử dụng từ cơ sở dữ liệu Zephyr.

3.2. Phương pháp nghiên cứu

3.2.1. Kiểm định có tồn tại lượng tiền mặt nắm giữ tối ưu ở các công ty niêm yết Việt Nam trong giai đoạn 2007-2017

Từ các bằng chứng thực nghiệm cho thấy, có ba phương pháp có thể sử dụng để xác định lượng tiền mặt tối ưu của các công ty (Opler & cộng sự, 1999; Mello & Farhat, 2008; Bates & cộng sự, 2009; Orlova & Rao, 2018):

- *Phương pháp thứ nhất*, lượng tiền mặt tối ưu được xác định bằng cách hồi quy các yếu tố ảnh hưởng đến lượng tiền mặt tối ưu;

- *Phương pháp thứ hai*, lượng tiền mặt tối ưu được xác định bằng cách lấy giá trị trung bình lượng tiền mặt nắm giữ của mỗi công ty trong giai đoạn nghiên cứu;

- *Phương pháp thứ ba*, lượng tiền mặt tối ưu được xác định bằng cách lấy giá trị trung vị của lượng tiền mặt nắm giữ của ngành mà công ty đang hoạt động trong năm quan sát.

Trong bài nghiên cứu này, nhóm tác giả sử dụng phương pháp thứ nhất để xác định lượng tiền mặt tối ưu của các công ty Việt Nam, sau đó sẽ dùng phương pháp thứ hai và phương pháp thứ ba để kiểm tra tính vững cho kết quả nghiên cứu. Theo đó, mô hình sử dụng để xác định lượng tiền mặt tối ưu cho các công ty niêm yết Việt Nam như sau:

$$Cash_{i,t}^* = \beta X_{i,t-1} + FE_i \quad (1)$$

Bảng1: Đo lường biến

Biến	Đo lường
MB	$\frac{\text{Giá trị sổ sách của tổng nợ} + \text{Giá trị thị trường của vốn cổ phần}}{\text{Tổng tài sản}}$
LNTA	Logarit tự nhiên của tổng tài sản
CF	$\frac{\text{Lãi ròng} + \text{Khấu hao tài sản cố định}}{\text{Tổng tài sản}}$
NWC	$\frac{(\text{Tài sản ngắn hạn} - \text{Nợ ngắn hạn}) - (\text{Tiền mặt} + \text{Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn})}{\text{Tổng tài sản}}$
CAPEX	$\frac{\text{Tài sản cố định}}{\text{Tổng tài sản}}$
LEV	$\frac{\text{Nợ ngắn hạn} + \text{Nợ dài hạn}}{\text{Tổng tài sản}}$
IND.SIG	Giá trị trung vị độ lệch tiêu chuẩn của dòng tiền chia cho tổng tài sản của các công ty hoạt động cùng ngành trong các năm quan sát
R&D	$\frac{\text{Lãi gộp}}{\text{Doanh thu}}$
DIV	Biến giả, biến này bằng 1 nếu công ty có chi trả cổ tức và ngược lại bằng 0
ACQ	$\frac{\text{Giá trị thương vụ}}{\text{Tổng tài sản}}$

Nguồn: Thống kê của nhóm tác giả.

Trong đó:

$Cash_{i,t}^*$ là lượng tiền mặt tối ưu của công ty thứ i trong năm t.

$X_{i,t-1}$ là vector thể hiện các yếu tố thuộc về đặc tính của công ty thứ i trong năm t-1, bao gồm: giá trị thị trường trên giá trị sổ sách của tổng tài sản (MB); quy mô công ty (LNTA); dòng tiền (CF); vốn luân chuyển (NWC); chi tiêu vốn (CAPEX); tỷ lệ đòn bẩy tài chính (LEV); chênh lệch giữa dòng tiền của công ty với dòng tiền của ngành mà công ty đang hoạt động (IND.SIG); chi phí nghiên cứu và phát triển (R&D); cổ tức (DIV); hoạt động thu mua, sáp nhập của công ty (ACQ). Các yếu tố này được bài nghiên cứu đo lường như sau:

FE_i là hiệu ứng cố định của công ty thứ i.

Với mô hình trên, do chuỗi dữ liệu của bài nghiên cứu xảy ra vấn đề nội sinh nên nhóm tác giả dùng phương pháp hồi quy GMM hệ thống hai bước với kỹ thuật “robust” và “small” để kiểm định sự tồn tại của lượng tiền mặt tối ưu cho các công ty niêm yết Việt Nam thông qua việc ước lượng hệ số β .

3.2.2. Ước lượng tốc độ điều chỉnh lượng tiền mặt năm giữ hướng về lượng tiền mặt tối ưu

- Ước lượng tốc độ điều chỉnh lượng tiền mặt năm giữ hướng về lượng tiền mặt tối ưu của các công ty niêm yết Việt Nam

Trước tiên, nhóm tác giả kế thừa mô hình điều chỉnh từng phần theo nghiên cứu của Opler & cộng sự (1999); Bates & cộng sự (2009); Orlova & Rao (2018) như sau:

$$Cash_{i,t} - Cash_{i,t-1} = \lambda(Cash_{i,t}^* - Cash_{i,t-1}) + \delta_{i,t} \quad (2)$$

Tiếp theo, nhóm tác giả tiến hành biến đổi mô hình (2) thành mô hình như sau:

$$Cash_{i,t} = \lambda Cash_{i,t}^* + (1 - \lambda)Cash_{i,t-1} + \delta_{i,t} \quad (3)$$

Cuối cùng, bằng cách hồi quy phương trình (3) thông qua phương pháp hồi quy GMM hệ thống hai bước với kỹ thuật “robust” và “small”, nhóm tác giả tìm ra tốc độ điều chỉnh tiền mặt $(1 - \lambda)$ của các công ty niêm yết Việt Nam.

Ngoài ra thông qua giá trị $1 - \lambda$, nhóm tác giả cũng có thể tính toán được số năm mà các công ty cần để điều chỉnh lượng tiền mặt năm giữ về lượng tiền mặt tối ưu (Orlova & Rao, 2018) như sau:

$$\text{Số năm điều chỉnh lượng tiền mặt năm giữ về lượng tiền mặt tối ưu} = \frac{\ln(0,5)}{\ln(1 - \lambda)}$$

- Ước lượng tốc độ điều chỉnh lượng tiền mặt nắm giữ hướng về lượng tiền mặt tối ưu cho các nhóm công ty có các đặc tính khác nhau

Sau khi ước lượng tốc độ điều chỉnh tiền mặt cho các công ty, để tìm ra tốc độ điều chỉnh tiền mặt của các nhóm công ty có các đặc tính khác nhau, nhóm tác giả chia mẫu nghiên cứu thành ba mẫu nhỏ hơn là nhóm các công ty nắm giữ ít tiền mặt và nắm giữ nhiều tiền mặt, nhóm các công ty bị hạn chế tài chính và không bị hạn chế tài chính, nhóm các công ty tạo ra ít dòng tiền tự do và nhiều dòng tiền tự do. Theo đó, mô hình được nhóm tác giả sử dụng là mô hình được kế thừa từ nghiên cứu của Orlova & Rao (2018) như sau:

$$\text{Cash}_{i,t} = \text{Cash}_{i,t-1} + \gamma_0(\overline{DEV}_{i,t}) + \gamma_{i,t}(\overline{DEV}_{i,t})Z_{i,t-1} + \delta_{i,t} \quad (4)$$

Trong đó: $Z_{i,t-1}$ là đặc tính khác nhau của từng nhóm công ty, bao gồm: nắm giữ ít tiền mặt hay nhiều tiền mặt, bị hạn chế tài chính hay không bị hạn chế tài chính và tạo ra ít dòng tiền tự do hay nhiều dòng tiền tự do.

Để phân biệt giữa nhóm công ty nắm giữ nhiều tiền mặt hay nắm giữ ít tiền mặt, nhóm tác giả tiến hành so sánh lượng tiền mặt nắm giữ với lượng tiền mặt tối ưu. Theo đó, các công ty nắm giữ nhiều tiền mặt nếu lượng tiền mặt nắm giữ của công ty lớn hơn lượng tiền mặt tối ưu và ngược lại (Orlova & Rao, 2018).

Để phân biệt giữa nhóm công ty không bị hạn chế tài chính hay bị hạn chế tài chính, nhóm tác giả tiến hành so sánh quy mô của công ty với quy mô của trung vị ngành (Orlova & Rao, 2018) hoặc căn cứ vào chỉ số xếp hạng tín dụng công ty (chỉ số Z-score theo nghiên cứu của Altman (1968)). Theo đó, trong trường hợp quy mô của công ty lớn hơn quy mô của trung vị ngành hoặc có chỉ số xếp hạng tín dụng công ty lớn hơn 2,7 thì sẽ được xếp vào nhóm công ty không bị hạn chế tài chính và ngược lại.

Để phân biệt giữa nhóm công ty tạo ra nhiều dòng tiền tự do hay tạo ra ít dòng tiền tự do, nhóm tác giả tiến hành so sánh giá trị tuyệt đối dòng tiền tự do của công ty với giá trị tuyệt đối của trung vị ngành (Orlova & Rao, 2018). Theo đó, nếu giá trị tuyệt đối của dòng tiền tự do lớn hơn giá trị tuyệt đối của trung vị ngành thì sẽ được xếp vào nhóm công ty tạo ra nhiều dòng tiền tự do và ngược lại.

3.2.3. Kiểm tra tính vững

Để kiểm tra tính vững của kết quả nghiên cứu, như đã đề cập, nhóm tác giả sẽ thay lượng tiền mặt tối ưu được đo lường thông qua phương pháp thứ nhất bằng phương pháp thứ hai và phương pháp thứ ba với mô hình và phương pháp ước lượng tương tự do chuỗi dữ liệu của nhóm tác giả có xảy ra vấn đề nội sinh.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Thống kê mô tả và ma trận hệ số tương quan

Theo Bảng 2, lượng tiền mặt được nắm giữ bởi các công ty niêm yết Việt Nam có giá trị trung bình là 32% trong khi giá trị trung vị là 10%, với giá trị biến thiên nhỏ nhất là 0.00% và giá trị biến thiên lớn nhất là 3.785%. Điều này cho thấy, mức độ biến thiên trong lượng tiền mặt nắm giữ của các công ty là có sự khác biệt đáng kể. Ngoài ra, các công ty niêm yết Việt Nam có tỷ lệ dòng tiền và vốn luân chuyển trên tổng tài sản khá thấp nếu so sánh với tỷ lệ nắm giữ tiền mặt trung bình, cụ thể giá trị trung bình của dòng tiền và vốn luân chuyển trên tổng tài sản tương ứng là 9% và 8%. So với tỷ lệ tiền mặt được nắm giữ, các công ty trong mẫu có tỷ lệ đòn bẩy tài chính cao hơn đáng kể, tỷ lệ này là 49% trên tổng tài sản.

Từ Bảng 3, hệ số tương quan giữa các biến là khá thấp, đảm bảo không xảy ra đa cộng tuyến nghiêm trọng giữa các biến trong mô hình.

4.2. Kết quả ước lượng từ các mô hình

4.2.1. Kiểm định sự tồn tại lượng tiền mặt tối ưu – tốc độ điều chỉnh tiền mặt của các công ty niêm yết Việt Nam

Bảng 4 cho thấy, có tồn tại lượng tiền mặt nắm giữ tối ưu ở các công ty niêm yết Việt Nam, và có các yếu tố tác động đến lượng tiền mặt tối ưu là: quy mô; chi tiêu vốn; tỷ lệ đòn bẩy tài chính; chênh lệch giữa dòng tiền công ty với dòng tiền của ngành; và cổ tức của công ty. Ngoài ra, tốc độ điều chỉnh tiền mặt ở các công ty niêm yết Việt Nam là 38,95% với mức ý nghĩa thống kê là 1%. Với tốc độ điều chỉnh tiền mặt này, các công ty niêm yết Việt Nam mất trung bình khoảng 0,74 năm để điều chỉnh lượng tiền mặt nắm giữ về lượng tiền mặt tối ưu.

4.2.2. Tốc độ điều chỉnh tiền mặt của các nhóm công ty có đặc tính khác nhau

Kết quả ước lượng cho thấy, tốc độ điều chỉnh tiền mặt không có ý nghĩa thống kê đối với các đặc tính về

Bảng 2: Thống kê mô tả

Biến	Giá trị trung bình	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất	Độ lệch tiêu chuẩn	Phân vị thứ 25	Trung vị	Phân vị thứ 75
cash	0,32	0,00	37,85	1,10	0,03	0,10	0,27
MB	1,10	0,14	20,92	0,69	0,82	0,95	1,16
LNTA	6,27	2,50	12,27	1,48	5,29	6,19	7,22
CF	0,09	-1,75	0,94	0,10	0,03	0,07	0,13
NWC	0,08	-0,83	0,98	0,20	-0,04	0,06	0,20
CAPEX	0,25	0,00	0,98	0,21	0,08	0,19	0,36
LEV	0,49	0,00	1,41	0,22	0,31	0,52	0,67
IND.SIG	0,03	0,00	0,08	0,01	0,03	0,03	0,04
R&D	0,19	-11,27	4,04	0,28	0,10	0,16	0,26
ACQ	0,00	0,00	2,34	0,03	0,00	0,00	0,00

Nguồn: Thống kê của nhóm tác giả

Bảng 3: Ma trận hệ số tương quan

Biến	cash	MB	LNTA	CF	NWC	CAPEX	LEV	IND.SIG	R&D	ACQ
cash	1,00	0,07***	-0,03**	0,08***	-0,19***	-0,16***	-0,17***	0,10***	0,07***	0,03**
MB	0,07**	1,00	0,08***	0,42***	-0,06***	0,05***	-0,11***	0,02	0,15***	-0,01
LNTA	-0,03**	0,08***	1,00	-0,04**	-0,18***	0,02*	0,30***	0,12***	0,06***	0,04
CF	0,08**	0,42***	-0,04**	1,00	-0,01**	0,21***	-0,31***	0,04	0,28***	-0,01
NWC	-0,19***	-0,06**	-0,18***	-0,01**	1,00	-0,34***	-0,37***	-0,07***	0,03*	-0,02
CAPEX	-0,16***	0,05***	0,02*	0,21***	-0,34***	1,00	0,00	0,09***	0,08***	-0,03**
LEV	-0,17***	-0,11***	0,30***	-0,31***	-0,37***	0,00	1,00	-0,05***	-0,15***	-0,03*
IND.SIG	0,10***	0,02	0,12***	0,04	-0,07***	0,09***	-0,05***	1,00	0,02*	0,03**
R&D	0,07**	0,15***	0,06***	0,28***	0,03*	0,08***	-0,15***	0,02*	1,00	0,03*
ACQ	0,03**	-0,01	0,04***	-0,01	-0,02	-0,03**	-0,03*	0,03**	0,03*	1,00

Nguồn: Thống kê của nhóm tác giả

Ghi chú: (*) : ý nghĩa thống kê mức 10%, (**) : ý nghĩa thống kê mức 5%, và (***) : ý nghĩa thống kê mức 1%.

**Bảng 4: Kiểm định sự tồn tại lượng tiền mặt tối ưu –
Tốc độ điều chỉnh tiền mặt của các công ty niêm yết Việt Nam**

Biến	Hệ số ước lượng
Hệ số điều chỉnh (λ)	0,6105*** (0,000)
Tốc độ điều chỉnh tiền mặt ($1 - \lambda$)	0,3895*** (0,000)
MB _{t-1}	0,0332 (0,314)
LNTA _{t-1}	-0,0824** (0,030)
CF _{t-1}	-0,4036 (0,565)
NWC _{t-1}	-0,9599 (0,120)
CAPEX _{t-1}	-0,8254*** (0,009)
LEV _{t-1}	-0,8797* (0,095)
IND.SIG _{t-1}	26,4105** (0,040)
R&D _{t-1}	-0,0956 (0,663)
DIV _{t-1}	0,0971* (0,056)
ACQUISITION _{t-1}	-0,0331 (0,873)

Nguồn: Thống kê của nhóm tác giả

Ghi chú: Số trong ngoặc là giá trị p-value. (): ý nghĩa thống kê mức 10%, (**): ý nghĩa thống kê mức 5%, và (***): ý nghĩa thống kê mức 1%.*

mức độ nắm giữ tiền mặt và hạn chế tài chính của công ty. Tuy nhiên, tốc độ điều chỉnh tiền mặt phụ thuộc vào dòng tiền tạo ra của các công ty. Cụ thể, tốc độ điều chỉnh tiền mặt của nhóm các công ty tạo ra nhiều dòng tiền tự do là 30,74%. Với tốc độ điều chỉnh này, các công ty mất trung bình 0,59 năm để điều chỉnh lượng tiền mặt nắm giữ về lượng tiền mặt tối ưu. Ngoài ra, tốc độ điều chỉnh tiền mặt của nhóm các công ty tạo ra nhiều dòng tiền tự do là nhanh hơn so với tốc độ điều chỉnh tiền mặt của toàn bộ mẫu (0,74 năm).

**Bảng 5: Tốc độ điều chỉnh tiền mặt của nhóm các công ty tạo ra ít dòng tiền tự do
và nhóm các công ty tạo ra nhiều dòng tiền tự do**

Chỉ tiêu	Nhóm các công ty tạo ra ít dòng tiền tự do	Nhóm các công ty tạo ra nhiều dòng tiền tự do
	Hệ số ước lượng	Hệ số ước lượng
	-0,9552 (0,805)	-0,3074*** (0,000)
Số quan sát	4.502	257
Kiểm định AR(2)	0,245	0,111
Kiểm định Hansen (biến công cụ là ngoại sinh)	0,540	0,409
Kiểm định Hansen (Over – Restriction)	0,824	0,089
Kiểm định F	0,000	0,000

Nguồn: Thống kê của nhóm tác giả

Ghi chú: Số trong ngoặc là giá trị p-value; (): ý nghĩa thống kê mức 10%; (**): ý nghĩa thống kê mức 5%, và (***): ý nghĩa thống kê mức 1%.*

Bảng 6: Kiểm tra tính vững tốc độ điều chỉnh tiền mặt của các công ty niêm yết Việt Nam

Chỉ tiêu	Lượng tiền mặt nắm giữ tối ưu là lượng tiền mặt nắm giữ trung bình công ty	Lượng tiền mặt nắm giữ tối ưu là lượng tiền mặt nắm giữ trung vị ngành
	Hệ số ước lượng	Hệ số ước lượng
	0,1271 (0,233)	0,4315*** (0,000)
Số quan sát	4.759	4.759
Kiểm định AR(2)	0,178	0,516
Kiểm định Hansen (biến công cụ là ngoại sinh)	0,272	0,896
Kiểm định Hansen (Over – Restriction)	0,229	0,313
Kiểm định F	0,000	0,000

Nguồn: Thống kê của nhóm tác giả

Ghi chú: Số trong ngoặc là giá trị p-value; (*): ý nghĩa thống kê mức 10%; (**): ý nghĩa thống kê mức 5%, và (***): ý nghĩa thống kê mức 1%.

Bảng 7: Kiểm tra tính vững tốc độ điều chỉnh tiền mặt của nhóm các công ty có lượng tiền mặt nắm giữ nhỏ hơn so với lượng tiền mặt nắm giữ tối ưu

Chỉ tiêu	Lượng tiền mặt nắm giữ tối ưu là lượng tiền mặt nắm giữ của trung bình công ty	Lượng tiền mặt nắm giữ tối ưu là lượng tiền mặt nắm giữ của trung vị ngành
	Hệ số ước lượng	Hệ số ước lượng
	-0,5725 (0,436)	0,3960*** (0,000)
Số quan sát	2.946	2.428
Kiểm định AR(2)	0,459	0,870
Kiểm định Hansen (biến công cụ là ngoại sinh)	0,614	0,943
Kiểm định Hansen (Over – Restriction)	0,011	0,248
Kiểm định F	0,000	0,000

Nguồn: Thống kê của nhóm tác giả.

Ghi chú: Số trong ngoặc là giá trị p-value; (*): ý nghĩa thống kê mức 10%; (**): ý nghĩa thống kê mức 5%, và (***): ý nghĩa thống kê mức 1%.

4.3. Kiểm tra tính vững cho kết quả nghiên cứu

4.3.1. Kiểm tra tính vững cho kết quả ước lượng tốc độ điều chỉnh tiền mặt của các công ty niêm yết Việt Nam

Qua bảng 6, nhóm tác giả nhận thấy rằng với lượng tiền mặt nắm giữ tối ưu là lượng tiền mặt nắm giữ của trung vị ngành, các công ty niêm yết Việt Nam có tồn tại tốc độ điều chỉnh tiền mặt với mức ý nghĩa là 1%. Cụ thể, tốc độ điều chỉnh tiền mặt của các công ty niêm yết Việt Nam là 43,15%. Với tốc độ điều chỉnh này, các công ty niêm yết Việt Nam mất trung bình 0,82 năm để điều chỉnh lượng tiền mặt nắm giữ về lượng tiền mặt tối ưu.

Tóm lại, với các bằng chứng thực nghiệm cùng với kết quả của phần kiểm tra tính vững ở trên, nhóm tác giả kết luận rằng các công ty niêm yết Việt Nam khi hoạch định chiến lược quản trị tiền mặt luôn hướng đến việc xác lập một mức tiền mặt nắm giữ tối ưu mà tại đó giá trị thị trường của doanh nghiệp là cao nhất. Ngoài ra, kết quả ước lượng còn cho thấy rằng các công ty niêm yết Việt Nam có xu hướng điều chỉnh dần

Bảng 8: Kiểm tra tính vững tốc độ điều chỉnh tiền mặt của nhóm các công ty niêm yết bị hạn chế tài chính, với biến đại diện cho hạn chế tài chính là biến quy mô công ty

Chỉ tiêu	Lượng tiền mặt năm giữ tối ưu là lượng tiền mặt năm giữ của trung bình công ty	Lượng tiền mặt năm giữ tối ưu là lượng tiền mặt năm giữ của trung vị ngành
	Hệ số ước lượng	Hệ số ước lượng
	0,1064*** (0,011)	0,8300 (0,308)
Số quan sát	1.989	2.264
Kiểm định AR(2)	0,564	0,591
Kiểm định Hansen (biến công cụ là ngoại sinh)	0,129	0,094
Kiểm định Hansen (Over – Restriction)	0,345	0,060
Kiểm định F	0,000	0,000

Nguồn: Thống kê của nhóm tác giả

Ghi chú: Số trong ngoặc là giá trị p-value. (*): ý nghĩa thống kê mức 10%, (**): ý nghĩa thống kê mức 5%, và (***): ý nghĩa thống kê mức 1%.

Bảng 9: Kiểm tra tính vững tốc độ điều chỉnh tiền mặt của nhóm các công ty bị hạn chế tài chính, với biến đại diện cho hạn chế tài chính là biến xếp hạng tín dụng công ty

Chỉ tiêu	Lượng tiền mặt năm giữ tối ưu là lượng tiền mặt năm giữ của trung bình công ty	Lượng tiền mặt năm giữ tối ưu là lượng tiền mặt năm giữ của trung vị ngành
	Hệ số ước lượng	Hệ số ước lượng
	-0,6977 (0,291)	-0,4382** (0,035)
Số quan sát	2.956	2.956
Kiểm định AR(2)	0,044	0,230
Kiểm định Hansen (biến công cụ là ngoại sinh)	0,347	0,205
Kiểm định Hansen (Over – Restriction)	0,158	0,046
Kiểm định F	0,000	0,000

Nguồn: Thống kê của nhóm tác giả

Ghi chú: Số trong ngoặc là giá trị p-value. (*): ý nghĩa thống kê mức 10%, (**): ý nghĩa thống kê mức 5%, và (***): ý nghĩa thống kê mức 1%.

dần lượng tiền mặt năm giữ về lượng tiền mặt tối ưu theo thời gian.

4.3.2. Kiểm tra tính vững cho kết quả ước lượng tốc độ điều chỉnh tiền mặt của các nhóm công ty có các đặc tính khác nhau

Trong phần kiểm tra tính vững, nhóm tác giả nhận thấy rằng có tồn tại tốc độ điều chỉnh tiền mặt của nhóm các công ty nắm giữ ít tiền mặt, nhóm các công ty bị hạn chế tài chính, nhóm các công ty tạo ra ít dòng tiền tự do và tạo ra nhiều dòng tiền tự do. Trong khi nhóm công ty nắm giữ nhiều tiền mặt và không bị hạn chế tài chính lại không tìm thấy bằng chứng có sự tồn tại tốc độ điều chỉnh tiền mặt. Trong đó, thời gian điều chỉnh tiền mặt của nhóm các công ty nắm giữ ít tiền mặt là chậm hơn (0,75 năm) so với thời gian điều chỉnh của toàn bộ mẫu (0,74 năm), thời gian điều chỉnh của nhóm các công ty bị hạn chế tài chính là không rõ ràng so với thời gian điều chỉnh tiền mặt của toàn bộ mẫu. Riêng đối với thời gian điều chỉnh tiền mặt của cả hai nhóm công ty tạo ra ít dòng tiền tự do và nhiều dòng tiền tự do đều nhanh hơn so với thời gian điều chỉnh của toàn bộ mẫu, với thời gian điều chỉnh lần lượt là 0,38 năm và 0,51 năm. Tuy nhiên thời gian điều chỉnh của nhóm các công ty tạo ra ít dòng tiền tự do là nhanh hơn so với thời gian điều chỉnh của nhóm các

Bảng 10: Kiểm tra tính vững tốc độ điều chỉnh tiền mặt của nhóm các công ty niêm yết tạo ra ít dòng tiền tự do

Chỉ tiêu	Lượng tiền mặt năm giữ tối ưu là lượng tiền mặt năm giữ của trung bình công ty	Lượng tiền mặt năm giữ tối ưu là lượng tiền mặt năm giữ của trung vị ngành
	Hệ số ước lượng	Hệ số ước lượng
	0,1625*** (0,000)	-0,8695 (0,852)
Số quan sát	4.502	4.502
Kiểm định AR(2)	0,611	0,964
Kiểm định Hansen (biến công cụ là ngoại sinh)	0,275	0,512
Kiểm định Hansen (Over – Restriction)	0,243	0,027
Kiểm định F	0,000	0,000

Nguồn: Thống kê của nhóm tác giả

Ghi chú: Số trong ngoặc là giá trị p-value. (*): ý nghĩa thống kê mức 10%, (**): ý nghĩa thống kê mức 5%, và (***) : ý nghĩa thống kê mức 1%.

Bảng 11: Kiểm tra tính vững tốc độ điều chỉnh tiền mặt của nhóm các công ty niêm yết tạo ra nhiều dòng tiền tự do

Chỉ tiêu	Lượng tiền mặt năm giữ tối ưu là lượng tiền mặt năm giữ của trung bình công ty	Lượng tiền mặt năm giữ tối ưu là lượng tiền mặt năm giữ của trung vị ngành
	Hệ số ước lượng	Hệ số ước lượng
	0,0723 (0,002)	-0,2545*** (0,000)
Số quan sát	257	257
Kiểm định AR(2)	0,098	0,676
Kiểm định Hansen (biến công cụ là ngoại sinh)	0,004	0,393
Kiểm định Hansen (Over – Restriction)	0,034	0,479
Kiểm định F	0,000	0,000

Nguồn: Thống kê của nhóm tác giả

Ghi chú: Số trong ngoặc là giá trị p-value. (*): ý nghĩa thống kê mức 10%, (**): ý nghĩa thống kê mức 5%, và (***) : ý nghĩa thống kê mức 1%.

công ty tạo ra nhiều dòng tiền tự do.

5. Kết luận

Trong bài nghiên cứu này, nhóm tác giả đã cho thấy các bằng chứng như sau:

Thứ nhất, có tồn tại tốc độ điều chỉnh tiền mặt ở các công ty niêm yết Việt Nam, cụ thể là 38,95%. Với tốc độ này, các công ty niêm yết Việt Nam mất trung bình khoảng 0,74 năm để điều chỉnh lượng tiền mặt năm giữ về lượng tiền mặt tối ưu.

Thứ hai, tốc độ điều chỉnh tiền mặt có sự khác nhau giữa nhóm công ty có các đặc tính khác nhau, cụ thể tồn tại tốc độ điều chỉnh tiền mặt của nhóm các công ty tạo ra nhiều dòng tiền tự do và thời gian điều chỉnh tiền mặt là nhanh hơn so với thời gian điều chỉnh tiền mặt của toàn bộ mẫu (0,74 năm). Tuy nhiên, với kết quả kiểm tra tính vững thì tồn tại tốc độ điều chỉnh tiền mặt của nhóm các công ty nắm giữ ít tiền mặt, bị hạn chế tài chính, tạo ra ít dòng tiền tự do và tạo ra nhiều dòng tiền tự do. Trong khi các nhóm công ty nắm giữ nhiều tiền mặt và không bị hạn chế tài chính lại không tìm thấy bằng chứng có sự tồn tại tốc độ điều chỉnh

tiền mặt. Trong đó, thời gian điều chỉnh tiền mặt của nhóm các công ty nắm giữ ít tiền mặt là chậm hơn (0,75 năm) so với thời gian điều chỉnh của toàn bộ mẫu (0,74 năm), thời gian điều chỉnh của nhóm các công ty bị hạn chế tài chính là không rõ ràng so với thời gian điều chỉnh tiền mặt của toàn bộ mẫu. Riêng đối với thời gian điều chỉnh tiền mặt của cả hai nhóm các công ty tạo ra ít dòng tiền tự do và nhiều dòng tiền tự do đều nhanh hơn so với thời gian điều chỉnh của toàn bộ mẫu, với thời gian điều chỉnh lần lượt là 0,38 năm và 0,51 năm. Tuy nhiên thời gian điều chỉnh của nhóm các công ty tạo ra ít dòng tiền tự do là nhanh hơn so với thời gian điều chỉnh của nhóm các công ty tạo ra nhiều dòng tiền tự do.

Ghi chú:

1. Giữa nhóm công ty nắm giữ tiền mặt ít và nhóm công ty nắm giữ tiền mặt nhiều hoặc giữa nhóm công ty bị hạn chế tài chính với nhóm công ty không bị hạn chế tài chính hay giữa nhóm công ty tạo ra ít dòng tiền tự do và nhóm công ty tạo ra nhiều dòng tiền tự do.

Tài liệu tham khảo

- Altman, E. I. (1968), 'Financial ratio, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy', *The Journal of Finance*, 13(4), 589–609.
- Bates, T. W., Kahle, K. M., & Stulz, R. (2009), 'Why do U.S. firms hold so much more cash than they used to?', *Journal of Finance*, 5(64), 1985–2021.
- Faulkender, M., Flannery, M., Hankins, K., & Smith, J. (2012), 'Cash flows and leverage adjustments', *Journal of Financial Economics*, 103(3), 632–646.
- Ferreira, M. A., & Vilela, A. S. (2004), 'Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries', *European Financial Management*, 2(10), 295–319.
- Jensen, M. (1986), 'Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers', *The American Economic Review*, 76(2), 323–329.
- Jiang, B., & Bi, X. (2006), 'The relationship between excess cash holdings and firm value', *Economics and Management Studies*, 12, 49–55.
- Jiang, Z., & Lie, E. (2016), 'Cash holdings adjustments and managerial entrenchment', *Journal of Corporate Finance*, 36, 190–205.
- Kusnadi, Y. (2003), 'Corporate cash holdings, board structure, and ownership concentration: Evidence from Singapore', *Working Paper, Hong Kong University of Science and Technology*, Retrieved from <https://pdfs.semanticscholar.org/f427/5967c15243824c93b1409f528c31260ce122.pdf>.
- Mello, R. D., & Farhat, J. (2008), 'A comparative analysis for proxies for an optimal leverage ratio', *Review of Financial Economics*, 17(3), 213–227.
- Modigliani, F., & Miller, M. (1958), 'The cost of capital, corporate finance and the theory of investment', *American Economic Review*, 48(3), 261–297.
- Nguyễn Thị Liên Hoa, Nguyễn Lê Ngân Trang, & Lê Thị Phương Vy (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), 58–65.
- Nguyễn Thị Uyên Uyên, & Từ Thị Kim Thoa (2017), 'Ảnh hưởng của dòng tiền đến độ nhạy cảm tiền mặt trong điều kiện hạn chế tài chính của các công ty Việt Nam', *Tạp chí Phát triển Kinh tế*, 28(11), 26–53.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999), 'The determinants and implications of corporate cash holdings', *Journal of Financial Economics*, 1(52), 3–46.
- Orlova, S.V., & Rao, R.P. (2018), 'Cash holdings speed of adjustment', *International Review of Economics and Finance*, 54, 1–14.
- Wang, D., & Wang, H. (2008), 'An empirical analysis of the impact of cash holdings on the value of listed corporations', *Journal of Finance and Accounting*, 27, 20–22.
- Wang, Y., Chen, X., Ji, Y., & Song, C. (2014), 'Inflation, operating cycle, and cash holdings', *China Journal of Accounting Research*, 7(14), 1–14.