

# Đòn bẩy tài chính và nắm giữ tiền mặt: Bằng chứng thực nghiệm từ các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam

PHAN TRẦN MINH HƯNG\*

**Tóm tắt:** Nghiên cứu này phân tích mối quan hệ giữa đòn bẩy tài chính và nắm giữ tiền mặt trong nền kinh tế Việt Nam hiện nay. Nghiên cứu sử dụng mô hình động với phương pháp ước lượng mô-men tổng quát dạng hệ thống (SGMM) và dữ liệu là các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam từ năm 2007 đến năm 2019 để chỉ ra đòn bẩy tài chính có tác động nghịch chiều đến nắm giữ tiền mặt. Ngoài ra, kết quả nghiên cứu này cũng phù hợp với các đại diện của đòn bẩy tài chính và nắm giữ tiền mặt, phương pháp ước lượng và mô hình thực nghiệm, đồng thời, hỗ trợ cho lập luận liên quan đến lý thuyết dòng tiền tự do và lý thuyết trật tự phân hạng.

**Từ khóa:** Công ty niêm yết, thị trường chứng khoán Việt Nam, đòn bẩy tài chính, nắm giữ tiền mặt, mô hình động.

## 1. Giới thiệu

Các nghiên cứu trước đây chỉ ra rằng hành vi nắm giữ tiền mặt thường được giải thích bởi lý thuyết đánh đổi (Myers, 1977), lý thuyết trật tự phân hạng (Myers và Majluf, 1984) và lý thuyết dòng tiền tự do (Jensen, 1986). Trên nền tảng khung lý thuyết này, Opler và cộng sự (1999); Chen (2008); D'Mello và cộng sự (2008); Harford và cộng sự (2008) phân tích các yếu tố quyết định đến hành vi nắm giữ tiền mặt của các công ty tại Mỹ. Ozkan N. và Ozkan A. (2004); Al-Najjar và Belghitar (2011) xem xét các công ty ở Anh để xác định các yếu tố quyết định hành vi nắm giữ tiền mặt. Khung lý thuyết và bằng chứng thực nghiệm đều chỉ ra vai trò quan trọng của đòn bẩy tài chính trong các quyết định nắm giữ tiền mặt. Tuy nhiên, vai trò của đòn bẩy tài chính trong các quyết định nắm giữ tiền mặt chưa đạt được sự thống nhất. Cụ thể, theo lý thuyết đánh đổi, các công ty sử

dụng đòn bẩy tài chính cao hướng đến nắm giữ tiền mặt nhiều hơn (Al-Najjar và Belghitar, đđ; Kim J. và cộng sự, 2011; Martínez-Sola và cộng sự, 2018; Arora, 2019), ngược lại các công ty sử dụng nợ cao có xu hướng tuân thủ thứ bậc trong chính sách tài chính cho nên họ có mức dự trữ tiền mặt thấp (Ferreira và Vilela, 2004) và các công ty sử dụng đòn bẩy tài chính cao dễ dàng đối mặt với vấn đề dòng tiền tự do (Opler và cộng sự, 1999; Ferreira và Vilela, 2004; Hardin và cộng sự, 2009).

Hành vi nắm giữ tiền mặt cũng được quan tâm nhiều tại Việt Nam. Vo X.V. (2018) xem xét ảnh hưởng của tỷ lệ sở hữu nước ngoài đến hành vi nắm giữ tiền mặt. Thu P.A. và Khuong N.V. (2018) xem xét các yếu tố quyết định hành vi nắm giữ tiền mặt. Tran Quoc Trung (2020) quan tâm đến mối quan hệ giữa nắm giữ tiền mặt và khủng hoảng tài chính. Khuong N.V. và cộng sự (2020) xem xét ảnh hưởng của quản trị thu nhập đến hành vi nắm giữ tiền mặt. Nguyen L.T. và Nguyen K.V. (2021) khám phá mối quan hệ

\* Trường đại học Hoa Sen

giữa kế toán so sánh và nắm giữ tiền mặt. Trong các nghiên cứu này, đòn bẩy tài chính xuất hiện trong mô hình nghiên cứu như yếu tố kiểm soát, tuy nhiên sự tác động của đòn bẩy tài chính đến nắm giữ tiền mặt cũng không đạt được sự đồng thuận. Cụ thể, Tran Quoc Trung (đd) nhận thấy mối quan hệ tích cực giữa đòn bẩy tài chính và hành vi nắm giữ tiền mặt, trong khi đó Thu P.A. và Khuong N.V. (đd) và Khuong N.V. và cộng sự (đd) và Nguyen L.T. và Nguyen K.V. (đd) cho thấy tác động nghịch chiều của đòn bẩy tài chính đến nắm giữ tiền mặt.

Mục tiêu chính của nghiên cứu này là: i) Thứ nhất, trong bối cảnh Việt Nam cũng như thế giới, mối quan hệ giữa đòn bẩy tài chính và nắm giữ tiền mặt không đạt được sự đồng nhất; ii) Thứ hai, cho đến nay, tại Việt Nam, chưa có bất kỳ nghiên cứu nào đơn thuần quan tâm đến mối quan hệ giữa đòn bẩy tài chính và nắm giữ tiền mặt trong cả điều kiện tĩnh và động. Vì vậy, đóng góp của nghiên cứu là cung cấp những khám phá mới liên quan đến mối quan hệ giữa đòn bẩy tài chính và nắm giữ tiền mặt của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong điều kiện tĩnh và động.

## 2. Tổng quan tài liệu và phát triển giả thuyết

Mối quan hệ giữa đòn bẩy tài chính và nắm giữ tiền mặt được hình thành trên nền tảng lý thuyết đánh đổi, lý thuyết trật tự phân hạng và lý thuyết dòng tiền tự do. Lý thuyết đánh đổi cho rằng các công ty sử dụng đòn bẩy tài chính cao nhiều khả năng đối mặt với rủi ro kiệt quệ tài chính và thậm chí có thể dẫn đến phá sản do các công ty này có nghĩa vụ thanh toán nợ cao. Do đó, để đảm bảo khả năng thanh toán các nghĩa vụ nợ, các công ty này có xu hướng nắm giữ tiền mặt cao (Al-Najjar và Belghitar, đd; Kim J. và cộng sự, đd; Martínez-Sola và cộng sự, đd; Arora, đd). Trong khi đó, lý thuyết trật tự phân hạng và lý thuyết dòng tiền tự do chỉ ra rằng các công ty sử dụng đòn bẩy tài chính cao hướng đến nắm giữ tiền mặt thấp. Theo lý thuyết trật tự phân hạng, lợi nhuận giữ lại được

ưu tiên sử dụng để tài trợ hoạt động công ty. Khi nguồn vốn nội bộ không đủ để đáp ứng nhu cầu tài trợ và thanh khoản, công ty được khuyến khích phát hành nợ an toàn và nguồn vốn cuối cùng được quan tâm là vốn chủ sở hữu. Do đó, các công ty sử dụng đòn bẩy tài chính cao thường là các công ty đã sử dụng hầu hết nguồn tiền mặt. Trong khi đó, lý thuyết dòng tiền tự do (Jensen, 1986) cho rằng việc sử dụng dòng tiền để đáp ứng các yêu cầu của nghĩa vụ trả nợ có nhiều khả năng dẫn đến sự thiếu hụt các nguồn lực sẵn có, và do đó làm giảm sức mạnh của các nhà quản lý và tăng khả năng bị giám sát bởi các trái chủ. Vì vậy, các nhà quản trị hướng đến sử dụng ít nợ để gia tăng sức mạnh quản trị và ít bị giám sát bởi các trái chủ.

Các nghiên cứu đã đề cập, nhấn mạnh vai trò của đòn bẩy tài chính trong các quyết định nắm giữ tiền mặt. Cụ thể, Tại thị trường Mỹ, Opler và cộng sự (đd) và Kim J. và cộng sự (đd) lần lượt cho thấy nắm giữ tiền mặt chịu ảnh hưởng nghịch chiều bởi đòn bẩy tài chính đối với các công ty đại chúng và công ty hoạt động trong lĩnh vực nhà hàng. Ferreira và Vilela đạt được kết luận tương tự đối với các công ty tại các quốc gia thuộc Liên minh Kinh tế và Tiền tệ (EMU). Ozkan A. và Ozkan N. và Al-Najjar và Belghitar đạt cùng kết luận tương tự đối các công ty ở Anh. Tương tự, Al-Najjar ủng hộ quan điểm rằng đòn bẩy tài chính càng cao thì tỷ lệ nắm giữ tiền mặt càng thấp trong bối cảnh các công ty tại các thị trường mới nổi. Trong khi đó, Guney và cộng sự (đd) tìm ra ảnh hưởng tích cực của đòn bẩy tài chính đến nắm giữ tiền mặt đối với các công ty ở Nhật Bản và ảnh hưởng nghịch chiều đối với các công ty ở Pháp, Đức và Anh. Nghiên cứu của Arora chỉ ra rằng, các công ty có vốn vay cao có xu hướng hạn chế tài chính, vì vậy các công ty có xu hướng tích trữ tiền mặt như một động cơ phòng ngừa tại thị trường Ấn Độ.

Hệ thống tài chính Việt Nam được biết đến như hệ thống tài chính dựa vào ngân hàng. Theo

đó, các công ty niêm yết của Việt Nam có xu hướng tận dụng mối quan hệ thân thiết với ngân hàng để được tài trợ các khoản vay một cách dễ dàng (Nguyen T.D.K. và Ramachandran, 2006). Do đó, các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam nhìn chung có xu hướng sử dụng nợ quá mức. Hệ quả là các công ty nhiều khả năng đối mặt với rủi ro kiệt quệ tài chính và thậm chí có thể dẫn đến phá sản. Do đó, để đảm bảo khả năng thanh toán các nghĩa vụ nợ, các công ty có xu hướng nắm giữ tiền mặt cao hơn. Tuy nhiên, tại Việt Nam, các khoản vay được xem là nguồn tài trợ quan trọng nhất (Nguyen T.D.K. và Ramachandran, đđ), cho nên, các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam thường sử dụng các khoản vay để đáp ứng nhu cầu đầu tư và thanh khoản do lợi ích đạt được từ sử dụng khoản vay (tiết kiệm thuế, giảm chi phí đại diện liên quan đến xung đột lợi ích giữa nhà quản trị và cổ đông) lớn hơn chi phí mà các công ty phải chịu (khó khăn tài chính và chi phí phá sản, gia tăng xung đột lợi ích giữa cổ đông và trái chủ)

Dựa vào khung lý thuyết, bằng chứng thực nghiệm liên quan và đặc thù thị trường Việt Nam, nghiên cứu này đưa ra giả thuyết sau:

H1: Đòn bẩy tài chính và nắm giữ tiền mặt có mối quan hệ nghịch chiều.

### 3. Phương pháp ước lượng và dữ liệu nghiên cứu

#### 3.1. Mô hình thực nghiệm

Trong điều kiện thị trường không hoàn hảo, quyết định điều chỉnh tỷ lệ nắm giữ tiền mặt thực tế hướng về tỷ lệ nắm giữ tiền mặt mục tiêu cần được cân nhắc dựa trên nền tảng lợi ích và chi phí. Ngoài ra, các công ty thường dựa vào các quyết định trong quá khứ để đưa ra các quyết định hiện tại về nắm giữ tiền mặt. Ở góc độ thực nghiệm, Ozkan A. và Ozkan N. (đđ); Chen (2008); García-Teruel và Martínez-Solano (đđ); Kim J. và cộng sự (đđ); Bigelli và Sánchez-Vidal (2012) sử dụng mô hình động để kiểm tra các

yếu tố tác động đến hành vi nắm giữ tiền mặt. Do đó, nghiên cứu này sử dụng mô hình động để xem xét mối quan hệ này. Theo đó, mô hình nghiên cứu có sự xuất hiện giá trị trễ của tỷ lệ nắm giữ tiền mặt như một biến giải thích.

Ngoài ra, để loại trừ vấn đề nội sinh bắt nguồn từ ảnh hưởng của nắm giữ tiền mặt đến các biến giải thích trong mô hình nghiên cứu, các biến giải thích được sử dụng trong nghiên cứu này là các biến trễ (Bellemare et al., 2017).

Dựa vào các bằng chứng thực nghiệm trước đây về mối quan hệ giữa đòn bẩy tài chính và nắm giữ tiền mặt, nghiên cứu này sử dụng mô hình nghiên cứu sau:

$$CASH_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CASH_{i,t-1} + \beta_2 LEV_{i,t-1} + \beta_3 CV_{i,t-1} + \mu_i + \Theta_{t-1} + u_{i,t-1}, (1)$$

Trong đó:  $i$  và  $t$  lần lượt đại diện cho công ty  $i$  và năm  $t$ .  $CASH$  là tỷ lệ nắm giữ tiền mặt.  $LEV$  là đòn bẩy tài chính bao gồm đòn bẩy tài chính sổ sách và đòn bẩy tài chính thị trường.  $CV$  đại diện cho các biến kiểm soát.  $\mu_i$  là ảnh hưởng cố định công ty.  $\Theta_{t-1}$  là ảnh hưởng cố định năm.  $U_i$  là sai số ngẫu nhiên.

#### 3.2. Phương pháp ước lượng

Phương pháp ước lượng SGMM là phương pháp ước lượng hiện đại. Phương pháp ước lượng này tận dụng điều kiện mô-men có sẵn để tạo ra các điều kiện trực giao nhằm giải quyết các vấn đề nội sinh trong mô hình động. Các bằng chứng thực nghiệm trước đây đã chỉ ra rằng phương pháp ước lượng SGMM là phương pháp ước lượng hiệu quả cho mô hình động (Blundell và Bond, 1998). Ở góc độ thực nghiệm, Guariglia và Yang (2016); Guizani (2017) đã sử dụng phương pháp ước lượng SGMM để xử lý các vấn đề nội sinh trong mô hình động liên quan đến hành vi nắm giữ tiền mặt và đòn bẩy tài chính. Do đó, nghiên cứu này sử dụng phương pháp ước lượng SGMM để khám phá mối quan hệ giữa đòn bẩy tài chính và nắm giữ tiền mặt.

### 3.3. Đo lường biến

#### Nắm giữ tiền mặt

Dựa vào các nghiên cứu trước đây về nắm giữ tiền mặt đã đề cập ở trên, nghiên cứu này sử dụng hai chỉ số của việc nắm giữ tiền mặt. Cụ thể như sau: i) Thứ nhất, tỷ lệ giữa tổng tiền và các khoản tương đương tiền cộng với đầu tư ngắn hạn trên tổng tài sản; ii) Thứ hai, tỷ lệ giữa tổng tiền và các khoản tương đương tiền cộng với đầu tư ngắn hạn trên tổng tài sản trừ đi tổng tiền và các khoản tương đương tiền cộng với đầu tư ngắn hạn. Các đo lường này được chi tiết trong Bảng 1.

#### Đòn bẩy tài chính

Sử dụng đòn bẩy tài chính dựa trên giá trị sổ sách hoặc giá trị thị trường đều có những ưu và

nhược điểm của nó (Fama và French, 2002 và Welch, 2004). Vì vậy, để có cái nhìn tổng quát về mối quan hệ giữa đòn bẩy tài chính và nắm giữ tiền mặt, nghiên cứu này sử dụng cả đòn bẩy tài chính sổ sách và đòn bẩy tài chính thị trường. Các đo lường này được chi tiết trong Bảng 1.

#### Biến kiểm soát

Để đạt được tác động ròng của đòn bẩy tài chính đến hành vi nắm giữ tiền mặt, nghiên cứu này sử dụng các biến kiểm soát thường xuyên xuất hiện trong các nghiên cứu trước đây (Opler và cộng sự (đd); Drobetz và Grüninger, đd; García-Teruel và Martínez-Solano (đd); Hall và cộng sự, 2014). Các biến kiểm soát này bao gồm: Quy mô, lợi nhuận, thanh khoản, tài sản hữu hình, cơ hội phát triển, tuổi. Định nghĩa của các biến kiểm soát được trình bày trong Bảng 1.

**Bảng 1:** Các biến được sử dụng trong mô hình nghiên cứu

Biến	Viết tắt	Mô tả
<b>A. Nắm giữ tiền mặt</b>		
Nắm giữ tiền mặt	CASH1	(Tiền và các khoản tương đương tiền + đầu tư ngắn hạn)/ Tổng tài sản
Nắm giữ tiền mặt	CASH2	(Tiền và các khoản tương đương tiền + đầu tư ngắn hạn) / (Tổng tài sản - tiền và các khoản tương đương tiền - đầu tư ngắn hạn)
<b>B. Đòn bẩy tài chính</b>		
Đòn bẩy sổ sách	BLEV	Giá trị sổ sách của tổng nợ chia cho giá trị sổ sách của tổng tài sản.
Đòn bẩy thị trường	MLEV	Giá trị sổ sách của tổng nợ chia cho tổng giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu và giá trị sổ sách của tổng nợ.
<b>C. Biến kiểm soát</b>		
Quy mô	SIZE	Logarit tự nhiên của tổng doanh thu
Tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu	ROE	Lợi nhuận sau thuế trên vốn chủ sở hữu
Tính thanh khoản	LIQ	Tài sản ngắn hạn trên nợ ngắn hạn
Tài sản hữu hình	TANG	Tài sản hữu hình trên tổng tài sản
Tăng trưởng doanh thu	AG	Tốc độ tăng trưởng tổng doanh thu hàng năm

### 3.4. Dữ liệu nghiên cứu

Để kiểm định giả thuyết nghiên cứu mối quan hệ ngược chiều giữa đòn bẩy tài chính và nắm giữ tiền mặt, nghiên cứu này sử dụng dữ liệu thứ cấp là các công ty phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2007 - 2019, được cung cấp bởi Vietstock. Do yêu cầu của mô hình động, các công ty phải có dữ liệu cho tất cả các biến trong ít nhất hai năm liên tục. Ngoài ra, để loại bỏ ảnh hưởng của các tác động ngoại lai, kỹ thuật winsorize được sử dụng cho tất cả các biến liên tục ở mức 1% và 99%.

## 4. Kết quả nghiên cứu

### 4.1. Thống kê mô tả và các mối tương quan của các biến

**Bảng 2:** Thống kê mô tả

	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Phân vị 10%	Trung vị	Phân vị 90%
CASH1	5.554	0,096	0,102	0,009	0,060	0,232
CASH2	5.554	0,125	0,172	0,009	0,064	0,302
BLEV	5.554	0,496	0,223	0,177	0,521	0,781
MLEV	5.554	0,515	0,262	0,136	0,538	0,859
SIZE	5.554	13,128	1,471	11,313	13,038	15,013
ROE	5.554	0,123	0,130	0,007	0,117	0,272
LIQ	5.554	1,558	2,036	0,404	0,956	2,981
TANG	5.554	0,202	0,182	0,023	0,147	0,469
AG	5.554	0,144	0,312	-0,117	0,074	0,466

*Nguồn: Tính toán của tác giả.*

Hệ số tương quan Pearson của các cặp biến độc lập được minh họa trong Bảng 3. Bảng 3 cho thấy rằng tất cả các hệ số tương quan giữa các biến độc lập đều nhỏ hơn 0,8.

Bảng 2 cung cấp thống kê mô tả cho toàn bộ mẫu. Một công ty trung bình có tỷ lệ nắm giữ tiền mặt CASH1 và CASH2 lần lượt là 0,096 và 0,125. Trung vị của CASH1 và CASH2 lần lượt là 0,06 và 0,064. Giá trị trung bình (trung vị) của đòn bẩy tài chính sổ sách và đòn bẩy tài chính thị trường lần lượt là 0,496 (0,521) và 0,515 (0,538). Một công ty trung bình có logarithm tự nhiên của tổng tài sản là 13,128. Giá trị trung bình của tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu là 12,3%. Các công ty trong mẫu nghiên cứu có mức thanh khoản trung bình là 1,558. Tiếp theo, tài sản hữu hình có giá trị trung bình là 0,202. Giá trị trung vị của giá trị thị trường trên giá trị sổ sách là 0,875. Cuối cùng, một công ty trung bình có mức tăng trưởng tổng doanh thu hàng năm là 14,4%.

Theo quy tắc kinh nghiệm của Klein, có thể kết luận rằng mô hình nghiên cứu ít đối mặt với vấn đề đa tuyến nghiêm trọng (Gujarati, 2003).

**Bảng 3:** Ma trận hệ số tương quan Pearson

	CASH1	CASH2	BLEV	MLEV	SIZE	ROE	LIQ	TANG	AG
CASH1	1								
CASH2	0,978***	1							
BLEV	-0,297***	-0,279***	1						
MLEV	-0,352***	-0,320***	0,847***	1					
SIZE	-0,129***	-0,131***	0,331***	0,229***	1				
ROE	0,255***	0,224***	-0,091***	-0,339***	0,0381**	1			
LIQ	0,304***	0,313***	-0,604***	-0,526***	-0,204***	0,045***	1		
TANG	-0,155***	-0,149***	-0,0313*	-0,035**	0,059***	-0,002	-0,098***	1	
AG	0,046***	0,041**	0,088***	-0,0418**	0,114***	0,238***	0,002	-0,109***	1

*Nguồn:* Tính toán của tác giả.

*Ghi chú:* \*\*\*, \*\* và \* chỉ ra ý nghĩa thống kê lần lượt ở các mức 1%, 5% và 10%.

#### 4.2. Kết quả ước lượng

Bảng 4 cho thấy kết quả ước lượng mối quan hệ giữa đòn bẩy tài chính và nắm giữ tiền mặt của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Kết quả này đạt được thông qua ước lượng Công thức (1) sử dụng kỹ thuật ước lượng SGMM hai bước. Mô hình (1) và (3) báo cáo kết quả ước lượng trong trường hợp CASH1 được sử dụng như các biến phụ thuộc. Cụ thể, Mô hình (1) sử dụng đòn bẩy tài chính được tính toán dựa vào giá trị sổ sách, trong khi đó Mô hình (3) sử dụng đòn bẩy tài chính được

tính toán dựa vào giá trị thị trường. Tương tự, Mô hình (2) và (4) báo cáo kết quả ước lượng trong trường hợp CASH2 được sử dụng như các biến phụ thuộc. Cụ thể, Mô hình (2) sử dụng đòn bẩy tài chính được tính toán dựa vào giá trị sổ sách, trong khi đó mô hình (4) sử dụng đòn bẩy tài chính được tính toán dựa trên giá trị thị trường. Với giả thuyết nghiên cứu mối quan hệ ngược chiều giữa đòn bẩy tài chính và nắm giữ tiền mặt, hệ số ước lượng của đòn bẩy tài chính (BLEV và MLEV) được kỳ vọng âm và có ý nghĩa thống kê.

**Bảng 4:** Mối quan hệ giữa đòn bẩy tài chính và nắm giữ tiền mặt

BIẾN	Mô hình			
	CASH1 <sub>t</sub>	CASH2 <sub>t</sub>	CASH1 <sub>t</sub>	CASH2 <sub>t</sub>
	(1)	(2)	(3)	(4)
CASH1 <sub>t-1</sub>	0,762*** (0,104)		0,774*** (0,102)	
CASH2 <sub>t-1</sub>		0,813*** (0,095)		0,822*** (0,094)
BLEV <sub>t-1</sub>	-0,040*** (0,010)	-0,064*** (0,015)		
MLEV <sub>t-1</sub>			-0,036*** (0,011)	-0,057*** (0,015)
SIZE <sub>t-1</sub>	-0,002** (0,001)	-0,002** (0,001)	-0,002*** (0,001)	-0,003** (0,001)
ROE <sub>t-1</sub>	0,007 (0,017)	-0,003 (0,027)	0,001 (0,016)	-0,011 (0,026)
LIQ <sub>t-1</sub>	-0,005*** (0,002)	-0,009*** (0,003)	-0,004*** (0,001)	-0,009*** (0,003)
TANG <sub>t-1</sub>	0,001 (0,011)	0,008 (0,015)	0,002 (0,011)	0,010 (0,015)
AG <sub>t-1</sub>	-0,019*** (0,004)	-0,029*** (0,007)	-0,019*** (0,004)	-0,030*** (0,007)
Hằng số	0,057*** (0,018)	0,072*** (0,025)	0,063*** (0,019)	0,082*** (0,027)
Kiểm soát	Y	Y	Y	Y
AR(2)	0,467	0,900	0,459	0,899
HANSEN (P-value)	0,305	0,495	0,290	0,483
Số quan sát	4.857	4.857	4.857	4.857

*Nguồn: Tính toán của tác giả.*

*Ghi chú: Y là ảnh hưởng cố định năm<sup>1</sup>. \*\*\*, \*\* và \* chỉ ra ý nghĩa thống kê lần lượt ở các mức 1%, 5% và 10%. Sai số chuẩn robust theo cụm công ty được báo cáo trong ngoặc đơn.*

<sup>1</sup> Phương pháp ước lượng SGMM đã giải quyết vấn đề chệch do ảnh hưởng cố định công ty. Vì vậy, kiểm soát thêm ảnh hưởng cố định năm để xem xét ảnh hưởng của các nhân tố vĩ mô đến nắm giữ tiền mặt là cần thiết.

Kết quả ước lượng từ mô hình (1), (2) của Bảng 4 cho thấy các hệ số ước lượng của đòn bẩy tài chính sổ sách (BLEV) đều âm và có ý nghĩa thống kê ở mức thông lệ 1%. Điều này cho thấy tác động ngược chiều của đòn bẩy tài chính sổ sách đến nắm giữ tiền mặt. Ngoài ra, kết quả ước

lượng từ mô hình (3) - (4) của Bảng 4 cho thấy các hệ số ước lượng của đòn bẩy tài chính thị trường (MLEV) đều âm và có ý nghĩa thống kê ở mức thông lệ 1%. Điều này cho thấy tác động ngược chiều của đòn bẩy tài chính thị trường đến nắm giữ tiền mặt. Nhìn chung, sử dụng đòn bẩy

tài chính sổ sách và đòn bẩy tài chính thị trường, nghiên cứu này đều tìm thấy đòn bẩy tài chính có mối quan hệ ngược chiều với nắm giữ tiền mặt.

#### 4.3. Kiểm định tính bền vững của kết quả nghiên cứu

Để đảm bảo ý nghĩa của kết quả nghiên cứu, nghiên cứu này kiểm định tính bền vững của kết quả nghiên cứu với (i) các đo lường khác của đòn bẩy tài chính, (ii) các đo lường khác của nắm giữ tiền mặt, (iii) phương pháp ước lượng.

##### 4.3.1. Đòn bẩy tài chính

**Bảng 5: Mối quan hệ giữa đòn bẩy tài chính và nắm giữ tiền mặt - sử dụng đo lường khác của đòn bẩy tài chính**

BIẾN	Mô hình			
	CASH1 <sub>t</sub>	CASH1 <sub>t</sub>	CASH2 <sub>t</sub>	CASH2 <sub>t</sub>
	(1)	(2)	(3)	(4)
CASH1 <sub>t-1</sub>	0,762*** (0,104)		0,774*** (0,102)	
CASH2 <sub>t-1</sub>		0,813*** (0,095)		0,822*** (0,094)
BLEVA <sub>t-1</sub>	-0,040*** (0,010)	-0,064*** (0,015)		
MLEVA <sub>t-1</sub>			-0,036*** (0,011)	-0,057*** (0,015)
SIZE <sub>t-1</sub>	-0,002** (0,001)	-0,002** (0,001)	-0,002*** (0,001)	-0,003** (0,001)
ROE <sub>t-1</sub>	0,007 (0,017)	-0,003 (0,027)	0,001 (0,016)	-0,011 (0,026)
LIQ <sub>t-1</sub>	-0,005*** (0,002)	-0,009*** (0,003)	-0,005*** (0,001)	-0,009*** (0,003)
TANG <sub>t-1</sub>	0,001 (0,011)	0,008 (0,015)	0,002 (0,011)	0,010 (0,015)
AG <sub>t-1</sub>	-0,019*** (0,004)	-0,029*** (0,007)	-0,019*** (0,004)	-0,030*** (0,007)
Hằng số	0,058*** (0,018)	0,072*** (0,025)	0,064*** (0,019)	0,082*** (0,027)
Kiểm soát	Y	Y	Y	Y
AR(2)	0,467	0,900	0,458	0,899
HANSEN (P-value)	0,305	0,495	0,291	0,483
Số quan sát	4.857	4.857	4.857	4.857

*Nguồn: Tính toán của tác giả.*

*Ghi chú: Y là ảnh hưởng cố định năm. \*\*\*, \*\* và \* chỉ ra ý nghĩa thống kê lần lượt ở các mức 1%, 5% và 10%. Sai số chuẩn robust theo cụm công ty được báo cáo trong ngoặc đơn.*



Bảng 5 cung cấp kết quả ước lượng mối quan hệ giữa đòn bẩy tài chính và nắm giữ tiền mặt sử dụng các đại diện khác của đòn bẩy tài chính. Các kết quả ước lượng được báo cáo trong Mô hình (1) - (4) của Bảng 5 cho thấy các hệ số ước lượng của các đại diện khác của đòn bẩy tài chính âm và có ý nghĩa thống kê ở mức thông lệ 1%. Điều này cho thấy mối quan hệ này bền vững với các đại diện của đòn bẩy tài chính.

#### 4.3.2. Nắm giữ tiền mặt

Sử dụng cả CASH1 và CASH2 như các đo lường của nắm giữ tiền mặt, nghiên cứu đã chỉ

**Bảng 6: Mối quan hệ giữa đòn bẩy tài chính và nắm giữ tiền mặt - sử dụng đo lường khác của nắm giữ tiền mặt**

BIẾN	Mô hình			
	CASH3 <sub>t</sub>	CASH4 <sub>t</sub>	CASH3 <sub>t</sub>	CASH4 <sub>t</sub>
	(1)	(2)	(3)	(4)
CASH3 <sub>t-1</sub>	0,720*** (0,073)		0,768*** (0,047)	
CASH4 <sub>t-1</sub>		0,688*** (0,050)		0,707*** (0,045)
BLEV <sub>t-1</sub>	-0,056*** (0,014)	-0,098*** (0,021)		
MLEV <sub>t-1</sub>			-0,037*** (0,009)	-0,074*** (0,018)
SIZE <sub>t-1</sub>	-0,003*** (0,001)	-0,006*** (0,002)	-0,003*** (0,001)	-0,004*** (0,002)
ROE <sub>t-1</sub>	0,013 (0,015)	0,014 (0,028)	0,007 (0,012)	-0,002 (0,023)
LIQ <sub>t-1</sub>	-0,005*** (0,002)	-0,006 (0,004)	-0,004** (0,001)	-0,006* (0,003)
TANG <sub>t-1</sub>	0,006 (0,011)	-0,009 (0,016)	0,006 (0,008)	0,002 (0,012)
AG <sub>t-1</sub>	-0,019*** (0,006)	-0,027** (0,011)	-0,016*** (0,005)	-0,027*** (0,009)
Hàng số	0,088*** (0,021)	0,143*** (0,035)	0,073*** (0,017)	0,122*** (0,031)
Kiểm soát	Y	Y	Y	Y
Số quan sát	4.857	4.852	4.857	4.852
AR(2)	0,395	0,630	0,333	0,666
HANSEN (P-value)	0,800	0,765	0,634	0,696

*Nguồn: Tính toán của tác giả.*

*Ghi chú: Y là ảnh hưởng cố định năm. \*\*\*, \*\* và \* chỉ ra ý nghĩa thống kê lần lượt ở các mức 1%, 5% và 10%. Sai số chuẩn robust theo cụm công ty được báo cáo trong ngoặc đơn.*

Bảng 6 cho thấy kết quả ước lượng mối quan hệ giữa đòn bẩy tài chính và nắm giữ tiền mặt sử dụng các đo lường khác của nắm giữ tiền mặt. Kết quả ước lượng trong mô hình (1) - (4) của Bảng 6 cho thấy rằng tất cả các hệ số ước lượng của đòn bẩy tài chính vẫn âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Kết quả ước lượng này chỉ ra rằng mối quan hệ này không nhạy cảm với các đo lường khác của nắm giữ tiền mặt.

#### 4.3.3. Phương pháp ước lượng

Phương pháp ước lượng SGMM được ghi nhận là phương pháp ước lượng hiệu quả và được sử dụng thường xuyên trong mô hình động. Tuy nhiên, phương pháp ước lượng này

không quan tâm đến sự hiện diện của biến phụ thuộc phân số (Elsas và Florysiak, 2015). Biến phụ thuộc phân số là biến phụ thuộc dao động trong một khoảng nào đó. Biến phụ thuộc được sử dụng trong nghiên cứu này là tỷ lệ nắm giữ tiền mặt. Tỷ lệ nắm giữ tiền mặt thường xuyên dao động trong khoảng (0, 1). Elsas và Florysiak (2015) cho rằng phương pháp ước lượng DPF hiệu quả hơn phương pháp ước lượng SGMM trong trường hợp biến phụ thuộc phân số. Vì vậy, nghiên cứu này sử dụng phương pháp ước lượng DPF để kiểm tra liệu kết quả ước lượng này có bền vững với phương pháp ước lượng hay không.

**Bảng 7: Mối quan hệ giữa đòn bẩy tài chính và nắm giữ tiền mặt – sử dụng kỹ thuật ước lượng DPF**

BIẾN	Mô hình			
	CASH1 <sub>t</sub>	CASH2 <sub>t</sub>	CASH1 <sub>t</sub>	CASH2 <sub>t</sub>
	(1)	(2)	(3)	(4)
CASH1 <sub>t-1</sub>	0,496*** (0,018)		0,495*** (0,018)	
CASH2 <sub>t-1</sub>		0,493*** (0,018)		0,492*** (0,018)
BLEV <sub>t-1</sub>	-0,047*** (0,008)	-0,076*** (0,013)		
MLEV <sub>t-1</sub>			-0,049*** (0,007)	-0,077*** (0,013)
SIZE <sub>t-1</sub>	-0,003** (0,001)	-0,004** (0,002)	-0,003** (0,001)	-0,004** (0,002)
ROE <sub>t-1</sub>	0,029*** (0,010)	0,036** (0,017)	0,022** (0,010)	0,026 (0,017)
LIQ <sub>t-1</sub>	-0,002*** (0,001)	-0,003** (0,001)	-0,002*** (0,001)	-0,003** (0,001)
TANG <sub>t-1</sub>	-0,015** (0,007)	-0,026** (0,012)	-0,015** (0,007)	-0,027** (0,012)
AG <sub>t-1</sub>	-0,016*** (0,004)	-0,025*** (0,006)	-0,017*** (0,004)	-0,026*** (0,006)
Hằng số	-0,003** (0,001)	-0,004** (0,002)	-0,003** (0,001)	-0,004** (0,002)
Kiểm soát	Y	Y	Y	Y
Số quan sát	4.857	4,857	4.857	4.857

*Nguồn: Tính toán của tác giả.*

*Ghi chú: Y là ảnh hưởng cố định năm<sup>2</sup>. \*\*\*, \*\* và \* chỉ ra ý nghĩa thống kê lần lượt ở các mức 1%, 5% và 10%. Sai số chuẩn được báo cáo trong ngoặc đơn.*

<sup>2</sup>Phương pháp ước lượng DPF đã giải quyết vấn đề chệch do ảnh hưởng cố định công ty. Vì vậy, kiểm soát thêm ảnh hưởng cố định năm để xem xét ảnh hưởng của các nhân tố vĩ mô đến nắm giữ tiền mặt là cần thiết.

Bảng 7 trình bày kết quả ước lượng mối quan hệ giữa đòn bẩy tài chính và nắm giữ tiền mặt sử dụng kỹ thuật ước lượng DPF cho Công thức (1). Các hệ số ước lượng của đòn bẩy tài chính sổ sách (BLEV) và đòn bẩy tài chính thị trường (MLEV) vẫn âm và có ý nghĩa thống kê ở mức thông lệ 1% trong mô hình (1)-(4) của Bảng 7, cho thấy mối quan hệ nghịch biến giữa đòn bẩy tài chính và nắm giữ tiền mặt vẫn duy trì khi sử dụng phương pháp ước lượng PDF.

### 5. Thảo luận chung

Mối quan hệ nghịch chiều giữa đòn bẩy tài chính và nắm giữ tiền mặt của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam thống nhất với bằng chứng thực nghiệm trước đây trên thế giới từ các nguồn tài liệu được khảo cứu. Ngoài ra, kết quả nghiên cứu này cũng thống nhất với bằng chứng thực nghiệm tại Việt Nam của Thu P.A. và Khương N.V. (đđ); Khương N.V. và cộng sự, (đđ) và Nguyen L.T. và Nguyen K.V. (đđ)<sup>1</sup>.

Kết quả nghiên cứu này ủng hộ quan điểm đòn bẩy tài chính càng cao thì lượng tiền mặt nắm giữ càng thấp. Kết quả nghiên cứu này hỗ

trợ dự đoán của lý thuyết trật tự phân hạng và lý thuyết dòng tiền tự do. Theo đó, các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam ưu tiên sử dụng nguồn dự trữ tiền mặt. Nếu dự trữ tiền mặt không đủ để đáp ứng nhu cầu đầu tư và thanh khoản, các công ty này hướng đến sử dụng các khoản nợ. Ngược lại, nếu các công ty này có dự trữ tiền mặt lớn, họ có thể hướng đến thanh toán nợ. Ngoài ra, tại Việt Nam, các công ty thường đối mặt với vấn đề đại diện một cách nghiêm ngặt (Huynh T.L.D. và cộng sự, 2020). Vì vậy, các nhà quản trị có xu hướng gia tăng tài sản dưới sự quản lý của họ nhằm gia tăng quyền lực quản trị và do đó, họ mong muốn gia tăng tiền mặt nắm giữ và không mong muốn gia tăng nợ.

### 6. Kết luận

Bài viết phân tích mối quan hệ giữa đòn bẩy tài chính và nắm giữ tiền mặt trong bối cảnh thị trường Việt Nam hiện nay. Sử dụng kỹ thuật ước lượng SGMM hai bước, nghiên cứu này chỉ ra mối quan hệ nghịch chiều giữa đòn bẩy tài chính và nắm giữ tiền mặt. Ngoài ra, tìm kiếm này cũng phù hợp với các đại diện khác của đòn bẩy tài chính, nắm giữ tiền mặt, phương pháp ước lượng và mô hình thực nghiệm. Các kết quả nghiên cứu này ủng hộ lập luận liên quan đến lý thuyết dòng tiền tự do và lý thuyết trật tự phân hạng♦

<sup>1</sup> Tran Quoc Trung (đđ) kết luận mối quan hệ cùng chiều giữa đòn bẩy tài chính và nắm giữ tiền mặt. Tuy nhiên, nghiên cứu này không so sánh với kết quả nghiên cứu của Tran Quoc Trung. Điều này bởi vì: i) Thứ nhất, mục tiêu nghiên cứu của Tran Quoc Trung là quan tâm đến mối quan hệ giữa nắm giữ tiền mặt và khủng hoảng tài chính toàn cầu chứ không tập trung quan tâm đến mối quan hệ giữa đòn bẩy tài chính và nắm giữ tiền mặt; ii) Thứ hai, Tran Quoc Trung sử dụng mức độ tăng trưởng của tỷ lệ nắm giữ tiền mặt như biến phụ thuộc, và vì vậy kết luận của Tran Quoc Trung được hình thành trên nền tảng tác động của đòn bẩy tài chính đến mức độ tăng trưởng của tỷ lệ nắm giữ tiền mặt, trong khi đó nghiên cứu này sử dụng tỷ lệ nắm giữ tiền mặt như biến phụ thuộc; iii) Thứ ba, Tran Quoc Trung có thể đối mặt với vấn đề nội sinh do ảnh hưởng của nắm giữ tiền mặt đến đòn bẩy tài chính và các biến giải thích khác trong mô hình nghiên cứu.

**Tài liệu tham khảo:**

1. Al-Najjar, B. (2013): *The financial determinants of corporate cash holdings: Evidence from some emerging markets*, International Business Review, 22(1), 77–88.
2. Arora, R. K. (2019): *Corporate Cash Holdings: An Empirical Investigation of Indian Companies*, Global Business Review, 20(4), 1088 - 1106.
3. Bellemare, M. F., Masaki, T. and Pepinsky, T. B. (2017): *Lagged explanatory variables and the estimation of causal effect*, Journal of Politics, 79(3), 949 - 963.
4. Bigelli, M. and Sánchez-Vidal, J. (2012): *Cash holdings in private firms*, Journal of Banking and Finance, 36(1), 26–35.
5. Drobetz, W. and Grüninger, M. C. (2007): *Corporate cash holdings: Evidence from Switzerland*, Financial Markets and Portfolio Management, 21(3), 293–324.
6. Ferreira, M. A. and Vilela, A. S. (2004): *Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries*, European Financial Management, 10(2), 295–319.
7. García-Teruel, P. J. and Martínez-Solano, P. (2008): *On the determinants of SME cash holdings: Evidence from Spain*, Journal of Business Finance and Accounting, 35(1–2), 127–149.
8. Huynh, T. L. D., Wu, J. and Duong, A. T. (2020): *Information Asymmetry and firm value: Is Vietnam different?*, Journal of Economic Asymmetries. Elsevier Ltd, 21(June), p. e00147.
9. Jensen, M. C. (1986): *Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, American Economic Review, 76(2), 323–329.
10. Khuong, N. V., Liem, N. T., & Minh, M. T. H. (2020): *Earnings management and cash holdings: Evidence from energy firms in Vietnam*, Journal of international studies, 13(1), 247-261.
11. Martínez-Sola, C., García-Teruel, P. J. and Martínez-Solano, P. (2018): *Cash holdings in SMEs: speed of adjustment, growth and financing*, Small Business Economics. Small Business Economics, 51(4), 823–842.
12. Myers, S. C. (1977): *Determinants of corporate borrowing*, Journal of Financial Economics, 5(2), 147–175.
13. Myers, S. C. and 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. Nguyen, L. T., & Nguyen, K. V. (2021): *Accounting Comparability and Cash Holdings in Vietnam*, International Journal of Financial Studies, 9(2), 27.
15. Nguyen, T. D. K. and Ramachandran, N. (2006): *Capital Structure in Small and Medium-sized Enterprises: The Case of Vietnam*, Asean Economic Bulletin, 23(2), 192–211.
16. Ozkan, A. and Ozkan, N. (2004): *Corporate cash holdings: An empirical investigation of UK companies*, Journal of Banking and Finance, 28(9), 2103–2134.
17. Thu, P. A., & Khuong, N. V. (2018): *Factors effect on corporate cash holdings of the energy enterprises listed on Vietnam's stock market*, International Journal of Energy Economics and Policy, 8(5), 29-34.
18. Tran, Q. T. (2020): *Corporate cash holdings and financial crisis: new evidence from an emerging market*, Eurasian Business Review, 10(2), 271-285.
19. Vo, X. V. (2018): *Foreign Ownership and Corporate Cash Holdings in Emerging Markets*, International Review of Finance, 18(2), 297-303.
20. Opler and et., Chen 2008. D'mello và Cộng sự.

**Thông tin tác giả:**

TS. PHAN TRẦN MINH HƯNG Trường Đại học Hoa sen

Email: [hung.phantranminh@hoasen.edu.vn](mailto:hung.phantranminh@hoasen.edu.vn)