

Tác động nắm giữ tiền mặt đến giá trị công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam

PHAN TRẦN MINH HƯNG *

Trường Đại học Hoa Sen

Nhận bài: 25/04/2022 - Duyệt đăng: 15/06/2022

(*) Liên hệ: Hung.phantranminh@hoasen.edu.vn - Tel: 0984240240

Tóm tắt:

Nghiên cứu này được thực hiện nhằm đánh giá sự tác động của hành vi nắm giữ tiền mặt đến giá trị công ty của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán VN. Khung phân tích sử dụng phương pháp ước lượng mô men tổng quát dạng hệ thống (SGMM) với dữ liệu bảng động không cân bằng từ các công ty niêm yết trên cả hai Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM và Hà Nội từ năm 2007 đến 2020 để chỉ ra sự tác động cùng chiều của nắm giữ tiền mặt đến giá trị công ty đối với các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán VN. Kết quả nghiên cứu này bền vững với đại diện của giá trị công ty, nắm giữ tiền mặt, phương pháp ước lượng và mô hình thực nghiệm. Điều này chỉ ra vai trò của nắm giữ tiền mặt trong cải thiện giá trị công ty.

Từ khóa: Nắm giữ tiền mặt, giá trị công ty, SGMM, mô hình động

Abstract:

This study investigates the relationship between cash holdings and firm value for firms listed on the Vietnamese stock market. Using the System Generalized Method of Moments (SGMM) estimator with a comprehensive data set of stocks listed in both Hochiminh and Hanoi Stock Exchanges from 2007 to 2020, the results indicate the positive relationship between cash holdings and firm value. Our findings are robust to the alternative measures of cash holdings, firm value, the alternative econometric method and the alternative specification. It implies the important role of stock liquidity in improving firm value.

Keyword: Cash-holding, firm value, LSDVC, dynamic model.

1. Giới thiệu

Mối quan hệ giữa nắm giữ tiền mặt và giá trị công ty được giải thích bởi lý thuyết đánh đổi, lý thuyết trật tự phân hạng và lý thuyết đại diện. Vì vậy, dựa trên nền tảng các lý thuyết này, mối quan hệ giữa nắm giữ tiền mặt và giá trị công ty đều đã nhận được sự quan tâm của các học giả (Cao & Chen, 2013; Martinez-Sola và cộng sự, 2013; Tong, 2014 và Anton & Afloarei Nucu, 2019). Cụ thể, Martinez-Sola và cộng sự (2013) và Anton & Afloarei

Nucu (2019) lần lượt chỉ ra mối quan hệ cùng chiều giữa nắm giữ tiền mặt và giá trị công ty đối với các công ty tại Tây Ban Nha và Ba Lan. Ngoài ra, Kao (2012) đặt kết luận tương tự khi nghiên cứu các công ty trong ngành du lịch tại Đài Loan. Trong khi đó, Cao & Chen (2013) và Tong (2014) cũng tìm thấy mối quan hệ tương tự đối với các công ty công nghiệp tại Trung Quốc và Mỹ.

Trong bối cảnh VN, Trần Phi Long & Lê Đức Hoàng (2016) và Nguyen và cộng sự (2016) lần

lượt tìm thấy mối quan hệ cùng chiều giữa nắm giữ tiền mặt và giá trị công ty đối với các công ty xây dựng niêm yết trên thị trường chứng khoán VN trong giai đoạn 2009-2015 và các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán VN trong giai đoạn 2008-2013. Tuy nhiên, theo lý thuyết đánh đổi tiền mặt, các công ty có xu hướng điều chỉnh tiền mặt thực tế hướng về tiền mặt mục tiêu trong dài hạn (Opler và cộng sự, 1999; Ozkan & Ozkan, 2004). Hay nói cách khác, hành vi nắm

giữ tiền mặt của các công ty có xu hướng thay đổi theo thời gian để hướng về tỷ lệ nắm giữ tiền mặt mục tiêu. Cho nên nhiều khả năng mối quan hệ giữa nắm giữ tiền mặt và giá trị công ty thay đổi theo thời gian. Vì vậy, đóng góp lớn nhất của nghiên cứu này là cung cấp bằng chứng thực nghiệm liên quan đến mối quan hệ giữa nắm giữ tiền mặt và giá trị công ty trong giai đoạn 2007-2020.

2. Tổng quan tài liệu và phát triển giả thuyết

2.1. Cơ sở lý thuyết

Chi phí huy động nguồn vốn trên thị trường tài chính thường cao hơn chi phí nắm giữ tiền mặt (Opler và cộng sự, 1999). Vì vậy, các công ty nắm giữ lượng tiền mặt thấp thường đối mặt với chi phí huy động vốn cao trên thị trường tài chính nếu họ có nhu cầu huy động nguồn vốn trên thị trường tài chính. Ngoài ra, để xử lý tính huống thiếu hụt nguồn vốn cho mục đích đầu tư và thanh khoản, các công ty này còn có xu hướng thanh lý tài sản hiện hữu và hạn chế chi trả cổ tức. Tuy nhiên, quyết định thanh lý tài sản hiện hữu và hạn chế chi trả cổ tức là tín hiệu tiêu cực. Vì vậy, nếu thông tin này đến với nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán, giá trị công ty thay đổi theo chiều hướng tiêu cực. Ngoài ra, nếu dòng tiền từ các quyết định thanh lý tài sản hiện hữu, hạn chế chi trả cổ tức và huy động vốn trên thị trường tài chính vẫn không đủ cho nhu cầu đầu tư và thanh khoản, các công ty dễ dàng từ bỏ các dự án tiềm năng. Điều này cũng sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến giá trị công ty. Ngược lại, nắm giữ lượng tiền mặt đủ lớn làm gia

tăng sự linh hoạt tài chính (Myers & Majluf, 1984) nhưng kèm theo đó là chi phí cơ hội. Tuy nhiên, chi phí cơ hội của việc nắm giữ tiền mặt thấp hơn so với lợi ích đạt được các khoản đầu tư đầu tư tiềm năng (Martínez-Sola và cộng sự, 2013). Vì vậy, các công ty nắm giữ tiền mặt lớn để dành tối đa hóa giá trị công ty thông qua đầu tư vào dự án tiềm năng.

Nắm giữ tiền mặt quá mức làm gia tăng chi phí đại diện liên quan đến xung đột lợi ích giữa các nhà quản trị và cổ đông. Lúc này, các nhà quản trị ít có động lực để đầu tư vào các dự án hiệu quả do tâm lý ngại rủi ro. Thay vào đó, họ hướng đến các hành vi tư lợi thông qua đầu tư vào những dự án mang lại lợi ích cá nhân. Ngoài ra, các nhà quản trị này còn hướng đến gia tăng quyền kiểm soát dựa trên nền tảng tiền mặt mà họ đang nắm giữ. Vì vậy, lượng tiền mặt nắm giữ nên được tối thiểu để hạn chế chi phí đại diện liên quan đến xung đột lợi ích giữa nhà quản trị và cổ đông (Jensen, 1986). Nhìn chung, nắm giữ tiền mặt quá mức mang lại cả lợi ích sự linh hoạt tài chính và đồng thời tạo ra chi phí đại diện (DeAngelo, 2007).

Vai trò của hành vi nắm giữ tiền mặt trong cải thiện giá trị công ty đã được nghiên cứu trong bối cảnh quốc tế cũng như tại VN. Mối quan hệ giữa nắm giữ tiền mặt và giá trị công ty đều đã nhận được sự quan tâm của các học giả (Cao & Chen, 2013; Martínez-Sola và cộng sự, 2013; Tong, 2014 và Anton & Afloarei Nucu, 2019). Cụ thể, Martínez-Sola và cộng sự (2013) và Anton & Afloarei Nucu (2019) lần lượt chỉ ra mối quan hệ cùng chiều

giữa nắm giữ tiền mặt và giá trị công ty đối với các công ty tại Tây Ban Nha và Ba Lan. Ngoài ra, Kao (2012) cũng tìm thấy mối quan hệ cùng chiều đối với các công ty trong ngành du lịch tại Đài Loan. Tương tự, Cao & Chen (2013) và Tong (2014) đạt cùng kết luận khi nghiên cứu các công ty công nghiệp tại Trung Quốc và Mỹ. Tại VN, Trần Phi Long & Lê Đức Hoàng (2016) và Nguyen và cộng sự (2016) lần lượt tìm thấy mối quan hệ cùng chiều giữa nắm giữ tiền mặt và giá trị công ty đối với các công ty xây dựng niêm yết trên thị trường chứng khoán VN trong giai đoạn 2009-2015 và các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán VN trong giai đoạn 2008-2013.

Dựa trên nền tảng lý thuyết và các bằng chứng thực nghiệm trước đây trong nước và quốc tế như: Martínez-Sola và cộng sự (2013); Tong (2014) và Nguyen và cộng sự (2016) liên quan đến vai trò của nắm giữ tiền mặt trong cải thiện giá trị công ty, nghiên cứu này đưa ra giả thuyết: Mối quan hệ giữa nắm giữ tiền mặt và giá trị công ty là cùng chiều (H1).

3. Phương pháp nghiên cứu và dữ liệu

3.1 Mô hình thực nghiệm và xây dựng biến nghiên cứu

3.1.1. Mô hình thực nghiệm

Mô hình tính thường được sử dụng để đánh giá sự tác động của các nhân tố tác động đến giá trị công ty (Sola và cộng sự, 2013; Cao & Chen, 2013). Tuy nhiên, Wintoki (2012) đã chỉ ra bản chất của hiệu quả hoạt động là động, tức giá trị công ty trong tương lai chịu ảnh hưởng chi phối bởi giá trị công ty trong hiện tại và quá

khứ, vì vậy sử dụng mô hình tĩnh có thể không phản ánh chính xác sự tác động của các nhân tố đến giá trị công ty. Nguyen và cộng sự (2016) và Trần Phi Long & Lê Đức Hoàng (2016) cũng đã sử dụng mô hình động để đánh giá sự tác động của nắm giữ tiền mặt đến giá trị công ty. Vì vậy, nghiên cứu này sử dụng mô hình động mà đã được sử dụng bởi và Nguyen và cộng sự (2016) và Trần Phi Long & Lê Đức Hoàng (2016) để đánh giá sự tác động của nắm giữ tiền mặt đến giá trị công ty. Theo đó, nghiên cứu này sử dụng giá trị trễ của biến phụ thuộc như biến độc lập trong mô hình nghiên cứu.

Ngoài ra, để loại trừ vấn đề nội sinh xuất phát từ tác động đồng thời giữa biến phụ thuộc và biến độc lập, tất cả các biến độc lập được sử dụng trong mô hình là các biến trễ (Harford và cộng sự, 2009). Vì vậy, nghiên cứu này dựa vào khung lý thuyết cũng như các bằng chứng thực nghiệm trước đây về giá trị công ty và nắm giữ tiền mặt (Sola và cộng sự, 2013 và Nguyen và cộng sự, 2016) để sử dụng mô hình sau:

$$FV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FV_{i,t-1} + \beta_2 CASH_{i,t-1} + \beta_3 AG_{i,t-1} + \beta_4 SIZE_{i,t-1} + \beta_5 LEV_{i,t-1} + \mu_i + \Theta_{t-1} + u_{i,t-1}, (1)$$

Trong đó, i và t lần lượt là công ty và thời gian. FV là giá trị công ty. $CASH$ là tỷ lệ nắm giữ tiền mặt. AG là tỷ lệ tăng trưởng doanh thu. $SIZE$ là quy mô công ty. LEV là cấu trúc vốn. μ_i là ảnh hưởng cố định công ty không quan sát được và không thay đổi theo thời gian. Θ_{t-1} ảnh hưởng cố định theo thời gian. $U_{i,t-1}$ là sai số.

3.1.2. Xây dựng biến

Để đánh giá tác động của nắm giữ tiền mặt đến giá trị công ty, nghiên cứu này sử dụng ba nhóm biến: giá trị công ty, nắm giữ tiền mặt và biến kiểm soát. Cụ thể như trong Bảng 1.

3.2. Phương pháp ước lượng

Sử dụng các phương pháp ước lượng truyền thống như POLS, FE dẫn đến hệ số ước lượng chệch và không thống nhất trong mô hình dữ liệu bảng động. Thật vậy, phương pháp ước lượng POLS xem xét các công ty là đồng nhất và không quan tâm tới ảnh hưởng cố định công ty. Chính vì vậy, phương pháp ước lượng POLS làm cho hệ số ước lượng bị chệch vì ảnh hưởng cố định công ty có mối quan hệ với các biến độc lập khác trong mô hình nghiên cứu (Hsiao, 1985).

Ngoài ra, mối quan hệ giữa ảnh hưởng cố định công ty và biến độc lập cấu trúc vốn thực tế dẫn đến ước lượng không thống nhất (Bond, 2002). Chệch được tạo ra từ phương pháp ước lượng POLS còn được gọi là chệch do bỏ sót biến. Trong khi đó, phương pháp ước lượng FE quan tâm đến ảnh hưởng cố định công ty. Tuy nhiên, phương pháp ước lượng FE dẫn đến ước lượng chệch vì phương pháp ước lượng FE không thể giải quyết mối quan hệ giữa sai phân của sai số ngẫu nhiên và sai phân của cấu trúc vốn thực tế sau khi chuyển thể các biến hồi quy sang sai phân bậc nhất nhằm triệt tiêu hoàn toàn ảnh hưởng cố định công ty (Nickell, 1981). Vấn đề chệch trở nên ít nghiêm ngặt hơn trong trường hợp dữ liệu có chuỗi thời gian lớn. Tuy nhiên, chệch được tạo ra do mẫu giới hạn thậm chí vẫn tồn tại khi chiều dài chuỗi thời gian lên tới 30 (Judson & Owen, 1999). Chệch được tạo ra từ phương pháp ước lượng FE còn được gọi là chệch do mẫu giới hạn. Tại thị trường VN, dữ liệu tài chính công ty không thể đạt được tới 30 kỳ quan sát. Vì vậy, phương pháp ước lượng FE không là ước lượng phù hợp để sử dụng cho mô hình dữ liệu bảng động.

Phương pháp ước lượng SGMM có khả năng xử lý vấn đề chệch trong mô hình dữ liệu bảng động tốt hơn so với các phương pháp ước lượng truyền thống. Phương pháp ước lượng SGMM tận dụng điều kiện moment có sẵn nhằm tạo ra các điều kiện trực giao để giải quyết mối quan hệ giữa sai phân của sai số ngẫu nhiên và sai phân của cấu trúc vốn thực tế ở kỳ hiện tại trong

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

Biến	Viết tắt	Mô tả
Chỉ số Tobin Q	TOBIN	Tổng giá trị thị trường của các công ty/Chi phí thay thế tài sản của các công ty
Chỉ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách	MTB	Giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu/Giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu
Tỷ lệ nắm giữ tiền mặt	CASH1 CASH2	Tiền và tương đương tiền/Tổng tài sản (Tiền và tương đương tiền + Đầu tư ngắn hạn)/Tổng tài sản
Cấu trúc vốn	LEV	Giá trị sổ sách tổng nợ/giá trị sổ sách tổng tài sản
Quy mô công ty	SIZE	Logarithm tự nhiên của tổng tài sản
Tỷ lệ tăng trưởng doanh thu	AG	(Doanh thu năm sau – Doanh thu năm trước)/Doanh thu năm trước

mô hình sai phân, và mối quan hệ giữa sai số ngẫu nhiên và cấu trúc vốn thực tế ở kỳ hiện tại trong mô hình cơ sở.

3.4. Dữ liệu nghiên cứu

Nghiên cứu này sử dụng dữ liệu thứ cấp được cung cấp bởi Fiin Pro (Công ty chuyên cung cấp dữ liệu nhằm phục vụ nghiên cứu) trong thời gian 14 năm từ năm 2007 đến năm 2020 bao gồm các công ty niêm yết trên cả Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM và Hà Nội để đánh giá sự tác động của nắm giữ tiền mặt và giá trị công ty. Một số công ty không đủ số liệu theo thời gian từ năm 2007 đến năm 2020 với nhiều lý do khác nhau như mới niêm yết hay hủy niêm yết nên dữ liệu nghiên cứu còn lại là bộ dữ liệu không cân bằng.

Những công ty hoạt động trong lĩnh vực tài chính, ngân hàng, dịch vụ, bảo hiểm, quỹ đầu tư và bất động sản được loại ra khỏi mẫu nghiên cứu. Về cơ bản, nhóm công ty này có cấu trúc vốn khác biệt so với nhóm còn lại. Cụ thể, nhóm công ty này hoạt động chủ yếu dựa vào uy tín, sự tin tưởng là chính, tài sản của họ chủ yếu là tài sản thuê, mượn và con người. Đồng thời, báo cáo tài chính của ngân hàng có nhiều khác biệt so với các công ty kinh doanh, nhiều khoản mục chỉ xuất hiện trong báo cáo tài chính của ngân hàng mà không hề xuất hiện trong báo cáo tài chính của công ty.

Những công ty thiếu bất kỳ quan sát năm nào liên quan đến giá trị công ty, nắm giữ tiền mặt và biến kiểm soát thì quan sát năm đó được loại bỏ khỏi mẫu hồi quy. Hơn nữa, mẫu nghiên cứu chỉ bao gồm các công ty niêm yết

Bảng 2: Thống kê mô tả

Biến	Số quan sát	Trung bình	Trung vị	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Phân vị 10%	Phân vị 90%	Giá trị lớn nhất
TOBIN	5.888	1,122	0,967	0,529	0,458	0,691	1,772	3,211
MTB	5.888	1,203	0,910	0,957	0,228	0,381	2,394	4,858
CASH1	7.015	0,088	0,055	0,096	0,001	0,007	0,218	0,430
CASH2	7.015	0,132	0,078	0,145	0,002	0,010	0,342	0,625
AG	6.813	0,163	0,080	0,331	-0,276	-0,116	0,523	1,566
SIZE	7.162	26,878	26,801	1,484	23,849	24,986	28,809	30,513
LEV	7.162	0,497	0,517	0,227	0,059	0,170	0,789	0,891

Nguồn: Tính toán của tác giả

Bảng 3: Ma trận tương quan giữa các biến trong mô hình nghiên cứu

	TOBIN	MTB	CASH1	CASH2	AG	SIZE	LEV
TOBIN	1						
MTB	0,934***	1					
CASH1	0,154***	0,138***	1				
CASH2	0,245***	0,211***	0,762***	1			
AG	0,147***	0,180***	-0,145***	-0,0847***	1		
SIZE	0,096***	0,113***	-0,139***	-0,102***	0,109***	1	
LEV	-0,159***	-0,114***	-0,294***	-0,394***	0,106***	0,342***	1

Nguồn: Tính toán của tác giả

Ghi chú: ***, ** và * thể hiện mức ý nghĩa tương ứng với 1%, 5% và 10%. 4.2. Kết quả nghiên cứu

trên sàn giao dịch chứng khoán ít nhất 2 năm. Sau khi xử lý, bộ dữ liệu dùng để hồi quy là dữ liệu bảng động không cân. Ngoài ra, để hạn chế tình trạng tác động ngoại lai làm ảnh hưởng đến kết quả nghiên cứu, kỹ thuật biến đổi winsor phân vị ở mức 2% và 98% cho tất cả các biến được sử dụng.

4. Kết quả và thảo luận kết quả nghiên cứu

4.1. Thống kê mô tả và ma trận tương quan

Thống kê mô tả cho toàn bộ mẫu được trình bày tại bảng 1. Theo đó, chỉ số Tobin Q và giá trị thị trường trên giá trị sổ sách có giá trị trung bình lần lượt là 1,122 và 1,203. Trong khi đó, giá trị trung vị của chỉ số Tobin Q và giá trị thị trường trên giá trị sổ sách lần lượt là 0,967 và 0,91. Sự

biến động của giá trị thị trường trên giá trị sổ sách lớn hơn so với sự biến động của chỉ số Tobin Q. Cụ thể, độ lệch chuẩn của chỉ số Tobin Q và giá trị thị trường trên giá trị sổ sách lần lượt là 0,529 và 0,957.

Một công ty trung bình có tỷ lệ nắm giữ tiền mặt trên tổng tài sản là 8,8% (13,2%). Trong khi đó, trung vị của tỷ lệ nắm giữ tiền mặt trên tổng tài sản 5,5% (7,8%). Trong mẫu nghiên cứu, một công ty có tỷ lệ tăng trưởng doanh thu trung bình hàng năm là 16,3%. Kể đến, quy mô công ty có giá trị trung bình 26,878 và giá trị trung vị là 26,801. Trong khi đó, một công ty có cấu trúc vốn (LEV) trung bình và trung vị lần lượt là 0,497 (0,517).

4.2. Mối quan hệ giữa các biến

Bảng 2 cung cấp hệ số tương

quan Pearson cho các cặp biến trong mô hình nghiên cứu. Tất cả các mối tương quan giữa các cặp biến độc lập trong 2 mô hình đều nhỏ hơn 0,8. Như một quy tắc theo kinh nghiệm (the rule of thumb), nghiên cứu này kết luận hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình nghiên cứu không phải là vấn đề nghiêm trọng.

Bảng 4 báo cáo kết quả ước lượng tác động của nắm giữ tiền mặt đến giá trị công ty đối với các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán VN. Kết quả này đạt được thông qua ước lượng Công thức (1) với phương pháp ước lượng SGMM. Mô hình (1)-(2) báo cáo kết quả ước lượng với biến phụ thuộc là chỉ số Tobin Q. Trong khi đó, Mô hình (3)-(4) báo cáo kết quả ước lượng với biến phụ thuộc là giá trị thị trường trên giá trị sổ sách. Với giả thuyết nghiên cứu mối quan hệ cùng chiều giữa nắm giữ tiền mặt và giá trị công ty, nghiên cứu này quan tâm và kỳ vọng hệ số ước lượng của biến nắm giữ tiền mặt dương và có ý nghĩa thống kê.

Sai số chuẩn theo cụm công ty được báo cáo trong ngoặc đơn.

Kết quả ước lượng từ Bảng 4 cho thấy tất cả các hệ số ước lượng của biến nắm giữ tiền mặt (CASH 1 VÀ CASH2) dương và ý nghĩa thống kê tại mức thông lệ 1%. Sự tác động của nắm giữ tiền mặt đến giá trị công ty là cùng chiều đối với các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán VN.

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

Để gia tăng ý nghĩa của kết quả nghiên cứu, nghiên cứu này thực hiện một vài kiểm định bền

Bảng 4: Kết quả ước lượng mối quan hệ giữa nắm giữ tiền mặt và giá trị công ty

Biến	Mô hình			
	(1)	(2)	(3)	(4)
TOBIN _{t-1}	0,602*** (0,055)	0,603*** (0,055)		
MTB2 _{t-1}			0,600*** (0,056)	0,602*** (0,056)
CASH1 _{t-1}	0,194*** (0,069)		0,310*** (0,119)	
CASH2 _{t-1}		0,185*** (0,053)		0,276*** (0,085)
AG _{t-1}	0,022 (0,019)	0,017 (0,018)	0,037 (0,035)	0,029 (0,033)
SIZE _{t-1}	0,014** (0,006)	0,014** (0,006)	0,031*** (0,010)	0,030*** (0,010)
LEV _{t-1}	-0,092*** (0,034)	-0,068** (0,032)	-0,236*** (0,054)	-0,203*** (0,052)
Hằng số	-0,665*** (0,124)	-0,663*** (0,125)	-1,777*** (0,227)	-1,777*** (0,226)
Kiểm soát	Y	Y	Y	Y
AR(2)	0,206	0,209	0,491	0,512
Hansen (P-value)	0,272	0,237	0,649	0,630
Số quan sát	5.423	5.423	5.423	5.423

Nguồn: Tính toán của tác giả

Ghi chú: Y là ảnh hưởng cố định năm (Kỹ thuật ước lượng SGMM đã giải quyết vấn đề chệch do ảnh hưởng cố định công ty. Vì vậy, nghiên cứu này chỉ kiểm soát thêm ảnh hưởng cố định năm để xem xét ảnh hưởng của các nhân tố vĩ mô đến giá trị công ty)

***, ** và * thể hiện mức ý nghĩa tương ứng với 1%, 5% và 10%;

vững của kết quả nghiên cứu như sử dụng đại diện khác của giá trị công ty và nắm giữ tiền mặt, phương pháp ước lượng và mô hình thực nghiệm (*Nghiên cứu này cũng xem xét liệu mối quan hệ giữa nắm giữ tiền mặt và giá trị công ty có chịu ảnh hưởng chi phối của khung khoảng tài chính toàn cầu hay không. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng mối quan hệ này không chịu ảnh hưởng chi phối bởi khung hoảng tài chính toàn cầu nhưng vì giới hạn không gian nên kết quả kiểm định tính bền vững này không được báo cáo trong nghiên cứu này. Tuy nhiên, kết quả này sẽ được cung cấp khi có yêu cầu.*)

4.3.1. Đo lường giá trị công ty

Nghiên cứu này đã sử dụng hai đại diện của giá trị công ty để chỉ ra mối quan hệ cùng chiều giữa nắm giữ tiền mặt và giá trị công ty. Tuy nhiên, để gia tăng tính bền vững của kết quả nghiên cứu, nghiên cứu này sử dụng một đại diện khác của giá trị công ty mà đã được sử dụng bởi Sola và cộng sự (2013). Cụ thể như sau:

MTB2= (Giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu + Giá trị sổ sách của nợ)/Giá trị sổ sách của tổng tài sản.

Sai số chuẩn theo cụm công ty được báo cáo trong ngoặc đơn.

Bảng 5 cung cấp kết quả ước

lượng mối quan hệ giữa nắm giữ tiền mặt và giá trị công ty với đại diện khác của giá trị công ty. Kết quả này đạt được thông qua ước lượng Công thức (1) với phương pháp ước lượng SGMM. Kết quả ước lượng được báo cáo trong Mô hình (1) và (2) cho thấy tất cả các hệ số ước lượng của biến nắm giữ tiền mặt dương và ý nghĩa thống kê ở mức thông lệ 1%. Kết quả này cho thấy mối quan hệ cùng chiều giữa nắm giữ tiền mặt và giá trị công ty bền vững với đại diện của giá trị công ty.

4.3.2. Đo lường tỷ lệ nắm giữ tiền mặt

Nghiên cứu này sử dụng hai đại diện của nắm giữ tiền mặt để chỉ ra mối quan hệ cùng chiều giữa nắm giữ tiền mặt và giá trị công ty. Tuy nhiên, mối quan hệ này có thể nhạy cảm với đại diện của nắm giữ tiền mặt. Vì vậy, nghiên cứu này sử dụng ba đại diện khác của nắm giữ tiền mặt và xác định liệu mối quan hệ này có nhạy cảm với đại diện của nắm giữ tiền mặt hay không. Ba đại diện của nắm giữ tiền mặt đã được sử dụng bởi Tong (2014), Jiang & Lie (2016) và Opler và cộng sự (1999) bao gồm:

CASH3 = Tiền và tương đương tiền/(Tổng tài sản - Tiền và tương đương tiền)

CASH4 = (Tiền và tương đương tiền + Chứng khoán kinh doanh)/Tổng tài sản

CASH5 = (Tiền và tương đương tiền + Chứng khoán kinh doanh)/(Tổng tài sản - Tiền và tương đương tiền - Chứng khoán kinh doanh)

Sai số chuẩn theo cụm công ty được báo cáo trong ngoặc đơn.

Bảng 6 báo cáo kết quả ước lượng tác động của nắm giữ tiền

Bảng 5: Kết quả ước lượng mối quan hệ giữa nắm giữ tiền mặt và giá trị công ty - sử dụng đại diện khác của giá trị công ty

Biến	Mô hình	
	(1)	(2)
MTB _{t-1}	0,600*** (0,055)	0,601*** (0,056)
CASH _{t-1}	0,196*** (0,070)	
CASH2 _{t-1}		0,188*** (0,054)
AG _{t-1}	0,020 (0,019)	0,016 (0,018)
SIZE _{t-1}	0,014** (0,006)	0,013** (0,006)
LEV _{t-1}	-0,092*** (0,034)	-0,068** (0,032)
Hằng số	-0,662*** (0,128)	-0,660*** (0,128)
Kiểm soát	Y	Y
AR(2)	0,201	0,203
Hansen (P-value)	0,298	0,264
Số quan sát	5.423	5.423

Bảng 6: Kết quả ước lượng mối quan hệ giữa nắm giữ tiền mặt và giá trị công ty - sử dụng đại diện khác của nắm giữ tiền mặt

Biến	Mô hình					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
TOBIN _{t-1}	0,605*** (0,054)	0,605*** (0,054)	0,609*** (0,054)			
MTB2 _{t-1}				0,603*** (0,055)	0,601*** (0,056)	0,605*** (0,055)
CASH3 _{t-1}	0,104** (0,042)			0,167** (0,071)		
CASH4 _{t-1}		0,131*** (0,049)			0,251*** (0,085)	
CASH5 _{t-1}			0,060** (0,025)			0,116*** (0,043)
AG _{t-1}	0,020 (0,019)	0,018 (0,018)	0,016 (0,018)	0,034 (0,035)	0,032 (0,033)	0,029 (0,033)
SIZE _{t-1}	0,014** (0,006)	0,014** (0,006)	0,014** (0,006)	0,031*** (0,010)	0,031*** (0,010)	0,031*** (0,010)
LEV _{t-1}	-0,096*** (0,034)	-0,090*** (0,034)	-0,095*** (0,034)	-0,242*** (0,054)	-0,228*** (0,055)	-0,235*** (0,055)
Hằng số	-0,661*** (0,124)	-0,666*** (0,125)	-0,662*** (0,124)	-1,768*** (0,226)	-1,787*** (0,227)	-1,779*** (0,227)
Kiểm soát	Y	Y	Y	Y	Y	Y
AR(2)	0,213	0,212	0,221	0,507	0,511	0,529
Hansen (P-value)	0,273	0,273	0,265	0,654	0,653	0,639
Số quan sát	5.423	5.423	5.423	5.423	5.423	5.423

Nguồn: Tính toán của tác giả

Ghi chú: Y là ảnh hưởng cố định năm;

***, ** và * thể hiện mức ý nghĩa tương ứng với 1%, 5% và 10%;

mặt lên giá trị công ty với các đại diện khác nhau của năm giữ tiền mặt. Kết quả này đạt được thông qua ước lượng Công thức (1) với phương pháp ước lượng SGMM. Kết quả ước lượng được báo cáo trong Bảng 6 cho thấy tất cả các hệ số ước lượng của đại diện năm giữ tiền mặt dương và ý nghĩa thống kê tại mức thấp nhất 5%. Kết quả này chỉ ra rằng mối quan hệ cùng chiều giữa năm giữ tiền mặt và giá trị công ty duy trì với các đại diện khác nhau của năm giữ tiền mặt.

4.3.3. Phương pháp ước lượng

Dang và cộng sự (2015) khẳng định rằng LSDVC là phương pháp ước lượng phù hợp cho mô hình dữ liệu bảng động. Thật vậy, LSDVC giải quyết các vấn đề chệch bằng cách tiếp cận phân tích để điều chỉnh chệch do ảnh hưởng cố định. Vì vậy, để gia tăng ý nghĩa của kết quả nghiên cứu, nghiên cứu này sử dụng phương pháp ước lượng LSDVC để đánh giá sự tác động của năm giữ tiền mặt đến giá trị công ty.

Các bằng chứng thực nghiệm sử dụng kỹ thuật ước lượng LSDVC không thống nhất số vòng lặp và kỹ thuật ước lượng ban đầu. Vì vậy, khung phân tích này sử dụng câu lệnh xtlsdvc do Bruno (2005) đề xuất với ước lượng ban đầu là SGMM (Bruno (2005) ước lượng LSDVC với ước lượng ban đầu là SGMM với một bootstrap 20 lần lặp lại). Để đảm bảo rằng sai số chuẩn của LSDVC đạt ý nghĩa thống kê, nghiên cứu này sử dụng ma trận phương sai-đồng phương sai với 30 lần lặp lại (Nghiên cứu này gia tăng số lần lặp lại. Tuy nhiên, hồi quy không thể thực hiện. Đây là hạn chế của

Bảng 7: Kết quả ước lượng mối quan hệ giữa năm giữ tiền mặt và giá trị công ty - sử dụng phương pháp ước lượng LSDVC

Biến	Mô hình			
	(1)	(2)	(3)	(4)
TOBIN _{t-1}	0,292*** (0,010)	0,292*** (0,010)		
MTB2 _{t-1}			0,317*** (0,010)	0,318*** (0,010)
CASH1 _{t-1}	0,122*** (0,028)		0,183*** (0,050)	
CASH2 _{t-1}		0,094*** (0,020)		0,159*** (0,035)
AG _{t-1}	0,014* (0,008)	0,011 (0,008)	0,035** (0,014)	0,031** (0,014)
SIZE _{t-1}	0,003 (0,003)	0,003 (0,003)	0,001 (0,006)	0,001 (0,006)
LEV _{t-1}	0,193*** (0,017)	0,196*** (0,017)	-0,049* (0,028)	-0,038 (0,028)
Số quan sát	5.423	5.423	5.423	5.423

Bảng 8: Kết quả ước lượng mối quan hệ giữa năm giữ tiền mặt và giá trị công ty – sử dụng mô hình tĩnh

Biến	Mô hình			
	(1)	(2)	(3)	(4)
CASH1 _{t-1}	0,158* (0,090)		0,305** (0,155)	
CASH2 _{t-1}		0,188*** (0,064)		0,295*** (0,103)
AG _{t-1}	0,121*** (0,020)	0,118*** (0,019)	0,220*** (0,035)	0,215*** (0,034)
SIZE _{t-1}	-0,059** (0,024)	-0,059** (0,024)	-0,125*** (0,040)	-0,125*** (0,040)
LEV _{t-1}	0,069 (0,075)	0,084 (0,074)	0,148 (0,123)	0,167 (0,122)
Hằng số	2,450*** (0,615)	2,425*** (0,616)	4,108*** (1,023)	4,078*** (1,024)
Kiểm soát	IY	IY	IY	IY
Số quan sát	5.800	5.800	5.800	5.800
R-squared	0,165	0,167	0,208	0,209

Nguồn: Tính toán của tác giả

Ghi chú: ***, ** và * thể hiện mức ý nghĩa tương ứng với 1%, 5% và 10%;

LSDVC đã được đề cập bởi Dang và cộng sự (2015). Độ chính xác kỳ vọng của khung nghiên cứu này lên đến O (1/NT²), với N và T lần lượt là số lượng công ty và số kỳ quan sát.

Sai số chuẩn được báo cáo trong ngoặc đơn.

Bảng 7 báo cáo kết quả ước lượng Công thức (1) sử dụng phương pháp ước lượng LSDVC. Nghiên cứu này tìm thấy rằng tất cả hệ số ước lượng của biến

năm giữ tiền mặt dương và ý nghĩa thống kê tại mức thông lệ 1% trong Mô hình (1)-(4). Điều này chỉ ra rằng mối quan hệ cùng chiều giữa năm giữ tiền mặt và giá trị công ty vẫn duy trì khi sử dụng phương pháp ước lượng LSDVC.

4.3.4. Mô hình thực nghiệm

Nghiên cứu này đã sử dụng mô hình động để chỉ ra mối quan hệ đồng biến giữa năm giữ tiền mặt và giá trị công ty. Vì vậy, để

gia tăng ý nghĩa của kết quả nghiên cứu, nghiên cứu này sử dụng mô hình tĩnh để đánh giá mối quan hệ giữa nắm giữ tiền mặt và giá trị công ty. Cụ thể như sau:

$$FV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CASH_{i,t-1} + \beta_2 AG_{i,t-1} + \beta_3 SIZE_{i,t-1} + \beta_4 LEV_{i,t-1} + \mu_i + \Theta_{t-1} + u_{i,t-1}, \quad (2)$$

Trong đó, i và t lần lượt là công ty và thời gian. FV là giá trị công ty. $CASH$ là tỷ lệ nắm giữ tiền mặt. AG là tỷ lệ tăng trưởng doanh thu. $SIZE$ là quy mô công ty. LEV là cấu trúc vốn. μ_i là ảnh hưởng cố định công ty không quan sát được và không thay đổi theo thời gian. Θ_{t-1} ảnh hưởng cố định theo thời gian. $U_{i,t-1}$ là sai số.

Sai số chuẩn được báo cáo trong ngoặc đơn.

Bảng 8 báo cáo kết quả ước lượng Công thức (2) sử dụng phương pháp ước lượng FE. Nghiên cứu này tìm thấy rằng tất cả hệ số ước lượng của biến nắm giữ tiền mặt dương và ý nghĩa thống kê. Điều này chỉ ra rằng mối quan hệ cùng chiều giữa nắm giữ tiền mặt và giá trị công ty vẫn duy trì khi sử dụng mô hình tĩnh.

4.4. Thảo luận kết quả nghiên cứu

Mối quan hệ cùng chiều giữa nắm giữ tiền mặt và giá trị công ty đúng như kỳ vọng của giả thuyết H1 và thống nhất với các bằng chứng thực nghiệm trước đây về mối quan hệ giữa nắm giữ tiền mặt và giá trị công ty trên thế giới (Cao & Chen, 2013 và Tong, 2014) cũng như tại VN (Nguyen và cộng sự, 2016). Mặc dù không gian nghiên cứu có sự khác biệt so với Nguyen và cộng sự (2016) nhưng mối quan hệ cùng chiều giữa nắm giữ tiền mặt và giá trị công ty không đổi. Điều này cho thấy những thay đổi trong điều kiện kinh tế vĩ mô có thể tác động đến cả nắm giữ tiền mặt và giá trị công ty theo cùng một hướng hoặc sự tác động này có thể ngược hướng nhưng chưa đủ lớn để thay đổi mối quan hệ này. Cả chỉ số Tobin Q và giá trị thị trường trên giá trị sổ sách là đo lường giá trị công ty được sử dụng trong nghiên cứu này. Các đo lường giá trị công ty này dựa vào sự kỳ vọng vào tương lai của các nhà đầu tư trên thị trường. Vì vậy, mối quan hệ cùng chiều giữa nắm giữ tiền mặt và giá trị công ty có thể được giải thích là do các nhà đầu tư trên thị trường nhận định rằng lợi ích mang lại lớn hơn chi phí của việc nắm giữ tiền mặt. Cụ thể, các nhà đầu tư trên thị trường nhận định: i) thứ nhất, nắm giữ tiền mặt làm cho các công ty ít phải đối mặt hơn với chi phí huy động nguồn vốn cao trên thị trường tài chính. Vì vậy, các công ty này có đủ nguồn vốn để đáp ứng nhu cầu thanh khoản và cũng như không từ bỏ các khoản đầu tư tiềm năng mang lại lợi nhuận cho công ty; ii) thứ hai, chi phí cơ hội của việc nắm giữ tiền mặt thấp hơn so với lợi ích đạt được các khoản đầu tư đầu tư tiềm năng. Vì vậy, các công ty nắm giữ tiền mặt lớn để dành tối đa hóa giá trị công ty thông qua đầu tư vào dự án tiềm năng.

5. Kết luận

Khung phân tích này sử dụng dữ liệu bảng không cân bằng từ các công ty niêm yết trên cả hai Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM và Hà Nội để đánh giá sự tác động của hành vi nắm giữ tiền mặt đến giá trị công ty. Nghiên cứu này sử dụng phương pháp ước lượng SGMM để chỉ ra sự tác động cùng chiều của nắm giữ tiền mặt lên giá trị công ty trong điều kiện thực tiễn các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán

VN. Kết quả nghiên cứu này bền vững với đại diện của giá trị công ty, nắm giữ tiền mặt, phương pháp ước lượng, mô hình thực nghiệm. Điều này chỉ ra rằng nắm giữ tiền mặt chiếm vai trò tích cực trong cải thiện giá trị công ty ●

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Anton, S. G., & Afloarei Nucu, A. E. (2019). Firm value and corporate cash holdings. Empirical evidence from the polish listed firms. *Economics and Management*, 22(3), 121-134.
- Bond, S. R. (2002). Dynamic panel data models: a guide to micro data methods and practice. *Portuguese Economic Journal*, 1(2), 141-162.
- Bruno, G. (2005). Approximating the Bias of the LSDV Estimator for Dynamic Unbalanced Panel Data Models. *Economics Letters*, 87, 361-366.
- Cao, L., & Chen, C. (2013). Corporate Cash Holdings and Firm Value – Evidence from Chinese Industrial Market (Master thesis in finance). Simon Fraser University.
- Dang, V.A., Kim, M. & Shin, Y. (2015). In Search of Robust Methods for Dynamic Panel Data Models in Empirical Corporate Finance. *Journal of Banking and Finance*, 53, 84-98.
- DeAngelo, H., & DeAngelo, L. (2007). Capital structure, payout policy, and financial flexibility. Marshall school of business working paper no. FBE, 02-06.
- Elsas, R., & Florysiak, D. (2015). Dynamic capital structure adjustment and the impact of fractional dependent variables. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 50(5), 1105-1133.
- Harford, J., Klasa, S., & Walcott, N. (2009). Do firms have leverage targets? Evidence from acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 93(1), 1-14.
- Hsiao, C. (1985). Benefits and limitations of panel data. *Econometric reviews*, 4(1), 121-174.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.

(Xem tiếp trang 85)