

CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN VIỆC NẮM GIỮ TIỀN CỦA CÁC CÔNG TY NGÀNH CÔNG NGHIỆP NIÊM YẾT TRÊN HOSE

Nguyễn Anh Hiền¹, Nguyễn Roãn Dũng²

Tóm tắt

Nghiên cứu này kiểm định sự ảnh hưởng của các nhân tố đến việc nắm giữ tiền của các công ty ngành công nghiệp niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE). Áp dụng phương pháp nghiên cứu định lượng với dữ liệu bảng giai đoạn 2012-2020, kết quả nghiên cứu cho thấy nhân tố quy mô doanh nghiệp và chi phí lãi vay tác động ngược chiều đến việc nắm giữ tiền. Trong khi đó, nhân tố cơ hội tăng trưởng và chính sách chi trả cổ tức lại có tác động cùng chiều đến việc nắm giữ tiền. Ngoài ra, các nhân tố còn lại như vốn lưu động ròng, đòn bẩy tài chính, chi tiêu vốn, thời gian hoạt động và khả năng sinh lời không ảnh hưởng đến việc nắm giữ tiền của các công ty ngành công nghiệp niêm yết trên HOSE.

Từ khóa: Tiền, Nắm giữ tiền, công ty ngành công nghiệp, HOSE.

FACTORS AFFECTING THE CASH HOLDING OF INDUSTRIAL COMPANIES LISTED ON HOSE

Abstract

This study examines the factors influencing cash holding of industrial companies listed on the Ho Chi Minh City Stock Exchange (HOSE). Applying the quantitative research method with a panel data for the period from 2012 to 2020, the research results show that the firm size and the interest expense have negative impacts on cash holding. In contrast, the growth opportunities and dividend policy have positive impacts on cash holding. In addition, other factors such as net working capital, financial leverage, capital expenditure, firm age and profitability do not affect the cash holding of industrial companies listed on HOSE.

Keywords: Cash, Cash holding, Industrial companies, HOSE.

JEL classification: G; G3.

1. Giới thiệu

Tiền trong doanh nghiệp (DN) là loại tài sản có tính thanh khoản cao nhất. Tiền giúp DN hoạt động liên tục trong một môi trường kinh doanh đầy biến động. Theo Keynes, J.M. (1936) mục đích nắm giữ tiền của DN không ngoài các động cơ phòng ngừa, động cơ giao dịch và động cơ đầu cơ. Với động cơ là phòng ngừa, DN luôn phải tích trữ một số lượng tiền mặt nhất định để trang trải cho các chi phí cần thiết khi xảy ra rủi ro trong quá trình hoạt động sản xuất kinh doanh. Mặt khác, DN hoạt động hàng ngày luôn phát sinh các chi phí khi đó tiền phải được sử dụng để phục vụ cho mục đích giao dịch. Ngoài ra, cơ hội kinh doanh của DN không phải lúc nào cũng được dự đoán một cách chính xác mà có thể đến một cách ngẫu nhiên không mong đợi trước, với mục đích là đầu cơ thì DN phải có một lượng tiền đủ lớn để có thể đáp ứng vốn cho dự án tiềm năng thay vì phải tìm hỗ trợ từ bên ngoài với chi phí cao và không kịp thời. Tuy nhiên, theo Jensen (1986) thì việc nắm giữ tiền trong DN còn phục vụ cho động cơ tư lợi cá nhân của nhà quản lý, với số lượng tiền càng nhiều thì càng thể hiện quyền lực trong việc quyết định của nhà quản lý. Điều này làm ảnh hưởng đến lợi ích của đa số các cổ đông khi việc sử dụng tiền không đúng mục đích kinh doanh của DN. Vì vậy tiền trong DN dù ít hay nhiều đều rất quan trọng, nó được ví như là “máu” nuôi sống “cơ thể” của DN.

Đối với mỗi ngành nghề sản xuất khác nhau thì việc nắm giữ tiền là khác nhau và các nhân tố tác động cũng không giống nhau. Do vậy việc tập trung vào từng ngành nghề của DN để thực hiện nghiên cứu sẽ xác định chính xác hơn so với toàn bộ ngành nghề của thị trường. Một số bài viết của các tác giả đã tập trung chủ yếu vào các ngành sản xuất và công nghiệp như Arfan, Hassan, và cộng sự (2017), Sethi, Swain (2019), Noman, Din, & Mustafa, (2019) và Musa, Arfan (2020). Ngoài ra, tại thị trường chứng khoán Việt Nam, Mai Thanh Giang (2017) cũng đã có bài nghiên cứu về việc nắm giữ tiền của 42 DN vật liệu xây dựng. Kế thừa những nghiên cứu trên, bài viết này nhóm tác giả tập trung vào các DN ngành công nghiệp niêm yết trên HOSE cùng với các đặc điểm của các DN này đã ảnh hưởng như thế nào đến việc nắm giữ tiền.

2. Cơ sở lý thuyết

2.1. Quy mô DN và việc nắm giữ tiền

Theo lý thuyết trật tự phân hạng, DN luôn ưu tiên sử dụng tài trợ nội bộ khi đầu tư các dự án trước khi vay nợ từ bên ngoài. Với các DN lớn kết hợp với động cơ là đầu cơ khi có cơ hội thích hợp thì việc nắm giữ số tiền lớn hơn là điều hiển nhiên. Khi đó việc nắm giữ tiền với quy mô hoạt động của DN là tác động cùng chiều lẫn nhau. Cùng với quan điểm này là lý thuyết dòng tiền tự do, DN càng lớn với sự phân tán cổ đông càng rộng, cơ hội giám sát của các cổ đông không chặt chẽ nên

các nhà quản lý dễ dàng có điều kiện thực hiện các chính sách tài chính có lợi hơn với việc nắm giữ tiền nhiều hơn phục vụ cho động cơ tư lợi của cá nhân. Thực tế đã có nhiều nghiên cứu đồng quan điểm là quy mô DN tác động cùng chiều với việc nắm giữ tiền như Anjum, Malik, Q.A. (2013), Shabbir, Hashmi & Chaudhary (2016), Noman, Din & Mustafa (2019). Ngược lại, lý thuyết đánh đổi lại cho rằng quy mô DN có tác động ngược chiều đối với việc nắm giữ tiền. DN lớn với việc thông tin bất cân xứng ít hơn cùng với việc chi phí vay bên ngoài rẻ hơn nên việc nắm giữ tiền nhiều là không cần thiết. Đối với DN nhỏ là thông tin bất cân xứng lớn cùng với khó khăn hơn khi huy động vốn từ thị trường bên ngoài nên việc tích trữ tiền sẽ nhiều hơn. Các nghiên cứu của Nafees, Ahmad & Rasheed (2017), Le, Tran, Ta & Vu (2018), Sethi, Swain, R.K. (2019) đã ủng hộ cho lý thuyết này.

2.2. *Vốn lưu động ròng và việc nắm giữ tiền*

Vốn lưu động ròng của DN được xác định bằng tài sản lưu động trừ đi nợ ngắn hạn. DN lúc này có thể không lưu trữ tiền mà sử dụng tiền mặt đầu tư vào vốn lưu động ròng để có lợi hơn so với việc nắm giữ tiền. Khi DN gặp khó khăn thì có thể nhanh chóng chuyển đổi vốn lưu động ròng thành tiền với chi phí thấp. Do vậy theo lý thuyết đánh đổi, khi DN có vốn lưu động ròng cao thì việc nắm giữ tiền là thấp có nghĩa là vốn lưu động có tác động trái chiều đến việc nắm giữ tiền của DN. Lý thuyết trật tự phân hạng cũng cho rằng việc đầu tư vào vốn lưu động ròng gần như là việc nắm giữ tiền nên khi có cơ hội thì DN vẫn có thể sử dụng để tự tài trợ cho dự án thay vì đi vay nợ từ bên ngoài. Đồng quan điểm với các lý thuyết là các thực nghiệm của Shabbir, Hashmi & Chaudhary (2016), Racic, Stanisic (2017), Herlambang, Murhardi, & Cendrati (2019), Musa, Arfan (2020). Trong khi đó, theo Nafees, Ahmad & Rasheed (2017) khi khảo sát trên các DN nhỏ và vừa của Pakistan lại cho rằng các DN nhỏ và vừa luôn phải đối mặt với tình trạng vừa lưu trữ tiền thấp vừa vốn lưu động ròng thấp, nghĩa là vốn lưu động ròng tác động cùng chiều với việc nắm giữ tiền. Cùng với kết quả này là các nghiên cứu của Flourien, Lies (2019), Sethi, Swain (2019).

2.3. *Đòn bẩy tài chính và việc nắm giữ tiền*

Đòn bẩy tài chính của DN thể hiện khả năng vay nợ của DN trên thị trường tài chính. Theo lý thuyết đánh đổi, Sethi, Swain (2019) cho rằng đòn bẩy tài chính của DN càng cao càng thể hiện khả năng vay nợ tốt của DN, khi đó việc tích trữ tiền là thấp. Mặt khác, khi nợ vay quá cao DN sẽ đối diện với rủi ro vỡ nợ nên DN lúc này cũng phải dự

trữ tiền nhiều để phòng ngừa rủi ro hay theo Sethi, Swain (2019) để tránh vấn đề về tài chính, DN sử dụng vốn vay để tăng nguồn tiền. Do đó, theo lý thuyết này thì đòn bẩy tài chính có tác động không rõ ràng lên việc nắm giữ tiền của DN. Ngoài ra, Musa, Arfan (2020) chỉ ra DN có tỷ lệ nợ cao và lượng tiền thấp do DN phải trả nợ vay cùng với lãi vay như là một nghĩa vụ. Musa, Arfan (2020) dựa vào lý thuyết trật tự phân hạng đã cho rằng DN có đòn bẩy tài chính cao không nắm giữ nhiều tiền vì DN đã sử dụng để đầu tư vào những loại tài sản khác có lợi nhuận tốt hơn. Theo lý thuyết dòng tiền tự do, Musa, Arfan (2020) và Tran, Ta & Vu (2018) cho rằng DN có đòn bẩy tài chính thấp nghĩa là nợ vay thấp, khi đó DN sẽ thiếu sự giám sát chặt chẽ từ các bên liên quan và nhà quản trị có khả năng đạt được nhiều lợi ích cá nhân do nắm giữ nhiều tiền hơn.

2.4. *Cơ hội tăng trưởng và việc nắm giữ tiền*

Cả hai lý thuyết trật tự phân hạng và lý thuyết đánh đổi đều cho rằng DN có cơ hội tăng trưởng cao đều tích lũy nhiều tiền hơn qua các bằng chứng thực nghiệm của Wasiuzzaman (2014), Le, Tran, Ta & Vu. (2018), Sethi, Swain (2019). Với lý thuyết trật tự phân hạng, DN có cơ hội tăng trưởng tốt cần phải nắm giữ tiền nhiều hơn để tránh thiếu hụt hay phải đi vay từ bên ngoài với chi phí tốn kém hơn, đây chính là động cơ giao dịch của việc nắm giữ tiền. Còn theo lý thuyết đánh đổi với động cơ chính là phòng ngừa, DN có cơ hội đầu tư tốt cần phải nắm giữ tiền nhiều hơn để tránh nguy cơ kiệt quệ tài chính. Ngược lại theo lý thuyết dòng tiền tự do, DN có cơ hội đầu tư kém hiệu quả sẽ sẵn sàng nắm giữ tiền để thực hiện dự án gây phung phí đến lợi ích cổ đông nhưng lại có lợi cho nhà quản lý, tương ứng với động cơ tư lợi của nhà quản lý.

2.5. *Chính sách cổ tức và việc nắm giữ tiền*

Dựa vào lý thuyết đánh đổi, DN không cần nắm giữ nhiều tiền cho việc chi trả cổ tức mà đánh mất chi phí cơ hội, khi cần trả cổ tức DN có thể vay từ bên ngoài để thực hiện việc chi trả với chi phí ít tốn kém hơn so với việc nắm giữ tiền. Trái ngược với quan điểm này, Sethi, Swain (2019) dựa vào lý thuyết trật tự phân hạng lại cho rằng DN cần nắm giữ nhiều tiền hơn cho việc chi trả cổ tức đầy đủ vì việc giảm chi trả cổ tức là một tín hiệu tiêu cực đối với thị trường.

2.6. *Chi tiêu vốn và việc nắm giữ tiền*

Chi tiêu vốn của DN là chi tiêu đầu tư vào tài sản cố định của DN. chỉ tiêu này được đo lường bằng tỷ lệ tài sản cố định so với tổng tài sản ròng trong DN. Theo lý thuyết trật tự phân hạng, DN chi tiêu vốn nhiều vào tài sản mới nên giảm việc

nắm giữ tiền, những tài sản mới này cũng chính là những tài sản đảm bảo cho việc vay vốn khi DN trong trạng thái thiếu hụt tiền. Các nghiên cứu của Arfan, Hassan và cộng sự (2017), Herlambang, Murhardi & Cendrati (2019), Sethi, Swain (2019) đã ủng hộ lý thuyết này. Nhưng quan điểm của lý thuyết đánh đổi lại cho rằng chi tiêu vốn càng cao DN nên càng nắm giữ nhiều tiền để giảm các chi phí giao dịch liên quan đến vốn khi DN không đủ nguồn lực về tài chính.

2.7. Lãi vay và việc nắm giữ tiền

Sethi, Swain (2019) cho rằng chi phí lãi vay dòng tiền ra của DN để đáp ứng nghĩa vụ khi thực hiện vay nợ và sẽ làm giảm việc nắm giữ tiền của DN. Mặt khác, nếu DN không trả lãi vay kịp thời thì báo hiệu khả năng mất thanh toán và phải chịu thêm nhiều chi phí khác cho nên DN phải tích trữ nhiều tiền hơn.

2.8. Thời gian hoạt động và việc nắm giữ tiền

DN có thời gian hoạt động càng dài càng chứng thực khả năng đứng vững trên thị trường. Vì vậy, khi DN thiếu tiền trong hoạt động sản xuất kinh doanh sẽ dễ dàng vay hơn so với các DN mới cùng ngành trên thị trường vốn với chi phí thấp hơn. Do đó việc tích trữ tiền của DN này là không cần nhiều.

2.9. Khả năng sinh lời và việc nắm giữ tiền

Theo lý thuyết đánh đổi và lý thuyết trật tự phân hạng đều cho rằng DN với khả năng sinh lời càng cao thì tích lũy tiền càng nhiều với mục đích đầu tư cho các cơ hội trong tương lai và tăng tính thanh khoản của DN. Nhận định này được chứng minh qua các thực nghiệm của Shabbir, Hashmi & Chaudhary (2016), Arfan, Hassan và cộng sự (2017), Sethi, Swain (2019), Nnubia, Ofoegbu (2019). Ngược lại với quan niệm trên, DN có khả năng sinh lời càng cao thì càng có tín nhiệm tốt khi cần vay trên thị trường vốn, lúc này việc nắm giữ tiền của DN sẽ không cần nhiều, và lúc thiếu hụt tiền mặt với uy tín của mình thì có thể dễ dàng vay

để bù đắp. Điều này thể hiện quan điểm DN với khả năng sinh lời cao thì việc nắm giữ tiền là thấp.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Quy trình nghiên cứu

Trong nghiên cứu này, tác giả sử dụng phương pháp định lượng để thực hiện việc đánh giá các nhân tố quy mô DN, vốn lưu động ròng, đòn bẩy tài chính, cơ hội tăng trưởng, chính sách cổ tức, chi tiêu vốn, chi phí lãi vay, thời gian hoạt động, khả năng sinh lời ảnh hưởng đến việc nắm giữ tiền mặt của các DN ngành công nghiệp niêm yết trên HOSE. Bước đầu tác giả tổng hợp các nghiên cứu trong và ngoài nước để xác định khe hở nghiên cứu và đề xuất mô hình. Tiếp theo, tác giả thu thập các số liệu liên quan để thực hiện thống kê mô tả và thực hiện hồi quy đa biến để kiểm định các giả thuyết đặt ra cho mô hình. Cuối cùng là phân tích kết quả hồi quy và đưa ra những khuyến nghị phù hợp.

3.2. Mô hình nghiên cứu

Từ việc phân tích tổng quan về các nhân tố của DN liên quan đến việc nắm giữ tiền, mô hình hồi quy tổng quát được xác định như sau

$$TLTM = f(QMDN, VLDR, DBTC, CHTT, CSCT, LAIV, TGHD, KNSL)$$

với TLTM: việc nắm giữ tiền của DN

QMDN: quy mô của DN

VLDR: vốn lưu động ròng

DBTC: đòn bẩy tài chính

CHTT: cơ hội tăng trưởng

CSCT: chính sách cổ tức

TSCD: chi tiêu vốn của DN qua tài sản cố định

LAIV: chi phí lãi vay

TGHD: thời gian hoạt động của DN từ lúc cổ phần hoá

KNSL: khả năng sinh lời

Các biến trong mô hình nghiên cứu được mô tả và đo lường tại bảng 1.

Bảng 1: Mô tả các biến của mô hình nghiên cứu

Ký hiệu	Mô tả	Cách thức đo lường
Biến phụ thuộc		
TLTM	Việc nắm giữ tiền của DN	Tỷ lệ tiền và tương đương tiền trên tổng tài sản ròng. Tài sản ròng là tổng tài sản trừ tiền và tương đương tiền. Khoản mục tiền và tương đương tiền, tổng tài sản lấy từ BCTC.
Biến độc lập		
QMDN	Quy mô của DN	Logarit của tổng tài sản ròng.
VLDR	Vốn lưu động ròng của DN	Tỷ lệ vốn lưu động ròng trên tổng tài sản ròng. Vốn lưu động ròng là của tài sản ngắn hạn trừ nợ ngắn hạn, tiền và tương đương tiền. Khoản mục tài sản ngắn hạn, nợ ngắn hạn lấy từ BCTC.
DBTC	Đòn bẩy tài chính	Tỷ lệ nợ trên tổng tài sản. Khoản mục nợ và tổng tài sản lấy từ BCTC.
CHTT	Cơ hội tăng trưởng của DN	Tỷ lệ giá trị sổ sách của tài sản trừ giá trị sổ sách của vốn cộng giá trị thị trường của vốn trên tổng tài sản ròng. Giá trị sổ sách của tài sản và giá trị sổ sách của vốn lấy từ BCTC. Giá trị thị trường của vốn được tính từ tích số lượng cổ phiếu đang lưu hành trên thị trường và giá của cổ phiếu vào cuối năm tính toán. Nhận giá trị là 1 nếu DN có trả cổ tức và ngược lại nhận giá trị 0.
CSCT	Chính sách cổ tức của DN	Nhận giá trị là 1 nếu DN có trả cổ tức và ngược lại nhận giá trị 0.
TSCD	Chi tiêu vốn của DN qua tài sản cố định	Tỷ lệ tài sản cố định trên tổng tài sản ròng. Khoản mục tài sản cố định lấy từ BCTC.
LAIV	Chi phí lãi vay của DN	Tỷ lệ chi phí lãi vay trên tổng tài sản ròng. Khoản mục chi phí lãi vay lấy từ BCTC.
TGHD	Thời gian hoạt động của DN	Số năm hoạt động của DN từ lúc cổ phần hoá.
KNSL	Khả năng sinh lời của DN	Tỷ lệ lợi nhuận sau thuế và tổng tài sản. Khoản mục lợi nhuận sau thuế lấy từ BCTC.

Nguồn: Nhóm tác giả đề xuất

3.3. Phương pháp thu thập dữ liệu và công cụ phân tích

Dữ liệu của nghiên cứu được lấy từ BCTC của 71 DN công nghiệp được niêm yết trên HOSE từ năm 2012 đến 2020 và thông tin từ website của các DN này. Khi đó tổng số quan sát là 639 (71 DN trong 9 năm). Nghiên cứu sử dụng phần mềm Stata 14 để tiến hành việc phân tích các số liệu cần thiết. Đầu tiên là việc phân tích tính tương quan giữa biến phụ thuộc với các biến độc lập và giữa các biến độc lập với nhau. Kế đến là sử dụng phương pháp phân tích hồi quy đa biến (Pooled OLS, REM, FEM) giữa biến phụ thuộc và các biến độc lập để lựa chọn mô hình phù hợp và tiếp theo thực hiện việc kiểm định các khiếm khuyết của

mô hình hồi quy như kiểm định phương sai của sai số không đổi, kiểm định tính tự tương quan, kiểm định đa cộng tuyến. Nếu mô hình có các khiếm khuyết như hiện tượng tự tương quan, phương sai thay đổi thì sử dụng phương pháp phù hợp để chạy lại mô hình hồi quy.

4. Kết quả nghiên cứu và bàn luận

4.1. Phân tích tương quan

Ma trận hệ số tương quan trong bảng 2 đánh giá được mối quan hệ tuyến tính giữa các biến trong mô hình. Kết quả là giữa các biến trong mô hình không có tương quan nào mà giá trị tuyệt đối là lớn hơn 0,8. Theo Hair và cộng sự (2006) nếu có hệ số lớn hơn 0,8 thì mô hình sẽ tồn tại hiện tượng đa cộng tuyến.

Bảng 2: Mô tả ma trận hệ số tương quan giữa các biến trong mô hình

Biến	TLTM	QMDN	VLDR	DBTC	CHTT	CSCT	TSCD	LAIV	TGHD	KNSL
TLTM	1									
QMDN	-0,293	1								
VLDR	-0,110	-0,090	1							
DBTC	-0,178	0,224	-0,439	1						
CHTT	0,472	-0,068	-0,013	-0,187	1					
CSCT	0,285	-0,084	-0,048	-0,104	0,282	1				
TSCD	-0,053	-0,049	-0,420	-0,134	0,028	0,120	1			
LAIV	-0,269	0,097	-0,375	0,504	-0,223	-0,139	0,234	1		
TGHD	-0,026	0,181	0,100	-0,187	0,041	0,034	-0,185	-0,229	1	
KNSL	0,289	-0,149	0,225	-0,575	0,544	0,422	0,074	-0,374	0,111	1

Nguồn: kết quả phân tích từ Stata

4.2. Phân tích kết quả hồi quy

Từ bảng 3, kết quả lựa chọn các mô hình hồi quy Pooled OLS, FEM và REM như sau:

Kiểm định giữa hai mô hình Pooled OLS và FEM, với giá trị $F = 6,09$ và $\text{Prob} > F = 0,0000$ thì mô hình FEM là phù hợp.

Kiểm định Breusch and Pagan giữa hai mô hình Pooled OLS và REM, với giá trị $\text{ChiBar2} = 252,40$ và $\text{Prob} > \text{chibar2} = 0,0000$ thì mô hình REM là phù hợp.

Kiểm định Hausman giữa hai mô hình FEM và REM, với giá trị $\text{Chi2} = 52,04$ và $\text{Prob} > \text{chi2} = 0,0000$ thì mô hình FEM là phù hợp.

Do đó, kết quả kiểm định cho thấy mô hình FEM là phù hợp nhất. Với giá trị $F = 30,33$, mô hình FEM có giá trị và tại mức ý nghĩa 5% thì các nhân tố quy mô DN, vốn lưu động ròng, chi phí lãi vay có tác động trái chiều đến việc nắm giữ tiền, trái lại các nhân tố cơ hội tăng trưởng và chính sách cổ tức lại có tác động cùng chiều với việc nắm giữ tiền.

Bảng 3: Kết quả mô hình hồi quy OLS, FEM, REM, FEM-ROBUST

Biến	TLTM			
	Pooled OLS	FEM	REM	FEM-ROBUST
QMDN	-0,0659 (0,000)	-0,1980 (0,000)	-0,1064 (0,000)	-0,1980 (0,015)
VLDR	-0,2348 (0,000)	-0,1137 (0,002)	-0,1787 (0,000)	-0,1137 (0,171)
DBTC	-0,1409 (0,000)	0,0925 (0,120)	-0,0609 (0,157)	0,0925 (0,603)
CHTT	0,1202 (0,000)	0,0977 (0,000)	0,1110 (0,000)	0,0977 (0,003)
CSCT	0,0533 (0,000)	0,0301 (0,008)	0,0379 (0,000)	0,0301 (0,022)
TSCD	-0,1443 (0,000)	-0,0670 (0,127)	-0,1082 (0,001)	-0,0670 (0,218)
LAIV	-1,3914 (0,000)	-1,1532 (0,004)	-1,1614 (0,002)	-1,1532 (0,047)
TGHD	-0,0676 (0,018)	0,0190 (0,639)	-0,0505 (0,136)	0,0190 (0,773)
KNSL	-0,2665 (0,016)	-0,0799 (0,436)	-0,1431 (0,154)	-0,0799 (0,500)
Hằng số	0,9921 (0,000)	2,3689 (0,000)	1,1416 (0,000)	2,3689 (0,005)
R ² (Adj/overall)	0,3959	0,2586	0,3783	0,2586
F-statistic/WaldChi2	47,46	30,33	307,17	8,99
Prob > F/Chi2	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
F test (chọn FEM)	F test that all $u_i = 0$: $F(70,559) = 6,09$ Prob > F = 0,0000			
Hausman test (chọn FEM)	$\text{chi2}(8) = 52,04$ Prob > chi2 = 0,0000			
B-P test (chọn REM)	$\text{chibar2} (01) = 252,40$ Prob > chibar2 = 0,0000			

Nguồn: kết quả phân tích từ Stata

4.3. Kiểm định các khuyết tật của mô hình

Kiểm định sự đa cộng tuyến bằng hệ số phóng đại phương sai VIF: với kết quả từ bảng 4,

các giá trị đều nhỏ hơn 10 nên mô hình không có hiện tượng đa cộng tuyến.

Bảng 4: Hệ số phóng đại phương sai VIF

Biến	QMDN	VLDR	DBTC	CHTT	CSCT	TSCD	LAIV	TGHD	KNSL
VIF	1,12	1,80	2,62	1,51	1,30	1,66	1,61	1,18	1,46

Nguồn: kết quả phân tích từ Stata

Kiểm định phương sai sai số không đổi: với kết quả từ bảng 5, giá trị $\text{Pro} > \text{chi2} = 0,0000 <$

0,05 nên mô hình có hiện tượng phương sai sai số thay đổi.

Bảng 5: Kết quả kiểm định Modified Wald cho mô hình FEM

chi2 (71)	Prob > chi2
51.691,19	0,0000

Nguồn: kết quả phân tích từ Stata

Kiểm định tính tự tương quan: với kết quả từ bảng 6, giá trị Prob > F = 0,1767 > 0,05 nên kết

l luận không có hiện tượng tự tương quan trong mô hình.

Bảng 6: Kết quả kiểm định Wooldridge

F(1, 70)	Prob > F
1,862	0,1767

Nguồn: kết quả phân tích từ Stata

Với các kiểm định trên để khắc phục hiện tượng phương sai sai số thay đổi trong mô hình FEM được lựa chọn, bài viết tiếp tục sử dụng mô hình FEM với sai số chuẩn mạnh (robust) và thông tin được thể hiện chi tiết ghép trên bảng 6 cùng với các mô hình Pooled OLS, FEM và REM để dễ dàng cho việc so sánh. Kết quả chỉ ra rằng việc nắm giữ tiền của các DN ngành công nghiệp phụ thuộc vào quy mô DN, chi phí lãi vay một cách tiêu cực và phụ thuộc tích cực vào cơ hội tăng trưởng, chính sách cổ tức của DN. Còn về các nhân tố vốn lưu động ròng, đòn bẩy tài chính, chi tiêu vốn, thời gian hoạt động và khả năng sinh lời lại không có ý nghĩa thống kê khi các giá trị p tương ứng đều lớn hơn giá trị 0,05.

4.4. Bàn luận

Theo kết quả phân tích từ mô hình FEM với sai số chuẩn mạnh, quy mô DN có tác động ngược chiều đến việc nắm giữ tiền của DN, nghĩa là doanh nghiệp càng lớn thì việc tích trữ tiền càng ít. Điều này phù hợp với lý thuyết đánh đổi, doanh nghiệp càng lớn thì có xu hướng đầu tư vào các dự án sinh lợi hơn là giữ tiền không có lợi và nếu gặp vấn đề về tiền thì DN lớn cũng dễ dàng hơn trong việc tiếp cận nguồn vốn trên thị trường. Ngoài ra, yếu tố chi phí lãi vay cũng tác động ngược chiều đến việc nắm giữ tiền. Điều này cũng hoàn toàn đúng với thực tế khi việc trả chi phí lãi vay là một phần nghĩa vụ của DN khi vay nợ và việc chi trả này sẽ giảm dòng tiền của DN, do đó số lượng tiền sẽ giảm.

Trong khi đó, nhân tố cơ hội tăng trưởng và chính sách cổ tức lại có tác động cùng chiều với việc nắm giữ tiền. DN ngành công nghiệp khi có cơ hội đầu tư mới là cần rất nhiều vốn so với các ngành khác, do đó việc tích trữ tiền để tiến hành

các dự án phát triển là tất yếu. Điều này giúp DN tránh được rủi ro khi thiếu nguồn tài chính trong giai đoạn hoạt động đầu tư tăng trưởng cùng với chi phí thị trường vốn bên ngoài biến động khó lường trước.

5. Kết luận và hàm ý quản trị

Nghiên cứu này lần lượt sử dụng các mô hình phân tích hồi quy Pooled OLS, FEM, REM và lựa chọn mô hình FEM với sai số chuẩn mạnh để đánh giá các nhân tố trong DN tác động đến việc nắm giữ tiền. Với dữ liệu 71 công ty ngành công nghiệp trong giai đoạn từ năm 2012 đến năm 2020, kết quả nghiên cứu cho thấy chỉ có yếu tố quy mô DN, cơ hội tăng trưởng, chính sách cổ tức và chi phí lãi vay là có ảnh hưởng đến tỷ lệ nắm giữ tiền của DN ngành công nghiệp niêm yết trên HOSE. Điều này thực sự khuyến khích các DN ngành công nghiệp nên tập trung tiền khi có các cơ hội đầu tư mới rõ ràng và hiệu quả, song song đó là chính sách chi trả cổ tức bằng tiền phù hợp để DN có “tín hiệu tốt” trên thị trường, điều này giúp DN có tín nhiệm cao hơn và dễ dàng huy động vốn từ bên ngoài với chi phí phù hợp trong một môi trường nhiều biến động.

Ngoài ra, các DN lớn nên tìm kiếm các cơ hội để đầu tư tránh việc tích trữ tiền quá nhiều dẫn đến không hiệu quả trong việc sử dụng vốn. Ngoài ra, chính sách cổ tức của DN là một trong những điểm đánh giá quan trọng của nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán. Do vậy với việc chi trả cổ tức cho cổ đông DN cần tích lũy nhiều tiền để một mặt thực hiện việc chi trả một mặt đảm bảo số tiền cần thiết trong các hoạt động sản xuất, đầu tư, tài trợ của DN. Vì vậy việc đảm bảo được lượng tiền sẽ là một tín hiệu tốt của DN đối với các nhà đầu tư.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1]. Arfan, M., Hassan, B., & et al (2017). Determinants Of Cash Holding Of Listed Manufacturing Companies In The Indonesian Stock Exchange. *DLSU Business & Economics Review*, 26(2), 1 – 12.
- [2]. Flourien, N.C., Lies, Z. (2019). Analysis Of Cash Holding Factors At Plantation Companies Listed on BEI. *Advances In Economics, Business And Management Research*, 127, 36 – 40.
- [3]. Hair, J.F., Black, W.C., Babin, B.J. et al (2006). *Multivariate Data Analysis*, Prentice – Hall, NJ.
- Herlambang, A., Murhardi, W.R., & Cendradi, D. (2019). Factors Affecting Company's Cash Holding. *Advances In Social Science And Humanities Research*, 308, 24 – 27.
- [4]. Jensen, M.C. (1986). Agency Costs Of Free Cash Flow, Corporate Finance, And Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323 – 329.
- [5]. Keynes, J.M. (1936). The General Theory Of Employment, Interest, And Money. *International Relations and Security Network*.
- [6]. Le, D.H., Tran, P.L., Ta, T.P., & Vu, D.M. (2018). Determinants Of Corporate Cash Holding: Evidence From UK Listed Firms. *Business And Economic Horizons*, 14(3), 561 – 569.
- [7]. Mai Thanh Giang (2017). Các Yếu Tố Tài Chính Ảnh Hưởng Đến Việc Nắm Giữ Tiền Mặt Của Các Doanh Nghiệp Ngành Vật Liệu Xây Dựng Niêm Yết Tại Việt Nam. *Tạp Chí Kinh Tế & Quản Trị Kinh Doanh*, 01(03), 33 – 38.
- [8]. Musa, A., Arfan, M., & A, N. (2020). Cash Holding In Manufacturing Companies: A Study Of Indonesia. *Journal Of Accounting Research, Organization And Economics*, 3(3), 292 – 301.
- [9]. Nafees, B., Ahmad, N., & Rasheed, A. (2017). The Determinants Of Cash Holdings: Evidence From SMEs In Pakistan. *A Research Journal Of Commerce, Economics, And Social Sciences*, 11(1), 111 – 116.
- [10]. Nnubia, I.C., Ofoegbu, G.N. (2019). Effect Of Profitability On Cash Holdings Of Quoted Consumer Goods Companies In Nigeria. *International Journal Of Research And Innovation In Applied Science*, IV(IX), 78 – 85.
- [11]. Noman, M., Din, B.H., & Mustafa, F. (2019). The Influence Of Corporate Governance On Cash Holdings: Empirical Evidence From Jordan. *Asian Journal Of Multidisciplinary Studies*, 7(3), 1 – 5.
- [12]. Racic, Z., Stanisic, N. (2017). Analysis Of The Determinants Of Corporate Cash Holdings: Examples From Companies In Serbia. *The European Journal Of Applied Economics*, 14(1), 13 – 23.
- [13]. Sethi, M., Swain, R.K. (2019). Determinants Of Cash Holdings: A Study Of Manufacturing Firms In India. *International Journal Of Management Studies*, 2(2), 11 – 26.
- [14]. Shabbir, M., Hashmi, S.H., & Chaudhary, G.M. (2016). Determinants Of Corporate Cash Holdings In Pakistan. *International Journal Of Organizational Leadership*, 5, 50 – 62.

Thông tin tác giả:

1. Nguyễn Anh Hiền

- Đơn vị công tác: Đại học Sài Gòn

- Địa chỉ email: nguyenanhvien2004@yahoo.com

2. Nguyễn Roãn Dũng

- Đơn vị công tác: VNPT Media

Ngày nhận bài: 18/10/2021

Ngày nhận bản sửa: 11/11/2021

Ngày duyệt đăng: 30/12/2021