

CÁC YẾU TỐ TÁC ĐỘNG ĐẾN TỶ LỆ NẮM GIỮ TIỀN MẶT CỦA CÁC DOANH NGHIỆP SẢN XUẤT HÀNG TIÊU DÙNG NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

● TRẦN HUỖNH KIM THOA - LÊ THỊ MINH - LÊ NGUYỄN TRÀ GIANG

TÓM TẮT:

Bài nghiên cứu xác định mức độ tác động của các yếu tố đến tỷ lệ nắm giữ tiền mặt của các công ty sản xuất hàng tiêu dùng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Tác giả sử dụng dữ liệu từ báo cáo tài chính đã kiểm toán của 39 doanh nghiệp sản xuất hàng tiêu dùng trong giai đoạn 2017-2023. Nghiên cứu sử dụng phương pháp hồi quy dữ liệu bảng theo các mô hình POLS, FEM, REM và sử dụng FGLS để khắc phục khuyết tật của mô hình. Kết quả ước lượng hồi quy dữ liệu bảng cho thấy, các biến chính sách chi trả cổ tức, tỷ lệ lợi nhuận trên tổng tài sản, vốn lưu động thuần và khả năng thanh toán tức thời có tác động đến tỷ lệ nắm giữ tiền mặt.

Từ khóa: tỷ lệ nắm giữ tiền mặt, chính sách chi trả cổ tức, ngành hàng tiêu dùng, thị trường chứng khoán.

1. Đặt vấn đề

Quyết định tỷ lệ nắm giữ tiền mặt là một trong những quyết định quan trọng của tài chính doanh nghiệp. Theo thuyết ưu tiên tính thanh khoản của Keynes (1936), nhu cầu nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp xuất phát từ 3 động cơ chính: (1) đáp ứng cho nhu cầu giao dịch hàng ngày; (2) dự phòng cho những tình huống bất ngờ xảy ra; (3) đáp ứng nhu cầu đầu tư. Tuy nhiên, việc nắm giữ tiền mặt quá nhiều so với mức cần thiết có thể gây ra mức chi phí cơ hội cao do từ bỏ cơ hội đầu tư sinh lợi, làm giảm hiệu suất đầu tư của doanh nghiệp. Do đó, việc quản trị tiền mặt tốt, xác định tỷ lệ tiền mặt cần thiết nắm giữ sẽ giúp doanh nghiệp đầu tư hiệu quả và đảm bảo được khả năng thanh toán, giảm chi phí và nguy cơ kiệt quệ tài chính.

Bài viết phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến tỷ lệ nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp ngành tiêu dùng niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam. Từ đó giúp các doanh nghiệp ngành tiêu dùng chủ động hơn trong việc quản trị tiền mặt để mang lại hiệu quả hoạt động cao nhất.

2. Cơ sở lý thuyết và tổng quan nghiên cứu

Trong những nghiên cứu trước đây, các tác giả đã đưa ra những lý thuyết liên quan đến việc nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp như: lý thuyết đánh đổi, lý thuyết trật tự phân hạng và lý thuyết dòng tiền tự do.

Lý thuyết đánh đổi nhấn mạnh rằng việc các doanh nghiệp quyết định mức nắm giữ tiền mặt tối ưu bằng cách cân đối giữa chi phí biên và lợi ích biên của việc nắm giữ tiền mặt (Ferreira & Vilela

(2004)). Lợi ích của việc nắm giữ tiền mặt giúp doanh nghiệp giảm rủi ro tài chính, vì tiền mặt đóng vai trò như khoản dự trữ an toàn trước những rủi ro bất ngờ xuất hiện hoặc những khó khăn từ việc huy động vốn tăng lên. Ngoài ra, việc nắm giữ tiền mặt giúp doanh nghiệp tận dụng cơ hội đầu tư ngay khi đối mặt với khó khăn về tài chính. Bằng cách nắm giữ tiền mặt, doanh nghiệp có thể giảm chi phí phát sinh từ việc huy động vốn bên ngoài hoặc phải thanh lý tài sản hiện có trong trường hợp doanh nghiệp cần tiền gấp.

Trong khi đó, lý thuyết trật tự phân hạng của Mayers & Majluf (1984) cho rằng thứ tự ưu tiên trong việc tài trợ cho các khoản đầu tư bắt đầu từ lợi nhuận giữ, tiếp theo là nợ vay và cuối cùng là vốn chủ sở hữu. Mục đích của việc tài trợ theo trật tự này nhằm giảm thiểu chi phí bất cân xứng thông tin và chi phí tài chính khác. Theo lý thuyết này, công ty không có mục tiêu nắm giữ tiền mặt, thay vào đó sử dụng tiền mặt như tấm đệm giữa lợi nhuận giữ lại và nhu cầu đầu tư. Khi dòng tiền hoạt động của doanh nghiệp đủ tài trợ cho các dự án mới, doanh nghiệp sẽ chủ động trả nợ và tích lũy tiền mặt. Tuy nhiên, khi lợi nhuận giữ lại không đủ tài trợ các dự án đầu tư hiện tại, doanh nghiệp sẽ dùng tiền mặt tích lũy và nếu cần thiết mới huy động vốn từ nợ vay.

Lý thuyết dòng tiền tự do (Jensen (1986)) chỉ ra rằng dòng tiền tự do của doanh nghiệp càng tăng sẽ dẫn đến tăng mâu thuẫn giữa nhà quản lý và cổ đông. Do đó, để giảm thiểu chi phí đại diện, các cổ đông có xu hướng thích dòng tiền tự do được chi trả ở dạng cổ tức hơn.

Các yếu tố tác động đến tỷ lệ nắm giữ tiền mặt đã được tác giả trong và ngoài nước tiến hành nghiên cứu như sau:

Tại Ethiopia, nhà nghiên cứu Enyew (2016) đã sử dụng dữ liệu bảng của các công ty sản xuất trong giai đoạn 2009-2014 để xác định các yếu tố tác động đến quyết định nắm giữ tiền mặt. Kết quả nghiên cứu cho thấy tốc độ tăng trưởng doanh thu, dòng tiền và quy mô doanh nghiệp có ý nghĩa thống kê và ảnh hưởng tích cực đến việc nắm giữ tiền mặt của các công ty sản xuất. Tuy nhiên, vốn lưu động thuần, chi phí vốn, lạm phát có tác động tiêu cực và có ý nghĩa thống kê đến việc nắm giữ tiền mặt.

Trong một nghiên cứu khác, Phạm Thanh Tú (2017) đã xác định các yếu tố tác động đến tỷ lệ nắm giữ tiền mặt của 237 doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh trong giai đoạn 2011 -2013. Mô hình nghiên cứu hồi quy đa biến cho thấy vốn lưu động ròng, dòng tiền, đòn bẩy tài chính, lợi nhuận trên tổng tài sản, thời gian hoạt động và sở hữu nhà nước có ý nghĩa thống kê, có mối tương quan dương đến tỷ lệ nắm giữ tiền mặt.

Ngoài ra, Nnubia & ctg (2020) cho rằng, chính sách chi trả cổ tức có mối tương quan dương với tỷ lệ nắm giữ tiền mặt của 52 doanh nghiệp hàng tiêu dùng ở Nigeria, Nam Phi và Kenya trong giai đoạn 2011-2018. Đây cũng là kết quả được khẳng định trong nghiên cứu của Atif & ctg (2014) về các yếu tố tác động đến việc nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp phi tài chính tại Pakistan trong giai đoạn 2008 - 2012.

Gần đây, Shiang & ctg (2023) đã thu thập dữ liệu của 132 công ty niêm yết ở Malaysia trong giai đoạn 2000 - 2018 và cho rằng quy mô doanh nghiệp, khả năng thanh toán tức thời có tác động ngược chiều đến quyết định nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Mô hình nghiên cứu (Bảng 1)

Dựa trên cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu trước đã trình bày ở trên giúp hình thành mô hình nghiên cứu các yếu tố tác động đến tỷ lệ nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp sản xuất hàng tiêu dùng như sau:

$$CASH_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \times DIV_{i,t} + \beta_2 \times ROA_{i,t} + \beta_3 \times NWC_{i,t} + \beta_4 \times SIZE_{i,t} + \beta_5 \times LIQ_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

3.2. Dữ liệu nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu từ báo cáo tài chính đã kiểm toán của 39 doanh nghiệp ngành hàng tiêu dùng niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Việt Nam giai đoạn từ 2017-2023. Tác giả tính toán các biến nghiên cứu dựa trên số liệu báo cáo tài chính đã thu thập.

3.3. Phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu bảng cân đối với 273 quan sát, tiến hành hồi quy tuyến tính đa biến để lượng hóa sự tác động của các yếu tố lên tỷ lệ nắm giữ tiền mặt. Các mô hình hồi quy được sử

Bảng 1. Mô tả biến nghiên cứu và kỳ vọng dấu giữa biến độc lập và biến phụ thuộc

Tên biến	Ký hiệu	Cách đo lường	Kỳ vọng dấu
Biến phụ thuộc			
Tỷ lệ nắm giữ tiền mặt	CASH	Tiền và tương đương tiền/(Tổng tài sản – Tiền và tương đương tiền)	
Biến độc lập			
Chi trả cổ tức	DIV	Nếu công ty trả cổ tức là 1, ngược lại là 0	+
Tỷ lệ lợi nhuận trên tổng tài sản	ROA	Lợi nhuận sau thuế/Tổng tài sản	+
Vốn lưu động thuần	NWC	(Tài sản ngắn hạn - Nợ ngắn hạn)/Tổng tài sản	-
Quy mô doanh nghiệp	SIZE	Log(Tổng tài sản)	+
Khả năng thanh toán tức thời	LIQ	Tiền và tương đương tiền/Nợ ngắn hạn	-

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

dụng là mô hình phương pháp bình phương nhỏ nhất (Pooled OLS), mô hình tác động cố định (FEM), mô hình tác động ngẫu nhiên (REM). Sau đó nghiên cứu tiến hành kiểm định lựa chọn mô hình phù hợp nhất trong 3 mô hình dựa trên kiểm định F test, Hausman test, Breusch and Pagan Lagrangian Multiplier. Với kết quả mô hình phù hợp nhất, nghiên cứu tiến hành các kiểm định đa cộng tuyến thông qua hệ số nhân tử phóng đại phương sai (VIF), kiểm định phương sai thay đổi dựa trên kiểm định Breusch and Pagan Lagrangian Multiplier và dùng Woolridge test để kiểm định tự tương quan.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Thống kê mô tả

Nghiên cứu với 273 quan sát, các biến sử dụng

trong mô hình được thống kê mô tả trong Bảng 2. Giá trị quan sát của các biến trong nghiên cứu không đồng đều, có sự phân hóa đáng kể giữa các doanh nghiệp.

4.2. Ma trận tương quan

Bảng 3 mô tả mối tương quan giữa các biến trong mô hình, có thể thấy các biến độc lập đều có tương quan thuận với CASH. Đồng thời hệ số tương quan giữa các biến độc lập đều ở mức thấp ($<0,8$), do đó không có hiện tượng đa cộng tuyến nghiêm trọng xảy ra (Gujarati, 2004).

4.3. Kiểm định đa cộng tuyến

Kiểm định hiện tượng đa cộng tuyến bằng hệ số nhân tử phóng đại phương sai cho thấy $VIF < 10$, do đó mô hình không xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến nghiêm trọng. (Bảng 4)

Bảng 2. Thống kê mô tả các biến

Tên biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
CASH	273	0,1282	0,2319	0,0003	2,2946
DIV	273	0,6776	0,4682	0	1
ROA	273	0,0773	0,0811	-0,2371	0,3381
NWC	273	0,2619	0,1809	-0,1269	0,7620
SIZE	273	12,0083	0,6302	10,9534	13,7269
LIQ	273	0,3844	0,7715	0,0004	7,5674

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

Bảng 3. Ma trận hệ số tương quan giữa các biến

	CASH	DIV	ROA	NWC	SIZE	LIQ
CASH	1					
DIV	0,1246	1				
ROA	0,0686	0,3794	1			
NWC	0,1658	0,0053	0,1887	1		
SIZE	0,0322	0,1466	0,2079	-0,0226	1	
LIQ	-0,5598	-0,094	-0,1646	0,3411	-0,1557	1

*Nguồn: Tổng hợp của tác giả***Bảng 4. Kết quả kiểm định đa cộng tuyến**

Biến độc lập	VIF	1/VIF
ROA	1,31	0,761841
NWC	1,22	0,818441
LIQ	1,22	0,819269
DIV	1,18	0,847268
SIZE	1,07	0,936692
VIF trung bình	1,2	

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

4.4. Kết quả hồi qui

Dựa trên các kiểm định F-test, Hausman test, Breusch and Pagan Lagrangian multiplier để so sánh các mô hình hồi qui: mô hình bình phương nhỏ nhất (Pooled OLS), mô hình tác động cố định (FEM), mô hình tác động ngẫu nhiên (REM). Kết quả kiểm định cho thấy mô hình hồi qui phù hợp là mô hình tác động ngẫu nhiên (REM). Kết quả kiểm định phương sai thay đổi và tự tương quan cũng chỉ ra rằng mô hình bị vi phạm các kiểm định. Sau khi tiến hành khắc phục hiện tượng phương sai thay đổi và tự tương quan bằng hồi qui FGLS mô hình thu được các ước lượng bền vững và hiệu quả hơn, kết quả hồi quy được mô tả trong Bảng 5.

Mô hình hồi qui có thể được viết lại như sau:

$$\text{CASH}_t = 0,0149 \cdot \text{DIV}_t + 0,1910 \cdot \text{ROA}_t - 0,1551 \cdot \text{NWC}_t - 0,2662 \cdot \text{LIQ}_t - 0,0482$$

Kết quả ước lượng cho thấy có mối liên hệ giữa chính sách chi trả cổ tức và tỷ lệ nắm giữ tiền mặt của công ty ở mức độ tin cậy 95%, mối tương quan

này là đồng biến theo đúng kỳ vọng ban đầu và tương đồng với kết quả nghiên cứu của Atif & ctg (2014), Nnubia & ctg (2021). Tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản có tác động cùng chiều với tỷ lệ nắm giữ tiền mặt ở mức ý nghĩa thống kê 1%, kết quả nghiên cứu tương tự như nghiên cứu của Phạm Thanh Tú (2017). Nghiên cứu cũng cho thấy có sự tác động của vốn lưu động thuần lên quản trị tiền mặt của công ty, sự tác động này là ngược chiều với mức ý nghĩa thống kê 1%, cùng với kết luận nghiên cứu của Enyew (2016). Khả năng thanh toán tức thời có tác động tiêu cực lên quyết định nắm giữ tiền mặt ở mức độ tin cậy 99%, kết quả này phù hợp với kỳ vọng và giống với kết quả nghiên cứu của Shiang & ctg (2023).

5. Kết luận

Bài nghiên cứu này tập trung vào việc xác định các yếu tố ảnh hưởng đến tỷ lệ nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp sản xuất hàng tiêu dùng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Kết quả của nghiên cứu đã chỉ ra, chính sách cổ tức và tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản đều có tác động tích cực đến tỷ lệ nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp, tức là khi các doanh nghiệp thực hiện chính sách cổ tức và có tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản cao hơn, thường nắm giữ một lượng tiền mặt lớn hơn.

Tuy nhiên, nghiên cứu cũng phát hiện mối tương quan ngược chiều giữa vốn lưu động thuần, khả năng thanh toán tức thời và tỷ lệ nắm giữ tiền mặt. Điều này có nghĩa khi các doanh nghiệp có vốn lưu động thuần cao và khả năng thanh toán tức thời tốt hơn, thì tỷ lệ nắm giữ tiền mặt thường giảm đi.

Bảng 5. Kết quả hồi qui

Biến	Pooled OLS	FEM	REM	FGLS
DIV	0,0624**	0,0835**	0,0701**	0,0149**
ROA	0,3422**	0,2620	0,3053	0,1910***
NWC	-0,0896	-0,1554	-0,1112	-0,1551***
SIZE	0,0313*	0,2538**	0,0387	0,0076
LIQ	-0,1889***	-0,2055***	-0,1950***	-0,2662***
Const	-0,3656*	-3,0347**	-0,4536*	-0,0482*
Kiểm định F-test	Prob > F = 0,0000			
Kiểm định Hausman test	Prob>chi2 = 0,2660			
Kiểm định Breusch and Pagan Lagrangian multiplier	Prob > chibar2 = 0,0004			
Kiểm định Wooldridge test	Prob > F = 0,0000			

Chú thích: (*), (**), (***) thể hiện mức ý nghĩa thống kê lần lượt là 10%, 5%, 1%

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

Dựa trên các kết quả này, bài nghiên cứu cung cấp cho các nhà quản trị tài chính của doanh nghiệp những bằng chứng thực nghiệm quan trọng trong quản trị tiền mặt hiệu quả. Các nhà quản trị cần chú ý đến việc cân đối chính sách chi trả cổ tức và quản lý vốn lưu động thuần để đảm bảo doanh nghiệp sử dụng vốn hiệu quả và duy trì một mức tiền mặt hợp lý để đối phó với tình trạng thiếu hụt tiền mặt. Những doanh nghiệp nắm giữ nhiều tài sản có tính thanh khoản cao thường không cần giữ lượng lớn tiền mặt, vì các

tài sản này có thể dễ dàng được chuyển đổi thành tiền mặt khi cần thiết. Thay vào đó, họ có thể tập trung vào việc tối ưu hóa việc sử dụng tài sản hiện có để tạo ra nguồn lực tài chính. Việc giữ lượng tiền mặt thấp giúp họ tận dụng tối đa hiệu suất vốn và tránh được tình trạng tiền mặt không được sử dụng hiệu quả. Bên cạnh đó, những doanh nghiệp có lợi nhuận cao cần đưa ra mức tối ưu trong việc giữ lại lợi nhuận để đáp ứng cho các động cơ giao dịch, động cơ phòng ngừa và động cơ đầu tư ■

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

1. Phạm Thanh Tú (2017), 'Các yếu tố tác động đến tỷ lệ nắm giữ tiền mặt của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh', Tạp chí khoa học Trường Đại học Đồng Tháp, 24(2017), 41-47.
2. Atif, K., Khalil, U.R. & Farooq, M. (2014), "Factors Affecting Corporate Cash Holding of Non-Financial Firms in Pakistan", Acta Universitatis Danubius Economica, Vol. 10, No. 3, pp. 35-43.
3. Enyew (2016), 'The factors affecting cash holding decisions of manufacturing share companies in Ethiopia', International Journal of Advanced Research in Management and Social Sciences, 5(3), 48-67.
4. Ferreira, M.A., & Vilela, A.S. (2004), "Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries", European Financial Management, Vol. 10, No. 2, pp. 295-319.
5. Gujarati, D. (2003), Basic Econometrics (4th edn), New York: McGraw-Hill.

6. Jensen, M, C. (1986), “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers”, American Economic Review, Vol. 76, No. 2, pp. 323-329.
7. 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.
8. Nnubia, I.C., Ofoegbu, G.N. & Nnubia, J.C. (2020), ‘Firm’s Characteristics and Cash Holdings: Evidence from Nigeria, South Africa and Kenya’, International Journal of Research and Innovation in Applied Science, Vol. 5, No. 2, 101-118.
9. Shiang, S.K., Roy, W.L.K. & Woan, T.H. (2023), “Stock liquidity and cash holdings: evidence from Malaysia”, Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance, Vol. 19, No. 1, pp. 101-120.

Ngày nhận bài: 21/3/2024

Ngày phản biện đánh giá và sửa chữa: 8/4/2024

Ngày chấp nhận đăng bài: 22/4/2024

Thông tin tác giả:

1. ThS. TRẦN HUỖNH KIM THOA

2. ThS. LÊ THỊ MINH

3. ThS. LÊ NGUYỄN TRÀ GIANG

Trường Đại học Công nghiệp TP. Hồ Chí Minh

FACTORS AFFECTING THE CASH HOLDING RATE OF CONSUMER GOODS COMPANIES LISTED ON VIETNAM’S STOCK MARKET

● Master. **TRAN HUYNH KIM THOA**¹

● Master. **LE THI MINH**¹

● Master. **LE NGUYEN TRA GIANG**¹

¹Industrial University of Ho Chi Minh City

ABSTRACT:

This study identified determinants of the cash holding rate of consumer goods companies listed on Vietnam’s stock market. The study’s panel data was collected from the audited annual reports and financial statements from 2017 - 2023 of 39 listed consumer goods companies in Vietnam. OLS, FEM, REM models, and FGLS were used to correct model defects. The study’s results show that dividend policy, return on assets, net working capital, and asset liquidity affect the cash holding rate of the companies.

Keywords: cash holding rate, dividend policy, consumer goods sector, stock market.