

Ảnh hưởng hạn chế tài chính đến quyết định nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam

Effect of financial constraints on cash holdings of Vietnamese listed companies

Phạm Hà^{1*}, Phan Đình Quế Trần¹

¹Trường Đại học Mở Thành Phố Hồ Chí Minh, Việt Nam

*Tác giả liên hệ, Email: ha.p@ou.edu.vn

THÔNG TIN	TÓM TẮT
DOI:10.46223/HCMCOUJS.econ.vi.13.2.519.2018 Ngày nhận: 27/12/2017 Ngày nhận lại: 16/04/2018 Duyệt đăng: 04/05/2018 <i>Từ khóa:</i> doanh nghiệp niêm yết, hạn chế tài chính, nắm giữ tiền mặt	Trong hoạt động sản xuất kinh doanh, nguồn vốn lưu động có vai trò quan trọng nhằm bảo đảm sự vận hành liên tục của doanh nghiệp, trong đó việc nắm giữ tiền mặt có ý nghĩa sống còn với các doanh nghiệp khi mà nhu cầu nắm giữ tiền mặt giúp các doanh nghiệp đáp ứng kịp thời các dự án đầu tư cũng như tạo thuận lợi cho các hoạt động khác của doanh nghiệp. Tuy nhiên việc nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp có tiềm lực dồi dào sẽ dễ dàng hơn so với các doanh nghiệp gặp khó khăn trong các hoạt động kinh doanh và bị giới hạn nguồn vốn. Nghiên cứu này tìm hiểu sự ảnh hưởng của hạn chế tài chính đến các quyết định nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp. Quyết định nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp niêm yết trên các sàn chứng khoán Việt Nam có sự khác biệt ra sao khi doanh nghiệp niêm yết trên hai sàn giao dịch chứng khoán khác nhau. Với dữ liệu là 102 doanh nghiệp niêm yết trên hai sàn chứng khoán Việt Nam và sử dụng phương pháp định lượng, nghiên cứu đã tìm ra được có mối quan hệ đồng biến giữa hạn chế tài chính và nắm giữ tiền mặt đồng thời cho thấy sự nắm giữ tiền mặt vượt trội tại sàn Hồ Chí Minh. Từ kết quả nghiên cứu này có thể giúp các doanh nghiệp tại Việt Nam có được biện pháp vượt qua khó khăn về tài chính trong hiện tại và tương lai. ABSTRACT Working capital management plays an important role in ensuring the continued operations of any business. Especially, cash holdings are vital to businesses because holding on to their cash allows a timely response to investment and enables them in other activities. However, holding cash in companies with abundant potential is easier than in those with operational

Keywords:

listed companies, financial constraints, cash holdings

difficulties and limited capital. The study focuses on the impact of financial constraints on firms' cash holding decisions and how such decisions differ among listed companies on the two stock exchanges of Vietnam. Using the data collected from 102 listed companies on the Vietnamese Stock Exchanges and qualitative research methods, the study finds a positive correlation between financial constraints and cash holdings. The study also shows excessive cash holding for businesses listed on Ho Chi Minh Stock Exchange. The findings can help Vietnamese enterprises take proper measures to overcome current and future financial difficulties.

1. Giới thiệu

Khủng hoảng kinh tế thế giới năm 2007-2008 đã làm cho các doanh nghiệp vừa và nhỏ của Việt Nam gặp rất nhiều khó khăn một phần bị từ chối hợp đồng, sản phẩm tiêu thụ chậm, hàng tồn kho ngày càng nhiều, nhu cầu vốn lưu động ngày càng cao. Phần thì chịu ảnh hưởng của chính sách thắt chặt tiền tệ, hạn chế tăng trưởng tín dụng ngân hàng làm lãi suất cho vay cao vượt xa khả năng kinh doanh của doanh nghiệp. Tuy rằng ngân hàng nhà nước đã đưa mức lãi trần nhưng đều không đạt kết quả do các ngân hàng thương mại không thực hiện triệt để. Nợ xấu ngân hàng ngày càng có xu hướng gia tăng. Chính vì điều này đã tạo động cơ cho các doanh nghiệp đặc biệt là các doanh nghiệp nhỏ, tuổi đời non trẻ buộc phải tích lũy và xây dựng nguồn vốn nội bộ để trang trải cho chi phí và các cơ hội đầu tư.

Nghiên cứu của Almeida, Campello, và Weisbach (2004) đã cung cấp bằng chứng rằng các công ty hạn chế gia tăng tài trợ bên ngoài sẽ tiết kiệm một phần dòng tiền tích lũy dưới dạng tiền mặt hơn các công ty không có hạn chế. Đồng thời nghiên cứu của Faulkender và Wang (2006) đã cho thấy được tiền mặt mang lại nhiều giá trị hơn cho công ty bị hạn chế tài chính hơn là công ty không hạn chế tài chính vì nắm giữ tiền mặt làm giảm khó khăn tài chính. Mở rộng các nghiên cứu về việc nắm giữ tiền mặt tại các công ty bị hạn chế tài chính và không hạn chế tài chính, Denis và Sibilkov (2010) đã dùng số liệu các công ty niêm yết tại Mỹ để chứng minh việc một đôla tăng thêm trong nắm giữ tiền đóng góp nhiều hơn vào giá trị của các công ty bị hạn chế tài chính hơn là công ty không bị hạn chế tài chính. Mục tiêu nghiên cứu này là tìm hiểu về đặc điểm nắm giữ tiền mặt khi bị hạn chế tài chính của các doanh nghiệp được niêm yết trên sàn chứng khoán Hà Nội và sàn chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh. Từ đó nghiên cứu về sự khác biệt khi nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp tại hai sàn chứng khoán này. Cấu trúc bài nghiên cứu bao gồm: phần 1 giới thiệu, phần 2 tổng quan lý thuyết và các nghiên cứu trước, phần 3 phương pháp và mô hình nghiên cứu, phần 4 kết quả nghiên cứu và cuối cùng là kết luận và khuyến nghị.

2. Tổng quan lý thuyết và các nghiên cứu trước

2.1. Lý thuyết về hạn chế tài chính và quyết định nắm giữ tiền mặt

Keynes (1936) cho rằng sự cân bằng thanh khoản cho phép các công ty thực hiện các dự án có giá trị. Tuy nhiên, tầm quan trọng của sự cân bằng thanh khoản bị ảnh hưởng bởi mức

độ mà các công ty tiếp cận với nguồn vốn bên ngoài. Nếu một công ty có thể huy động không hạn chế nguồn vốn bên ngoài nghĩa là công ty không bị hạn chế tài chính thì không có nhu cầu phòng ngừa trước những nhu cầu đầu tư trong tương lai và thanh khoản của công ty cũng không trở thành vấn đề quan trọng. Đây cũng chính là cơ sở định nghĩa mà Almeida và cộng sự (2004) sử dụng trong bài nghiên cứu. Nguồn vốn bên ngoài không phải là thay thế hoàn hảo cho nguồn vốn nội bộ nên chi phí tài chính từ nguồn vốn bên ngoài có thể khác nhau đáng kể so với nguồn nội bộ.

“Một công ty bị hạn chế tài chính nếu các chi phí sẵn có của nguồn vốn bên ngoài ngăn cản các công ty thực hiện các quyết định đầu tư và buộc các công ty phải chọn thực hiện bằng nguồn vốn nội bộ sẵn có” (Kaplan & Zingales, 1997). Và trong nghiên cứu của Denis và Sibilkov (2010) cũng nhận định về công ty hạn chế tài chính giống như các định nghĩa được nêu ra bên trên. Công ty với chi phí sử dụng nguồn vốn bên ngoài cao tương đương với công ty bị hạn chế tài chính sẽ dựa nhiều hơn và các nguồn lực tài chính nội bộ để hạn chế việc giảm đi đầu tư trong tương lai, giảm hiệu quả hoạt động và sự tăng trưởng của công ty.

Doanh nghiệp được xem là có hạn chế tài chính khi doanh nghiệp đó có một khoảng cách giữa chi phí vốn bên trong và chi phí vốn bên ngoài. Doanh nghiệp nhiều hạn chế tài chính khi khoảng cách giữa chi phí vốn bên trong và chi phí vốn bên ngoài càng lớn. Doanh nghiệp ít hạn chế tài chính hay không có hạn chế tài chính khi nó có nhiều tài sản có tính thanh khoản và giá trị thuần lớn.

Nắm giữ tiền mặt là nắm giữ một lượng tiền mặt, tiền gửi ngân hàng, tiền đang chuyển và các khoản tiền gửi tiết kiệm dưới 12 tháng để chống lại sự biến đổi của dòng tiền. Vai trò của nó trở nên quan trọng hơn đối với các công ty hạn chế tài chính, đặc biệt là trong thời gian khủng hoảng tài chính và nó cũng ảnh hưởng đến độ nhạy cảm của đầu tư với dòng tiền. Đồng thời, nắm giữ tiền mặt có thể được sử dụng hiệu quả như một thiết bị bảo hiểm rủi ro chống lại sự biến động của dòng tiền và hạn chế tài chính, tiếp cận được với các cơ hội đầu tư sinh lời cao, giúp các doanh nghiệp vượt qua giai đoạn khủng hoảng nghiêm trọng (Azmat & Iqbal, 2014).

Một số phương pháp phân loại hạn chế tài chính được sử dụng phổ biến trong các bài nghiên cứu trước như sau: chi trả cổ tức, dòng tiền, quy mô, chi phí tài trợ bên ngoài, khả năng thanh toán lãi vay, chỉ số đo lường rủi ro phá sản Z- score của Altman (1968), chỉ số đo lường hạn chế tài chính KZ của Kaplan và Zingales (1997), chỉ số phân biệt hạn chế tài chính WW của Whited và cộng sự (2006).

2.2. Một số nghiên cứu tr ước về hạn chế tài chính và nắm giữ tiền mặt

Các nghiên cứu cho thấy mối quan hệ tích cực giữa hạn chế tài chính và nắm giữ tiền mặt: Nắm giữ tiền mặt là phương pháp hiệu quả để chống lại sự biến đổi của dòng tiền. Vai trò của nó trở nên quan trọng hơn đối với các công ty hạn chế tài chính, đặc biệt là trong thời gian khủng hoảng tài chính và nó cũng ảnh hưởng đến độ nhạy cảm của đầu tư với dòng tiền. Dựa trên mô hình của Almeida và cộng sự (2004), Han và Qui (2007) đã xác định được khoản dự trữ tiền mặt để đáp ứng cho nhu cầu của các công ty. Kết quả cho thấy rằng các doanh nghiệp bị hạn chế tài chính sẽ giữ nhiều tiền mặt để đáp ứng sự biến động về dòng tiền trong khi các công ty không bị hạn chế tài chính thì việc giữ nhiều tiền mặt lại không quan trọng.

Meggison & Wei (2012) cho rằng các công ty khó tiếp cận với nguồn vốn bên ngoài, có lợi nhuận và tăng trưởng cao thì nắm giữ nhiều tiền mặt hơn so với các công ty lớn. Tuy nhiên, mối quan hệ tích cực này dẫn đến việc các doanh nghiệp sẽ tiết kiệm tiền mặt trong hiện tại để chuẩn bị cho các cơ hội đầu tư trong tương lai mà không hướng đến đầu tư ngày hôm nay. Điều này sẽ gây ra bất lợi cho công ty khi bỏ qua các cơ hội đầu tư có khả năng sinh lời cao (Azmat & Iqbal, 2014).

Nghiên cứu của Nguyen và Tu (2017) về việc ảnh hưởng của dòng tiền đến việc nắm giữ tiền mặt khi các công ty bị hạn chế tài chính. Nghiên cứu sử dụng mẫu là 533 công ty niêm yết trên 2 sàn chứng khoán Việt Nam và 230 công ty giao dịch trên UPCOM và OTC trong giai đoạn từ năm 2008 - 2014. Với việc sử dụng phương pháp định lượng để hồi quy mô hình, nghiên cứu đã chỉ ra rằng các công ty chưa niêm yết có xu hướng nắm giữ nhiều tiền mặt hơn trong khi các công ty niêm yết thì không cần như vậy. Đồng thời bài nghiên cứu cũng phân loại công ty chưa niêm yết là công ty hạn chế tài chính còn công ty niêm yết là công ty không hạn chế tài chính. Hai tác giả này cũng từng nghiên cứu sự ảnh hưởng của việc tích lũy tiền mặt vượt trội đến các quyết định tài chính xem xét tác động đến giá trị doanh nghiệp (2015). Bài nghiên cứu sử dụng dữ liệu là 158 công ty phi tài chính tại Việt Nam trong giai đoạn từ năm 2006 - 2013. Tác giả sử dụng phương pháp nghiên cứu Maria (2012) để xây dựng các giả thuyết và mô hình nghiên cứu phù hợp với bối cảnh tại Việt Nam. Kết quả cho thấy rằng các quyết định tài chính của công ty khi nắm giữ tiền mặt vượt trội đều có tác động đến giá trị doanh nghiệp.

Các nghiên cứu cho thấy mối quan hệ ngược chiều giữa hạn chế tài chính và nắm giữ tiền mặt: Một số công ty hạn chế tài chính nắm giữ tiền thấp hơn mặc dù có lợi ích rõ ràng từ việc nắm giữ tiền nhiều hơn trong các công ty này. Denis và Sibilkow (2010) cho rằng công ty bị hạn chế tài chính với tiền mặt thấp có chỉ số Altman Z'scores, tỷ lệ trả lãi vay, dòng tiền hoạt động chia cho doanh thu thuần và thay đổi trong tỷ số dòng tiền hoạt động trên doanh thu thuần thấp hơn đáng kể so với công ty hạn chế tài chính với tiền mặt cao. Hơn thế nữa, công ty với tiền mặt thấp có dòng tiền tự do âm liên tục trong mười năm trước đó. Mặc dù các công ty này làm tăng một số nguồn vốn bên ngoài, nhưng nguồn vốn bên ngoài này không đủ để đáp ứng cho nhu cầu cần thiết. Kết quả là so với công ty hạn chế tài chính với tiền mặt cao, công ty hạn chế tài chính với tiền mặt thấp có độ nhạy cảm của tiền mặt với dòng tiền thấp đáng kể và độ nhạy cảm của đầu tư và dòng tiền cao hơn đáng kể. Nói cách khác, công ty với tiền mặt thấp sử dụng dòng tiền vào các dự án đầu tư và không thể xây dựng được nguồn dự trữ tiền mặt.

Các nghiên cứu cho thấy không có mối quan hệ giữa hạn chế tài chính và nắm giữ tiền mặt: Nghiên cứu của Pulvino và Tarhan (2005) thấy rằng các công ty bị hạn chế tài chính và không bị hạn chế tài chính đều không có độ nhạy cảm của dòng tiền đối với tiền mặt. Điều này cho thấy không có sự tác động của hạn chế tài chính đến nắm giữ tiền mặt.

Bài nghiên cứu kỳ vọng rằng có mối quan hệ đồng biến giữa nắm giữ tiền mặt và hạn chế tài chính, tức là các doanh nghiệp tại Việt Nam sẽ có xu hướng nắm giữ tiền mặt nhiều hơn khi gặp khó khăn trong việc huy động nguồn vốn bên ngoài.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Thu thập mẫu dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu nghiên cứu thu thập được từ website của Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh và Hà Nội, bao gồm 102 doanh nghiệp, giai đoạn từ năm 2010 - 2016. Các doanh nghiệp thuộc các ngành tài chính - ngân hàng sẽ bị loại ra khỏi mẫu do đặc thù của ngành này không phù hợp với mục tiêu nghiên cứu.

3.2. Mô hình nghiên cứu

Bài nghiên cứu sử dụng mô hình của Azmat và Iqbal (2014) để thực hiện ước lượng hồi quy trên mặt dựa trên thay đổi trong năm giữ tiền và một vài biến kiểm soát khác.

Mô hình nghiên cứu theo Azmat và Iqbal (2014):

$$\text{Cash}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{CVCF}_{i,t-1} + \beta_2 \text{CF}_{i,t} + \beta_3 \text{Size}_{i,t-1} + \beta_4 \text{TQ}_{i,t-1} + \beta_5 \text{LEV}_{i,t-1} + \beta_6 \text{Cash}_{i,t-1} + \beta_7 \text{SE} \times \text{KZ} + \eta_i + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Bảng 1

Các biến bao gồm:		Nghiên cứu trước
Cash_{it}	Tiền và tương đương tiền / giá trị của tổng tài sản	Almeida và cộng sự (2004) Denis và Sibilkow (2010) Azmat và Iqbal (2014)
CVCF_{i,t-1}	Chu kỳ thay đổi tiền mặt trung bình	Azmat và Iqbal (2014)
CF_{i,t}	Dòng tiền hoạt động/ giá trị của tổng tài sản	Almeida và cộng sự (2004) Denis và Sibilkow (2010) Azmat và Iqbal (2014)
LEV_{i,t-1}	Tỷ lệ đòn bẩy	Azmat và Iqbal (2014) Denis và Sibilkow (2010)
Size_{i,t-1}	Logarit (giá trị của tổng tài sản)	Almeida và cộng sự (2004) Denis và Sibilkow (2010) Azmat và Iqbal (2014)
TQ_{i,t-1}	Giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu + giá trị sổ sách của nợ/ giá trị sổ sách của tổng tài sản	Azmat và Iqbal (2014)
KZ	Biến hạn chế tài chính. Chỉ số KZ càng cao thể hiện doanh nghiệp có hạn chế tài chính và ngược lại.	Almeida và cộng sự (2004) Denis và Sibilkov (2010) Azmat và Iqbal (2014)

Các biến bao gồm:		Nghiên cứu trước
SE	Biến giả sẽ nhận giá trị 1 cho sản chứng khoán Hà Nội và nhận giá trị 0 cho sản chứng khoán Hồ Chí Minh	
KZ x SE	Sự khác biệt khi doanh nghiệp bị hạn chế tài chính tại 2 sản chứng khoán Việt Nam	

Nguồn: Tổng hợp từ bài nghiên cứu của các tác giả

Bài nghiên cứu căn cứ vào công thức tính chỉ số KZ và chỉ số WW được trình bày vào phần 3.3 để tính toán và phân loại các doanh nghiệp hạn chế và không hạn chế tại chính trên sản chứng khoán Việt Nam.

3.3. Phương pháp phân loại

Có nhiều cách phân loại công ty bị hạn chế tài chính được đưa ra trong các nghiên cứu trước đây nhưng không có một cách phân loại nào được xác định là tốt nhất. Các bài nghiên cứu thường dùng một vài cách phân loại phù hợp và sau đó so sánh kết quả thu được giữa các phương pháp. Bài nghiên cứu này sẽ sử dụng hai cách phân loại phổ biến phương pháp sử dụng biến giả và xếp hạng theo chỉ số KZ và chỉ số WW.

Phương pháp phân loại hạn chế tài chính theo chỉ số KZ:

$$KZ = -1.002 * (\text{Cash Flow/Net PPE}) + 0.283 * Q + 3.139 * (\text{Debt/Total Capital}) - 39.368 * (\text{Total Dividend/Net PPE}) - 1.315 * (\text{Cash holding/Net PPE}) \quad (2)$$

Chỉ số KZ càng cao thể hiện doanh nghiệp có hạn chế tài chính và ngược lại.

Phương pháp phân loại hạn chế tài chính theo chỉ số WW:

$$WW = -0.091 * CF_t / BA_{t-1} - 0.062 * DIVPOS_t + 0.021 * TLTD_t / CA_{t-1} - 0.044 * LNTA_t - 0.035 * SG_t + 0.102 * ISG_t \quad (3)$$

Chỉ số hạn chế tài chính WW càng cao thể hiện doanh nghiệp có mức độ hạn chế tài chính ngày càng cao và ngược lại.

3.4. Phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng phương pháp định lượng cụ thể: phân tích thống kê mô tả, phân tích hệ số tương quan và phương pháp hồi quy để đem lại kết quả cụ thể.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Thống kê mô tả

Tỷ số nắm giữ tiền mặt có giá trị trung bình là 0.1, trong khi trung vị là 0.06. Trung bình của chu kỳ thay đổi tiền mặt là 242.53 vòng và trung vị của nó là -0,67 vòng. Giá trị trung bình của tỷ số dòng tiền hoạt động trên tổng tài sản là 0.07, trong khi trung vị là 0.06. Giá trị trung bình biến LEV là 50% thể hiện các doanh nghiệp trong mẫu sử dụng mức đòn bẩy tương đối, doanh nghiệp sử dụng mức đòn bẩy cao nhất lên đến 182% tổng tài sản. Biến SIZE đại diện

cho quy mô doanh nghiệp có giá trị trung bình là 27.23 và mức chênh lệch giữa GTNN và GTLN cho thấy các doanh nghiệp có phân hóa về quy mô. Tỷ số giá trị thị trường chia giá trị sổ sách trung bình là 1.08, trong khi trung vị là 0.97.

Bảng 2

Thông kê mô tả

	CASH	CVCF	CF	LEV	SIZE	TQ
TRUNG BÌNH	0.1	242.53	0.07	0.50	27.23	1.08
TRUNG VỊ	0.06	-0.67	0.06	0.33	27.21	1.16
GTLN	1.14	100000	1.19	1.82	31.52	10.54
GTNN	0.00	-44000	-0.70	0.00	22.29	0.03
ĐỘ LỆCH CHUẨN	0.12	5014.60	0.14	0.21	1.62	0.60
SỐ QUAN SÁT	693	693	693	693	693	693

Nguồn: Kết quả phân tích dữ liệu

4.2. Tương quan giữa các biến

Ma trận tương quan giữa các biến sử dụng trong mô hình nghiên cứu được trình bày trong Bảng 3. Nhìn chung, không có tương quan cao giữa các biến và đa số có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Các kết quả thể hiện hệ số tương quan giữa các biến dao động từ -0.2395 đến 0.2844 cho thấy hiện tượng đa cộng tuyến là không xảy ra (vì theo Gujarati (2003) cho rằng hiện tượng đa cộng tuyến có thể xảy ra khi hệ số tương quan vượt quá 0.80).

Bảng 3

Ma trận tương quan

BIẾN	CASH	CVCF	CF	LEV	SIZE	TQ
CASH	1.0000					
CVCF	-0.0291	1.0000				
CF	0.2250	-0.0524	1.0000			
LEV	-0.0821	-0.0084	-0.0538	1.0000		
SIZE	-0.2395	0.0394	-0.0587	0.2844	1.0000	
TQ	0.1834	0.0460	0.2769	0.0357	0.0640	1.0000

Nguồn: Kết quả phân tích dữ liệu

4.3. Kết quả nghiên cứu

4.3.1. Tác động của hạn chế tài chính đối với việc nắm giữ tiền mặt

Bảng 4

So sánh các đặc điểm giữa công ty hạn chế tài chính và không hạn chế tài chính

Chỉ tiêu		Phương pháp phân loại hạn chế tài chính				
		KZ index		WW index		Tổng
		Hạn chế tài chính	Không hạn chế tài chính	Hạn chế tài chính	Không hạn chế tài chính	
CASH	Mean	0.07	0.12	0.11	0.09	0.1
	Median	0.05	0.08	0.06	0.06	0.06
CVCF	Mean	342.22	142.56	220.88	264.50	242.53
	Median	0.86	-3.30	-0.98	-0.00	-0.67
CF	Mean	0.05	0.08	0.05	0.08	0.07
	Median	0.05	0.07	0.05	0.07	0.06
LEV	Mean	0.55	0.44	0.45	0.54	0.50
	Median	0.58	0.45	0.46	0.58	0.33
SIZE	Mean	27.32	27.14	26.15	28.32	27.23
	Median	27.30	27.11	26.24	28.20	27.21
TQ	Mean	0.96	1.19	1.02	1.14	1.08
	Median	0.93	1.02	0.95	0.99	1.16

Nguồn: Kết quả phân tích dữ liệu

Theo như kết quả thống kê thì giá trị trung bình của chỉ tiêu tiền và tương đương tiền trên tổng giá trị sổ sách của tài sản lớn hơn ở công ty bị hạn chế tài chính đối với phương pháp phân loại theo chỉ số WW và ngược lại so với cách phân loại theo chỉ số KZ. Mức trung bình trong nắm giữ tiền mặt ở phương pháp phân loại theo chỉ số KZ cho công ty bị hạn chế tài chính có sự chênh lệch so với mức trung bình của phương pháp phân loại theo chỉ số WW: 7% và 11% giá trị sổ sách của tài sản. Về phần trung vị, ở phương pháp phân loại theo chỉ số WW của công ty bị hạn chế tài chính có giá trị trung vị của tiền mặt và chứng khoán thị trường trên tổng giá trị tài sản bằng nhau so với nhóm công ty không bị hạn chế tài chính (6%) nhưng chỉ tiêu này ở phương pháp phân loại theo chỉ số KZ lại trái ngược, công ty bị hạn chế tài chính có giá trị 5% thấp hơn 8% ở công ty không bị hạn chế tài chính.

Bảng 5

Mối quan hệ giữa hạn chế tài chính và nắm giữ tiền mặt

	Chỉ số KZ		Chỉ số WW	
	Công ty hạn chế tài chính	Công ty không bị hạn chế tài chính	Công ty hạn chế tài chính	Công ty không bị hạn chế tài chính
CVCF	0.000 (0.000)	0.000* (0.000)	0.000 (0.000)	0.000** (0.000)
CF	0.088*** (0.031)	-0.001 (0.032)	0.124*** (0.011)	0.153*** (0.017)
LEV	0.055** (0.028)	-0.028 (0.022)	-0.052*** (0.011)	0.009 (0.011)
SIZE	-0.008*** (0.002)	-0.003 (0.005)	-0.005** (0.003)	0.005 (0.002)
TQ	-0.089*** (0.020)	-0.028*** (0.007)	0.012*** (0.002)	-0.035*** (0.006)
CASH	0.409*** (0.057)	0.560*** (0.158)	0.711*** (0.021)	0.632*** (0.030)
_cons	0.291*** (0.040)	0.161 (0.126)	0.112 (0.079)	0.180*** (0.052)
Số quan sát	296	298	283	311
AR(1)	0.071	0.001	0.010	0.000
AR(2)	0.133	0.673	0.662	0.623
Hansen test	0.124	0.105	0.257	0.102

Chú ý: ***, **, * tương ứng với mức ý nghĩa 1%; 5%; 10%

Nguồn: Kết quả phân tích dữ liệu

Như quan sát thấy, các hệ số hồi quy của CF, SIZE, CASH, KZSE đều có ý nghĩa ở mức 1%. Sự biến động của dòng tiền (CVCF) gần và không khác 0 đối với cả doanh nghiệp hạn chế và không hạn chế tài chính. Theo cách phân loại của chỉ số KZ thì tỷ lệ nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp hạn chế tài chính lại thấp hơn so với các doanh nghiệp không bị hạn chế tài chính. Đồng thời chỉ số KZ lại cho thấy các công ty hạn chế tài chính thì huy động nhiều nợ hơn, trong khi các công ty không hạn chế tài chính thì ít vay nợ. Các công ty không hạn chế tài chính có dòng tiền hoạt động âm và quy mô nhỏ là kết quả mà chỉ số KZ đem lại cho bài nghiên cứu. Điều này hoàn toàn trái ngược với kết quả thu được từ các nghiên cứu trước (Almeida et al., 2004; Marin & Niehaus, 2011) đã chỉ ra rằng chỉ số KZ đưa ra nhóm công ty bị hạn chế tài chính và không hạn chế tài chính có nhiều tương quan âm với bốn cách phân loại đầu tiên mà tác giả sử dụng. Tác giả thu được các kết quả trái ngược với giả thuyết ban đầu về sự nhạy cảm của tiền mặt với dòng tiền khi sử dụng chỉ số KZ. Các tác giả tìm ra rằng, công ty hạn chế tài chính, độ nhạy cảm tiền mặt với dòng tiền có tương quan âm với các cú sốc trong thay đổi tổng cầu (nghĩa là các công ty bị hạn chế sẽ tiết kiệm nhiều hơn trong suy thoái), trong khi công ty không bị hạn chế không thể hiện sự thay đổi nào trong độ nhạy cảm tiền mặt với

dòng tiền khi phản ứng với các cú sốc vĩ mô. Một lần nữa, kết quả được giữ nguyên cho bốn phương pháp đầu tiên cho phân loại hạn chế tài chính, nhưng không phải cho chỉ số KZ).

Chỉ số WW được xem là chỉ số đo lường hạn chế tài chính phù hợp. Theo kết quả của chỉ số WW, hệ số hồi quy của dòng tiền hoạt động và tỷ lệ nắm giữ tiền mặt đều dương đối với cả công ty hạn chế và không hạn chế tài chính. Tuy nhiên các công ty hạn chế tài chính có tỷ lệ nắm giữ tiền mặt cao hơn ($0,711 > 0,632$). Điều này chứng tỏ các doanh nghiệp hạn chế tài chính và không hạn chế tài chính ở Việt Nam đều nắm giữ một lượng tiền mặt nhất định nhưng các doanh nghiệp hạn chế tài chính lại nắm giữ nhiều tiền mặt hơn. Hệ số của các biến CF, LEV, SIZE, TQ, CASH hầu hết đều có ý nghĩa ở mức 1% với kết quả dấu phù hợp với kỳ vọng đặt ra. Dòng tiền hoạt động tại các công ty hạn chế tài chính có hệ số thấp hơn trong khi tỷ lệ nắm giữ tiền mặt lại cao hơn. Điều này cho thấy rằng các công ty hạn chế tài chính có dòng tiền chi ra thấp, ít đầu tư vào các dự án đem lại lợi ích hiện tại dẫn đến lợi nhuận sau thuế thấp, chủ yếu tiết kiệm một lượng tiền nhất định để tài trợ cho các dự án sinh lời trong tương lai và cũng để hạn chế các khó khăn về tài chính. Chỉ số nợ và quy mô đều mang dấu âm và có ý nghĩa ở mức 1% chứng tỏ các công ty hạn chế tài chính có quy mô nhỏ, ít được tiếp cận với vốn vay bên ngoài nên các công ty này chủ yếu phòng ngừa rủi ro thiếu hụt vốn bằng cách nắm giữ nhiều tiền mặt. Chỉ số giá trị công ty (TQ) cùng chiều với biến CASH và hệ số có mức ý nghĩa 1% chứng tỏ nắm giữ tiền mặt cũng giúp tăng giá trị của các công ty hạn chế tài chính.

Bảng 6

Kiểm định sự khác biệt của mối quan hệ giữa hạn chế tài chính và nắm giữ tiền mặt

Nhóm	Số quan sát	Giá trị trung bình của biến cash	Độ lệch chuẩn	Phương sai
Công ty không HCTC (1)	283	0.0891	0.0055	0.1039
Công ty HCTC (2)	311	0.1052	0.0070	0.1307
Diff = mean(1) - mean(2)	Diff < 0	Diff! = 0	Diff > 0	
Mức ý nghĩa	0.0369	0.0039	0.9631	

Nguồn: Kết quả phân tích dữ liệu

Kết quả ở bảng trên cho thấy giá trị trung bình của biến nắm giữ tiền mặt tại nhóm công ty hạn chế tài chính cao hơn so với nhóm công ty không hạn chế tài chính ($0.1052 > 0.0891$). Kết quả kiểm định t-test trung bình hai mẫu cho thấy sự chênh lệch này có ý nghĩa thống kê (mức ý nghĩa nhỏ hơn 0.05), đồng thời kiểm định bên trái của giả thuyết cho thấy giá trị trung bình của biến nắm giữ tiền mặt tại công ty hạn chế tài chính cũng cao hơn (mức ý nghĩa nhỏ hơn 0.05).

4.3.2. So sánh tỷ lệ nắm giữ tiền mặt của hai sàn chứng khoán Việt Nam

Bảng 7

So sánh tỷ lệ nắm giữ tiền mặt giữa hai sàn chứng khoán

	CÔNG TY HẠN CHẾ TÀI CHÍNH			
	Sàn chứng khoán Hồ Chí Minh		Sàn chứng khoán Hà Nội	
	Chỉ số KZ	Chỉ số WW	Chỉ số KZ	Chỉ số WW
CVCF	0.000*** (0.000)	-0.000*** (0.000)	0.000*** (0.000)	0.000** (0.000)
CF	0.214*** (0.051)	0.092 (0.006)	0.208*** (0.054)	0.118*** (0.015)
LEV	0.039 (0.028)	-0.036*** (0.005)	0.163*** (0.031)	-0.026** (0.011)
SIZE	-0.003*** (0.002)	-0.002*** (0.003)	-0.013*** (0.004)	-0.004*** (0.003)
TQ	-0.126*** (0.014)	-0.060*** (0.005)	0.053*** (0.011)	0.021*** (0.002)
CASH	0.647*** (0.050)	0.766*** (0.002)	0.312*** (0.030)	0.584*** (0.014)
_cons	0.170*** (0.049)	0.03*** (0.092)	0.224*** (0.089)	0.039*** (0.063)
Số quan sát	187	130	109	153
AR(1)	0.013	0.038	0.296	0.017
AR(2)	0.180	0.909	0.987	0.483
Hansen test	0.196	0.245	0.442	0.656

Chú ý: ***, **, * tương ứng với mức ý nghĩa 1%; 5%; 10%

Nguồn: Kết quả phân tích dữ liệu

Hệ số nắm giữ tiền mặt tại của các công ty tại sàn Hà Nội thấp hơn so với sàn Hồ Chí Minh ($0,584 < 0,766$). Điều này chứng tỏ rằng khi bị hạn chế tài chính thì các công ty niêm yết ở sàn chứng khoán Hà Nội sẽ có xu hướng nắm giữ ít tiền mặt hơn. Công ty bị hạn chế tài chính ở hai sàn chứng khoán Việt Nam đều bị hạn chế trong việc vay vốn bên ngoài. Nhưng việc nắm giữ nhiều tiền mặt không đem lại giá trị cao hơn cho các công ty bị hạn chế tại sàn Hồ Chí Minh, nó chỉ là biện pháp để phòng ngừa những rủi ro xảy ra trong tương lai cũng như giải quyết các vấn đề khó khăn ở hiện tại. Ngược lại việc nắm giữ tiền mặt tại các công ty hạn chế tài chính ở sàn Hà Nội đem lại giá trị cao hơn cho công ty, tiết kiệm tiền trong hiện tại để đầu tư trong tương lai. Trong thực tế các doanh nghiệp lớn và lâu đời tại Hồ Chí Minh dễ dàng tiếp cận với nguồn vốn bên ngoài, nhưng các doanh nghiệp vừa và nhỏ lại bị hạn chế vốn vay từ ngân hàng cũng như các tổ chức tài chính khác.

Bảng 8

Kiểm định sự khác biệt khi nắm giữ tiền mặt của hai sàn chứng khoán Việt Nam

Nhóm	Số quan sát	Giá trị trung bình của biến cash	Độ lệch chuẩn	Phương sai
Công ty HCTC tại sàn HCM	130	0.1937	0.0124	0.1669
Công ty HCTC tại sàn Hà Nội	153	0.1239	0.0088	0.1152
Diff = mean(1) - mean(2)	Diff < 0	Diff! = 0	Diff > 0	
Mức ý nghĩa	0.0256	0.0013	0.9744	

Nguồn: Kết quả phân tích dữ liệu

Kết quả ở bảng trên cho thấy giá trị trung bình của biến nắm giữ tiền mặt tại nhóm công ty hạn chế tài chính tại sàn Hồ Chí Minh cao hơn so với nhóm công ty hạn chế tài chính tại sàn Hà Nội ($0.1937 > 0.1239$). Kết quả kiểm định t-test trung bình hai mẫu cho thấy sự chênh lệch này có ý nghĩa thống kê (mức ý nghĩa nhỏ hơn 0.05), đồng thời kiểm định bên trái của giả thuyết cho thấy giá trị trung bình của biến nắm giữ tiền mặt tại công ty hạn chế tài chính tại sàn Hồ Chí Minh cũng cao hơn so với sàn Hà Nội (mức ý nghĩa nhỏ hơn 0.05).

5. Kết luận và khuyến nghị

5.1. Kết luận

Nghiên cứu về hạn chế tài chính và nắm giữ tiền ở các doanh nghiệp Việt Nam cũng sử dụng các phương pháp phân loại công ty hạn chế tài chính tương tự như phương pháp sử dụng trong bài nghiên cứu của Almeida và cộng sự (2004), Azmat và Iqbal (2014) để khảo sát về đặc điểm nắm giữ tiền mặt khi bị hạn chế tài chính khác nhau như thế nào giữa hai nhóm công ty hạn chế tài chính và không hạn chế tài chính. Đồng thời cũng xem xét việc nắm giữ tiền mặt của các công ty niêm yết trên sàn chứng khoán Hà Nội và Hồ Chí Minh khi bị hạn chế tài chính thì khác nhau như thế nào.

Sau khi thu thập và xử lý dữ liệu bài nghiên cứu chỉ sử dụng được 693 quan sát đạt yêu cầu tại Việt Nam để chạy phân loại về mức độ hạn chế tài chính. Với phương pháp phân loại theo chỉ số KZ, nhóm công ty hạn chế tài chính gồm 296 quan sát, nhóm công ty không hạn chế tài chính là 298 quan sát; theo phương pháp chỉ số WW số này là 283 và 311 quan sát. Dựa trên kết quả thu được từ Bảng 5 và Bảng 6 của kết quả nghiên cứu có thể thấy được rằng các công ty bị hạn chế tài chính ở Việt Nam thường nắm giữ nhiều tiền mặt hơn các công ty không bị hạn chế nhưng mức độ chênh lệch không nhiều ($0.711 > 0.632$). Đồng thời kết quả mà Bảng 7 và Bảng 8 đem lại cho thấy rằng các công ty niêm yết trên sàn chứng khoán Hà Nội khi bị hạn chế tài chính thường có xu hướng nắm giữ ít tiền mặt hơn so với các công ty niêm yết trên sàn chứng khoán Hồ Chí Minh ($0.584 < 0.766$).

5.2. Khuyến nghị

Kết quả nghiên cứu trên giúp các công ty vừa và nhỏ nhận định phương án nắm giữ tiền mặt là một biện pháp phòng ngừa rủi ro khi bị hạn chế tài chính, cũng như chuẩn bị nguồn lực cho cơ hội đầu tư trong tương lai. Các doanh nghiệp lớn có thể tích lũy một lượng tiền mặt để hạn chế chi phí vay vốn, đem lại hiệu quả kinh doanh cao hơn cho doanh nghiệp.

Tài liệu tham khảo

- Altman, E. I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23(4), 589-609.
- Almeida, H., Campello, M., & Weisbach, M. S. (2004). The cash flow sensitivity of cash. *Journal of Finance*, 59, 1777-1804.
- Azmat, Q., & Iqbal, M. A. (2014). The role of financial constraints on precautionary cash holdings: Evidence from Pakistan. *Economic Research*, 30(1), 596-610.
- Denis, D., & Sibilkov, V. (2010). Financial constraints, investment, and the value of cash holdings. *Review of Financial Studies*, 23(11), 247-269.
- Faulkender, M., & Wang, R. (2006). Corporate financial policy and the value of cash. *Journal of Finance*, 61, 1957-1990.
- Gujarati, D. N. (2003). *Basic econometrics* (4th ed.). New York, NY: McGraw-Hill.
- Han, S., & Qiu, J. (2007). Corporate precautionary cash holdings. *Journal of Corporate Finance*, 13, 43-57.
- Kaplan, S., & Zingales, L. (1997). Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints? *Quarterly Journal of Economics*, 112, 169-215.
- Keynes, J. M. (1936). *The general theory of employment, interest and money*. London, UK: McMillan.
- Marin, M., & Niehaus, G. (2011). *On the sensitivity of corporate cash holdings and hedging to cash flows*. Retrieved October 11, 2017, from <https://business.fsu.edu/sites/g/files/imported/storage/original/application/e34902edb7baf98f6c36d35a14504e9f.pdf>
- Meggison, W. L., & Wei, Z. (2012). State ownership, soft-budget constraint and cash holdings: Evidence from China's privatized firms. *Australasian Finance and Banking Conference*, 23, 1-48.
- Nguyen, T. U. U., & Tu, T. K. T. (2015). Ảnh hưởng của việc nắm giữ tiền mặt vượt trội đến các quyết định tài chính của các doanh nghiệp Việt Nam [The impact of superior cash holdings on Vietnamese firms' financial decisions]. *Tạp chí Phát triển và Hội nhập*, 25(35), 36-45.

- Nguyen, T. U. U., & Tu, T. K. T. (2017). Ảnh hưởng của dòng tiền đến độ nhạy cảm tiền mặt nắm giữ trong điều kiện hạn chế tài chính của các công ty Việt Nam [Influence of cash flow on cash sensitivity held under limited financial conditions of Vietnamese companies]. *Tạp chí phát triển Kinh tế*, 28(11), 26-53.
- Pulvino, T., & Tarhan, V. (2005). *Financial management association meetings*. Retrieved January 10, 2013, from <http://211.167.92.69/cicf2006/cicf2006paper/20060115054230.pdf>