
DÒNG TIỀN, CHẤT LƯỢNG LỢI NHUẬN VÀ NẮM GIỮ TIỀN MẶT: TRƯỜNG HỢP TẠI VIỆT NAM

Đặng Ngọc Hùng

Trường Đại học Công nghiệp Hà Nội

Email: dangngochung@hau.edu.vn

Ngày nhận: 15/9/2020

Ngày nhận bản sửa: 14/10/2020

Ngày duyệt đăng: 05/02/2021

Tóm tắt:

Nghiên cứu này xem xét ảnh hưởng của dòng tiền, chất lượng lợi nhuận ảnh hưởng đến việc nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp. Sử dụng các phương pháp hồi quy cho dữ liệu bảng bao gồm hồi quy OLS, FEM, REM, và OLS-Robust với tập dữ liệu nghiên cứu bao gồm các công ty phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2008- 2019, kết quả thực nghiệm cho thấy dòng tiền có quan hệ thuận chiều với mức độ nắm giữ tiền mặt, đồng thời đã chỉ ra sự bất cân xứng trong độ nhạy dòng tiền của việc nắm giữ tiền mặt. Mặt khác nghiên cứu cho thấy sự ảnh hưởng ngược chiều của chất lượng lợi nhuận đến nắm giữ tiền mặt. Trong bối cảnh Việt Nam, so với công ty không bị hạn chế tài chính, các công ty bị hạn chế tài chính có độ nhạy đối với việc nắm giữ tiền mặt nhỏ hơn, đồng thời chất lượng lợi nhuận phản ánh sự bất cân xứng thông tin rõ nét hơn đối với doanh nghiệp có hạn chế tài chính.

Từ khóa: Chất lượng lợi nhuận, dòng tiền, nắm giữ tiền mặt, hạn chế tài chính.

Mã JEL: M41; G32

Cash flow, earnings quality and cash holdings: The case in Vietnam

Abstract:

This study examines the effect of cash flow, earnings quality on the firm's cash holdings. Using regression methods for panel data including regression OLS, FEM, REM, and OLS-Robust with a research data set including non-financial firms listed on Vietnam's stock exchange from 2008 to 2019, the empirical results show that cash flow is positively related to the level of cash holdings, and also pointed out the asymmetry in cash flow sensitivity. On the other hand, the research shows the opposite effect of earnings quality on cash holdings. In the Vietnamese context, compared to firms with no financial restrictions, firms with financial constraints have a smaller sensitivity to holding cash, and earnings quality reflects information asymmetry is clearer for businesses with financial restrictions.

Keywords: Cash flow; cash holdings; earnings quality; financial constraints.

JEL Codes: M41; G32

1. Giới thiệu

Quản trị tiền mặt là việc đảm bảo luôn có đủ lượng tiền mặt tối ưu tại mỗi thời điểm nhất định. Việc nắm giữ tiền mặt sẽ bao gồm hai loại chi phí, đó là chi phí nắm giữ và chi phí cơ hội, chúng tồn tại đồng thời với ba động cơ: hoạt động giao dịch, phòng ngừa và đầu cơ. Các nghiên cứu gần đây thường tập trung làm rõ liệu các công ty sẽ phản ứng như thế nào khi có một sự thay đổi trong dòng tiền (DT), gia tăng hay cắt giảm lượng tiền mặt nắm giữ. Và các công ty bị hạn chế trong việc tiếp cận với các nguồn huy động vốn bên ngoài có phản ứng giống với công ty không bị hạn chế hay không?. Almeida & cộng sự (2004) đã phát hiện mối tương quan dương giữa thay đổi tiền mặt nắm giữ và dòng tiền cho thấy rằng công ty tăng (giảm) lượng tiền mặt nắm giữ khi họ có dòng tiền tăng (giảm). Đồng thời các tác giả cũng tìm thấy bằng chứng rằng các công ty bị hạn chế tiếp cận với nguồn tài chính bên ngoài thì nắm giữ nhiều tiền mặt hơn khi dòng tiền cạn kiệt, còn các công ty không bị hạn chế tài chính thì không. Riddick & Whited (2009) kiểm tra lại tác động

của dòng tiền lên độ nhạy cảm tiền mặt nắm giữ của công ty với sự khác biệt về lý thuyết và mô hình thực nghiệm, tác giả đưa ra kết luận trái ngược với Almeida & cộng sự (2004) là mối tương quan giữa tiền mặt nắm giữ và sự thay đổi trong dòng tiền là âm. Cụ thể: khi dòng tiền công ty tăng lên, lượng tiền mặt nắm giữ giảm xuống và ngược lại. Tiền mặt nắm giữ cho phép các công ty tài trợ cho đầu tư và các khoản nợ khác để tránh chi phí cao của việc huy động vốn bên ngoài. Acharya & cộng sự (2007), Almeida & cộng sự (2004), Bates & cộng sự (2009). Riddick & Whited (2009) cho rằng các công ty với dòng tiền gia tăng có xu hướng chuyển tiền mặt nắm giữ vào đầu tư vì cú sốc dòng tiền dương thể hiện năng suất cao hơn trong các tài sản thực. Do đó công ty cắt giảm tiền mặt nắm giữ để tài trợ cho các dự án có hiệu suất cao.

Mặt khác, một yếu tố chính quyết định sự bất cân xứng thông tin là tính chính xác của báo cáo tài chính của công ty. Các nghiên cứu trước đây, ví dụ Leuz & Verrecchia (2000), Bushman & Smith (2001), Verrecchia (2001) đề xuất rằng báo cáo tài chính chất lượng cao hơn giảm thiểu sự bất cân xứng thông tin gây ra xung đột kinh tế như rủi ro đạo đức và lựa chọn bất lợi. Các nghiên cứu trước đây sử dụng chất lượng lợi nhuận (CLLN) như một đại diện cho tính chính xác báo cáo tài chính của công ty như nghiên cứu của Francis & cộng sự (2005), Ball & Shivakumar (2008). Chất lượng cao của lợi nhuận được báo cáo mang lại sự tin tưởng giữa các bên liên quan và cải thiện hiệu quả của sự bất cân xứng thông tin (Francis & cộng sự, 2005; Francis & cộng sự, 2004). Mặt khác, chất lượng lợi nhuận thấp kém tạo ra sự không chắc chắn về sức khỏe tài chính của công ty và làm nảy sinh những nghi ngờ rằng lợi nhuận có thể được quản lý. Một mặt, sự bất cân xứng thông tin giúp tăng đáng kể chi phí của doanh nghiệp trong việc nắm giữ số dư tiền mặt lớn, mặt khác, các nghiên cứu trước đây cung cấp bằng chứng phong phú rằng chính sự bất cân xứng thông tin chịu trách nhiệm một phần cho sự gia tăng nắm giữ tiền mặt của công ty (Ferreira & Vilela, 2004; Ozkan & Ozkan, 2004; García-Teruel & cộng sự, 2009). Các nghiên cứu trước cho thấy rằng có một mối quan hệ trực tiếp giữa mức độ bất cân xứng thông tin và mức độ nắm giữ tiền mặt để một công ty có thông tin tài chính không minh bạch sẽ nắm giữ số dư tiền mặt cao hơn so với các công ty minh bạch hơn. Lý do cho điều này, các công ty có mức độ bất cân xứng thông tin cao sẽ phải chịu chi phí tài chính bên ngoài cao đối với chủ nợ, vì các giao ước khó khăn hơn, do chi phí chiết khấu được áp dụng cho dòng tiền mặt của công ty. Các công ty như vậy phải phụ thuộc nhiều hơn vào các nguồn vốn nội bộ và nhất thiết phải giữ số dư tiền mặt cao hơn cho nhu cầu hoạt động và đầu tư của họ.

Do đó, nếu có một mối quan hệ trực tiếp giữa mức độ bất cân xứng thông tin và mức độ nắm giữ tiền mặt, và nếu chất lượng lợi nhuận là yếu tố quyết định sự bất cân xứng thông tin, thì sẽ có mối quan hệ ngược chiều giữa chất lượng lợi nhuận và mức độ nắm giữ tiền mặt của một công ty. Các công ty có chất lượng lợi nhuận tốt sẽ giữ số dư tiền mặt thấp hơn so với các công ty có chất lượng lợi nhuận kém. Một mối quan hệ như vậy được xác nhận theo kinh nghiệm của García-Teruel & cộng sự (2009), Sun & cộng sự (2012), Farinha & cộng sự (2018) tại Tây Ban Nha, Mỹ và Anh Quốc. Ở Việt Nam đã có một số ít các nghiên cứu có liên quan đến việc nắm giữ tiền mặt như nghiên cứu của Trần Phi Long & Lê Đức Hoàng (2016), Phạm Hà & Phan Đình Quế Trân (2018), tuy nhiên các nghiên cứu này chưa xem xét đến khía cạnh ảnh hưởng của dòng tiền, chất lượng lợi nhuận đến việc nắm giữ tiền mặt. Như vậy các nghiên cứu dòng tiền và chất lượng lợi nhuận đến việc quản trị nắm giữ tiền mặt đã được nghiên cứu tại các nước phát triển. Nghiên cứu này sẽ cung cấp thêm những minh chứng về vấn đề bất cân xứng thông tin tại một nền kinh tế đang phát triển ở Việt Nam, sẽ có nhiều điều thú vị cần tiếp tục triển khai.

Mục tiêu chính trong bài nghiên cứu, đầu tiên tác giả xem xét ảnh hưởng của dòng tiền, chất lượng lợi nhuận đến việc nắm giữ tiền mặt. Thứ hai, nghiên cứu kiểm tra lại mối tương quan giữa dòng tiền và độ nhạy cảm của tiền mặt nắm giữ là âm hay dương. Thứ ba, xem xét tác động của dòng tiền, chất lượng lợi nhuận đến nắm giữ tiền mặt trong điều kiện công ty bị hạn chế và không bị hạn chế tài chính.

2. Tổng quan nghiên cứu

2.1. Nghiên cứu dòng tiền và nắm giữ tiền mặt

Có nhiều cách tiếp cận khác nhau khi nghiên cứu về độ ảnh hưởng của dòng tiền đến nắm giữ tiền mặt. Shah (2011), Wu & cộng sự (2012), Almeida & cộng sự (2004) khẳng định những công ty với nhiều cơ hội đầu tư ở hiện tại và tương lai, và công ty có những dòng tiền tạo ra từ tài sản không đủ để đầu tư vào các dự án có NPV dương sẽ nắm giữ nhiều tiền mặt hơn để đảm bảo khả năng đầu tư của công ty. Mặt khác, phụ thuộc vào khả năng của công ty để gia tăng huy động vốn bên ngoài, tiền mặt nắm giữ có thể tạo điều kiện thuận lợi cho đầu tư tương lai. Các tác giả cũng chỉ ra các công ty không bị hạn chế tài chính giữ từ

8-9% tổng tài sản của họ dưới hình thức tiền mặt và chứng khoán ngắn hạn có tính thanh khoản cao. Trái lại, các công ty bị hạn chế tài chính, nắm giữ nhiều tiền mặt hơn trong bảng cân đối kế toán của họ, trung bình khoảng 15% trong tổng tài sản.

Trái ngược với các kết luận bên trên là bằng chứng từ nghiên cứu của Riddick & Whited (2009), Bao & cộng sự (2012), các tác giả này kiểm tra tác động của dòng tiền lên độ nhạy cảm tiền mặt nắm giữ, đồng thời kết hợp dòng tiền âm hay dương để kết luận về tác động bất cân xứng của dòng tiền lên độ nhạy cảm tiền mặt nắm giữ. Kết quả hồi quy mô hình tổng quát của Bao & cộng sự (2012) giống như trong dự đoán trước của họ, trong mô hình hồi quy OLS, biến CF có dấu dương, biến NEG (biến giả khi dòng tiền âm thì có giá trị 1 và ngược lại bằng 0) và biến tương tác CF*NEG (cho thấy tác động của dòng tiền lên độ nhạy cảm tiền mặt nắm giữ khi công ty có dòng tiền âm) đều có dấu âm, cả 3 biến đều có mức ý nghĩa 1%. Đối với kết quả của GMM thì ngược lại, biến CF và NEG có dấu âm, biến tương tác CF*NEG có dấu dương và cả 3 đều có mức ý nghĩa 1% cho thấy rằng công ty với dòng tiền dương sẽ có xu hướng giảm tiền mặt nắm giữ.

2.2. Nghiên cứu chất lượng lợi nhuận và nắm giữ tiền mặt

García-Teruel & cộng sự (2009) sử dụng một mẫu của các doanh nghiệp vừa và nhỏ ở Tây Ban Nha dựa trên mô hình Dechow & Dichev (2002), nghiên cứu đã tìm thấy bằng chứng phù hợp với chất lượng lợi nhuận cao hơn làm giảm mức độ của tài sản lưu động. Sun & cộng sự (2012) cung cấp một phân tích về mối quan hệ giữa chất lượng lợi nhuận và nắm giữ tiền mặt cho các công ty Hoa Kỳ trong giai đoạn 1980 - 2005 và tìm bằng chứng về mối liên hệ tiêu cực phù hợp với các lập luận nêu trên. Ngoài ra, Chung & cộng sự (2015) tìm thấy bằng chứng ủng hộ giả thuyết chi phí giám sát về mối quan hệ giữa nắm giữ tiền mặt và sự bất cân xứng thông tin. Theo giả thuyết như vậy, giám sát tích cực bởi các cổ đông sẽ hạn chế quyền truy cập của các nhà quản lý vào dòng tiền tự do để tránh các hoạt động phá hủy giá trị (Jensen, 1986) và điều này sẽ có nhiều khả năng đối mặt với các môi trường có mức độ bất cân xứng thông tin cao. Do đó, cần có một mối quan hệ tiêu cực giữa nắm giữ tiền mặt và mức độ bất cân xứng thông tin, mà các tác giả ghi lại trong phân tích của họ. Tuy nhiên, Chung & cộng sự (2015) thừa nhận khả năng của một giả thuyết cạnh tranh trong đó thông tin bất cân xứng và nắm giữ tiền mặt sẽ có liên quan tích cực được thảo luận bởi Myers & Majluf (1984), gọi là đầu tư vào giả thuyết cơ hội nắm giữ tiền mặt.

Gần đây nghiên cứu của Farinha & cộng sự (2018), Koo & cộng sự (2017) cho thấy rằng việc tạo ra báo cáo có chất lượng cao hơn có liên quan đến thanh toán cổ tức cao hơn, do đó cho thấy khả năng chất lượng lợi nhuận có thể có tác động tiêu cực đến việc nắm giữ tiền mặt. Greiner (2017) cho thấy quản lý hoạt động tăng lợi nhuận tích cực có liên quan đến việc nắm giữ tiền mặt lớn hơn, một lần nữa cho thấy sự tồn tại của mối quan hệ giữa chất lượng lợi nhuận và nắm giữ tiền mặt.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Mô hình và giả thuyết nghiên cứu

3.1.1. Mô hình nghiên cứu mối tác động của dòng tiền, chất lượng lợi nhuận và nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp

$$\text{Mô hình 1: } CH_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EQ_{i,t} + \beta_2 CF_{i,t} + \alpha_1 \text{Control}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Bảng 1: Tóm tắt đo lường các biến mô hình nghiên cứu

Tên biến	Mã biến	Cách đo lường	Chiều ảnh hưởng
Tỷ lệ nắm giữ tiền mặt	CH	Tiền và các khoản đầu tư ngắn hạn/Tổng tài sản.	
Chất lượng lợi nhuận	EQ	Theo mô hình của Jones (1991).	-
Dòng tiền	CF	Tổng lợi nhuận sau thuế và khấu hao với tổng tài sản của công ty i trong năm t.	+
Quy mô doanh nghiệp	SIZE	Log (Tổng tài sản)	-
Đòn bẩy tài chính	LV	Nợ phải trả/Tổng tài sản	-
Nợ ngắn hạn	SD	Nợ ngắn hạn/Tổng tài sản.	+

Nguồn: Tác giả tự xây dựng.

Trong đó: ε_{it} – Sai số ngẫu nhiên

Các biến trong mô hình được đo lường được trình bày tại Bảng 1.

Đo lường chất lượng lợi nhuận

Trong nghiên cứu này chúng tôi đo lường chất lượng lợi nhuận thông qua biến quản trị lợi nhuận, nhóm tác giả sử dụng mô hình của Jones (1991). Biến chất lượng lợi nhuận được đo thông qua proxy là phần dư của phương trình (2), chất lượng lợi nhuận là giá trị tuyệt đối của phần của phương trình sau:

$$NDA_{it} = \alpha_1 \frac{1}{A_{it-1}} + \alpha_2 \frac{\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}}{A_{it-1}} + \alpha_3 \frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

NDA_{it} (non discretionary accruals) là biến kế toán dồn tích không điều chỉnh năm t của doanh nghiệp i

ΔREV_{it} là chênh lệch doanh thu doanh nghiệp i năm t và năm t-1

ΔREC_{it} là chênh lệch khoản phải thu doanh nghiệp i năm t và năm t-1

PPE_{it} là nguyên giá tài sản cố định doanh nghiệp i năm t

A_{it-1} là tổng tài sản doanh nghiệp i năm t-1

$\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$, là các tham số của từng doanh nghiệp

Như vậy, $|\varepsilon_{it}|$ chính là đo lường biến EQ (chất lượng lợi nhuận), $|\varepsilon_{it}|$ càng cao thì chất lượng lợi nhuận càng thấp, vì vậy, chất lượng lợi nhuận được xác định $EQ = |\varepsilon_{it}| * (-1)$

Xây dựng giả thuyết nghiên cứu

Công ty có dòng tiền từ hoạt động kinh doanh lớn sẽ cắt giảm nhu cầu nắm giữ tiền mặt, hàm ý rằng dòng tiền hoạt động có thể là một phương pháp quản trị tiền mặt. Một giả thuyết khác là các công ty có dòng tiền hoạt động lớn và ổn định ít có khuynh hướng huy động vốn, do đó công ty với dòng tiền lớn hơn thì có tiền mặt nắm giữ cao hơn (Opler & cộng sự, 1999). Các nghiên cứu của Almeida & cộng sự (2004), Faulkender & Wang (2006), Riddick & Whited (2009), Bao & cộng sự (2012), Ogundipe & cộng sự (2012), Horioka & Terada-Hagiwara (2014) đều công nhận mối quan hệ tuyến tính giữa việc nắm giữ tiền mặt và dòng tiền.

H1: Dòng tiền có mối quan hệ thuận chiều với việc nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp

Trên cơ sở tổng quan các nghiên cứu của Garcia-Teruel & cộng sự (2009), nghiên cứu doanh nghiệp nhỏ và vừa ở Tây Ban Nha là một quốc gia châu Âu lục địa với mức độ bảo vệ nhà đầu tư thấp, thị trường vốn kém phát triển và quyền sở hữu tập trung đáng kể của các công ty niêm yết. Trái lại các nghiên cứu của Sun & cộng sự (2012), Chung & cộng sự (2015), Farinha & cộng sự (2018) nghiên cứu tại các nước phát triển có một thị trường vốn phát triển cũng cho thấy mối quan hệ ngược chiều giữa chất lượng lợi nhuận và nắm giữ tiền mặt. Việt Nam là một nền kinh tế phát triển, các doanh nghiệp bắt đầu áp dụng các chuẩn mực kế toán, trên cơ sở nền tảng được dịch từ chuẩn mực báo cáo tài chính quốc tế (IFRS).

H2: Chất lượng lợi nhuận có mối quan hệ ngược chiều với việc nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp.

3.1.2. Mô hình nghiên cứu mối quan hệ giữa độ nhạy cảm dòng tiền và nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp

Mô hình 2: $CH_{it} = \beta_0 + \beta_1 EQ_{it} + \beta_2 CF_{it} + \beta_3 CF * NEG_{it} + \alpha_1 Control_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$

Những biến số chính trong mô hình bám sát theo định nghĩa về các biến của Riddick & Whited (2009), các biến kiểm soát khác dựa theo mô hình trong nghiên cứu của Almeida & cộng sự (2004). Theo Bao & cộng sự (2012), nghiên cứu này bổ sung biến giả NEG để thể hiện dòng tiền âm và một biến tương tác (CF*NEG) để thể hiện độ nhạy cảm tiền mặt như thế nào với điều kiện dòng tiền âm/dương khác nhau. Theo Riddick & Whited (2009) hệ số CF âm cho thấy tác động của dòng tiền lên độ nhạy cảm tiền mặt nắm giữ là ngược chiều. Kết quả nghiên cứu của Bao & cộng sự (2012) đã tìm thấy một β_3 dương trong mô hình (3) vì các doanh nghiệp có dòng tiền âm sử dụng dự trữ tiền mặt để tài trợ cho các dự án hiện có. Một β_3 dương có ý nghĩa trong mô hình (3) sẽ phù hợp với giả thuyết H1, đó là có một sự bất cân xứng trong tác động của dòng tiền lên độ nhạy cảm tiền mặt nắm giữ. Bao & cộng sự (2012) cho rằng ông không có lý do nào để ưu tiên cho lập luận rằng độ lớn của sự nhạy cảm lớn hơn ở các công ty có dòng tiền dương hoặc nhỏ hơn ở các công ty có dòng tiền âm.

H3: Tác động của dòng tiền lên độ nhạy cảm tiền mặt nắm giữ khi công ty đối mặt với dòng tiền dương

khác với khi công ty đối mặt với dòng tiền âm

3.1.3. Mô hình nghiên cứu mối quan hệ giữa độ nhạy cảm dòng tiền, chất lượng lợi nhuận và nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp trong điều kiện hạn chế tài chính

Sau khi xem xét tác động bất cân xứng của dòng tiền lên độ nhạy cảm tiền mặt nắm giữ, tác giả tiếp tục kiểm tra liệu rằng một công ty bị hạn chế tài chính với một công ty không bị hạn chế thì tác động bất đối xứng này còn tồn tại hay không. Theo Bao & cộng sự (2012), Whited & Wu (2006) nếu công ty không chi trả cổ tức bằng tiền mặt trong năm t, công ty được gán vào nhóm bị hạn chế tài chính.

Chi trả cổ tức: Doanh nghiệp bị hạn chế tài chính có xu hướng không chi trả cổ tức (hoặc trả cổ tức ở mức thấp) để giảm rủi ro thiếu hụt nguồn tài trợ nội bộ trong tương lai, giảm khả năng phải huy động vốn từ bên ngoài. Dựa trên nghiên cứu Almeida & cộng sự (2004), Faulkender & Wang (2006), chúng tôi phân loại mức độ hạn chế tài chính của doanh nghiệp không chi trả cổ tức là những doanh nghiệp nhiều khả năng phải đối mặt với hạn chế tài chính, nhóm hai là những doanh nghiệp có chi trả cổ tức là những doanh nghiệp có khả năng thấp phải đối mặt với hạn chế tài chính. Do đó, các doanh nghiệp có chi trả cổ tức thì biến DFC có giá trị là 0 và các doanh nghiệp không chi trả cổ tức thì biến DFC có giá trị là 1.

Quy mô: Theo nghiên cứu của Faulkender & Wang (2006) cho thấy những doanh nghiệp nhỏ thường phải đối mặt với bất cân xứng thông tin, chi phí đại diện nên khả năng tiếp cận thị trường vốn bên ngoài với chi phí tài trợ thường cao hơn so với các doanh nghiệp lớn, nên những doanh nghiệp nhỏ có nhiều khả năng phải đối mặt với hạn chế tài chính hơn so với các doanh nghiệp lớn. Các doanh nghiệp có quy mô lớn hơn mức trung vị của mẫu thường có ít khả năng bị hạn chế tài chính ứng với DFC nhận giá trị 0. Ngược lại, các doanh nghiệp có quy mô thấp hơn mức trung vị của mẫu có khả năng gặp hạn chế tài chính nên DFC có giá trị là 1.

H4: Mức độ bất cân xứng trong tác động của dòng tiền lên độ nhạy cảm tiền mặt nắm giữ ở công ty bị hạn chế tài chính ít hơn so với công ty không bị hạn chế tài chính.

H5: Mức độ bất cân xứng trong tác động của chất lượng lợi nhuận đến việc nắm giữ tiền mặt ở công ty bị hạn chế tài chính ít hơn so với công ty không bị hạn chế tài chính.

3.2. Phương pháp ước lượng

Bài nghiên cứu sử dụng dữ liệu của 6066 quan sát của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2008-2019. Dữ liệu được lấy từ báo cáo tài chính đã qua kiểm toán và được tổ chức dưới dạng dữ liệu bảng. Mô hình ước lượng của Bao & cộng sự (2012), García-Teruel & cộng sự (2009) được tác giả xem xét ảnh hưởng của dòng tiền, chất lượng lợi nhuận đối với nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp ở các công ty Việt Nam. Nghiên cứu chạy hồi quy theo cả hai mô hình dữ liệu theo phương pháp bình phương nhỏ nhất (OLS), tác động cố định (FEM), tác động ngẫu nhiên (REM) và bình phương nhỏ nhất chuẩn mạnh OLS-Robust.

4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

Dữ liệu thống kê (bảng 2) cho thấy, tỷ lệ nắm giữ tiền mặt (CH) bình quân là 13,97%, dòng tiền (CF) trung bình là .0378, chất lượng lợi nhuận trung bình là -.7348. Quy mô của doanh nghiệp được đo bằng logarit của tổng tài sản bình quân là 27,1, các doanh nghiệp có cấu trúc vốn với tỷ lệ nợ phải trả trên tổng tài sản (LV) bình quân là 49,5% và nợ ngắn hạn (SD) bình quân là 39,69%.

Tiếp theo, tác giả kiểm tra mối tương quan giữa từng cặp biến độc lập được sử dụng trong các mô hình

Bảng 2: Thống kê mô tả

Variable	Obs	Mean	Std.Dev	Min	Max
CH	6066	0,1397196	0,1487866	0,0000505	0,9742621
EQ	6066	-0,7348603	1,063398	-7,42507	-0,0053807
CF	6066	0,0378708	0,0899666	-1,809228	0,7576776
CF*NEG	6066	-0,0115552	0,0505224	-1,809228	0
SIZE	6066	27,09997	1,508468	23,47951	33,63179
LV	6066	0,4951366	0,2230023	0,0006822	2,03063
SD	6066	0,3968696	0,2134184	0,0006822	1,991355

Nguồn: tác giả tính toán từ Stata 14.0

Bảng 3: Ma trận tương quan

	CH	EQ	CF	CF*NEG	SIZE	LV	SD
CH	1						
EQ	-0,0737*	1					
CF	0,3674*	-0,0688*	1				
CF*NEG	0,0928*	0,0051	0,6872*	1			
SIZE	-0,0770*	0,5859*	-0,0248	0,0492*	1		
LV	-0,3469*	0,1976*	-0,3313*	-0,0832*	0,3152*	1	
SD	-0,2438*	0,0882*	-0,2214*	-0,0473*	0,0923*	0,7994*	1

Nguồn: Tác giả tính toán từ Stata 14.0

hồi quy. Bảng 3 trình bày mối tương quan giữa tất cả các cặp biến được sử dụng trong bài nghiên cứu này. Trong mỗi tương quan nắm giữ tiền mặt (CH), dòng tiền (CF) thể hiện một mối tương quan dương, trái lại nắm giữ tiền mặt và chất lượng lợi nhuận (EQ) có mối tương quan âm. Trong khi đó quy mô công ty (SIZE), đòn bẩy tài chính (LV) và nợ ngắn hạn (SD) lại có cùng mối tương quan âm.

Bảng 4 thể hiện kết quả hồi quy mô hình 1 theo 4 phương pháp: Bình phương nhỏ nhất (OLS), tác động cố định (FEM), tác động ngẫu nhiên (REM) và bình phương nhỏ nhất chuẩn mạnh (OLS-Robust). Kết quả hồi quy của 4 phương pháp đều thống nhất về dấu và một số biến có ý nghĩa thống kê cao. Biến CF mang dấu dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% ở cả bốn phương pháp thể hiện một mối tương quan dương giữa tiền mặt nắm giữ và dòng tiền. Từ các kết quả trên, chúng ta đi đến kết luận rằng dòng tiền có quan hệ thuận chiều với mức độ nắm giữ tiền mặt của các công ty phi tài chính (giai đoạn 2008-2019) ở Việt Nam là dương, kết quả này phù hợp với giả thuyết H1 được đặt ra. Kết quả nghiên cứu đồng thuận với kết luận của Riddick & Whited (2009), Bao & cộng sự (2012) và trái ngược với nghiên cứu của Almeida & cộng sự (2011).

Đối với nhân tố chất lượng lợi nhuận (EQ), kết quả cho thấy chất lượng lợi nhuận có quan hệ ngược chiều với tỷ lệ nắm giữ tiền mặt với mức ý nghĩa thống kê 1%, giả thuyết H2 được chấp nhận. Như vậy nghiên cứu này đã có những đóng góp quan trọng. Bằng cách đánh giá tác động của chất lượng lợi nhuận trong khung thông tin bất cân xứng, nghiên cứu có thể giải thích rằng ngay cả khi giá trị nắm giữ tiền mặt của một công

Bảng 4: Kết quả hồi quy mô hình 1

Variable	VIF	OLS	REM	REM	OLS-ROBUST
EQ	1,53	-0,00811***	-0,00956***	-0,00811***	-0,00772**
CF	1,25	0,212***	0,169***	0,212***	0,218***
SIZE	1,78	0,00579**	0,00837***	0,00579**	0,00271
LV	3,74	-0,163***	-0,139***	-0,163***	-0,150***
SD	3,06	0,0505***	0,0528***	0,0505***	0,0460*
cons		0,0251	-0,0525	0,0251	0,111
N		6066	6066	6066	6066
R-sq		0,2854	0,2647	0,2478	0,2348
Kiểm định F			F(6.5357) = 51,20 Prob > F = 0.0000		
Kiểm định LM		Wald chi2(6) = 533,36 Prob > chi2 = 0,0000		Wald chi2(5) = 402,43 Prob > chi2 = 0,0000	Wald chi2(15) = 151,40 Prob > chi2 = 0,0000
Kiểm định Hausman			chi2(5) = 137,25 Prob > chi2 = 0,0000		
Modified Wald test			chi2 (703) = 2,5e+07 Prob > chi2 = 0,0000		
Wooldridge test			F(1, 678) = 192,180 Prob > F = 0,0000		
Firm fixed effect					Yes
Year fixed effect					Yes

Tương ứng với mức ý nghĩa thống kê * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Nguồn: Tác giả tính toán từ Stata 14.0.

Bảng 5: Kết quả hồi quy mô hình 2

Variable	VIF	OLS	REM	REM	OLS-ROBUST
EQ	1,54	-0,00658***	-0,00808***	-0,00658***	-0,00638**
CF	2,52	0,442***	0,370***	0,442***	0,460***
CF*NEG	2,06	-0,440***	-0,370***	-0,440***	-0,448***
SIZE	1,78	0,00716***	0,0114***	0,00716***	0,00322
LV	3,78	-0,149***	-0,130***	-0,149***	-0,131***
SD	3,06	0,0429***	0,0447**	0,0429***	0,0358
_cons		-0,0288	-0,148*	-0,0288	0,0733
N		6066	6066	6066	6066
R-sq		0,2854	0,2647	0,2854	0,2781
Kiểm định F			F(6,5357) = 51,20 Prob > F = 0,0000		
Kiểm định LM		Wald chi2(6) = 533,36 Prob > chi2 = 0,0000		Wald chi2(6) = 533,36 Prob > chi2 = 0,0000	Wald chi2(16) = 237,22 Prob > chi2 = 0,0000
Kiểm định Hausman			chi2(5) = 94,53 Prob>chi2 = 0,0000		
Modified Wald test			chi2 (703) = 2,5e+07 Prob>chi2 = 0,0000		
Wooldridge test			F(1, 678) = 192,180 Prob > F = 0,0000		
Firm fixed effect					Yes
Year fixed effect					Yes

Tương ứng với mức ý nghĩa thống kê * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$
 Nguồn: Tác giả tính toán từ Stata 14.0.

ty giảm, đồng thời cũng khuyến khích công ty nắm giữ nhiều tiền mặt hơn. Kết quả của nghiên cứu cho thấy bên cạnh các yếu tố quyết định nắm giữ tiền mặt được xác định, chất lượng lợi nhuận cũng là một yếu tố quan trọng ảnh hưởng đến mức độ tiền mặt của các công ty ở Việt Nam. Kết quả nghiên cứu này đồng thuận với kết quả nghiên cứu của García-Teruel & cộng sự (2009), Sun & cộng sự (2012), Chung & cộng sự (2015), Farinha & cộng sự (2018).

Các biến giải thích khác như LV mang dấu âm và có ý nghĩa thống kê đáng kể với mức 1%. Điều này có thể được giải thích theo những nghiên cứu trước đây như: Biến SIZE mang dấu dương nhưng không có ý nghĩa đáng kể. Các công ty càng lớn thì số lượng dự án càng nhiều, do đó họ tăng cường nắm giữ tiền mặt để phục vụ kịp thời nhu cầu đầu tư hiện tại và tương lai. Ngoài ra, các công ty ở Việt Nam ưa thích nắm giữ tiền mặt vì việc nắm giữ nhiều tiền mặt mang lại cảm giác an toàn hơn. SD là nợ ngắn hạn, nó đại diện cho một dòng tiền ra để thực hiện các nghĩa vụ tài chính trong năm, do đó làm tăng tiền mặt nắm giữ. Kết quả nghiên cứu không phù hợp với nghiên cứu của Riddick & Whited (2009), Bao & cộng sự (2012).

Bảng 5 trình bày những kết quả khi xem xét mức độ bất cân xứng của độ nhạy đối với dòng tiền của tiền mặt. Với biến tương tác CF*NEG âm ở mức ý nghĩa thống kê 1% ở khi hồi quy cả 4 phương pháp OLS, FEM, REM và OLS-Robust, cho thấy các công ty có dòng tiền âm giảm lượng tiền mặt nắm giữ. Hệ số ước lượng CF*NEG âm ở mức ý nghĩa thống kê 1% đã ủng hộ giả thuyết H3 mà nghiên cứu đề ra, tức là tồn tại sự bất cân xứng trong độ nhạy đối với dòng tiền của việc nắm giữ tiền mặt khi công ty nắm giữ dòng tiền âm và dương khác nhau. Tổng hệ số ước lượng (CF + CF*NEG) dương cho thấy công ty có dòng tiền âm có xu hướng giảm nắm giữ tiền mặt. Kết quả thu được phù hợp với kết quả chỉ ra trong nghiên cứu của Bao & cộng sự (2012).

Tác giả tiếp tục xem xét ảnh hưởng của dòng tiền, chất lượng lợi nhuận có ảnh hưởng như thế nào đến việc nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp Việt Nam trong điều kiện hạn chế tài chính. Như đã trình bày ở trên, nghiên cứu xem xét các doanh nghiệp hạn chế tài chính dựa vào tiêu chí cổ tức và quy mô của doanh nghiệp. Bảng 6 trình bày kết quả cho thấy, khi phân loại công ty bị hạn chế và không bị hạn chế tài chính theo chính sách chi trả cổ tức hay theo quy mô tổng tài sản công ty thì hệ số ước lượng của biến CF đều dương, hệ số ước lượng CF*NEG đều âm ở mức ý nghĩa thống kê 1%, tổng hệ số ước lượng (CF + CF*NEG) phù hợp

Bảng 6: Kết quả hồi quy xem xét giới hạn tài chính

Variable	Cổ tức		Quy mô	
	Không hạn chế tài chính	Hạn chế tài chính	Không hạn chế tài chính	Hạn chế tài chính
EQ	-0.00373	-0.00701**	0,00370	-0,00843**
CF	0.307**	0,462***	0,447***	0,489***
CF*NEG	-0.309**	-0.447***	-0,447***	-0,476***
SIZE	0.00739	0.00868**	0,0116**	0,0107
LV	-0.113**	-0.163***	-0,134***	-0,141***
SD	0.0293	0.0555**	0,0534*	0,0253
_cons	-0.0290	-0,0641	-0,155	-0,118
N	1333	4733	3043	3023
R-sq	0.1135	0.2596	0.1992	0,2408
Firm fixed effect				Yes
Year fixed effect				Yes

Tương ứng với mức ý nghĩa thống kê * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Nguồn: Tác giả tính toán từ Stata 14.0.

với kết quả được chỉ ra ở Bảng 4, giả thuyết H4 được chấp nhận. Tuy nhiên, đối với nhân tố chất lượng lợi nhuận, trong điều kiện không bị hạn chế tài chính thì chất lượng lợi nhuận có quan hệ ngược chiều với mức độ nắm giữ tiền mặt, khi xem xét tiêu chí trả cổ tức và quy mô của doanh nghiệp. Trái lại, trong điều kiện hạn chế tài chính chất lượng lợi nhuận có quan hệ ngược chiều với nắm giữ tiền mặt. Như vậy giả thuyết H5 được chấp nhận, điều này cho thấy trong điều kiện hạn chế tài chính thì vấn đề bất cân xứng thông tin càng thể hiện rõ nét, điều này dẫn đến các doanh nghiệp cần phải nắm giữ tiền mặt nhiều hơn.

5. Kết luận và khuyến nghị

Nghiên cứu xem xét ảnh hưởng của dòng tiền, chất lượng lợi nhuận đến việc nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp ở Việt Nam, nghiên cứu đã thu được một số kết quả thú vị. Thứ nhất, dòng tiền của các công ty Việt Nam là có quan hệ thuận chiều với mức độ nắm giữ tiền mặt. Thứ hai, nghiên cứu đã bổ sung kết quả thực nghiệm về sự bất cân xứng thông tin của chất lượng lợi nhuận và tỷ lệ nắm giữ tiền mặt. Thứ ba, tác giả tìm được bằng chứng vững chắc để ủng hộ cho giả thuyết mức độ nhạy cảm của dòng tiền với việc nắm giữ tiền mặt là bất cân xứng. Từ kết quả nghiên cứu, tác giả đề xuất một số khuyến nghị sau:

- Các doanh nghiệp có dòng tiền dương đã giảm bớt đầu tư và nắm giữ nhiều tiền mặt hơn, tạo một tấm đệm bảo vệ doanh nghiệp khỏi các biến động trên thị trường. Ngược lại, các doanh nghiệp có dòng tiền âm do các ràng buộc hợp đồng dự án, che giấu thông tin xấu hay vấn đề đại diện mà phải tiếp tục sử dụng tiền mặt để duy trì các dự án kém hiệu quả này, làm cho lượng tiền mặt sụt giảm. Ngoài ra, xem xét vấn đề mối tương quan giữa độ nhạy cảm tiền mặt nắm giữ và dòng tiền trong điều kiện bị hạn chế tài chính cũng đưa lại những kết luận hợp lý. Theo đó các hạn chế tài chính sẽ thúc đẩy các doanh nghiệp nắm giữ nhiều tiền mặt hơn. Điều này đúng với cả các doanh nghiệp có dòng tiền âm và dương. Việc khó tiếp cận các nguồn vốn bên ngoài là một nguyên nhân hợp lý để các doanh nghiệp chủ động nắm giữ nhiều tiền mặt, nhằm đối phó với các biến động không lường trước hoặc nhu cầu trong tương lai.

- Phát hiện của nghiên cứu góp phần vào cuộc tranh luận về vai trò của chất lượng lợi nhuận giảm sự bất cân xứng thông tin. Kết quả cũng cung cấp những hiểu biết có giá trị cho các nhà quản lý, nhà đầu tư, chủ nợ và nhà nghiên cứu. Phát hiện cho thấy các nhà quản lý nên quan tâm đến chất lượng lợi nhuận kế toán vì chất lượng lợi nhuận cao hơn có thể giúp các công ty cải thiện việc quản lý nắm giữ tiền mặt, đẩy mức tiền mặt thấp hơn và do đó, giảm tiền mặt không hiệu quả.

- Các doanh nghiệp cần nâng cao chất lượng lợi nhuận, kết quả nghiên cứu cho thấy chất lượng lợi nhuận liên quan đến nắm giữ tiền mặt của công ty, các nhà đầu tư cần xem xét cân trọng đối với các doanh nghiệp cung cấp thông tin có chất lượng lợi nhuận thấp.

Lời thừa nhận/cảm ơn:

Nghiên cứu này được tài trợ bởi Quỹ Phát triển khoa học và công nghệ Quốc gia (NAFOSTED) trong đề tài mã số 502.02-2019.302.

Tài liệu tham khảo

- Acharya, V. V., Almeida, H., & Campello, M. (2007). 'Is cash negative debt? A hedging perspective on corporate financial policies', *Journal of financial intermediation*, 16(4), 515-554, <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2007.04.001>
- Almeida, H., Campello, M., & Weisbach, M. S. (2004), 'The cash flow sensitivity of cash', *The journal of finance*, 59(4), 1777-1804, <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00679.x>
- Almeida, H., Park, S. Y., Subrahmanyam, M. G., & Wolfenzon, D. (2011), 'The structure and formation of business groups: Evidence from Korean chaebols', *Journal of financial economics*, 99(2), 447-475, <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.08.017>
- Ball, R., & Shivakumar, L. (2008), 'Earnings quality at initial public offerings', *Journal of accounting and economics*, 45(2-3), 324-349.
- Bao, D., Chan, K. C., & Zhang, W. (2012), 'Asymmetric cash flow sensitivity of cash holdings', *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 690-700, <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2012.05.003>
- 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, <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2009.01492.x>
- Bushman, R. M., & Smith, A. J. (2001), 'Financial accounting information and corporate governance', *Journal of accounting and economics*, 32(1-3), 237-333, [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00027-1](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00027-1)
- Chung, K. H., Kim, J. C., Kim, Y. S., & Zhang, H. J. J. O. B. F. (2015), 'Information asymmetry and corporate cash holdings', *Journal of Business Finance Accounting*, 42(9-10), 1341-1377.
- Dechow, P. M., & Dichev, I. D. (2002), 'The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors', *The Accounting Review*, 77(s-1), 35-59, <https://doi.org/10.2308/accr.2002.77.s-1.35>
- Farinha, J., Mateus, C., & Soares, N. (2018), 'Cash holdings and earnings quality: evidence from the Main and Alternative UK markets', *International Review of Financial Analysis*, 56, 238-252. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2018.01.012>
- Faulkender, M., & Wang, R. (2006), 'Corporate financial policy and the value of cash', *The journal of finance*, 61(4), 1957-1990, doi:<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00894.x>
- Ferreira, M. A., & Vilela, A. S. (2004), 'Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries', *European Financial Management*, 10(2), 295-319.
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., & Schipper, K. (2005), 'The market pricing of accruals quality', *Journal of accounting and economics*, 39(2), 295-327.
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P. M., & Schipper, K. (2004), 'Costs of equity and earnings attributes', *The Accounting Review*, 79(4), 967-1010, <https://doi.org/10.2308/accr.2004.79.4.967>
- García-Teruel, P. J., Martínez-Solano, P., & Sánchez-Ballesta, J. P. (2009), 'Accruals quality and corporate cash holdings', *Accounting & Finance*, 49(1), 95-115.
- Greiner, A. J. (2017), 'An examination of real activities management and corporate cash holdings', *Advances in Accounting*, 39, 79-90.
- Horioka, C. Y., & Terada-Hagiwara, A. (2014), 'Corporate Cash Holding in Asia', *Asian Economic Journal*, 28(4), 323-345, <https://doi.org/10.1111/asej.12039>
- Jensen, M. C. (1986), 'Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers', *The American economic review*, 76(2), 323-329.
- Jones, J. (1991), 'Earnings Management during Import Relief Investigations', *Journal of Accounting Research*, 29(1), 193-228, doi:10.2307/2491047
- Koo, D. S., Ramalingegowda, S., & Yu, Y. (2017), 'The effect of financial reporting quality on corporate dividend policy', *Review of Accounting Studies*, 22(2), 753-790, <https://doi.org/10.1007/s11142-017-9393-3>
- Leuz, C., & Verrecchia, R. E. (2000), 'The economic consequences of increased disclosure', *Journal of accounting research*, 38, 91-124.
- 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.

-
- Ogundipe, L. O., Ogundipe, S. E., & Ajao, S. K. (2012), 'Cash holding and firm characteristics: Evidence from Nigerian emerging market', *Journal of Business, Economics, 1*(2), 45-58.
- 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, [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(99\)00003-3](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00003-3)
- Ozkan, A., & Ozkan, N. (2004), 'Corporate cash holdings: An empirical investigation of UK companies', *Journal of Banking and Finance, 28*(9), 2103-2134.
- Phạm Hà, & Phan Đình Quế Trân. (2018), 'Ảnh hưởng hạn chế tài chính đến quyết định nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam', *Tạp chí Khoa học Đại học Mở Thành phố Hồ Chí Minh.*, 60(3), 133-143.
- Riddick, L. A., & Whited, T. M. (2009), 'The corporate propensity to save', *The journal of finance, 64*(4), 1729-1766, <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2009.01478.x>
- Shah, A. (2011), 'The corporate cash holdings: Determinants and implications', *African Journal of Business Management, 5*(34), 12939-12950.
- Sun, Q., Yung, K., & Rahman, H. (2012), 'Earnings quality and corporate cash holdings', *Accounting & Finance, 52*(2), 543-571, <https://doi.org/10.1111/j.1467-629X.2010.00394.x>
- Trần Phi Long, & Lê Đức Hoàng (2016), 'Hành vi nắm giữ tiền mặt và giá trị doanh nghiệp: Nghiên cứu tại các công ty xây dựng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam', *Kinh tế & Phát triển, 230*(2), 81-89.
- Verrecchia, R. E. (2001), 'Essays on disclosure', *Journal of accounting and economics, 32*(1-3), 97-180.
- Whited, T. M., & Wu, G. (2006), 'Financial constraints risk', *The review of financial studies, 19*(2), 531-559, <https://doi.org/10.1093/rfs/hhj012>
- Wu, W., Rui, O. M., & Wu, C. (2012), 'Trade credit, cash holdings, and financial deepening: Evidence from a transitional economy', *Journal of Banking & Finance, 36*(11), 2868-2883. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.04.009>