

CÁC YẾU TỐ TÁC ĐỘNG ĐẾN TỶ LỆ NẮM GIỮ TIỀN MẶT CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH

• Phạm Thanh Tú^(*)

Tóm tắt

Mục tiêu của nghiên cứu này nhằm xác định các yếu tố tác động đến tỷ lệ nắm giữ tiền mặt của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh. Nghiên cứu này sử dụng số liệu của 237 công ty, trong giai đoạn 2011-2013. Mô hình nghiên cứu được thực hiện hồi quy bằng phần mềm thống kê SPSS 20.0. Kết quả nghiên cứu cho thấy các nhân tố tác động đến tỷ lệ nắm giữ tiền mặt bao gồm: quy mô công ty, vốn lưu động ròng, dòng tiền, đòn bẩy tài chính, lợi nhuận trên tổng tài sản, thời gian hoạt động và sở hữu nhà nước. Tỷ lệ nắm giữ tiền mặt trung bình của các công ty là 13%.

Từ khóa: nắm giữ tiền mặt, mô hình đánh đổi, lý thuyết trật tự phân hạng, lý thuyết dòng tiền tự do.

1. Đặt vấn đề

Nắm giữ nhiều tiền mặt nhằm giúp cho các doanh nghiệp đảm bảo được khả năng thanh toán, thực hiện các dự án đầu tư, chi trả các chi phí để duy trì hoạt động sản xuất kinh doanh và đề phòng những khoản thanh toán khẩn cấp mà không lường trước được trong tương lai. Thế nhưng việc doanh nghiệp nắm giữ quá nhiều tiền mặt có phải là một điều tốt và liệu rằng các nhà quản lý có động cơ tích trữ tiền mặt để gia tăng tài sản thuộc quyền kiểm soát và thực hiện các quyết định đầu tư theo quyền quyết định của họ hay không? Vì vậy, việc nghiên cứu các yếu tố tác động đến tỷ lệ nắm giữ tiền mặt sẽ giúp cho các nhà quản trị nhận biết được các yếu tố ảnh hưởng đến việc nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp và dựa trên kết quả đó, các nhà quản trị sẽ xây dựng các chính sách quản trị tiền mặt cũng như hoạch định các chiến lược thông qua việc ra và thực hiện các quyết định đầu tư, quyết định tài trợ và quyết định phân phối sao cho mang lại hiệu quả cao nhất cho doanh nghiệp.

2. Tổng quan nghiên cứu

2.1. Các lý thuyết về nắm giữ tiền mặt

Trong các bài nghiên cứu trước đây đã đưa ra ba lý thuyết để giải thích cho việc nắm giữ tiền mặt của các công ty, bao gồm: mô hình đánh đổi, lý thuyết trật tự phân hạng và lý thuyết dòng tiền tự do.

2.1.1. Mô hình đánh đổi

Nghiên cứu của Ferreira và Vilela (2004) [3], mô hình đánh đổi cho rằng các công ty thiết lập mức tối ưu nắm giữ tiền mặt của họ bằng cách cân bằng

giữa chi phí biên và lợi ích biên của việc nắm giữ tiền mặt. Có nhiều lợi ích liên quan đến việc nắm giữ tiền mặt. Thứ nhất, nắm giữ tiền mặt làm giảm khả năng xảy ra kiệt quệ tài chính, vì tiền mặt đóng vai trò như một khoảng dự trữ an toàn cho những khoản lỗ bất ngờ xảy ra hay chi phí huy động vốn bên ngoài tăng lên. Thứ hai, nắm giữ tiền mặt cho phép thực hiện các chính sách đầu tư tối ưu khi gặp ràng buộc về mặt tài chính. Mặt khác, nếu phải huy động vốn bên ngoài với chi phí cao sẽ buộc các công ty phải từ bỏ những dự án đầu tư với giá trị NPV dương. Cuối cùng, việc nắm giữ tiền mặt lúc này sẽ góp phần giảm thiểu chi phí huy động vốn từ bên ngoài hay độ thanh khoản của tài sản công ty. Tiền mặt lúc này đóng vai trò như một tấm đệm giữa nguồn lực của công ty với việc sử dụng vốn.

2.2.2. Lý thuyết trật tự phân hạng

Lý thuyết trật tự phân hạng của Myers và Majluf (1984) [7] cho rằng, các công ty tài trợ cho các khoản đầu tư đầu tiên là lợi nhuận giữ lại, sau đó là vay nợ và cuối cùng là vốn chủ sở hữu. Mục đích thứ tự của việc tài trợ này là để tối thiểu hóa chi phí bất cân xứng thông tin và các chi phí tài chính khác. Lý thuyết này cho rằng các công ty không có mục tiêu nắm giữ tiền mặt, nhưng thay vào đó tiền mặt được dùng như tấm đệm giữa lợi nhuận giữ lại và nhu cầu đầu tư. Vì vậy, khi dòng tiền hoạt động hiện tại đủ để tài trợ cho các dự án đầu tư mới thì công ty sẽ thực hiện trả nợ và tích lũy tiền mặt. Khi lợi nhuận giữ lại không đủ để tài trợ cho các đầu tư hiện tại, công ty sử dụng tiền mặt đã tích lũy và nếu cần thiết mới sử dụng nợ.

2.2.3. Lý thuyết dòng tiền tự do

Jensen (1986) [4] cho thấy rằng các nhà quản

^(*) Công ty TNHH Thực phẩm CJ Vina.

lý có động cơ tích trữ tiền mặt để gia tăng tài sản thuộc quyền kiểm soát của họ và đạt được quyền làm chủ các quyết định đầu tư của công ty. Có nhiều tiền mặt để đầu tư, nhà quản lý không cần gia tăng nguồn tài trợ bên ngoài, vì thế không cần

cung cấp cho thị trường vốn thông tin chi tiết về dự án đầu tư của công ty. Do đó, các nhà quản lý có thể thực hiện các khoản đầu tư không hiệu quả làm ảnh hưởng đến lợi ích của cổ đông.

2.2. Các nghiên cứu trước đây

Bảng 1. Tóm tắt các kết quả nghiên cứu trước đây

STT	Tác giả	Năm	Quốc gia	Kết quả nghiên cứu
1	Saddour [8]	2006	Pháp	Mức độ nắm giữ tiền mặt tăng cùng với những rủi ro hoạt động và cơ hội tăng trưởng nhưng tỷ lệ nghịch với đòn bẩy tài chính. Các công ty tăng trưởng có mối tương quan âm giữa tiền mặt và quy mô công ty, mức tài sản lưu động và nợ ngắn hạn khi đó mức tiền mặt của các công ty tăng trưởng tăng cùng quy mô công ty, mức đầu tư và chi trả cổ tức cho cổ đông và giảm cùng với tín dụng thương mại, với chi phí nghiên cứu và phát triển.
2	Drobetz và Grüninger [2]	2007	Thụy sĩ	Tài sản hữu hình và quy mô công ty đều có tương quan âm với nắm giữ tiền mặt của công ty. Trong khi chi trả cổ tức, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh và Giám đốc điều hành kiêm nhiệm có tương quan dương đến dự trữ tiền mặt.
3	Ogundipe và các cộng sự [10]	2012	Nigerian	Có mối tương quan dương giữa dòng lưu chuyển tiền tệ, đòn bẩy tài chính, ROA và đầu tư tài sản cố định với việc nắm giữ tiền mặt. Có mối tương quan âm giữa vốn lưu động ròng với việc nắm giữ tiền mặt. Cơ hội đầu tư và quy mô công ty có tác động tích cực đáng kể đến việc nắm giữ tiền mặt của các công ty.
4	Chen và Liu [1]	2013	Trung Quốc	Khi các công ty bị hạn chế về tài chính nhiều hơn, thì khả năng giữ tiền mặt của họ nhiều hơn. Các công ty có đòn bẩy tài chính thấp, vốn lưu động thuần và chi tiêu vốn thấp hơn có nhiều khả năng gia tăng nắm giữ tiền mặt. Ngoài ra, Trung Quốc có môi trường kinh tế khác với các nước phát triển, hầu hết các công ty sản xuất là nhà nước, do đó, các chính sách của chính phủ ảnh hưởng đến động cơ của công ty.
5	Kafayat và các cộng sự [5]	2014	Pakistan	Quy mô công ty, vốn lưu động ròng và chi trả cổ tức có mối tương quan dương với việc nắm giữ tiền mặt của công ty, có mối tương quan âm với đòn bẩy tài chính và chi tiêu vốn. Vốn lưu động ròng có mối tương quan dương với chi trả cổ tức và có mối tương quan âm với quy mô công ty, đòn bẩy tài chính và chi tiêu vốn. Các ngành công nghiệp khác nhau nên việc nắm giữ tiền mặt cũng khác nhau.

3. Mô hình và phương pháp nghiên cứu

Dữ liệu sử dụng trong bài này là dữ liệu thứ cấp của 237 công ty gồm nhiều ngành nghề khác nhau, được lấy từ trang web của Sở Giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (TPHCM) gồm báo cáo tài chính năm (được kiểm toán) và các báo cáo khác của các công ty niêm yết trên HOSE từ 2011-2013. Các công ty lấy mẫu là các công ty phi tài chính, có đầy đủ dữ liệu trong giai đoạn nghiên cứu. Nghiên cứu này sử dụng phần mềm SPSS để hỗ trợ trong việc phân tích số liệu.

3.1. Giả thuyết và mô hình nghiên cứu

Trong bài nghiên cứu này, tác giả tham khảo mô hình Ogundipe và cộng sự (2012) [10], Kafayat và cộng sự (2014) [5] và có một số điều chỉnh để phù hợp với dữ liệu nghiên cứu ở Việt Nam. Bài nghiên cứu có các giả thuyết và mô hình nghiên cứu như sau:

Giả thuyết H_1 : Công ty có quy mô lớn thường có điều kiện về vốn, nguồn nhân lực, tài sản và đặc biệt là tiếp cận nguồn vốn dễ dàng hơn nên việc nắm giữ tiền mặt của các công ty này ít hơn.

Giả thuyết H₂: Những công ty có vốn lưu động càng nhiều thường dễ dàng chuyển đổi thành tiền mặt nên các công ty có vốn lưu động càng nhiều thì nắm giữ tiền mặt càng lớn.

Giả thuyết H₃: Các công ty có dòng tiền từ hoạt động kinh doanh càng cao thì sẽ nắm giữ tiền mặt nhiều hơn.

Giả thuyết H₄: Những công ty sử dụng nguồn tài trợ bên ngoài thường tăng xác suất phá sản và do đó các công ty giữ tiền mặt nhiều hơn để giảm xác suất kiệt quệ tài chính.

Giả thuyết H₅: Công ty nào có lợi nhuận càng nhiều sẽ tạo ra dòng tiền lớn từ hoạt động kinh doanh nên việc nắm giữ tiền mặt ở các công ty này sẽ nhiều hơn.

Giả thuyết H₆: Những công ty có thời gian hoạt động càng lâu thì tình hình hoạt động kinh doanh của công ty càng ổn định nên việc nắm giữ tiền mặt của công ty sẽ nhiều hơn.

Giả thuyết H₇: Đối với các công ty có tỷ lệ sở hữu nhà nước thường có được ưu đãi hoặc đặc quyền trong kinh doanh nên các công ty này thường có tỷ lệ nắm giữ tiền mặt cao hơn so với các công ty.

Giả thuyết H₈: Để hạn chế sử dụng nguồn tài trợ bên ngoài và gia tăng thêm lượng tiền mặt các công ty thực hiện bằng cách cắt giảm chi trả cổ tức

nhưng ngược lại để chi trả cổ tức cho các cổ đông thì các công ty phải nắm giữ tiền mặt nhiều hơn để thực hiện chi trả cổ tức.

Mô hình nghiên cứu

$$CASH = \beta_0 + \beta_1 LnSIZE + \beta_2 NWC + \beta_3 CF + \beta_4 LEV + \beta_5 ROA + \beta_6 AGE + \beta_7 STATE + \beta_8 DIV + \varepsilon$$

β_0 : hệ số chặn.

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6, \beta_7, \beta_8$: là tham số chưa biết của mô hình.

ε : Sai số của mô hình

3.2. Phương pháp nghiên cứu

Đánh giá độ phù hợp của mô hình hồi quy đa biến thông qua Hệ số xác định R² và R² hiệu chỉnh. Kiểm tra hiện tượng đa cộng tuyến thông qua hệ số phóng đại phương sai VIF (Variance Inflation Factor). Kiểm định tự tương quan thông qua hệ số Durbin-Watson.

Kiểm định giả thuyết về độ phù hợp của mô hình bằng cách:

Giả thuyết H₀: $\beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \beta_4 = \beta_5 = \beta_6 = \beta_7 = \beta_8 = 0$ (các hệ số đều bằng 0).

Giả thuyết H₁: Có ít nhất một hệ số khác 0.

Nếu giả thuyết H₀ trên là đúng thì nghĩa là tất cả các hệ số dốc đều đồng thời bằng 0 thì mô hình hồi quy tuyến tính đã xây dựng không có ý nghĩa thống kê và không giải thích được biến phụ thuộc.

Bảng 2. Mô tả các biến trong mô hình và phương pháp đo lường

Tên biến	Cách đo lường	Căn cứ chọn biến	Kỳ vọng
CASH	Tiền và các khoản tương đương tiền/Tổng tài sản ròng	Kafayat và cộng sự (2014) [5]	
LnSIZE	Ln (Tổng tài sản)	Kafayat và cộng sự (2014) [5]	-
NWC	(Tài sản ngắn hạn - Nợ ngắn hạn)/Tổng tài sản ròng	Ogundipe và cộng sự (2012) [10], Kafayat và cộng sự (2014) [5]	+
CF	Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh/Tổng tài sản	Chen và Liu (2013) [1]	+
LEV	Tổng nợ/Tổng tài sản	Ogundipe và cộng sự (2012) [10], Kafayat và cộng sự (2014) [5]	+
ROA	Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh/Tổng tài sản	Ogundipe và cộng sự (2012) [10]	+
LnAGE	Ln (Năm 2013 - Năm bắt đầu niêm yết)	Gao và cộng sự (2013) [11]	+
STATE	Tỷ lệ % sở hữu nhà nước của các công ty	Chen và Liu (2013) [1]	+
DIV	Nếu công ty có chi trả là 1, ngược lại là 0	Kafayat và cộng sự (2014) [5]	+ / -

4. Kết quả nghiên cứu

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

Dữ liệu sẽ được trình bày dưới dạng bảng thống kê mô tả, biến độc lập và biến phụ thuộc sẽ được mô tả các nội dung sau: tên biến, ý nghĩa biến, giá trị nhỏ nhất, giá trị lớn nhất, trung bình cộng, độ lệch chuẩn.

Bảng 3. Thống kê mô tả giữa các biến trong mô hình

Tên biến	Ý nghĩa	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn
CASH	Tỷ lệ tiền mặt	0,000	5,239	0,130	0,283
SIZE	Quy mô công ty	18,667	25,051	20,822	1,166
NWC	Vốn lưu động ròng	-0,294	4,910	0,251	0,334
CF	Dòng tiền	-93,420	58,450	4,544	13,278
LEV	Đòn bẩy tài chính	0,290	96,550	50,721	20,436

ROA	Lợi nhuận trên tổng tài sản	-31,720	46,100	5,627	8,312
AGE	Thời gian hoạt động	0,693	2,639	1,572	0,464
STATE	Sở hữu nhà nước	0,000	1,000	0,205	0,238
DIV	Chi trả cổ tức	0,000	1,000	0,549	0,498

Nguồn: Kết quả phân tích SPSS từ số liệu thu thập

Thông qua kết quả trình bày ở bảng 3 cho thấy tỷ lệ nắm giữ tiền mặt trung bình các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán TP HCM trong giai đoạn 2011-2013 chiếm 13,0%, tuy nhiên tỷ số này tương đối khác biệt giữa các công ty, công ty có tỷ lệ nắm giữ tiền mặt cao nhất (523,8%) là Công ty Cổ phần Công viên nước Đầm Sen và nhỏ nhất là 0%.

4.2. Phân tích tương quan giữa các biến trong mô hình

Trước khi thực hiện hồi quy tuyến tính đa biến, phân tích mối quan hệ tương quan giữa các biến độc lập được xác định làm cơ sở cho việc xác định trường hợp đa cộng tuyến (nếu có).

Bảng 4. Phân tích mối quan hệ tương quan giữa các biến

Tên biến	CASH	SIZE	NWC	CF	LEV	ROA	AGE	STATE	DIV
CASH	1								
SIZE	-0,120**	1							
NWC	0,765**	-0,150**	1						
CF	0,234**	-0,100**	0,145**	1					
LEV	-0,272**	0,304**	-0,472**	-0,274**	1				
ROA	0,445**	-0,073	0,466**	0,391**	-0,530**	1			
AGE	0,032	0,065	-0,029	0,068	-0,128**	0,023	1		
STATE	0,090*	-0,045	0,005	0,175**	-0,034	0,186**	0,072	1	
DIV	0,144**	-0,083*	0,146**	0,178**	-0,220**	0,373**	0,042	0,149**	1

Nguồn: Kết quả phân tích SPSS từ số liệu thu thập

Ghi chú: - Ý nghĩa thống kê ở mức 1% (**)
- Ý nghĩa thống kê ở mức 5% (*)

Theo kết quả ở bảng 4, cho thấy có một số cặp biến độc lập có mối tương quan cũng khá mạnh với nhau (lớn hơn 0,4) như: NWC và LEV với hệ số $r = 0,472$, NWC và ROA với hệ số $r = 0,466$, LEV và ROA với hệ số $r = 0,530$.

Như vậy, do có ba cặp biến độc lập có mối tương quan mạnh với nhau nên cần quan tâm đến hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình khi phân tích hồi quy đa biến.

4.3. Kết quả phân tích hồi quy tuyến tính

Trong bảng kết quả 5, giá trị Sig = 0.000 < mức ý nghĩa 1% nên giả thuyết H_0 bị bác bỏ. Điều đó có thể kết luận rằng mô hình hồi quy tuyến tính với các biến độc lập hiện có trong mô hình có thể giải thích được sự biến thiên của biến phụ thuộc tỷ lệ nắm giữ tiền mặt. Hệ số xác định R^2 điều chỉnh nhỏ hơn R^2 , nên sử dụng nó để đánh giá mô hình là phù hợp hơn và nó không thổi phồng mức độ phù hợp của mô hình khi thêm biến mới, như vậy hệ số xác định R^2 điều chỉnh = 0,636, kết quả này cho biết 63,6% sự biến thiên việc nắm giữ tiền mặt các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán TP HCM được giải thích bởi các biến độc lập. Hệ số Durbin - Watson của mô hình nghiên cứu là 1,918 nằm trong đoạn chấp nhận từ 1 đến 3 nên hiện tượng tự tương quan giữa các biến độc lập trong mô hình nghiên cứu không xảy ra (Hoàng

Trọng - Chu Nguyễn Mộng Ngọc, 2011) [9]. Bên cạnh đó, hệ số phóng đại phương sai (VIF) của các biến trong mô hình nhỏ hơn nhiều so với 10 nên ta kết luận các biến đưa vào mô hình không có hiện tượng đa cộng tuyến (Hoàng Trọng - Chu Nguyễn Mộng Ngọc, 2011) [9].

Bảng 5. Kết quả phân tích mô hình hồi quy tuyến tính

Tên biến	Hệ số chưa chuẩn hóa		Hệ số Beta chuẩn hóa	t	Sig.	VIF
	B	Std. Error				
(Constant)	-0,040	0,119		-0,335	0,737	
LnSIZE	-0,013	0,006	-0,055	-2,284	0,023**	1,144
NWC	0,665	0,023	0,784	28,937	0,000*	1,432
CF	0,002	0,001	0,110	4,402	0,000*	1,218
LEV	0,003	0,000	0,234	7,813	0,000*	1,750
ROA	0,005	0,001	0,150	4,789	0,000*	1,915
LnAGE	0,046	0,014	0,075	3,238	0,001*	1,051
STATE	0,048	0,028	0,040	1,707	0,088***	1,079
DIV	-0,005	0,014	-0,008	-0,331	0,741	1,178
Sig = 0,000						
Hệ số $R^2 = 0,640$						
Hệ số R^2 hiệu chỉnh = 0,636						
Durbin - Watson = 1,918						

Nguồn: Kết quả phân tích SPSS từ số liệu thu thập

*Ghi chú: - Ý nghĩa thống kê ở mức 1% (****)
 - Ý nghĩa thống kê ở mức 5% (**)
 - Ý nghĩa thống kê ở mức 10% (*)*

Dựa vào kết quả hồi quy ở bảng 5 và so với giả thuyết nghiên cứu đưa ra cho thấy có 7 trong 8 nhân tố tác động đến các nhân tố nắm giữ tiền mặt của các công ty, bao gồm: Quy mô công ty, vốn lưu động ròng, dòng tiền, đòn bẩy tài chính, lợi nhuận trên tổng tài sản, thời gian hoạt động và sở hữu nhà nước. Sau đây tác giả sẽ phân tích từng nhân tố một.

Biến LnSIZE có mối tương quan âm đến biến CASH, hệ số là -0,055, với mức ý nghĩa thống kê 5%. Điều này cho biết rằng khi quy mô tăng lên 1 đơn vị thì tỷ lệ nắm giữ tiền mặt giảm xuống 0,055 đơn vị. Những công ty có quy mô lớn thường có điều kiện về vốn, nguồn nhân lực, tài sản và đặc biệt là tiếp cận nguồn vốn dễ dàng hơn nên việc nắm giữ tiền mặt của các công ty này ít hơn. Kết quả này phù hợp với nghiên cứu của Saddour (2006) [8] và Drobotz và Grüniger (2007) [2] cũng cho rằng các công ty đang phát triển, quy mô công ty và việc nắm giữ tiền mặt có mối tương quan âm với nhau và trái với nghiên cứu của Kafayat và các cộng sự (2014) [5].

Biến NWC có mối tương quan dương đến biến CASH với hệ số là 0,784 với mức ý nghĩa thống kê 1%. Hệ số này cho biết trong điều kiện các nhân tố khác không đổi, khi vốn lưu động ròng tăng 1 đơn vị thì tỷ lệ tiền mặt nắm giữ của công ty tăng lên 0,784 đơn vị và ngược lại. Kết quả này cũng phù hợp với nghiên cứu của Kafayat và các cộng sự (2014) [5].

Biến CF cũng có mối tương quan dương đến biến CASH, có hệ số 0,110. Hàm ý rằng các công ty có dòng tiền từ hoạt động kinh doanh càng lớn thì việc nắm giữ tiền mặt của các công ty sẽ nhiều hơn, kết quả này củng cố thêm cho thuyết trật tự phân hạng.

Biến LEV có mối tương quan dương đến biến CASH, với hệ số 0,234 cho thấy rằng khi nợ vay tăng lên 1 đơn vị thì tỷ lệ nắm giữ tiền mặt tăng lên 0,234 đơn vị. Kết quả này cũng giống với nghiên cứu của của Ogundipe và cộng sự (2012) [10] nhưng trái với nghiên cứu của Kafayat và cộng sự (2014) [5].

Biến ROA cũng có mối tương quan dương đến biến CASH và có hệ số là 0,150. Khi tài sản của các công ty hoạt động hiệu quả thì sẽ có nhiều lợi nhuận, công ty sẽ tích lũy được nhiều tiền mặt và sẽ nắm giữ tiền mặt nhiều hơn, đồng quan điểm với nghiên cứu của Ogundipe và cộng sự (2012) [10].

Biến LnAGE có mối tương quan dương đến biến CASH, hệ số là 0,075. Với kết quả này cũng đã ủng hộ quan điểm các công ty có thời gian hoạt động càng lâu thì có nhiều kinh nghiệm trong việc tiết kiệm chi phí, có thị phần tương đối ổn định nên doanh thu, lợi nhuận và dòng tiền của họ luôn ổn định, vì vậy việc nắm giữ tiền mặt của các công ty này sẽ nhiều hơn so với các công ty có thời gian hoạt động ít hơn.

Tương tự, biến STATE cũng có mối tương quan dương đến biến CASH, với hệ số là 0,088. Cho thấy rằng khi tỷ lệ sở hữu nhà nước tăng lên 1 đơn vị thì tỷ lệ nắm giữ tiền mặt tăng lên 0,088 đơn vị. Hiện nay, các doanh nghiệp niêm yết đa phần đều có tỷ lệ sở hữu nhà nước và các doanh nghiệp này được một số đặc quyền trong kinh doanh như khả năng tiếp cận nguồn vốn ưu đãi, quyền sử dụng đất, độc quyền mua hoặc độc quyền bán,... nên lượng tiền mặt của các công ty này thường cao hơn so với các công ty khác.

5. Kết luận và giải pháp gợi ý

Bài nghiên cứu này đã nhận diện được các yếu tố tác động đến việc nắm giữ tiền mặt của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán TP HCM trong giai đoạn 2011-2013. Kết quả đã tìm thấy 7 yếu tố giải thích được 63,6% sự biến thiên của việc nắm giữ tiền mặt các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán TP HCM, gồm có các yếu tố sau: quy mô công ty, vốn lưu động ròng, dòng tiền, đòn bẩy tài chính, lợi nhuận trên tổng tài sản và thời gian hoạt động doanh nghiệp. Bên cạnh đó, kết quả nghiên cứu cũng chỉ ra rằng, tỷ lệ nắm giữ tiền mặt trung bình của các công ty trong giai đoạn này là 13%.

Thông qua kết quả nghiên cứu, tác giả đưa ra một số giải pháp gợi ý như sau:

Kết quả nghiên cứu cho thấy, những công ty có quy mô lớn sẽ có nguồn lực tài chính ổn định,

để dàng tiếp cận thị trường vốn bên ngoài nên tỷ lệ nắm giữ tiền mặt ở những công ty này ít hơn so với các công ty nhỏ. Vì vậy, để hoạch định lượng tiền mặt tối ưu ở những công ty này, nhà quản trị công ty cần xác định sự đánh đổi giữa chi phí và lợi ích của việc nắm giữ tiền mặt, nếu việc nắm giữ tiền mặt mang lại hiệu quả cho công ty thì công ty cần gia tăng việc nắm giữ tiền mặt để thực hiện mục tiêu kinh doanh của công ty. Ngược lại, nếu công ty không có những mục tiêu cụ thể thì việc nắm giữ tiền mặt sẽ ảnh hưởng đến khả năng sinh lợi của công ty.

Quản trị vốn lưu động vì theo mô hình đánh đổi thì việc nắm giữ vốn lưu động được xem như một cách thay thế của việc nắm giữ tiền mặt. Thay vì nắm giữ tiền mặt càng nhiều thì công ty nên chuyển lượng tiền mặt thành các khoản đầu tư ngắn hạn, phải thu khách hàng, hàng tồn kho... vì các khoản mục này tham gia vào quá trình sản xuất kinh doanh và tạo ra lợi nhuận cho công ty nhưng công ty cần phải kiểm soát thật tốt các khoản này thì việc luân chuyển vốn lưu động của công ty sẽ nhanh hơn, sinh lợi nhiều hơn dẫn đến việc nắm giữ tiền mặt cũng được nhiều hơn và cũng đảm bảo khả năng thanh toán của công ty.

Lập kế hoạch dòng tiền, vì theo lý thuyết dòng tiền tự do việc nắm giữ tiền mặt quá nhiều sẽ làm các nhà quản lý công ty có động cơ tích tụ tiền mặt để thực hiện những mục tiêu riêng theo quyết định của họ.

Xác định cơ cấu đòn bẩy tài chính hợp lý sẽ giúp cho việc nắm giữ tiền mặt của các công ty cũng ở mức hợp lý. Theo kết quả nghiên cứu, đòn bẩy tài chính có mối tương quan dương với việc nắm giữ tiền mặt của các công ty cho nên khi sử

dụng nợ nhiều sẽ làm tăng xác suất phá sản, do đó các công ty nắm giữ tiền mặt nhiều hơn để giảm xác suất kiệt quệ tài chính. Trong khi đó các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán TPHCM trong giai đoạn 2011-2013 sử dụng nợ đầu tư tràn lan vào những lĩnh vực không phải là thế mạnh của mình như bất động sản, chứng khoán... dẫn đến lợi nhuận không như kỳ vọng ban đầu, làm tăng chi phí lãi vay và áp lực từ việc phải thanh toán nợ, do đó buộc các công ty phải tích lũy tiền mặt nhiều hơn.

Lợi nhuận công ty có mối tương quan dương đến việc nắm giữ tiền mặt, vì vậy các công ty cần đưa ra mức tối ưu cho việc giữ lại lợi nhuận này. Các công ty có thể giữ để đáp ứng cho các động cơ phòng ngừa, động cơ giao dịch và tài trợ cho các dự án đầu tư có giá trị NPV dương và nếu lượng tiền mặt trong doanh nghiệp cao hơn mức cần thiết, lượng tiền này nên được phân phối lại cho các cổ đông thông qua cổ tức hoặc mua lại cổ phần.

Những công ty có thời gian hoạt động càng lâu thì tình hình hoạt động kinh doanh của công ty tương đối ổn định, việc tiếp cận thị trường vốn cũng dễ dàng, do đó các công ty có thời gian hoạt động càng lâu nên duy trì một lượng tiền mặt vừa đủ để đảm bảo thanh toán cho các hoạt động thường xuyên của công ty là tốt nhất.

Tỷ lệ sở hữu nhà nước tác động cùng chiều đến tỷ lệ nắm giữ tiền mặt, nghĩa là các công ty có tỷ lệ sở hữu nhà nước càng cao thì tỷ lệ nắm giữ tiền mặt càng nhiều. Điều này có thể dẫn đến các nhà quản lý có động cơ theo đuổi lợi ích cá nhân và làm tăng chi phí đại diện, vì vậy các nhà quản lý cần có chính sách quản trị tiền mặt hiệu quả./

Tài liệu tham khảo

- [1]. Chen, S và Liu, S. (2013), "Corporate cash holdings: Study of Chinese firms", <http://summit.sfu.ca/item/13544>.
- [2]. Drobetz, W., & Grüninger, M.C. (2007), "Corporate cash holdings: Evidence from Switzerland", *Financial markets and Portfolio Management*, Vol. 21, No. 3, pp. 293-324.
- [3]. Ferreira, M.A., & Vilela, A.S. (2004), "Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries", *European Financial Management*, Vol. 10, No. 2, pp. 295-319.
- [4]. Jensen, M, C. (1986), "Agency Costs offree Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, pp. 323-329.

[5]. Kafayat, A. Rehman, K. và Farooq, M. (2014), “Factors Affecting Corporate Cash Holding of Non-Financial Firms in Pakistan”, *Acta Universitatis Danubius*, Vol. 10, No. 3, pp. 35-43.

[6]. Keynes, J. M. (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Harcourt Brace, London.

[7]. Myers, S.C., & Majluf, N. (1984), “Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, Issue 2, pp. 187-221.

[8]. Saddour, K. (2006), “The determinants and the value of cash holdings: Evidence from French firms”, *Centre de Recherches sur la Gestion*, pp.1-33.

[9]. Hoàng Trọng, Chung Nguyễn Mộng Ngọc (2011), *Thống kê ứng dụng trong kinh tế - xã hội*, NXB Lao động - Xã hội, Tái bản lần thứ 3.

[10]. Ogunidipe, L., O. Ogunidipe, S., E. và Ajao, S., K. (2012), “Cash holding and firm characteristics: Evidence from Nigerian Emerging Market”, *Journal of Business, Economics & Finance*, Vol. 1, No. 2, pp. 45-58.

[11]. Gao, H. Harford, J và Li, K. (2013), “Determinants of Corporate Cash Policy: Insights from Private Firm”, *Journal of Financial Economics forthcoming*, Vol. 109, Issue. 3, pp.623-639.

THE DETERMINANTS OF CASH HOLDING RATE BY FIRMS LISTED ON HO CHI MINH CITY STOCK EXCHANGE

Summary

This research aims at identifying the factors affecting cash holding rate by firms listed on Ho Chi Minh City Stock Exchange. The data were collected from 237 firms during 2011-2013. The SPSS 20.0 software was used to treat the collected data. The study results showed that factors affecting cash holding rate include: firm size, net working capital, cash flow, leverage, returns on total assets, firm age and governmental ownership. The average of cash holding rate by the listed firms is 13%.

Keywords: Cash holdings, trade-off model, pecking-order theory, free cash flow theory.

Ngày nhận bài: 2/11/2015; Ngày nhận lại: 17/12/2015; Ngày duyệt đăng: 30/8/2016.