

BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ TP. HỒ CHÍ MINH



ĐỀ TÀI NGHIÊN CỨU KHOA HỌC

TP. HỒ CHÍ MINH - 2014

BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ TP. HỒ CHÍ MINH

ĐỀ TÀI
NGHIÊN CỨU KHOA HỌC

Đề tài:

ĐỘ NHẠY CẢM DÒNG TIỀN CỦA VIỆC
NẮM GIỮ TIỀN MẶT:
BẰNG CHỨNG TẠI CÁC CÔNG TY VIỆT NAM

Họ và tên	Lớp_Khóa	MSSV
1. Nguyễn Thị Thu Thủy Sđt: 0982 937 523	TC008_K36	31101023224
2. Võ Thị Phương	TC008_K36	31101024280
3. Trần Thị Vy	KT009_K36	31101023912
4. Trần Thị Như Ngọc	KT018_K36	31101023915
5. Hoàng Thị Hồng Sen	KT013_K38	31121020146

TP. HỒ CHÍ MINH - 2014

TÓM TẮT CÔNG TRÌNH

Trong bài nghiên cứu này, nhóm tiến hành tìm hiểu và trả lời các câu hỏi sau: **thứ nhất**, lý do nắm giữ tiền mặt của các công ty là gì; **thứ hai**, việc nắm giữ tiền mặt có ảnh hưởng tới dòng tiền của công ty hay không; **thứ ba**, nếu có ảnh hưởng thì mức độ và chiều hướng ra sao; **thứ tư**, lý thuyết về độ nhạy cảm dòng tiền của việc nắm giữ tiền mặt có đúng cho trường hợp các công ty Việt Nam hay không.

Ngoài ra nhóm còn xem xét sự khác nhau trong độ nhạy cảm dòng tiền của tiền mặt của các công ty bị ràng buộc và không bị ràng buộc tài chính. Kết quả thu được ở Việt Nam và các bài nghiên cứu trước đây có điểm đồng nhất và khác biệt như thế nào; nguyên nhân dẫn tới kết quả này là do đâu.

Do có các kết quả khác nhau trong các bài nghiên cứu trước giữa hai mô hình bình phương nhỏ nhất (OLS) và mô hình moment tổng quát bậc 4 (GMM4), nên nhóm đã thực hiện hồi quy theo cả hai mô hình, để xem xét đối với trường hợp ở Việt Nam thì có sự khác biệt đó không.

Bài nghiên cứu này lại một lần nữa khẳng định mối liên hệ giữa việc nắm giữ tiền mặt và dòng tiền của công ty. Qua bài nghiên cứu, chúng ta có thể đánh giá được các doanh nghiệp Việt Nam có đang có chính sách nắm giữ tiền mặt thật sự hiệu quả hay không và ảnh hưởng của việc nắm giữ tiền mặt tới giá trị doanh nghiệp như thế nào?

Các bài nghiên cứu trước đã sử dụng hai mô hình ước lượng là hồi quy OLS và GMM4 cho kết quả khác nhau, nhưng trong bài nghiên cứu của nhóm lại không có sự khác biệt đáng kể giữa hai phương pháp này. Nguyên nhân dẫn đến kết quả này có thể là do hạn chế về mẫu trong bài nghiên cứu của nhóm, hoặc do đặc điểm ngành nghề, đặc thù kinh tế của các doanh nghiệp Việt Nam.

MỤC LỤC

1. GIỚI THIỆU ĐỀ TÀI.....	1
2. NHỮNG BẢNG CHỨNG THỰC NGHIỆM TRÊN THẾ GIỚI VỀ ĐỘ NHẠY CẢM DÒNG TIỀN CỦA TIỀN MẶT.....	4
2.1 Các nghiên cứu trước đây	4
2.1.1 Độ nhạy cảm dòng tiền của việc nắm giữ tiền mặt là dương.....	4
2.1.2 Độ nhạy cảm dòng tiền của việc nắm giữ tiền mặt là âm	7
2.1.3 Độ nhạy cảm dòng tiền của việc nắm giữ tiền mặt là bất cân xứng	8
2.1.4 So sánh các nghiên cứu tiêu biểu trong ba xu hướng	10
2.2 Tóm tắt các nghiên cứu trước đây	11
3. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU ĐỀ TÀI.....	17
3.1 Phương pháp nghiên cứu	17
3.2 Mô hình thực nghiệm.....	17
3.3 Cách tính biến và dữ liệu	19
3.3.1 Chọn mẫu và dữ liệu	19
3.3.2 Các biến trong mô hình.....	20
3.3.3 Dấu kì vọng	22
4. ĐỘ NHẠY CẢM DÒNG TIỀN CỦA TIỀN MẶT ĐỐI VỚI CÁC CÔNG TY TẠI VIỆT NAM.....	23
4.1 Thống kê mô tả	23
4.2 Phân tích tương quan	25
4.3 Phân tích hồi quy	26

4.3.1	Độ nhạy cảm dòng tiền	26
4.3.2	Ràng buộc tài chính và độ nhạy cảm dòng tiền của tiền mặt.....	28
4.3.3	Độ nhạy cảm tiền mặt khi xem xét vấn đề đại diện.	31
5.	KẾT LUẬN.....	33
6.	TÀI LIỆU THAM KHẢO	35

DANH MỤC BẢNG

BẢNG 1: SO SÁNH CÁC NGHIÊN CỨU TIÊU BIỂU	10
BẢNG 2: TÓM TẮT CÁC NGHIÊN CỨU TRƯỚC	11
BẢNG 3: BẢNG THỐNG KÊ CÁC BIẾN TRONG MÔ HÌNH	20
BẢNG 4: DẤU KÌ VỌNG CỦA CÁC NGHIÊN CỨU TIÊU BIỂU	22
BẢNG 5: THỐNG KÊ MÔ TẢ CÁC BIẾN TRONG MÔ HÌNH (1).....	23
BẢNG 7: PHÂN TÍCH HỆ SỐ TƯƠNG QUAN GIỮA CÁC BIẾN TRONG MÔ HÌNH.....	25
BẢNG 8: KẾT QUẢ HỒI QUY OLS VÀ GMM4 CHO MÔ HÌNH (1)	26
BẢNG 9: THỐNG KÊ MÔ TẢ TỶ LỆ NẢM GIỮ TIỀN MẶT THEO HAI CÁCH PHÂN LOẠI	28
BẢNG 10: KẾT QUẢ HỒI QUY GMM4 CHO MÔ HÌNH (2).....	29
BẢNG 11: KẾT QUẢ HỒI QUY OLS VÀ GMM4 CHO MÔ HÌNH (3).....	31

1. GIỚI THIỆU ĐỀ TÀI

Nhiều năm qua, số doanh nghiệp Việt Nam phá sản, ngừng hoạt động không ngừng gia tăng. Vậy nguyên nhân do đâu? Phải chăng do các doanh nghiệp kinh doanh thua lỗ hay vì lý do nào khác? Theo các cuộc khảo sát về các doanh nghiệp phá sản gần đây đều cho thấy nguyên nhân phần lớn là do các doanh nghiệp gặp vấn đề về tiền mặt dẫn đến thua lỗ. Ở Việt Nam, hầu hết là doanh nghiệp vừa và nhỏ, việc quản lý tiền mặt càng trở nên quan trọng, liên quan tới sự sống còn của các doanh nghiệp này.

Giống như mỗi chúng ta, luôn muốn nắm giữ tiền mặt trong tay càng nhiều càng tốt, các doanh nghiệp cũng vậy. Nhưng các doanh nghiệp nắm giữ nhiều tiền mặt liệu có tốt? Nên nắm giữ ở mức độ nào? Sử dụng tiền mặt đang nắm giữ như thế nào cho hợp lý?...Đó cũng là các câu hỏi mà các doanh nghiệp luôn đặt ra cho mình và cũng là bí quyết riêng, là chìa khóa thành công của các doanh nghiệp hiện nay.

Hầu hết mọi hoạt động của doanh nghiệp đều liên quan tới tiền mặt, giống như máu lưu thông trong cơ thể người vậy. Việc nắm giữ tiền mặt của công ty rất quan trọng vì tiền mặt mang lại cho công ty tính thanh khoản cao nhất.

Nhiều nhà nghiên cứu trên thế giới đã nghiên cứu và đưa ra nhiều lời giải thích khác nhau về lý do nắm giữ tiền mặt của công ty. Công ty có thể đáp ứng nhu cầu thanh khoản bằng nhiều cách khác nhau như: huy động vốn ngắn hạn, cắt giảm cổ tức hoặc bán các tài sản có tính thanh khoản của công ty. Nhưng tất cả các hoạt động này đều tốn chi phí giao dịch và thời gian thực hiện. Như vậy việc nắm giữ tiền mặt là thiết yếu nhất. Theo động cơ phòng ngừa, các công ty nắm giữ tiền mặt có thể đáp ứng được nhu cầu thanh khoản để tránh các cú sốc về dòng tiền. Về bản chất, việc nắm giữ tiền mặt sẽ giúp công ty tránh khỏi chi phí tài trợ bên ngoài cao khi công ty bị thiếu hụt nguồn vốn tạm thời. Bên cạnh đó, công ty cũng phải chịu chi phí cơ hội liên quan tới việc nắm giữ tiền mặt.

Trên thế giới đã có nhiều bài nghiên cứu về lý do nắm giữ tiền mặt và ảnh hưởng của việc nắm giữ tiền mặt tới dòng tiền của công ty, đã có nhiều kết luận, lời giải thích

khác nhau. Năm 2004, Almeida và cộng sự đã đưa ra độ nhạy cảm dòng tiền dương của việc nắm giữ tiền mặt của công ty bằng cách sử dụng hồi quy OLS. Bài nghiên cứu năm 2009 của Riddick và Whited lại đưa ra độ nhạy cảm dòng tiền âm của việc nắm giữ tiền mặt bằng cách sử dụng hồi quy GMM4. Từ hai bài nghiên cứu này, năm 2012 nhóm tác giả Dichu Bao, Kam C.Chan và Weining Zhang đã tiến hành nghiên cứu và đưa ra kết quả là độ nhạy cảm dòng tiền của việc nắm giữ tiền mặt là bất cân xứng, tức là độ nhạy cảm dòng tiền của việc nắm giữ tiền mặt sẽ âm trong trường hợp dòng tiền công ty dương và sẽ dương khi dòng tiền công ty âm.

Chính sự không đồng nhất của các bài nghiên cứu trên đã thúc đẩy nhóm tiến hành bài nghiên cứu này để xem xét trong trường hợp các công ty ở Việt Nam, kết quả nào sẽ là thích hợp nhất.

Trong bài nghiên cứu này, nhóm tiến hành tìm hiểu và trả lời các câu hỏi sau: **thứ nhất**, lý do nắm giữ tiền mặt của các công ty là gì; **thứ hai**, việc nắm giữ tiền mặt có ảnh hưởng tới dòng tiền của công ty hay không; **thứ ba**, nếu có ảnh hưởng thì mức độ và chiều hướng ra sao; **thứ tư**, lý thuyết về độ nhạy cảm dòng tiền của việc nắm giữ tiền mặt có đúng cho trường hợp các công ty Việt Nam hay không.

Ngoài ra nhóm còn xem xét sự khác nhau trong độ nhạy cảm dòng tiền của việc nắm giữ tiền mặt của các công ty bị ràng buộc và không bị ràng buộc tài chính. Kết quả thu được ở Việt Nam và các bài nghiên cứu trước đây có điểm đồng nhất và khác biệt như thế nào; nguyên nhân dẫn tới kết quả này là do đâu.

Do có các kết quả khác nhau trong các bài nghiên cứu trước giữa hai mô hình bình phương nhỏ nhất (OLS) và mô hình moment tổng quát bậc 4 (GMM4), nên nhóm đã thực hiện hồi quy theo cả hai mô hình, để xem xét đối với trường hợp ở Việt Nam thì có sự khác biệt đó không và mô hình nào là thích hợp nhất.

Bài nghiên cứu này lại một lần nữa khẳng định mối liên hệ giữa việc nắm giữ tiền mặt và dòng tiền của công ty. Qua bài nghiên cứu, chúng ta có thể đánh giá được các

doanh nghiệp Việt Nam có đang có chính sách nắm giữ tiền mặt thật sự hiệu quả hay không và ảnh hưởng của việc nắm giữ tiền mặt tới giá trị doanh nghiệp như thế nào?

Các bài nghiên cứu trước đã sử dụng hai mô hình ước lượng là hồi quy OLS và GMM4 cho kết quả khác nhau, nhưng trong bài nghiên cứu của nhóm lại không có sự khác biệt đáng kể giữa hai phương pháp này. Nguyên nhân dẫn đến kết quả này có thể là do hạn chế về mẫu trong bài nghiên cứu của nhóm, hoặc do đặc điểm ngành nghề, đặc thù kinh tế của các doanh nghiệp Việt Nam.

Bài nghiên cứu của nhóm được chia làm 5 phần:

- Phần 1: **Giới thiệu đề tài.** Trong chương này, nhóm đã giới thiệu một cách tổng quan nhất về đề tài nghiên cứu của mình, về mục tiêu, phương pháp nghiên cứu và ý nghĩa mà đề tài mang lại.

- Phần 2: **Những bằng chứng thực nghiệm trên thế giới về độ nhạy cảm dòng tiền của tiền mặt.** Trong chương này, nhóm trình bày những bằng chứng thực nghiệm đã được thực hiện trước đây trên thế giới có liên quan đến độ nhạy cảm dòng tiền công ty của tiền mặt.

- Phần 3: **Phương pháp nghiên cứu.** Chương này trình bày phương pháp nghiên cứu, mô hình và cách chọn mẫu.

- Phần 4: **Tác động của độ nhạy cảm dòng tiền của tiền mặt tới hoạt động của các công ty ở Việt Nam.** Từ các bài nghiên cứu trước, nhóm đã nghiên cứu thực nghiệm tác động của độ nhạy cảm dòng tiền của các công ty tại Việt Nam giai đoạn 2008- 2012.

- Phần 5: **Kết luận.** Chương này nhóm trình bày tóm tắt kết quả nghiên cứu, hạn chế của đề tài và hướng nghiên cứu mới cho đề tài.

2. NHỮNG BẰNG CHỨNG THỰC NGHIỆM TRÊN THẾ GIỚI VỀ ĐỘ NHẠY CẢM DÒNG TIỀN CỦA TIỀN MẶT

2.1 Các nghiên cứu trước đây

Nhiều nhà nghiên cứu trên thế giới đã nghiên cứu và đưa ra nhiều lời giải thích khác nhau về lý do nắm giữ tiền mặt của công ty. Theo động cơ phòng ngừa, các công ty nắm giữ tiền mặt có thể đáp ứng được nhu cầu thanh khoản để tránh các cú sốc về dòng tiền. Công ty có thể đáp ứng nhu cầu thanh khoản bằng nhiều cách khác nhau như: huy động vốn ngắn hạn, cắt giảm cổ tức hoặc bán các tài sản có tính thanh khoản của công ty. Nhưng tất cả các hoạt động này đều tốn chi phí giao dịch và thời gian thực hiện. Như vậy việc nắm giữ tiền mặt là thiết yếu nhất. Về bản chất, việc nắm giữ tiền mặt sẽ giúp công ty tránh khỏi chi phí tài trợ bên ngoài cao khi công ty bị thiếu hụt nguồn vốn tạm thời. Bên cạnh đó, công ty cũng phải chịu chi phí cơ hội liên quan tới việc nắm giữ tiền mặt.

Có nhiều bài nghiên cứu tập trung vào vấn đề độ nhạy cảm dòng tiền công ty của việc nắm giữ tiền mặt. Dựa vào kết quả, nhóm đã chia thành ba xu hướng kết quả nghiên cứu sau đây:

2.1.1 Độ nhạy cảm dòng tiền của việc nắm giữ tiền mặt là dương

Tiêu biểu cho hướng nghiên cứu này là nghiên cứu của nhóm tác giả **Almeida, Campello và Weibach năm 2004** nghiên cứu về “Độ nhạy cảm dòng tiền của tiền mặt” (The cash flow sensitivity of cash).

Trong bài nghiên cứu này nhóm tác giả đã nghiên cứu độ nhạy cảm dòng tiền của tiền mặt bằng cách sử dụng mẫu các công ty sản xuất Mỹ được công bố trên Compustat từ năm 1971 đến năm 2000, những công ty này có mã SICs từ 2000 đến 3999. Nhóm tác giả sử dụng hồi quy OLS để kiểm định mối quan hệ giữa các ràng buộc tài chính và nhu cầu thanh khoản của công ty, sau đó tìm ra ảnh hưởng của ràng buộc tài chính lên chính sách nắm giữ tiền mặt của công ty. Nhóm tác giả cho rằng chỉ những công ty bị ràng buộc tài chính bị ảnh hưởng của độ nhạy cảm dòng tiền của việc nắm giữ tiền mặt. Thực nghiệm cho thấy, việc nắm giữ các tài sản thanh khoản của công ty bị ràng buộc tài chính

gia tăng khi dòng tiền tăng cao hơn, và do đó độ nhạy cảm dòng tiền của việc nắm giữ tiền mặt của các công ty này là dương. Trái lại, độ nhạy cảm dòng tiền của việc nắm giữ tiền mặt của các công ty không bị ràng buộc tài chính thể hiện mẫu hình không có ý nghĩa.

Nhóm tác giả đã thực hiện các bước kiểm định sau đây để làm rõ giả thuyết đã nêu trên. Đầu tiên, nhóm tác giả phân loại công ty trong mẫu thành nhóm công ty bị ràng buộc tài chính và không bị ràng buộc về tài chính theo các cách sau: chính sách chi trả cổ tức tiền mặt, quy mô tài sản công ty, xếp hạng trái phiếu, tỷ lệ trái phiếu thương mại và chỉ số đo lường theo kết quả nghiên cứu của Kaplan và Zingales năm 1997 (KZ index). Sau đó, nhóm tác giả tiến hành hồi quy thực nghiệm, kết quả phù hợp với giả thuyết nêu trên. Cuối cùng, nhóm tác giả đã đưa ra kết luận, độ nhạy cảm dòng tiền của việc nắm giữ tiền mặt là dương.

Bên cạnh đó, cũng có nhiều nghiên cứu đã đưa ra độ nhạy cảm dòng tiền dương của việc nắm giữ tiền mặt. Nghiên cứu của **Amy Dittmar, Jan Mahrt-Smith và Henri Servaes năm 2003** về việc nắm giữ tiền mặt và chính sách của doanh nghiệp (International Corporate Governance and Corporate Cash Holdings (2003)). Bài nghiên cứu tìm hiểu khi các nhà quản trị quyết định nắm giữ tiền mặt cho công ty thì họ quan tâm tới lợi ích của cổ đông hay lợi ích cá nhân của chính họ. Sử dụng mẫu hơn 11.000 công ty trên 45 quốc gia trên thế giới, nhóm tác giả thấy rằng tỷ lệ nắm giữ tiền mặt của công ty cao hơn thì lợi ích của cổ đông được bảo vệ ít hơn. Không có lý do gì, các nhà quản trị lại nắm giữ ít tiền mặt, vì khó có thể tiếp cận thị trường vốn trong các quốc gia mà lợi ích cổ đông lại ít được bảo vệ. Kết quả nghiên cứu cho thấy rằng, các công ty gia tăng nắm giữ tiền mặt sẽ làm gia tăng dòng tiền cho công ty, và đặc biệt là sẽ gia tăng lợi ích cá nhân cho các nhà quản trị.

Nghiên cứu của **Opler cùng cộng sự (1999)** xem xét sự đánh đổi và quan điểm phân cấp về việc nắm giữ tiền mặt của tất cả các công ty Mỹ trên dữ liệu Compustat trong giai đoạn 1952 tới 1994. Nhóm tác giả thấy rằng, những công ty càng nhỏ, đầu tư và chi

tiêu cho nghiên cứu và phát triển càng cao, có nhiều cơ hội đầu tư hơn, thì họ càng nắm giữ tiền mặt nhiều hơn; khi đó, công ty sẽ có độ nhạy cảm dòng tiền lớn hơn.

Nghiên cứu của **Charles Yuji Horioka và Akiko Terada- Hagiwara năm 2013** nghiên cứu chính sách nắm giữ tiền mặt ở các nước Châu Á. Nhóm tác giả lấy mẫu các công ty 11 quốc gia Châu Á trên dữ liệu Oriana trong giai đoạn 2002 tới 2011. Nhóm tác giả cho thấy dòng tiền có tác động dương lên dự trữ tiền mặt của công ty, điều này cho thấy các công ty ở Châu Á bị hạn chế vay mượn và họ tiết kiệm nhiều hơn khi dòng tiền gia tăng để họ có thể đầu tư cho tương lai. Trong mẫu các nước kinh tế phát triển, dòng tiền tác động dương lên việc nắm giữ tiền mặt chỉ đúng cho các công ty nhỏ- những công ty bị hạn chế vay mượn. Đồng thời, nhóm tác giả cũng cho thấy tác động dương của Tobin Q lên việc nắm giữ tiền mặt.

Nghiên cứu năm 2012 của nhóm tác giả **Ogundipe và cộng sự**, đã nghiên cứu việc nắm giữ tiền mặt và đặc tính của công ty: bằng chứng từ thị trường mới nổi Nigerian. Mẫu được lấy từ 54 công ty Nigerian được niêm yết trên sàn Nigerian từ 1995 tới 2010. Kết quả nghiên cứu cho thấy độ nhạy cảm dòng tiền của việc nắm giữ tiền mặt là dương, các yếu tố: dòng tiền, vốn luân chuyển ròng, đòn bẩy, lợi nhuận và chi tiêu vốn đầu tư đều có ảnh hưởng có ý nghĩa tới việc nắm giữ tiền mặt của các công ty ở Nigerian.

Nghiên cứu của **Youngjoo Lee năm 2010** đã xem xét ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng tài chính tới việc nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp . Mẫu được lấy từ các công ty ở 8 quốc gia Đông Á chịu ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng tài chính từ năm 1996 tới 2005. Nghiên cứu cho thấy sau khủng hoảng các công ty đều gia tăng nắm giữ tiền mặt không kể quy mô công ty, chính sách chi trả cổ tức hay lợi nhuận công ty. Độ nhạy cảm dòng tiền của tiền mặt cũng gia tăng sau khủng hoảng. Kết quả còn cho thấy các công ty gia tăng nắm giữ tiền mặt thì có chính sách quản trị rủi ro tốt hơn sau khủng hoảng.

Nghiên cứu của tác giả **E.A.M Mangnus năm 2011** về chính sách nắm giữ tiền mặt của các công ty khu vực Châu Âu. Tác giả lấy mẫu các công ty phi tài chính của 25 quốc gia khu vực Châu Âu trong giai đoạn từ 1988 tới 2010. Bài nghiên cứu xem xét

những đặc tính nào là yếu tố quan trọng ảnh hưởng tới việc nắm giữ tiền mặt của công ty khu vực Châu Âu. Kết quả tác giả đưa ra rằng việc gia tăng nắm giữ tiền mặt có thể được giải thích bằng sự gia tăng trong tỷ lệ nghiên cứu và phát triển, gia tăng độ nhạy cảm dòng tiền và giảm tỷ lệ vốn luân chuyển ròng. Trong những năm khủng hoảng, tỷ lệ nắm giữ tiền mặt giảm nhẹ là do giảm sút trong độ nhạy cảm dòng tiền, sự suy giảm trong tỷ lệ giá trị thị trường so với giá trị sổ sách và giảm trong tỷ lệ đòn bẩy. Ngoài ra, vấn đề chi phí đại diện có thể làm gia tăng việc nắm giữ tiền mặt ở các nước Châu Âu.

2.1.2 Độ nhạy cảm dòng tiền của việc nắm giữ tiền mặt là âm

Tiêu biểu trong xu hướng này là nghiên cứu của nhóm tác giả **Riddick và Whited năm 2009**, nghiên cứu “Khuyh hướng tiết kiệm của doanh nghiệp” ở các quốc gia lớn trên thế giới. (The corporate propensity to save). Nhóm tác giả đã nghiên cứu lý do tại sao và bằng cách nào các công ty lại tích lũy tài sản thanh khoản. Nhóm tác giả đã lấy dữ liệu từ các công ty phi tài chính ở 6 quốc gia, bao gồm: Mỹ (từ 1972 đến 2006), Canada, Pháp, Đức, Nhật và Anh (từ 1994 đến 2005).

Với lý thuyết và mô hình thực nghiệm khác với các nghiên cứu trước, nhóm tác giả đưa ra dự đoán rằng, tùy thuộc vào hệ số Tobin Q, những công ty sẽ có thay đổi dòng tiền ngược chiều với thay đổi trong tiết kiệm. Xu hướng thay đổi ngược chiều này là do cú sốc gia tăng năng suất hoạt động sẽ gia tăng dòng tiền và chi phí biên sản xuất. Những công ty muốn gia tăng tiền mặt dự trữ để chi tiêu cho giá vốn hàng hóa thì không nên tiết kiệm hay đầu tư và ngược lại. Trong khi đó, các công ty lại muốn nắm giữ nhiều tiền mặt để tránh chi phí tài trợ cao bên ngoài khi có thiếu hụt vốn tạm thời. Nhóm tác giả sử dụng hai mô hình hồi quy cho bài nghiên cứu của mình trên 6 quốc gia lớn. Khi thực hiện mô hình ước lượng OLS, nhóm tác giả thấy rằng độ nhạy cảm dòng tiền của việc nắm giữ tiền mặt là dương. Tuy nhiên, khi điều chỉnh sai số đo lường các yếu tố kinh tế cho biến Tobin Q bằng phương pháp hồi quy GMM4, nhóm tác giả cho thấy kết quả hoàn toàn trái ngược, độ nhạy cảm dòng tiền của việc nắm giữ tiền mặt là âm. Nghiên cứu của nhóm tác giả nhấn mạnh lại rằng bất cứ mô hình nào liên quan tới Tobin Q đều có thể bị thiên lệch, vì biến Q là quan trọng, nó đại diện cho sức khỏe tài chính của công ty.

Nghiên cứu của **Amy Dittmar, Mahrt-Smith năm 2005** dựa trên mẫu các công ty phi tài chính Mỹ từ năm 1990 tới 2003, cho thấy việc quản trị nắm giữ tiền mặt rất quan trọng đối với hoạt động của công ty. Những công ty có hoạt động quản trị yếu kém có độ nhạy cảm dòng tiền âm của việc nắm giữ tiền mặt. Các công ty luôn có chính sách nắm giữ tiền mặt tối ưu, đồng thời họ cũng phải gánh chịu sự đánh đổi giữa chi phí và lợi ích của việc nắm giữ tiền mặt này. Một trong những lý do các công ty có chính sách nắm giữ tiền mặt là họ muốn có khoản dự trữ tiền mặt cho chính họ khi có cú sốc tài chính trong thị trường tiền tệ.

Bài nghiên cứu của nhóm tác giả **Yuanto Kusnadi và K.C Jone Wei (2008)** đã xem xét các yếu tố ảnh hưởng tới chính sách quản trị tiền mặt của doanh nghiệp. Mẫu dữ liệu của tác giả gồm 79.950 quan sát theo năm các công ty từ 39 quốc gia trên thế giới trong giai đoạn 1995 tới 2004, các công ty này là công ty phi tài chính có tổng tài sản nhỏ nhất là 10 triệu đô la Mỹ. Nhóm tác giả thấy rằng với những công ty trong quốc gia có chính sách bảo vệ nhà đầu tư thiểu số mạnh mẽ thì có khả năng giảm việc nắm giữ tiền mặt để phản ánh việc gia tăng dòng tiền hơn những quốc gia có chính sách bảo vệ nhà đầu tư thiểu số yếu kém. Hơn nữa, mối quan hệ này thì đúng hơn cho các công ty bị hạn chế tài chính và những công ty có nhu cầu phòng ngừa rủi ro cao.

2.1.3 Độ nhạy cảm dòng tiền của việc nắm giữ tiền mặt là bất cân xứng

Tương tự các bài nghiên cứu trước đây, bài nghiên cứu của nhóm tác giả **Dichu Bao, Kam C.Chan và Weininh Zhang 2012** cũng nghiên cứu về “Độ nhạy cảm dòng tiền bất cân xứng của việc nắm giữ tiền mặt” (Asymmetric cash flow sensitivity of cash holdings). Hai bài nghiên cứu của Almeida, Campello, và Weisbach (2004) và Riddick và Whited (2009) đưa ra các kết luận trái ngược nhau về độ nhạy cảm dòng tiền của tiền mặt. Nhóm tác giả đã sử dụng các mô hình thực nghiệm đã được tranh luận để khẳng định lại kết luận của Riddick và Whited là độ nhạy cảm dòng tiền đối với tiền mặt là tương quan âm. Hơn nữa, nhóm tác giả còn tranh luận rằng độ nhạy cảm dòng tiền đối với tiền mặt là bất cân xứng.

Nhóm tác giả lấy mẫu các công ty phi tài chính ở Mỹ từ 1972 đến 2006, loại trừ các công ty có mã SICs từ 4900 tới 4999, từ 6000 tới 6999, hay lớn hơn 9000. Bộ dữ liệu bao gồm 105.492 quan sát theo năm của các công ty. Các quan sát biến chính (DeltaCashHolding, CashFlow, Size, và Q) xếp hạng trong 1% cao nhất, và 1% thấp nhất cũng bị loại bỏ. Bài nghiên cứu của nhóm tác giả nhằm làm sáng tỏ các giả thuyết sau đây: thứ nhất, độ nhạy cảm dòng tiền đối với tiền mặt là tương quan âm khi công ty có dòng tiền dương và tương quan dương khi dòng tiền âm; thứ hai, mức độ bất cân xứng của độ nhạy cảm dòng tiền của tiền mặt của công ty bị ràng buộc thì ít hơn các công ty không bị ràng buộc tài chính; thứ ba, độ lớn độ nhạy cảm dòng tiền của tiền mặt lớn hơn đối với công ty có kiểm soát bên ngoài chặt chẽ hơn.

Để làm rõ các giả thuyết trên, nhóm tác giả thực hiện các bước kiểm định như sau. Đầu tiên, nhóm tác giả đã sử dụng hồi quy OLS và GMM4 theo nghiên cứu của Erickson và Whited (2000) để kiểm tra độ nhạy cảm dòng tiền của tiền mặt thì có khác nhau giữa khi công ty đối mặt với dòng tiền dương và khi công ty đối mặt với dòng tiền âm hay không. Thứ hai, sau khi xem xét độ nhạy cảm dòng tiền bất cân xứng của tiền mặt, nhóm tác giả xem xét độ nhạy cảm dòng tiền thay đổi như thế nào giữa công ty bị ràng buộc tài chính và công ty không bị ràng buộc tài chính. Nhóm tác giả sử dụng 4 phương pháp để chia mẫu: chỉ số WW (kết quả trong nghiên cứu của Whited và Wu 2006), tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt, quy mô tài sản của công ty, xếp hạng trái phiếu. Sau khi chia mẫu thành công ty bị ràng buộc và không bị ràng buộc tài chính, nhóm tác giả bổ sung biến vào mô hình trước để nghiên cứu độ nhạy cảm dòng tiền bất cân xứng của tiền mặt. Cuối cùng, nhóm tác giả đã sử dụng mô hình hồi quy GMM4 để ước lượng ảnh hưởng của vấn đề đại diện lên độ nhạy cảm dòng tiền của việc nắm giữ tiền mặt. Kết quả cuối cùng tác giả đưa ra độ nhạy cảm dòng tiền của công ty của việc nắm giữ tiền mặt là bất cân xứng, tức là độ nhạy cảm âm khi dòng tiền dương và độ nhạy cảm dương khi dòng tiền âm.

2.1.4 So sánh các nghiên cứu tiêu biểu trong ba xu hướng

Bảng 1: So sánh các nghiên cứu tiêu biểu

	Almeida et al (2004)	Riddick và Whited (2009)	Dichu Bao et al (2012)
Mô hình	<ul style="list-style-type: none"> + Sử dụng mô hình với nhiều biến kiểm soát: quy mô, chi tiêu vốn, vốn luân chuyển phi tiền tệ, nợ ngắn hạn,... + Chưa điều chỉnh sai số đo lường cho biến giải thích (Tobin Q) + Áp dụng hồi quy OLS cho mô hình. 	<ul style="list-style-type: none"> + Thiếu nhiều biến kiểm soát như trong nghiên cứu của Almeida. + Đã điều chỉnh sai số đo lường cho biến giải thích (Tobin Q). + Lý thuyết và mô hình thực nghiệm thực tế hơn. + Áp dụng hồi quy GMM4 cho mô hình. 	<ul style="list-style-type: none"> + Kết hợp các ưu, khuyết điểm trong hai bài nghiên cứu trước. + So sánh kết quả thực nghiệm giữa hai hồi quy OLS và GMM4.
Kết quả	<ul style="list-style-type: none"> + Chỉ công ty bị ràng buộc tài chính mới bị tác động bởi độ nhạy cảm dòng tiền của việc nắm giữ tiền mặt. + Mọi quan hệ giữa việc nắm giữ tiền mặt và dòng tiền là dương (công ty sẽ tăng (hay giảm) việc nắm giữ tiền mặt khi dòng tiền khi dòng tiền dương (hay âm)). 	<ul style="list-style-type: none"> + Độ nhạy cảm dòng tiền của tiền mặt là âm. + Phương pháp hồi quy GMM4 có nhiều điểm nổi trội hơn so với phương pháp hồi quy OLS truyền thống. 	<ul style="list-style-type: none"> + Độ nhạy cảm dòng tiền của tiền mặt là bất cân xứng, tức là độ nhạy cảm sẽ âm khi dòng tiền dương và sẽ dương khi dòng tiền âm. + Sự bất cân xứng vẫn đúng cho vấn đề ràng buộc tài chính của công ty. + Công ty bị kiểm soát bên ngoài nhiều sẽ đầu tư tốt hơn.

2.2 Tóm tắt các nghiên cứu trước đây

Dưới đây là bản tóm tắt các nghiên cứu liên quan tới độ nhạy cảm dòng tiền của việc nắm giữ tiền mặt trên thế giới gần đây.

Bảng 2: Tóm tắt các nghiên cứu trước

Tác giả	Năm	Mẫu	Mục tiêu nghiên cứu	Kết quả nghiên cứu
Opler cùng cộng sự	1999	Mẫu tất cả các công ty trên dữ liệu Compustat trong giai đoạn 1952 tới 1994.	Xem xét sự đánh đổi và quan điểm phân cấp về việc nắm giữ tiền mặt.	Công ty càng nhỏ, đầu tư và chi tiêu cho nghiên cứu và phát triển càng cao, có nhiều cơ hội đầu tư hơn, thì họ càng nắm giữ tiền mặt nhiều hơn; Khi đó, công ty sẽ có độ nhạy cảm dòng tiền dương.
Kaplan và Zingales	1997	49 công ty sản xuất trên dữ liệu Value Line của FHP từ 1970 tới 1984.	Nghiên cứu mối quan hệ giữa ràng buộc tài chính và độ nhạy cảm dòng tiền từ đầu tư.	Những công ty ít bị ràng buộc tài chính sẽ có độ nhạy cảm lớn hơn so với công ty bị ràng buộc tài chính nhiều hơn.
Amy Dittmar, Jan Mahrt-Smith và Henri Servaes	2003	Mẫu hơn 11.000 công ty trên 45 quốc gia trên thế giới.	Nghiên cứu việc nắm giữ tiền mặt và chính sách của doanh nghiệp.	Việc nắm giữ tiền mặt của công ty cao hơn thì lợi ích của cổ đông được bảo vệ ít hơn. Các công ty gia tăng nắm giữ tiền mặt sẽ làm gia tăng dòng tiền cho công ty, và đặc biệt là sẽ gia tăng lợi ích cá nhân

				cho các nhà quản trị.
Almeida và cộng sự	2004	Mẫu các công ty sản xuất ở Mỹ được công bố trên Compustat từ năm 1971 đến năm 2000, những công ty này có mã SICs từ 2000 đến 3999.	Độ nhạy cảm dòng tiền công ty của việc nắm giữ tiền mặt.	Chỉ công ty bị ràng buộc tài chính mới bị tác động bởi độ nhạy cảm dòng tiền. Mối quan hệ giữa việc nắm giữ tiền mặt và dòng tiền là dương (công ty sẽ tăng (hay giảm) việc nắm giữ tiền mặt khi dòng tiền dương (hay âm)).
Amy Dittmar, Mahrt-Smith	2005	Mẫu các công ty phi tài chính Mỹ từ năm 1990 tới 2003	Nghiên cứu về chính sách nắm giữ tiền mặt của các công ty.	Việc quản trị nắm giữ tiền mặt rất quan trọng đối với hoạt động của công ty. Các công ty luôn có chính sách nắm giữ tiền mặt tối ưu, đồng thời họ cũng phải gánh chịu sự đánh đổi giữa chi phí và lợi ích của việc nắm giữ tiền mặt.
Faukender và Wang	2006	Các công ty phi tài chính có mã trên Compustat 2001 và CRSP 2001 từ năm 1971 tới năm 2001.	Xem xét giá trị biên của việc nắm giữ tiền mặt phát sinh do sự khác nhau trong chính sách tài chính của doanh nghiệp.	Tiền mặt được cổ đông đánh giá cao cho các công ty nắm giữ ít tiền mặt, đòn bẩy thấp và bị ràng buộc tiếp cận thị trường tài chính.
Acharya, Almeida và	2007	Các công ty sản xuất (SICs 200-399) trên	Xem xét sự ảnh hưởng qua lại giữa tiền mặt và chính sách nợ của công	Công ty bị ràng buộc tài chính có phòng ngừa rủi ro cao thì có xu hướng gia tăng

Campello		Compustat từ 1971 đến 2001.	ty với sự hiện diện của các ràng buộc tài chính.	<p>tiền mặt ngoài dòng tiền, nhưng không thể hiện xu hướng giảm nợ.</p> <p>Công ty bị ràng buộc tài chính có phòng ngừa rủi ro thấp có xu hướng giảm nợ.</p>
Yuanto Kusunadi và K.C Jone Wei	2008	Mẫu dữ liệu gồm 79.950 quan sát theo năm các công ty phi tài chính từ 39 quốc gia trên thế giới trong giai đoạn 1995 tới 2004, các công ty này có tổng tài sản nhỏ nhất là 10 triệu đô la Mỹ.	Nhóm tác giả nghiên cứu các yếu tố ảnh hưởng tới chính sách quản trị tiền mặt của doanh nghiệp: bằng chứng từ các công ty trên toàn thế giới.	<p>Những công ty trong quốc gia có chính sách bảo vệ nhà đầu tư thiểu số mạnh mẽ thì có khả năng giảm việc nắm giữ tiền mặt để phản ánh việc gia tăng dòng tiền hơn những quốc gia có chính sách bảo vệ nhà đầu tư thiểu số yếu kém.</p> <p>Mối quan hệ này thì đúng hơn cho các công ty bị hạn chế tài chính và những công ty có nhu cầu phòng ngừa rủi ro cao.</p>
Bates, Kahle và Stulz	2009	Các công ty phi tài chính Mỹ từ 1980 đến 2004.	Nghiên cứu lý do nắm giữ tiền mặt và các yếu tố ảnh hưởng tới việc nắm giữ tiền mặt của công ty.	<p>Tỷ lệ nắm giữ tiền mặt gia tăng là do: rủi ro dòng tiền gia tăng, họ nắm giữ ít hàng tồn kho và các khoản phải thu hơn, chi đầu tư và phát triển tăng.</p> <p>Công ty có thể tránh được chi vốn cao bên ngoài khi thâm hụt vốn tạm thời nhờ</p>

				nắm giữ tiền mặt.
Kothari, Shu và Wysocki	2009	Các công ty có công bố cổ tức từ 1962 đến 2004 và công bố thu nhập từ 1995 tới 2002 trên CRSP.	Nghiên cứu việc trì hoãn công bố thông tin đối với các tin tức xấu và tin tức tốt.	Các nhà quản lý thường có các biện pháp che giấu để trì hoãn việc công bố các tin xấu ra ngoài thị trường: kéo dài thời gian cho tới khi tin tốt tới và trung lập các tin xấu.
Riddick và Whited	2009	Mẫu các công ty phi tài chính ở 6 quốc gia, bao gồm: Mỹ (từ 1972 đến 2006), Canada, Pháp, Đức, Nhật và Anh (từ 1994 đến 2005).	Khuynh hướng tiết kiệm tiền mặt của công ty ở các quốc gia lớn trên thế giới.	Độ nhạy cảm dòng tiền công ty của việc nắm giữ tiền mặt là âm. Phương pháp hồi quy GMM4 có nhiều ưu điểm hơn so với phương pháp hồi quy OLS truyền thống.
Youngjoo Lee	2010	Mẫu được lấy từ các công ty ở 8 quốc gia Đông Á chịu ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng tài chính từ năm 1996 tới 2005.	Nghiên cứu của tác giả đã xem xét ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng tài chính tới việc nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp: Bằng chứng từ các nước Đông Á.	Sau khủng hoảng các công ty đều gia tăng nắm giữ tiền mặt không kể quy mô công ty, chính sách chi trả cổ tức hay lợi nhuận công ty. Độ nhạy cảm dòng tiền của tiền mặt cũng gia tăng sau khủng hoảng. Các công ty gia tăng nắm giữ tiền mặt thì có chính sách quản trị rủi ro tốt hơn sau

				khủng hoảng.
E.A.M Mangnus	2011	Mẫu các công ty phi tài chính của 25 quốc gia khu vực Châu Âu trong giai đoạn từ 1988 tới 2010.	Bài nghiên cứu xem xét những đặc tính nào là yếu tố quan trọng ảnh hưởng tới việc nắm giữ tiền mặt của công ty khu vực Châu Âu.	<p>Việc gia tăng nắm giữ tiền mặt có thể được giải thích bằng sự gia tăng trong tỷ lệ nghiên cứu và phát triển, gia tăng độ nhạy cảm dòng tiền và giảm tỷ lệ vốn luân chuyển ròng</p> <p>Trong khủng hoảng, tỷ lệ nắm giữ tiền mặt giảm nhẹ là do giảm sút trong độ nhạy cảm dòng tiền, sự suy giảm trong tỷ lệ giá trị thị trường so với giá trị sổ sách và giảm trong tỷ lệ đòn bẩy.</p> <p>Vấn đề chi phí đại diện có thể làm gia tăng việc nắm giữ tiền mặt ở các nước Châu Âu.</p>
Dichu Bao, Kam C.Chan và Weining Zhang	2012	Mẫu các công ty phi tài chính ở Mỹ từ 1972 đến 2006, loại trừ các công ty có mã SICs từ 4900 tới 4999, từ 6000 tới 6999, hay lớn hơn 9000.	Độ nhạy cảm dòng tiền bất cân xứng của việc nắm giữ tiền mặt.	<p>Độ nhạy cảm dòng tiền của tiền mặt là bất cân xứng, tức là độ nhạy cảm sẽ âm khi dòng tiền dương và sẽ dương khi dòng tiền âm.</p> <p>Sự bất cân xứng vẫn đúng cho vấn đề ràng buộc tài chính của công ty.</p> <p>Công ty bị kiểm soát bên</p>

				ngoài nhiều sẽ đầu tư tốt hơn.
Ogundipe và cộng sự	2012	Mẫu 54 công ty Nigerian được niêm yết trên sàn Nigerian từ 1995 tới 2010.	Việc nắm giữ tiền mặt và đặc tính công ty: bằng chứng từ thị trường mới nổi Nigerian.	Độ nhạy cảm dòng tiền của việc nắm giữ tiền mặt dương. Dòng tiền, vốn luân chuyển ròng, đòn bẩy, lợi nhuận và chi tiêu vốn đầu tư đều có ảnh hưởng có ý nghĩa tới việc nắm giữ tiền mặt của các công ty ở Nigerian.
Charles Yuji Horioka và Akiko Terada-Hagiwara	2013	Mẫu các công ty ở 11 nước Đông Nam Á từ 2002 tới 2011.	Nghiên cứu chính sách nắm giữ tiền mặt ở các nước Châu Á	Dòng tiền có tác động dương lên việc nắm giữ tiền mặt của công ty. Tobin Q có tác động dương tới việc dự trữ tiền mặt của công ty.

3. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU ĐỀ TÀI

3.1 Phương pháp nghiên cứu

Theo nghiên cứu của Almeida cùng cộng sự năm 2004, nhóm tác giả đã sử dụng mô hình hồi quy OLS để ước lượng độ nhạy cảm dòng tiền công ty của việc nắm giữ tiền mặt. Bằng phương pháp này nhóm tác giả đã đưa ra độ nhạy cảm dòng tiền dương của việc nắm giữ tiền mặt.

Theo nghiên cứu của Riddick và Whited năm 2009, nhóm tác giả sử dụng cả hai phương pháp hồi quy là OLS và GMM4 (theo Erickson và Whited năm 2000). Họ đã đưa ra hai kết quả trái ngược nhau giữa hai phương pháp, tức là theo OLS độ nhạy cảm dòng tiền dương, theo GMM4 độ nhạy cảm dòng tiền âm.

Theo bài nghiên cứu gốc của Dichu Bao, Kam C.Chan và Weining Zhang năm 2012, nhóm tác giả đã thực hiện một hồi quy theo cả hai phương pháp OLS và GMM4. Sau khi thấy được nhiều ưu điểm vượt trội của phương pháp GMM4, nhóm tác giả đã tiếp tục thực hiện sử dụng phương pháp hồi quy GMM4 cho các hồi quy tiếp theo.

Do có các kết quả khác nhau trong các bài nghiên cứu trước giữa hai mô hình OLS và mô hình GMM4, nên nhóm đã thực hiện hồi quy theo cả hai mô hình, để xem xét đối với trường hợp ở Việt Nam thì có sự khác biệt đó không và phương pháp nào là thích hợp nhất.

3.2 Mô hình thực nghiệm

Để kiểm tra độ nhạy cảm dòng tiền công ty của việc nắm giữ tiền mặt, nhóm đã thực hiện ba mô hình nghiên cứu như trong bài nghiên cứu của Dichu Bao, Kam C.Chan, Weining Zhang năm 2012.

- **Mô hình (1)** kiểm tra sự khác nhau trong độ nhạy cảm dòng tiền của việc nắm giữ tiền mặt khi công ty đối diện với dòng tiền âm và khi công ty đối diện với dòng tiền dương.

- **Mô hình (2)** kiểm tra sự khác biệt trong độ nhạy cảm dòng tiền của việc nắm giữ tiền mặt giữa các công ty bị ràng buộc và không bị ràng buộc về tài chính.

- **Mô hình (3)** xem xét ảnh hưởng của vấn đề đại diện lên độ nhạy cảm dòng tiền của việc nắm giữ tiền mặt.

Mô hình (1):

$$\begin{aligned} \Delta CashHoldings_{it} &= \alpha_0 + \alpha_1 CashFlow_{it} + \alpha_2 Neg_{it} + \alpha_3 Cashflow_{it} * Neg_{it} + \alpha_4 Q_{it} + \alpha_5 Size_{it} \\ &+ \alpha_6 Expenditure_{it} + \alpha_7 Acquisition_{it} + \alpha_8 \Delta NCWC_{it} + \alpha_9 ShortDebt_{it-1} \\ &+ \varepsilon_{it}, \end{aligned}$$

Mô hình (2):

$$\begin{aligned} \Delta CashHoldings_{it} &= \beta_0 + \beta_1 CashFlow_{it} + \beta_2 Neg_{it} + \beta_3 Cashflow_{it} * Neg_{it} + \beta_4 Constraint_{it} \\ &+ \beta_5 CashFlow_{it} * Constraint_{it} + \beta_6 Constraint_{it} * Neg_{it} \\ &+ \beta_7 CashFlow_{it} * Constraint_{it} * Neg_{it} + \beta_8 Q_{it} + \beta_9 Size_{it} \\ &+ \beta_{10} Expenditure_{it} + \beta_{11} Acquisition_{it} + \beta_{12} \Delta NCWC_{it} + \beta_{13} ShortDebt_{it-1} \\ &+ \varepsilon_{it}, \end{aligned}$$

Mô hình (3):

$$\begin{aligned} \Delta CashHoldings_{it} &= \gamma_0 + \gamma_1 CashFlow_{it} + \gamma_2 Inst_{it} + \gamma_3 Cashflow_{it} * Inst_{it} + \gamma_4 Q_{it} + \gamma_5 Size_{it} \\ &+ \gamma_6 Expenditure_{it} + \gamma_7 Acquisition_{it} + \gamma_8 \Delta NCWC_{it} + \gamma_9 ShortDebt_{it-1} + \varepsilon_{it}, \end{aligned}$$

Đầu tiên, nhóm tiến hành phân tích hệ số tương quan giữa các biến trong mô hình.

Tiếp theo, nhóm sử dụng hai phân tích hồi quy bằng OLS và GMM4 để thấy sự khác biệt trong hai bài nghiên cứu của Almeida và cộng sự năm 2004 và của Riddick và Whited năm 2009.

Tiếp sau đó, để thấy được sự khác biệt trong độ nhạy cảm dòng tiền của tiền mặt, nhóm tiến hành phân biệt các công ty thành công ty bị ràng buộc và không bị ràng buộc tài chính. Do các dữ liệu theo bài nghiên cứu gốc không có sẵn cho các công ty ở Việt

Nam, nhóm phân biệt dựa trên giả thiết sau (dựa trên cách phân loại trong nghiên cứu của Dichu Bao và cộng sự năm 2012):

Phương án 1: Những công ty nào không chi trả cổ tức bằng tiền mặt trong năm t, thì công ty đó bị ràng buộc tài chính trong năm t.

Phương án 2: Những công ty nào có xếp hạng giá trị sổ sách tổng tài sản nằm trong một phần tư cuối cùng của bảng xếp hạng được cho là công ty bị ràng buộc tài chính vào năm đó.

Sau khi chia mẫu thành công ty bị ràng buộc và không bị ràng buộc tài chính, nhóm bổ sung biến giả Constraint vào mô hình (1) để nghiên cứu độ nhạy cảm dòng tiền bất cân xứng của việc nắm giữ tiền mặt (như trong mô hình 2)

Cuối cùng, nhóm phân tích hồi quy GMM4 để xem xét ảnh hưởng của vấn đề đại diện tới độ nhạy cảm dòng tiền của tiền mặt. Những công ty nào có xếp hạng nắm giữ cổ phiếu bởi tổ chức nằm trong một phần mười cao nhất là công ty có nắm giữ thể chế lớn (hay có chi phí đại diện thấp).

3.3 Cách tính biến và dữ liệu

3.3.1 Chọn mẫu và dữ liệu

Dữ liệu trong nghiên cứu của nhóm được lấy từ trên cơ sở dữ liệu của www.cafef.vn, www.cophieu68.vn bao gồm các dữ liệu từ báo cáo tài chính các công ty được niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán HOSE và HNX, các số liệu thống kê, các chỉ số tài chính và giá cổ phiếu qua các năm; đồng thời nhóm cũng lấy một số thông tin trên báo cáo thường niên của các công ty. Mẫu nghiên cứu của nhóm bao gồm 500 quan sát theo năm của 100 công ty trong vòng 5 năm – từ 2008 tới 2012. Các công ty được chọn trong mẫu của nhóm là những công ty phi tài chính ở Việt Nam, có đầy đủ dữ liệu trong vòng 5 năm.

3.3.2 Các biến trong mô hình

Từ dữ liệu thứ cấp thu thập được từ các nguồn dữ liệu, nhóm tính toán và giải thích các biến trong mô hình như sau:

Bảng 3: Bảng thống kê các biến mô hình

STT	Biến	Tên biến	Giải thích
1	CashHoldings	Tỷ lệ nắm giữ tiền mặt	Tiền và tương đương tiền (t) / Tổng tài sản (t)
2	Δ CashHoldings	Chênh lệch tỷ lệ nắm giữ tiền mặt	[Tiền và tương đương tiền (t) – Tiền và tương đương tiền (t-1)] / Tổng tài sản (t)
3	CashFlow	Tỷ lệ dòng tiền	[Thu nhập sau thuế (t) + Khấu hao (t)] / Tổng tài sản (t)
4	Neg	Biến giả dòng tiền	Bằng 1 nếu công ty có dòng tiền âm trong năm t, các trường hợp còn lại bằng 0.
5	Q	Tobin Q	[Giá trị thị trường của vốn cổ phần (t) + Giá trị sổ sách của tổng tài sản (t) – Giá trị sổ sách của vốn cổ phần (t)] / Tổng tài sản (t) [Trong đó: Giá trị thị trường vốn cổ phần = Số lượng cổ phần đang lưu hành (31/12/t) * Giá cổ phiếu (31/12/t)]
6	Size	Quy mô công ty	\ln [Tổng tài sản(t)]
7	Expenditure	Tỷ lệ chi tiêu vốn	[Tài sản cố định (t) – Tài sản cố định (t-1) + Khấu hao (t) – Khấu hao (t-1)] / Tổng tài sản (t)
8	Acquisition	Biến giả	Bằng 1 nếu công ty có hoạt động sáp nhập, mua lại trong năm t, các trường hợp còn lại

			bằng 0.
9	NCWC	Tỷ lệ vốn luân chuyển phi tiền mặt	[Tài sản ngắn hạn (t) – Nợ ngắn hạn (t) – Tiền và tương đương tiền (t)] / Tổng tài sản (t)
10	Δ NCWC	Chênh lệch vốn luân chuyển phi tiền mặt	Tỷ lệ vốn luân chuyển phi tiền mặt (t) – Tỷ lệ vốn luân chuyển phi tiền mặt (t-1) [Trong đó: Tỷ lệ vốn luân chuyển phi tiền mặt (t) = Tài sản ngắn hạn (t) – Nợ ngắn hạn (t) – Tiền và tương đương tiền (t)]
11	ShortDebt	Tỷ lệ nợ ngắn hạn	Nợ ngắn hạn (t) / Tổng tài sản (t)
12	Constraint	Biến giả	Bằng 1 nếu công ty bị ràng buộc tài chính, bằng 0 trong các trường hợp còn lại.
13	Inst	Biến giả	Bằng 1 nếu tỷ lệ nắm giữ cổ phiếu bởi tổ chức của công ty nằm trong một phần mười lớn nhất trong xếp hạng nắm giữ cổ phiếu bởi tổ chức hàng năm, các trường hợp còn lại bằng 0.

Trong mô hình (1), các biến chính giống các biến trong mô hình nghiên cứu của Almeida và cộng sự (2004) và Dichu Bao và cộng sự (2012). Các biến chính bao gồm biến CashFlow, Neg và biến kết hợp CashFlow*Neg. Các biến kiểm soát bao gồm: biến quy mô công ty (Size) để giảm bớt hiện tượng hiệu quả kinh tế nhờ quy mô bằng tiết kiệm tiền mặt; Tobin Q (giá trị thị trường chia số sách) giải thích cho các cơ hội đầu tư trong tương lai, vì các cơ hội đầu tư có thể tác động đến chính sách nắm giữ tiền mặt của công ty; biến chi tiêu vốn (Expenditure) và biến hợp nhất, mua lại (Acquisition) được đưa vào mô hình vì hoạt động đầu tư và mua lại sẽ làm giảm tiền mặt của công ty; Vốn luân chuyển phi tiền mặt (NCWC) được dùng để thay thế cho tiền mặt, nên biến Δ NCWC

(Δ NCWC) được sử dụng để xem xét thay đổi lượng tiền mặt nắm giữ; Biến nợ ngắn hạn (ShortDebt) dấu hiệu cho thấy dòng tiền ra trong năm, là cơ sở cho nhà quản lý đưa ra chính sách nắm giữ tiền mặt hợp lý.

3.3.3 Dấu kì vọng

Bảng 4: Dấu kì vọng của các nghiên cứu tiêu biểu

STT	Biến	Almeida et al (2004)	Riddick và Whited (2009)	Dichu Bao, Kam C.Chan và Weining Zhang (2012)	Nhóm
1	CashFlow	+	+(OLS)/ -(GMM4)	+(OLS) / -(GMM4)	+(OLS)/ -(GMM4)
2	Neg	+	0	-	-
3	Q	+	+	+	+
4	Size	+	0	+	+
5	Expenditure	-	-	-	-
6	Acquisition	-	0	-	-
7	Δ NCWC	-	-	-	-
8	ShortDebt	+	0	+	+
9	Constraint	0	0	-	-
10	Inst	0	0	+	+

4. ĐỘ NHẠY CẢM DÒNG TIỀN CỦA TIỀN MẶT ĐỐI VỚI CÁC CÔNG TY TẠI VIỆT NAM

4.1 Thống kê mô tả

Bảng 5: Thống kê mô tả các biến trong mô hình (1)

Variable	N	Mean	Median	Std dev	Min	Max
CashHoldings	500	0.1156741	0.0731005	0.1207768	0.000296	0.8445206
Δ CashHoldings	500	0.0086874	0.0006879	0.1255507	-0.8375418	0.7388173
CashFlow	500	0.1490422	0.1108144	0.1426266	-0.1619046	1.42743
Neg	500	0.022	0	0.1468302	0	1
Q	500	0.7043652	0.6530014	0.4910902	0.0594479	3.913505
Size	500	26.91441	26.87433	1.393028	21.81633	30.61153
Expenditure	500	0.0341873	0.0163102	0.1065328	-0.4877852	0.8766083
Acquisition	500	0.132	0	0.3388298	0	1
NCWC	500	0.3917707	0.4226102	0.2715502	-0.3231428	1.409227
Δ NCWC	500	-0.0005009	0.0010985	0.1460724	-0.6605162	0.733772
ShortDebt	500	0.3585378	0.3467806	0.1829326	0.0111954	1.140822

Trên đây là bảng thống kê mô tả các biến trong mô hình (1). Tỷ lệ nắm giữ tiền mặt của các công ty ở Việt Nam trong giai đoạn 2008 tới 2012 có sự khác biệt khá lớn, giá trị nhỏ nhất là 0.000296, giá trị lớn nhất là 0.8445206, trong khi đó giá trị trung bình là 0.1156741. Giá trị trung bình (trung vị) thay đổi trong nắm giữ tiền mặt (Δ CashHoldings) là 0.0086874 (0.0006879), chênh lệch lớn này là do tỷ lệ nắm giữ tiền

mặt khá khác biệt trong mẫu dữ liệu của nhóm. Trung bình công ty nắm giữ tiền mặt chiếm khoảng 11,57% tổng tài sản. Trung bình (trung vị) giá trị CashFlow trong mẫu nghiên cứu của nhóm là 0.1490422 (0.1108144). Tỷ số Q (giá trị thị trường/giá trị sổ sách) trung bình khoảng 0.7043652, trung vị là 0.6530014. Biến Size đại diện cho quy mô công ty, được xác định bằng logarit tự nhiên của tổng tài sản, có giá trị trung bình (trung vị) là 26.91441 (26.87433). Tương tự như biến Δ CashHoldings, biến Δ NCWC cũng có khác biệt lớn giữa giá trị trung bình -0.0005009 và trung vị 0.0163102. Sự khác biệt này là do các công ty trong mẫu dữ liệu của nhóm thuộc các ngành khác nhau, có chính sách nắm giữ tiền mặt nói riêng, chính sách quản trị vốn luân chuyển nói chung khác nhau tùy theo đặc tính ngành nghề riêng biệt.

Bảng 6: So sánh giá trị trung bình các biến (phân loại theo chính sách chi trả cổ tức tiền mặt).

Mean	Constrained firms	Unconstrained firms	Difference
CashHoldings	0.1007931	0.1206874	-0.0198943
ΔCashHolding	0.0168208	0.0059149	0.0109059
CashFlow	0.1171553	0.1572747	-0.0401194
Q	0.7105182	0.7022923	0.0082259
Size	27.02175	26.89909	0.12266
Expenditure	0.0355651	0.0335215	0.0020436
Acquisition	0.1746032	0.1203209	0.0542823
ΔNCWC	-0.0080807	0.0021793	-0.01026
ShortDebt	0.3863006	0.3485791	0.0377215

Theo cách phân loại công ty thành công ty bị ràng buộc và không bị ràng buộc về tài chính dựa trên chính sách chia cổ tức tiền mặt của công ty, bảng 6 thể hiện tóm tắt so sánh giá trị trung bình các biến của mô hình của hai nhóm công ty này. Theo đó, những công ty bị ràng buộc tài chính có hệ số $\Delta\text{CashHoldings}$ cao hơn, nhưng lại có hệ số CashFlow thấp hơn so với công ty không bị ràng buộc tài chính. Công ty bị ràng buộc tài chính có hệ số Q cao hơn, cho thấy các công ty này có nhiều cơ hội tăng trưởng và đầu tư hơn. Như dự đoán, các công ty bị ràng buộc tài chính có tỷ lệ nợ cao hơn so với công ty không bị ràng buộc tài chính.

4.2 Phân tích tương quan

Bảng 7: Phân tích hệ số tương quan giữa các biến trong mô hình

Spearman	$\Delta\text{Cash Holdings}$	Cash Flow	Q	Size	Exp	Acq	ΔNCWC	Short Debt
$\Delta\text{CashHoldings}$	1							
CashFlow	0.1243*	1						
Q	0.0640	-0.2307*	1					
Size	0.0148	-0.2451*	0.1417*	1				
Exp	-0.0722	0.0413	0.1226*	0.0732	1			
Acquisition	0.0056	-0.2330*	-0.0561	0.2685*	-0.0405	1		
ΔNCWC	-0.5676*	0.0049	-0.1219*	-0.0227	-0.1955*	0.0204	1	
ShortDebt	-0.0441	-0.2768*	0.2453*	0.0319	-0.0189	0.0284	0.8532	1

Bảng 7 thể hiện hệ số tương quan Spearman giữa các biến trong mô hình. Các hệ

số tương quan khá nhỏ, tuy nhiên hệ số giữa biến $\Delta\text{CashHoldings}$ và ΔNCWC khá lớn và có ý nghĩa (-0.5676), cho thấy nếu có sự thay đổi trong nắm giữ tiền mặt thì vốn luân chuyển phi tiền mặt cũng thay đổi lớn, nhưng ngược chiều. Hệ số tương quan giữa CashFlow với Q và Size lần lượt là -0.2307 và -0.2451, có ý nghĩa thống kê. Hệ số tương quan giữa $\Delta\text{CashHoldings}$ và CashFlow dương có ý nghĩa (0.1243), cho thấy những công ty này nắm giữ tiền mặt có hiệu quả, làm gia tăng dòng tiền cho công ty. Hệ số giữa CashFlow và ShortDebt là âm có ý nghĩa (-0.2768), cho thấy những công ty có dòng tiền dương thường có xu hướng ít vay nợ hơn.

4.3 Phân tích hồi quy

4.3.1 Độ nhạy cảm dòng tiền của việc nắm giữ tiền mặt

Mô hình (1) có đầy đủ các biến chính theo bài nghiên cứu gốc của Dichu Bao, Kam C.Chan và Weining Zhang, cùng các biến giả và các biến kết hợp. Theo bài nghiên cứu của Dichu Bao và cộng sự, nhóm tác giả sử dụng hồi quy GMM4 của Erickson và Whited (2000) để ước lượng mô hình (1). Các bài nghiên cứu trước đưa ra kết quả khác nhau giữa hai phương pháp hồi quy GMM4 và OLS, nên nhóm đồng thời tiến hành hồi quy OLS và hồi quy GMM4 cho mô hình (1) để xem xét sự khác biệt. Dưới đây là kết quả hồi quy cho hai phương pháp GMM4 và OLS:

Bảng 8: Kết quả hồi quy OLS và GMM4 cho mô hình (1)

$\Delta\text{CashHoldings}$	OLS		GMM4	
	Coef.	p-value	Coef	p-value
Constant	-0.1107989	0.197	-0.106624	0.196
CashFlow	0.1157413	0.000	0.1412372	0.000
Neg	-0.0850877	0.057	-0.1764308	0.000
CashFlow*Neg	-0.5580662	0.215	0.0278126	0.000

Q	0.0110033	0.210	0.0001216	0.929
Size	0.0042907	0.178	0.0040592	0.199
Expenditure	-0.2844494	0.000	-0.4096881	0.000
Acquisition	0.0066473	0.608	0.0117132	0.210
ΔNCWC	-0.5807508	0.000	-0.660454	0.000
ShortDebt	-0.0320768	0.173	0.0125515	0.600

Không giống như kết quả của nhóm tác giả bài nghiên cứu trước, nhóm hồi quy theo hai phương pháp nhưng không thấy sự khác biệt giữa hai phương pháp này. Trong khi bài nghiên cứu trước thể hiện hệ số dương cho CashFlow theo hồi quy OLS, nhưng là hệ số âm trong hồi quy GMM4. Bài nghiên cứu trong mẫu của nhóm đưa ra kết quả khác, hệ số của biến CashFlow theo hai phương pháp hồi quy đều dương và có ý nghĩa ở mức 5%. Hệ số của biến CashFlow (cũng là độ nhạy cảm dòng tiền của việc nắm giữ tiền mặt) theo hồi quy OLS là 0.1157413, trong khi đó, hồi quy GMM4 cho kết quả là 0.1412372. Hai hệ số này chênh lệch khá lớn và đều có ý nghĩa ở mức 5%. Kết quả này ủng hộ kết quả trong bài nghiên cứu của Almeida và cộng sự năm 2004. Đúng theo dự đoán của Dichu Bao và cộng sự năm 2012, trong hồi quy GMM4, biến giả Neg có hệ số âm, biến liên kết CashFlow*Neg có hệ số dương. Tổng hệ số (CashFlow + CashFlow*Neg) là dương, hệ số của biến CashFlow cũng dương và có ý nghĩa, cho thấy khi công ty có dòng tiền âm hay dòng tiền dương thì công ty đều có xu hướng gia tăng việc nắm giữ tiền mặt. Biến Expenditure có hệ số -0.4096881 có ý nghĩa, chỉ ra rằng nếu công ty có nhiều cơ hội đầu tư thì công ty đó sẽ giảm việc nắm giữ tiền mặt để đầu tư vào các dự án đó. Các biến còn lại theo GMM4 thì đúng như dự đoán của các nghiên cứu trước. Trong khi đó, trong hồi quy OLS, biến Neg và biến kết hợp CashFlow*Neg lại không có ý nghĩa.

Do kết quả hồi quy mô hình (1) không được như mong đợi của nhóm (hệ số CashFlow theo OLS là dương, và theo GMM4 là âm), nên nhóm quyết định tiếp tục thực hiện cả hai phương pháp hồi quy này cho các mô hình sau, để xem liệu với bộ dữ liệu trong mẫu của nhóm, phương pháp nào sẽ đưa ra kết quả chính xác và thích hợp hơn.

4.3.2 Ràng buộc tài chính và độ nhạy cảm dòng tiền của tiền mặt

Theo các bài nghiên cứu trước, nhóm cũng tiến hành phân loại công ty thành những công ty bị ràng buộc và không bị ràng buộc về tài chính. Nhóm phân loại dựa trên chính sách chi trả cổ tức tiền mặt và xếp hạng quy mô tổng tài sản, nhưng không thấy sự khác biệt rõ ràng giữa hai cách phân loại này. Theo chính sách chi trả cổ tức tiền mặt thì có 126 quan sát theo năm công ty bị ràng buộc tài chính, theo tổng tài sản có 125 quan sát theo năm công ty bị ràng buộc tài chính.

Bảng 9: Thống kê mô tả tỷ lệ nắm giữ tiền mặt theo hai cách phân loại

CashHoldings	Mean	Median	Std dev	N
1. Payout ratio				
Constrained firm	0.1007931	0.0544573	0.1250448	126
Unconstrained	0.1206874	0.0791528	0.1190569	374
2. Firm size				
Constrained firm	0.1105656	0.0697218	0.1218749	125
Unconstrained firm	0.1309995	0.0920527	0.1165561	375

Bảng 9 cho thấy việc nắm giữ tiền mặt của công ty bị ràng buộc tài chính so với công ty không bị ràng buộc tài chính. Trung bình tỷ lệ nắm giữ tiền mặt (Tỷ lệ tiền và tương đương tiền chia tổng tài sản) đối với công ty bị ràng buộc tài chính trong hai cách phân loại là 0.1007931 và 0.1105656. Đối với công ty không bị ràng buộc tài chính,

tỷ lệ nắm giữ theo hai cách phân loại là 0.1206874 và 0.1309995, lớn hơn so với công ty bị ràng buộc tài chính.

Sau khi phân loại công ty như trên, nhóm bổ sung thêm biến giả Constraint (Constraint bằng 1 nếu công ty bị ràng buộc tài chính), và các biến kết hợp (CashFlow*Constraint, Constraint*Neg và CashFlow*Constraint*Neg) vào mô hình (1). Nhóm tiến hành hồi quy mô hình (2) bằng phương pháp GMM4 được cung cấp bởi Erickson và Whited (2000). Kết quả hồi quy được thể hiện trong bảng sau:

Bảng 10: Kết quả hồi quy GMM4 cho mô hình (2)

Δ CashHoldings	Payout ratio		Firm size	
	Coef.	p-value	Coef.	p-value
Constant	-0.1040282	0.277	-0.200059	0.031
CashFlow	0.0880743	0.018	0.2408997	0.000
Neg	-0.0959709	0.000	-0.0306026	0.074
CashFlow*Neg	0.0134355	0.000	0.0124966	0.000
Q	0.0004954	0.399	-0.0291251	0.346
Constraint	-0.0083695	0.402	0.0198385	0.171
CF*Const	0.1196679	0.078	-0.1571265	0.013
Const*Neg	-0.0948655	0.000	-0.2719462	0.000
CF*Const*Neg	0.0130789	0.000	0.0085129	0.000
Size	0.0054593	0.147	0.0073378	0.047
Expenditure	-0.4382747	0.000	-0.3816669	0.000

Acquisition	0.0176068	0.119	0.009312	0.419
ΔNCWC	-0.6562439	0.000	-0.6049787	0.000
ShortDebt	0.001024	0.972	0.0087802	0.739

Theo kết quả hồi quy mô hình (2) trong bảng 10, kết quả hồi quy GMM4, khi dòng tiền âm hay dương thì công ty cũng gia tăng nắm giữ tiền mặt. Để so sánh độ nhạy cảm dòng tiền của tiền mặt giữa các công ty bị ràng buộc và không bị ràng buộc tài chính, nhóm thực hiện hồi quy theo hai trường hợp phân loại: theo chính sách chi trả cổ tức tiền mặt và quy mô công ty. Nhóm chú ý đến hệ số các biến liên kết của biến $CashFlow*Constraint$ và $CashFlow*Constraint*Neg$.

Khi phân loại theo chính sách chi trả cổ tức tiền mặt, khi dòng tiền âm hay dương thì công ty bị ràng buộc tài chính cũng đều gia tăng việc nắm giữ tiền mặt. Hệ số $CashFlow*Constraint$ dương nhưng không có ý nghĩa, hệ số biến kết hợp $CashFlow*Constraint*Neg$ dương và có ý nghĩa, cho thấy các công ty bị ràng buộc khi có dòng tiền âm sẽ gia tăng nắm giữ tiền mặt vì những công ty này khó có thể kiếm được nguồn tài chính bên ngoài, do đó họ phải gia tăng nắm giữ tiền mặt. Tóm lại, đối với những công ty không chi trả cổ tức tiền mặt, khi có dòng tiền âm hay dương, họ đều gia tăng nắm giữ tiền mặt để phòng ngừa rủi ro có thể xảy ra trong tương lai; khi dòng tiền âm, rất có khả năng họ sẽ chấm dứt các dự án hiện tại và tương lai để nắm giữ tiền mặt nhiều hơn.

Khi phân loại theo quy mô công ty, biến $CashFlow*Constraint$ âm có ý nghĩa cho thấy rằng, so với công ty không bị ràng buộc tài chính, công ty bị ràng buộc tài chính có xu hướng giảm việc nắm giữ tiền. Hệ số biến kết hợp $CashFlow*Constraint*Neg$ dương và có ý nghĩa, tương tự như khi phân loại theo chính sách chi trả cổ tức tiền mặt. Tóm lại, đối với công ty có quy mô tổng tài sản nhỏ, khi có dòng tiền dương họ sẽ gia tăng nắm

giữ tiền mặt để đầu tư vào các dự án tương lai; khi có dòng tiền âm, họ sẽ giảm việc nắm giữ tiền mặt, họ sử dụng tiền mặt để duy các dự án hiện tại của công ty.

Nhóm cho rằng độ nhạy cảm dòng tiền của việc nắm giữ tiền mặt có thể là do các nhà quản lý, vì lợi ích cá nhân, họ đã để công ty đầu tư quá mức vào các dự án phi lợi nhuận và không chấp nhận từ bỏ các dự án này. Do đó, nhóm tiến hành hồi quy mô hình tiếp theo để xem xét vấn đề đại diện ảnh hưởng như thế nào đến việc nắm giữ tiền mặt của công ty.

4.3.3 Độ nhạy cảm tiền mặt khi xem xét vấn đề đại diện.

Dựa vào bài nghiên cứu của Dichu Bao và cộng sự, nhóm sử dụng phần trăm nắm giữ cổ phiếu bởi tổ chức của công ty đại diện cho chi phí đại diện (biến giả Inst bằng 1 nếu phần trăm nắm giữ cổ phiếu bởi tổ chức của công ty nằm trong một phần mười lớn nhất trong xếp hạng nắm giữ cổ phiếu bởi tổ chức hàng năm, và Inst bằng 0 trong các trường hợp còn lại). Bên cạnh biến giả Inst, nhóm còn sử dụng thêm biến liên kết CashFlow*Inst để làm rõ ảnh hưởng của vấn đề đại diện khi dòng tiền âm hay dương.

Bảng 11: Kết quả hồi quy OIS và GMM4 cho mô hình (3)

Δ CashHoldings	OLS		GMM4	
	Coef.	p-value	Coef	p-value
Constant	-0.1138699	0.189	-0.05841	0.355
CashFlow	0.238307	0.001	0.248404	0.000
Inst	0.0086171	0.454	0.0165826	0.061
CashFlow*Inst	-0.1270749	0.083	-0.13853	0.012
Q	-0.0007984	0.944	0.0010425	0.019
Size	0.0040035	0.208	0.0024312	0.294

Expenditure	-0.2718741	0.000	-0.2802495	0.000
Acquisition	0.0123024	0.353	0.011564	0.144
ΔNCWC	-0.577542	0.000	-0.5475675	0.000
ShortDebt	-0.0218844	0.358	-0.0314053	0.110

Bảng 11 cho thấy kết quả hồi quy mô hình (3) sau khi thay thế biến Neg ở mô hình (1) bằng biến $Inst$. Đối với hai mô hình hồi quy OLS và GMM4 đều cho ta kết quả giống nhau về dấu của hệ số $CashFlow$ và $CashFlow * Inst$ và đều có ý nghĩa. Hệ số biến $CashFlow$ dương cho thấy những công ty với chi phí đại diện lớn (kiểm soát bên ngoài yếu kém), sẽ duy trì đầu tư vào các dự án xấu bằng cách sử dụng quỹ tiền mặt dự trữ. Hệ số biến $CashFlow * Inst$ âm, có ý nghĩa cho thấy công ty bị kiểm soát bên ngoài nhiều sẽ có biện pháp để nhà quản lý chấm dứt các dự án xấu và ngăn chặn họ tìm kiếm lợi ích cá nhân. Hai phương pháp hồi quy trên cho ta thấy độ nhạy cảm dòng tiền dương và khi tồn ít chi phí đại diện (hay kiểm soát bên ngoài chặt chẽ hơn) sẽ càng gia tăng nắm giữ tiền mặt để đầu tư vào các dự án tốt.

5. KẾT LUẬN

Không giống như kết quả trong nghiên cứu của Dichu Bao, Kam C.Chan, Weining Zhang năm 2012 về độ nhạy cảm dòng tiền bất cân xứng của việc nắm giữ tiền mặt, nhóm cho thấy kết quả nghiên cứu của mình trên mẫu các công ty phi tài chính ở Việt Nam giai đoạn 2008 tới 2012 ủng hộ bài nghiên cứu của Almeida và cộng sự hơn. Tức là, độ nhạy cảm dòng tiền của việc nắm giữ tiền mặt của các công ty ở Việt Nam là dương. Nghiên cứu thực nghiệm đã cho thấy, những công ty bị ràng buộc tài chính bị ảnh hưởng mạnh của độ nhạy cảm dòng tiền của việc nắm giữ tiền mặt, đối với công ty không bị ràng buộc thì không ảnh hưởng nhiều.

Do kết quả không đồng nhất giữa hai phương pháp hồi quy OLS và GMM4 trong mô hình (1), nhóm đã tiến hành cả hai hồi quy này cho mô hình (2) và (3). Kết quả cho thấy rằng phương pháp OLS đưa ra kết quả không nhất quán trong 3 mô hình, còn hồi quy GMM4 đưa ra kết quả nhất quán trong 3 mô hình – độ nhạy cảm dòng tiền của việc nắm giữ tiền mặt là dương. Từ đó, nhóm thấy được hồi quy GMM4 là thích hợp và có nhiều ưu điểm hơn so với hồi quy OLS truyền thống. Phương pháp hồi quy GMM4 đã quan tâm tới việc điều chỉnh sai số đo lường cho biến Tobin Q – một biến đo lường quan trọng, cho biết sức khỏe tài chính của công ty.

Đề tài nghiên cứu này của nhóm sẽ không tránh khỏi những hạn chế. Tính chính xác của đề tài phụ thuộc nhiều vào độ chính xác của nguồn dữ liệu trong mẫu nghiên cứu của nhóm. Do thời gian nghiên cứu chưa đủ dài, mẫu số liệu nghiên cứu chưa nhiều, các số liệu công bố trên mạng xã hội chưa hẳn đã chính xác hoàn toàn nên có thể bài nghiên cứu chưa phản ánh đúng hoàn toàn thực trạng các công ty ở Việt Nam.

Phần lớn các công ty ở Việt Nam trong mẫu nghiên cứu tăng cường việc nắm giữ tiền mặt là do họ e ngại rủi ro trong tương lai, chứ không phải vì tìm thấy các cơ hội đầu tư tốt. Một số công ty lại tích lũy tiền mặt để đầu tư vào các dự án kém hiệu quả hay để thực hiện âm mưu thâm tóm các công ty yếu thế hơn.

Để có kết quả thuyết phục hơn, trong nghiên cứu tiếp theo nhóm mong muốn có thể gia tăng mẫu quan sát cho tất cả các công ty được niêm yết trên hai sàn giao dịch

chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) và sàn chứng khoán Hà Nội (HNX), đồng thời gia tăng thời gian nghiên cứu của mẫu.

Do các đặc tính ngành nghề khác nhau của các công ty, nhóm mong muốn các bài nghiên cứu sau có thể thực hiện nghiên cứu dựa trên việc phân tách mẫu dữ liệu thành các ngành khác nhau. Để xem xét cụ thể ảnh hưởng của độ nhạy cảm dòng tiền của việc nắm giữ tiền mặt lên các công ty có khác biệt giữa các ngành hay không và các đặc tính nào của ngành nghề tạo ra sự khác biệt đó.

Do thời gian nghiên cứu của nhóm không đủ dài, nhóm rất mong có bài nghiên cứu sau này với thời gian dài hơn đủ để xem xét xem liệu độ nhạy cảm dòng tiền có bị ảnh hưởng bởi các yếu tố vĩ mô hay không? Các yếu tố như lạm phát, chỉ số giá cả tiêu dùng, giá cả hàng hóa có ảnh hưởng tới mức độ nắm giữ giữ tiền mặt như thế nào? Tác động tới độ nhạy cảm dòng tiền ra sao? Các chu kỳ kinh tế ảnh hưởng như thế nào tới độ nhạy cảm dòng tiền của việc nắm giữ tiền mặt trong trường hợp Việt Nam.

6. TÀI LIỆU THAM KHẢO

Michael C.Jensen, May 1986, Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. American Economic Review, Vol. 76, No. 2, pp. 323-329.

Ogundipe L. C, Ogundipe S. E, Ajao S. K, 2012, Cash Holding and Firm Characteristics: Evidence From Nigerian Emerging Market, Journal of Business, Economics and Finance, 2146-7943.

Tilburg University, October 2011, Cash Holdings in European Firms, Supervisor: V. Ioannidou.

Charles Yuji Horioka và Akikhông Terada-Hagiwara, October 2013, Corporate Cash Holding in Asia, No. 381, ADB Economics Working Paper Series.

Faulkender M. và Rong Wang, August 2006, Corporate Financial Policy and The Value of Cash, The Journal of Finance, Vol. 61, No. 4, 1957-1990.

Kaplan S. N. và Zingales L., February 1997, Do invesment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraint?, The Quarterly Journal of Economics, 112, 169-216.

Khôngthari S. P., Shu S., Wysocki P. D., March 2009, Do Managers Withhold Bad News? Journal of Accounting Research, Vol. 47, No. 1, 241-276.

Whited T. M., Wu G., 2006, Financial Constraints Risk, The Review of Financial Studies, Vol. 1, No. 19, 531-559.

Lee Y., Song K. R., 2008, Financial crisis and corporate cash holdings: Evidence from East Asian firms.

Acharya V. V., Almeida H., Campello M., 2007, Is cash negative debt? A hedging perspective on corporate financial policies, The Journal of Financing, No. 16, 515-554.

Erickson T., Whited T. M., 2000, Measurement error and the relationship between investment and Q, J.Polit. Economics, No 108, 1027-1057.

Almeida H., Campello M., Weisbach M. S., The cash flow sensitivity of cash, The Journal of finance, Vol. 59, No. 4, 1777-1804.

Riddick L. A., Whited T. M., December 2007, The corporate propensity to save, The Journal of Finance, Vol. 64, 1729-1766.

Kusnadi Y., John Wei K. C., 2010, The determinants of corporate cash management policies: Evidence from around the world.

Jensen M. C., Meckling W. H., 1976, Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure, Journal of financial Economics, Vol. 3, No. 4, 305-360.

Bates T. W., Kahle K. M., Stulz R. M., 2009, Why do U.S firm hold so much more cash than they used to? The Journal of finance, Vol.64, No. 8, 1985-2021.

Các báo cáo tài chính, các chỉ số tài chính trên www.cafef.com , www.cophieu68.com .

Các báo cáo thường niên trên từng website của công ty.