

MỤC LỤC

KINH TẾ VÀ QUẢN LÝ

- 1. Phan Thu Trang** - Nghiên cứu định lượng mối quan hệ giữa đầu tư trực tiếp nước ngoài và thu nhập bình quân của người lao động trong doanh nghiệp ở các địa phương Việt Nam. **Mã số: 179.1TrEM.11** 3
Empirical Study on the Relationship Between FDI and Average Monthly Income of Employees in Enterprises at Vietnam Provinces
- 2. Lê Hoàng Vinh và Hoàng Ngọc Trang** - Tiền và các khoản tương đương tiền dưới góc độ quản lý tài chính: Trường hợp các công ty niêm yết tại Việt Nam. **Mã số: 179.1FiBa.11** 16
Cash and Cash Equivalents from the Financial Management Perspective: The Case of Listed Firms in Vietnam
- 3. Lê Xuân Cù và Phạm Minh Đạt** - Hành vi sử dụng phương tiện di chuyển xanh: tiếp cận từ lý thuyết tam và ảnh hưởng của môi trường. **Mã số: 179.TrEM.11** 28
Use Behavior Toward Green Vehicles: A Perspective of Tam and Environmental Effects

QUẢN TRỊ KINH DOANH

- 4. Trịnh Quốc Thái và Phan Quốc Tấn** - Mối quan hệ giữa kháng cự thay đổi và ý định nghỉ việc của nhân viên làm việc trong doanh nghiệp tại thành phố Hồ Chí Minh: vai trò trung gian của kiệt sức và nhận thức về sự hỗ trợ từ tổ chức. **Mã số: 179.2HRMg.21** 44
Relationship Between Resistance to Change and Turnover Intention: Mediating Role of Burnout and Perceived Organizational Support of Employees Working in Organizations in Ho Chi Minh City

- 5. Bùi Nhất Vương, Hà Nam Khánh Giao và Bùi Vũ Lương** - Tác động của trách nhiệm xã hội điểm đến lên ý định quay lại của khách du lịch quốc tế thông qua vai trò trung gian của chất lượng mối quan hệ: Bằng chứng thực nghiệm tại Thành phố Hồ Chí Minh. **Mã số: 179.2IEM.21** 59

The Impact of Destination Social Responsibility on International Tourists' Revisiting Intention Through the Mediating Role of Relationship Quality: Evidence from Ho Chi Minh City, Vietnam

- 6. Phạm Lê Thông, Nguyễn Phan Khánh Duy, Phạm Quang Khiêm, Võ Thanh Trúc, Nguyễn Hải Tiến và Bùi Nguyễn Hương Trà** - Ảnh hưởng của việc thực hiện trách nhiệm xã hội đến giá trị của các công ty xuất khẩu niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh. **Mã số: 179.2BAdm.21** 74

The Impact of Corporate Social Responsibility on Firm Value: the Case of Listed Export Companies on Ho Chi Minh Stock Exchange

- 7. Lưu Tiến Thuận, Nguyễn Hoàng Phúc, Đinh Thị Ngọc Hương và Nguyễn Thu Nha Trang** - Nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến sự khác biệt về lợi nhuận trước và sau khi kiểm toán của các công ty niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) - Việt Nam. **Mã số: 179.2BAcc.21** 88

Factors Affecting the Difference in Net Profit Before and after Audit of Company Listed on the Ho Chi Minh Stock Exchange (HOSE) – Vietnam

Ý KIẾN TRAO ĐỔI

- 8. Vũ Huy Thông, Vũ Hồng Hạnh, Vũ Mai Hương và Vũ Hồng Nhung** - Nghiên cứu ý định tiêm mũi tăng cường vaccine COVID_19 của người dân Hà Nội. **Mã số: 179.3OMIs.31** 102

Factors Affecting Hanoi Citizens' Intention To Take COVID_19 Booster Vaccine Dose

TIỀN VÀ CÁC KHOẢN TƯƠNG ĐƯƠNG TIỀN DƯỚI GÓC ĐỘ QUẢN LÝ TÀI CHÍNH: TRƯỜNG HỢP CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM

Lê Hoàng Vinh

Trường Đại học Kinh tế - Luật, Đại học Quốc gia TP. HCM

Email: vinhlh@uel.edu.vn

Hoàng Ngọc Trang

Trường Đại học Kinh tế - Tài chính TP. HCM

Email: tranghn21mfb@uef.edu.vn

Ngày nhận: 27/03/2023

Ngày nhận lại: 18/05/2023

Ngày duyệt đăng: 15/06/2023

Tiền và các khoản tương đương tiền là khoản mục tài sản đầu tiên trong bảng cân đối kế toán của các công ty và có tính thanh khoản cao nhất nhưng bị hạn chế về khả năng sinh lời. Vì vậy, mục tiêu của bài viết này là đánh giá sự kết hợp tiền với các khoản tương đương tiền dưới góc độ quản lý tài chính thông qua kiểm định tác động của nó đến hiệu quả quản lý tài chính đại diện bởi giá trị thị trường công ty. Mẫu nghiên cứu bao gồm 463 công ty phi tài chính niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn 2015-2022. Kết quả phân tích hồi quy chỉ ra rằng các khoản tương đương tiền càng nhiều trong lượng nắm giữ tiền và các khoản tương đương tiền góp phần tăng hiệu quả quản lý tài chính đại diện bởi chỉ số Tobin's Q và tỷ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu và ngược lại. Kết quả này hàm ý rằng các công ty cần chú trọng xem xét sự kết hợp giữa tiền mặt và tiền gửi không kỳ hạn với các khoản tương đương tiền để cân đối mục tiêu thanh khoản và lợi nhuận. Ngoài ra, đây là bằng chứng thực nghiệm về khả năng áp dụng mô hình Baumol (1952), Miller và Orr (1966) trong quản lý tiền của các công ty phi tài chính.

***Từ khóa:** Các khoản tương đương tiền; Giá trị thị trường; Quản lý tài chính; Tiền.*

***JEL Classifications:** G30, G31, G32.*

1. Giới thiệu

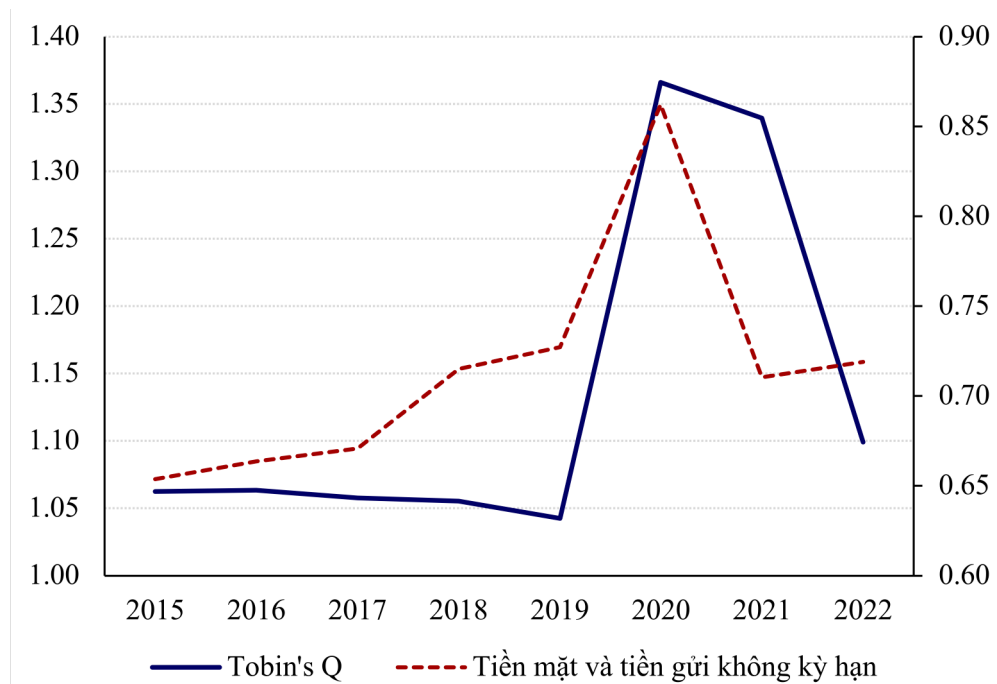
Tiền và các khoản tương đương tiền là khoản mục tài sản lưu động cơ bản và xuất hiện đầu tiên trong hệ thống báo cáo tài chính của các công ty, bao gồm tiền mặt tại quỹ, tiền gửi không kỳ hạn và các chứng khoán có tính thương mại với thời gian đáo hạn rất ngắn, đồng thời được kỳ vọng

không bị giảm giá trị đáng kể khi đáo hạn (Lessambo, 2022; Breitner & Anthony, 2011). Theo Van Gijlswijk (1987), khía cạnh quan trọng của quản lý tiền là đối phó với các trạng thái thanh khoản tạm thời. Tác giả này cho rằng các nhà quản lý tài chính công ty muốn tối đa hóa lãi suất trong trường hợp thặng dư thanh khoản và

giảm thiểu chi phí lãi vay khi xảy ra thiếu thanh khoản. Van Horne và Wachowicz (2008) khẳng định rằng, không phải tất cả nhu cầu sử dụng tiền đều phải có nguồn tiền dự trữ tương ứng và một phần trong những nhu cầu này có thể được đáp ứng bởi các khoản tương đương tiền và hạn mức tín dụng chưa sử dụng. Theo đó, quản lý tiền dưới góc độ tài chính liên quan đến thu, chi và đầu tư các khoản tiền tạm thời nhằm rồi một cách hiệu quả. Như vậy, với nguyên lý cơ bản trong quản lý tài chính, các công ty cố gắng duy trì số dư tiền mục tiêu nhằm đáp ứng nhu cầu giao dịch và/hoặc các yêu cầu bù đắp thiếu hụt thanh khoản, đồng thời các công ty còn cân nhắc đầu tư vào chứng khoán có tính thương mại cao. Abioro (2013) đã kết luận rằng các công ty muốn đạt mục tiêu thanh khoản và hiệu quả quản lý tài chính tốt hơn, một trong những nền tảng căn bản là thiết lập chính sách quản lý tiền hiệu quả, trong

đó nhà quản lý tài chính phải giải được bài toán số dư tiền dự trữ tối ưu.

Hình 1 thể hiện kết quả phân tích dựa vào dữ liệu thị trường và báo cáo tài chính của 463 công ty phi tài chính niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn 2015-2022, theo đó tỷ trọng tiền mặt và tiền gửi không kỳ hạn trong tổng số dư tiền và các khoản tương đương tiền thấp nhất là 65.38% ở năm 2015 và cao nhất là 86.23% vào năm 2020. Bên cạnh đó, đánh giá hiệu quả quản lý tài chính thông qua chỉ số Tobin's Q với phạm vi thời gian và không gian tương tự, thấp nhất và cao nhất lần lượt là 1.0426 (năm 2019) và 1.3661 (năm 2020). Đối sánh những kết quả phân tích này gợi ý rằng cấu trúc nắm giữ tiền mặt, tiền gửi không kỳ hạn và các khoản tương đương tiền trong mối quan hệ với hiệu quả tài chính có thể có cùng chiều trong giai đoạn 2019-2021, hoặc trái chiều trong những năm trước đó (2015-2019) và năm 2022.



(Nguồn: Xử lý từ dữ liệu nghiên cứu của nhóm tác giả)

Hình 1: Tiền mặt và tiền gửi không kỳ hạn trong mối quan hệ với Tobin's Q

Xuất phát từ góc độ lý thuyết và các bằng chứng thực nghiệm nêu trên, bài viết này tập trung đánh giá sự kết hợp tiền và các khoản tương đương tiền dưới góc độ quản lý tài chính gắn với mục tiêu tạo ra giá trị công ty cho trường hợp các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam. Ngoài nội dung giới thiệu được trình bày ở mục 1 này, chúng tôi cấu trúc bài viết với phần còn lại bao gồm 5 mục. Mục 2 trình bày tổng quan nghiên cứu, theo đó khẳng định khoảng trống nghiên cứu và phát triển giả thuyết nghiên cứu. Mục 3 đề xuất mô hình nghiên cứu, xác định mẫu và dữ liệu nghiên cứu, sau đó phần cuối mục này trình bày về phương pháp ước lượng. Mục 4 phân tích kết quả nghiên cứu và cuối cùng là những kết luận kèm khuyến nghị được trình bày ở mục 5.

2. Tổng quan nghiên cứu

Nhiều mô hình lý thuyết đã được phát triển để tối ưu hóa sự kết hợp giữa tiền và chứng khoán thanh khoản cao, trong đó Baumol (1952), Miller và Orr (1966) là hai mô hình cơ bản được giới thiệu trong các tài liệu về quản lý tài chính công ty. Mô hình lý thuyết về quản lý tiền được đề xuất bởi Baumol (1952) khuyến nghị các công ty xác định lượng tiền nắm giữ tiền tối ưu dựa trên khả năng kết hợp giữa tiền với những chứng khoán có tính thương mại thông qua phân tích chi phí giao dịch và chi phí cơ hội. Tiếp theo, Miller và Orr (1966) xem xét các khoản thu, chi hàng ngày là ngẫu nhiên và không thể dự kiến, từ đó đề xuất mô hình quản lý tiền với các thành phần bao gồm giới hạn trên, giới hạn dưới và số dư tiền mục tiêu. Mô hình này được phát triển căn cứ vào chi phí giao dịch chứng khoán thanh khoản cao, lãi suất ngắn hạn và phương sai của dòng tiền ròng hàng ngày. Như vậy, Baumol (1952), Miller và Orr (1966) có sự khác nhau trong cách ước lượng số dư tiền tối ưu, nhưng đều có điểm chung là

quan tâm đến các chứng khoán có tính thương mại cao với vai trò bổ sung mà qua đó công ty có thể đảm bảo được mối quan hệ cân đối giữa mục tiêu sinh lời với sự an toàn. Tương tự, Brigham và Houston (2019) cho rằng quy mô các khoản tương đương tiền không chỉ ảnh hưởng đáng kể đến lợi nhuận, mà còn cung cấp thanh khoản; vì vậy các công ty phải đưa ra quyết định quản lý tiền dựa trên nguyên lý đánh đổi giữa rủi ro và lợi nhuận. Wibawa và Nareswari (2020) cho rằng lượng nắm giữ tiền và các khoản tương đương tiền tác động phi tuyến theo hình chữ U ngược đến khả năng sinh lời của tài sản. Azmat (2014) tìm thấy bằng chứng về tác động phi tuyến theo dạng hình chữ U ngược của lượng tiền và các khoản tương đương tiền đến hiệu quả quản lý tài chính thể hiện qua giá trị thị trường công ty. Theo đó, tác giả đã đúc kết rằng các công ty có sự tồn tại của một mức nắm giữ tiền và các khoản tương đương tiền mà khi đó đảm bảo được quan hệ cân đối giữa lợi ích với chi phí biên và giúp tối đa hóa giá trị công ty. Ngoài ra, kết quả ước lượng còn chỉ ra rằng độ lệch về hai phía so với mức nắm giữ tiền và tương đương tiền tối ưu sẽ tác động giảm giá trị công ty, điều này có nghĩa là lượng tiền và tương đương tiền nắm giữ dưới mức tối ưu sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến giá trị công ty.

Van Horne và Wachowicz (2008) chỉ ra rằng tiền và các khoản tương đương tiền là những tài sản có tính thanh khoản cao nhất. Các nhà quản lý tài chính công ty tất yếu xác định số dư tiền mặt và tiền gửi không kỳ hạn nhằm đáp ứng nhu cầu giao dịch và dự phòng theo lý thuyết thanh khoản của Keynes (1936), đồng thời đầu tư tạm thời các khoản tiền nhàn rỗi vào các chứng khoán có tính thương mại cao với kỳ vọng gia tăng hiệu quả sinh lời của vốn theo lý thuyết đánh đổi rủi ro và lợi nhuận của Markowitz (1952). Opler và cộng

sự (1999) cho rằng quyết định quản trị tiền tuân theo nguyên tắc đánh đổi, quy mô tiền nắm giữ cần được xác định dựa trên sự cân đối lợi ích và chi phí liên quan đầu tư vào chứng khoán có tính thương mại cao và dự trữ tiền đáp ứng nhu cầu giao dịch cũng như dự phòng cho hoạt động trong kỳ. Như vậy, dưới góc độ quản lý tài chính, sự kết hợp hài hòa giữa tiền và các khoản tương đương tiền là điều cần thiết và có ý nghĩa tích cực đối với mục tiêu gia tăng công ty. Bên cạnh đó, các khoản tương đương tiền có khả năng mang lại hiệu quả tài chính tốt hơn so với tiền (bao gồm tiền mặt và tiền gửi không kỳ hạn).

Trong nghiên cứu của Salas-Molina và cộng sự (2023), các tác giả đã chỉ ra rằng những người quản lý tài chính phải thường xuyên xem xét các giao dịch hàng ngày liên quan đến tiền mặt, tiền gửi không kỳ hạn và bất kỳ loại tài sản ngắn hạn có thể sinh lời như tín phiếu kho bạc, tiền gửi có kỳ hạn hay các loại chứng khoán thanh khoản cao khác; điều này góp phần đạt được hiệu quả quản lý tài chính trên hai khía cạnh lợi nhuận và rủi ro của công ty. Nhiều bằng chứng thực nghiệm đã đánh giá quản lý tiền trong mối quan hệ với hiệu quả tài chính của các công ty, trong đó xu hướng nghiên cứu chủ yếu là đánh giá tác động của nắm giữ tiền đại diện bởi tỷ trọng tiền và các khoản tương đương tiền trên tổng tài sản đến hiệu quả tài chính.

Dibie (2022) cho rằng tiền và các khoản tương đương tiền là điều kiện tiên quyết để các công ty có thể đáp ứng các trách nhiệm nợ ngắn hạn đến hạn, nhưng vẫn phải đảm bảo rằng khả năng sinh lời không bị ảnh hưởng tiêu cực. Theo đó, tác giả đã khẳng định quản lý tiền là một khía cạnh rất quan trọng nếu các công ty muốn đảm bảo hiệu quả tài chính bền vững kể cả trong ngắn hạn và dài hạn. Tương tự, Oluoch (2016), Cabildo và cộng sự (2022) nhấn mạnh rằng quản lý tiền là

một trong những yếu tố quan trọng nhất góp phần đảm bảo hiệu quả tài chính cho các công ty. Theo Cabildo và cộng sự (2022), các công ty tuân thủ chặt chẽ các nguyên lý quản lý lợi nhuận kỳ vọng tạo ra sự gia tăng lợi nhuận dựa trên kết hợp tiền với các khoản tương đương tiền, và kết quả nghiên cứu của các tác giả đã đúc kết bằng chứng rằng việc gia tăng của tiền và các khoản tương đương tiền có thể mang lại sự cải thiện tình trạng tài chính thể hiện qua mối tương quan cùng chiều được tìm thấy giữa tỷ lệ tiền và các khoản tương đương tiền trên nợ ngắn hạn và hiệu quả tài chính đại diện bởi các chỉ số khả năng sinh lời.

Odo và Udodi (2022) cho rằng các công ty nắm giữ các khoản tương đương tiền nhằm mục đích đáp ứng các cam kết thanh toán bằng tiền trong ngắn hạn hơn là cho mục đích đầu tư sinh lời hoặc các mục đích khác. Đồng thời, các tác giả này đã khẳng định quản lý tiền không chỉ đơn thuần là tiền mặt và tiền gửi không kỳ hạn mà còn bao gồm việc đầu tư lượng tiền dư thừa vào các khoản tương đương tiền. Với tiếp cận như vừa đề cập, Odo và Udodi (2022), Annika (2022) đều đã phát hiện bằng chứng thực nghiệm rằng tổng lượng tiền và các khoản tương đương tiền nắm giữ tác động ngược chiều đến suất sinh lời trên tài sản, bên cạnh đó Odo và Udodi (2022) còn bổ sung tác động cùng chiều đến giá trị công ty đại diện bởi chỉ số Tobin's Q. Augustine và Jacob (2017), Fithriyyah và Kitri (2020) đều phát hiện bằng chứng thực nghiệm rằng quản lý tiền ảnh hưởng cùng chiều đến hiệu quả tài chính khi xem xét khía cạnh lợi nhuận. Bên cạnh đó, Fithriyyah và Kitri (2020) bổ sung rằng lượng nắm giữ tiền và các khoản tương đương tiền có ảnh hưởng cùng chiều đến thanh khoản của các công ty. Tương tự, Cabildo và cộng sự (2022) cho rằng các công ty cần duy trì tình trạng tài chính ổn định với

khả năng thanh toán nhanh các trách nhiệm nợ ngắn hạn bằng lượng nắm giữ tiền và các khoản tương đương tiền. Theo Yun và cộng sự (2021), việc duy trì số dư tiền và các khoản tương đương tiền mang tạo nên sự gia tăng hiệu quả tài chính vượt trội hơn khi các công ty có sở hữu cổ phần bởi Nhà nước và đảm bảo năng lực quản trị tốt, trong khi đó mối quan hệ trái chiều xảy ra đối với trường hợp công ty có sở hữu gia đình và tập trung sở hữu bởi nhóm các cổ đông nắm quyền kiểm soát.

Theo Mouline (2021), các công ty quan tâm ngày càng nhiều hơn đối với vấn đề nắm giữ tiền của các công ty, tuy nhiên các nghiên cứu thực nghiệm về nắm giữ tiền chưa được phổ biến và các kết quả được tìm thấy chưa giải thích thỏa đáng đối với những nghi ngờ về mặt lý thuyết và thực tiễn liên quan đến chủ đề này. Tổng quan nghiên cứu từ các mô hình lý thuyết đến các bằng chứng thực nghiệm nêu trên chỉ ra rằng cấu trúc nắm giữ tiền và các khoản tương đương tiền cần được đánh giá một cách chặt chẽ dưới góc độ quản lý tài chính gắn với mục tiêu gia tăng giá trị công ty. Tuy nhiên, các nghiên cứu thực nghiệm trước đây chỉ tiếp cận gộp chung tiền mặt, tiền gửi không kỳ hạn và các khoản tương đương tiền; vì vậy chúng tôi cho rằng đây là khoảng trống nghiên cứu về quản lý tiền dưới góc độ tài chính và bài viết của chúng tôi được kỳ vọng lấp vào khoảng trống này.

Tại Việt Nam, Bộ Tài chính (2014) đã ban hành Thông tư 200 về việc hướng dẫn chế độ kế toán doanh nghiệp. Theo bảng cân đối kế toán, tiền và các khoản tương đương tiền là khoản mục tài sản được trình bày đầu tiên với ý nghĩa tính thanh khoản cao nhất. Khoản mục này được cấu thành bởi tiền mặt tại quỹ, tiền gửi không kỳ hạn, tiền đang chuyển, kỳ phiếu ngân hàng, tín phiếu

kho bạc, tiền gửi ngân hàng có kỳ hạn không quá 3 tháng, hoặc những khoản đầu tư vào các tài sản tài chính khác với thời hạn thu hồi còn lại dưới 3 tháng kể từ ngày lập báo cáo tài chính và có khả năng chuyển đổi dễ dàng thành một lượng tiền xác định mà không có rủi ro. Như vậy, với trường hợp các công ty phi tài chính niêm yết tại Việt Nam, chúng tôi phát triển giả thuyết về tiền và các khoản tương đương tiền dưới góc độ quản lý tài chính như sau:

Giả thuyết H₁: Cấu trúc lượng tiền nắm giữ thể hiện qua tỷ trọng tiền thuần túy trong tổng số dư tiền và các khoản tương đương tiền tác động ngược chiều đến hiệu quả tài chính, hay tỷ trọng các khoản tương đương tiền trong tổng số dư tiền và các khoản tương đương tiền tác động cùng chiều đến hiệu quả tài chính.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Mô hình nghiên cứu

Nhằm thực hiện mục tiêu đánh giá tiền kết hợp các khoản tương đương tiền dưới góc độ quản lý tài chính của các công ty phi tài chính niêm yết tại Việt Nam, mô hình nghiên cứu được phát triển với biến phụ thuộc là hiệu quả quản lý tài chính được đại diện bởi chỉ số Tobin's Q, ký hiệu biến là FP1. Để kiểm tra tính ổn định của mô hình nghiên cứu, chúng tôi còn đo lường hiệu quả quản lý tài chính bởi tỷ số giá thị trường trên giá sổ sách, ký hiệu là FP2. Biến độc lập là tỷ trọng các khoản tương đương tiền trong tổng số dư tiền và các khoản tương đương tiền, ký hiệu là WCE. Ngoài ra, chúng tôi còn xem xét tăng trưởng công ty (GROW), tuổi công ty (AGE), đòn bẩy tài chính (LEV), quy mô công ty (SIZE) và tài sản cố định hữu hình (TANG) với vai trò là những biến kiểm soát. Nguồn gốc các biến trong mô hình nghiên cứu được tổng hợp tại Bảng 1 và phương trình hồi quy được thể hiện như sau:

$$FP1_{n,k} \text{ (hoặc } FP2_{n,k}) = \alpha + \beta_1.WCE_{n,k} + \beta_2.GROW_{n,k} + \beta_3.AGE_{n,k} + \beta_4.LEV_{n,k} + \beta_5.SIZE_{n,k} + \beta_6.TANG_{n,k} + \sigma_{n,k}$$

Trong đó: n và k lần lượt là thứ tự tính theo công ty và theo năm, σ là giá trị sai số, α là hằng số, và β là hệ số hồi quy của các biến.

trong mẫu nghiên cứu đáp ứng đồng thời các điều kiện, bao gồm: (i) Không thuộc nhóm ngành tài chính, bởi sự khác biệt về bản chất hoạt động kinh doanh dẫn đến chênh lệch rất lớn trong nhu cầu dự trữ tiền mặt, duy trì lượng tiền gửi không kỳ hạn và mức độ nắm giữ các khoản tương

Bảng 1: Đo lường các biến

Biến	Ký hiệu	Cách đo lường	Nghiên cứu thực nghiệm
Hiệu quả quản lý tài chính	FP1	$\frac{\text{Giá trị sổ sách của nợ} + \text{Giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu}}{\text{Giá trị sổ sách của tổng tài sản}}$	Azmat (2014), Odo và Udodi (2022), Yun và cộng sự (2021)
	FP2	$\frac{\text{Giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu}}{\text{Giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu}}$	Azmat (2014), Yun và cộng sự (2021)
Tiền và các khoản tương đương tiền	WCE	$\frac{\text{Các khoản tương đương tiền}}{\text{Tiền và các khoản tương đương tiền}}$	Đề xuất của nhóm tác giả
Đòn bẩy tài chính	LEV	$\frac{\text{Nợ}}{\text{Tổng tài sản}}$	Dibie (2022), Odo và Udodi (2022), Azmat (2014), Yun và cộng sự (2021)
Quy mô công ty	SIZE	Logarit tự nhiên của tổng tài sản	Dibie (2022), Odo và Udodi (2022), Azmat (2014), Yun và cộng sự (2021), Annika (2022)
Tài sản cố định hữu hình	TANG	$\frac{\text{Tài sản cố định hữu hình}}{\text{Tổng tài sản}}$	Yun và cộng sự (2021)
Tăng trưởng công ty	GROW	$\frac{\text{Mức tăng (giảm) tổng tài sản năm nay so với năm trước}}{\text{Tổng tài sản năm trước}}$	Wibawa và Nareswari (2020)
Tuổi công ty	AGE	Logarit tự nhiên của thời gian từ khi hoạt động theo loại hình công ty cổ phần đến năm nghiên cứu	Annika (2022)

(Nguồn: Tổng hợp của các tác giả)

3.2. Mẫu và dữ liệu nghiên cứu

Theo phương pháp chọn mẫu có mục đích, chúng tôi tiếp cận chính thức 463 công ty phi tài chính niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh và Hà Nội trong thời gian 8 năm kể từ năm 2015 đến năm 2022. Công ty được chọn

đương tiền, (ii) Có đầy đủ dữ liệu từ báo cáo tài chính và giấy chứng nhận đăng ký kinh doanh trong suốt giai đoạn 2015-2022, điều này đảm bảo cho dữ liệu nghiên cứu tồn tại dưới dạng bảng cân bằng, (iii) Các báo cáo tài chính đều đã được kiểm toán độc lập và được chấp nhận toàn

phần, đây là cơ sở đảm bảo cho sự tin cậy của dữ liệu nghiên cứu. Chúng tôi chọn phân tích dữ liệu từ năm 2015, sự lựa chọn nhằm đảm bảo tính nhất quán trong tiếp cận các khoản mục được trình bày trong báo cáo tài chính theo Thông tư 200 của Bộ Tài chính (2014) có hiệu lực kể từ năm tài chính 2015 đến nay.

Chúng tôi sử dụng dữ liệu thứ cấp để tiếp cận các biến trong mô hình nghiên cứu nêu trên. Theo đó, nguồn dữ liệu từ (i) báo cáo tài chính để đo lường các biến FP1, FP2, WCE, GROW, LEV, SIZE và TANG, (ii) dữ liệu thị trường đối với phần tử số của biến FP1 và FP2, và (iii) giấy chứng nhận đăng ký kinh doanh để xác định giá trị biến AGE. Với mẫu nghiên cứu đã đề cập, dữ liệu bảng cân bằng được chúng tôi sử dụng để ước lượng các mối quan hệ tại mục 4 của bài viết này.

3.3. Phương pháp ước lượng

Về phương pháp ước lượng, chúng tôi thực hiện theo trình tự cho dữ liệu bảng bao gồm mô hình hồi quy gộp (OLS), mô hình tác động cố định (FEM) và mô hình tác động ngẫu nhiên (REM). Theo đó, để chọn mô hình phù hợp, chúng tôi sử dụng các kiểm định Breusch-Pagan, Redundant Fixed Effects, và Hausman. Kết quả xác định FEM là phù hợp hơn OLS và REM. Trên

kết quả ước lượng theo FEM, chúng tôi thực hiện kiểm định Wald và chỉ ra rằng mô hình có tồn tại vấn đề phương sai sai số thay đổi. Ngoài ra, chúng tôi còn phát hiện vấn đề tự tương quan xảy ra trong mô hình nghiên cứu. Vì vậy, phương pháp ước lượng GLS đã được sử dụng để khắc phục các vấn đề này (Greene, 2018), đồng thời chúng tôi đã thay thế cách đo lường hiệu quả quản lý tài chính thông qua sử dụng tỷ lệ giá trị thị trường trên giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu theo tiếp cận của Azmat (2014), Yun và cộng sự (2021) để đánh giá tính ổn định của kết quả ước lượng.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Tính dừng của dữ liệu và thống kê mô tả

Kiểm định Levin, Lin và Chu (2002) được sử dụng để đánh giá tính dừng của chuỗi dữ liệu bảng và kết quả xử lý được tóm tắt tại Bảng 2 chỉ ra rằng giá trị P (P-value) từ kiểm định này đối với các biến FP1, FP2, WCE, GROW, AGE, LEV, SIZE và TANG đều nhỏ hơn 0.05. Như vậy, chuỗi dữ liệu bảng của tất cả các biến trong mô hình nghiên cứu đều dừng.

Bảng 3 trình bày kết quả phân tích thống kê mô tả các biến theo giá trị trung bình, giá trị lớn nhất và nhỏ nhất, độ lệch chuẩn và số lượng quan sát. Biến FP1 dao động từ mức thấp nhất là

Bảng 2: Kết quả kiểm định tính dừng

Biến	Thống kê t	Giá trị P	Kết quả
FP1	-23.4919	0.0000	Dừng
FP2	-13.5815	0.0000	Dừng
WCE	-227.880	0.0000	Dừng
GROW	-422.811	0.0000	Dừng
AGE	-119.957	0.0000	Dừng
LEV	-68.4280	0.0000	Dừng
SIZE	-32.5908	0.0000	Dừng
TANG	-53.9707	0.0000	Dừng

(Nguồn: Xử lý từ dữ liệu nghiên cứu bằng Eviews 12.0)

0.1787 đến cao nhất là 86.8339, và trung bình đạt mức 1.1358 với độ lệch chuẩn là 1.5397, trong khi đó biến FP2 trung bình đạt mức 1.1964 và dao động từ 0.0790 đến 90.9685. Kết quả thống kê mô tả biến FP1 và FP2 chỉ ra rằng các công ty tạo được giá trị thị trường vượt trội hơn giá trị sổ sách. Với biến độc lập WCE, mức trung bình 0.3034 chỉ ra rằng các khoản tương đương tiền chiếm 30.34% trong số dư khoản mục tiền và các khoản tương đương tiền; điều này cho thấy các công ty nắm giữ tiền mặt và tiền gửi không kỳ hạn nhiều hơn các khoản tương đương tiền.

giá trị tuyệt đối của các hệ số tương quan nhỏ hơn 0.8 chứng tỏ các biến giải thích không có tương quan mạnh và hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình nghiên cứu không nghiêm trọng. Ngoài ra, các hệ số phóng đại phương sai (VIF) được xác định tại Bảng 4 đều nhỏ hơn 10 ủng hộ khẳng định của Hair và cộng sự (2019) và Gujarati (2008) rằng đa cộng tuyến không phải là vấn đề nghiêm trọng.

4.3. Phân tích hồi quy và thảo luận

Kết quả ước lượng để đánh giá tiền kết hợp với các khoản tương đương tiền dưới góc độ

Bảng 3: Thống kê mô tả

Biến	Trung bình	Lớn nhất	Nhỏ nhất	Độ lệch chuẩn	Số quan sát
FP1	1.1358	86.8339	0.1787	1.5397	3704
FP2	1.1964	90.9685	0.0790	1.8002	3704
WCE	0.3034	1.0000	0.0000	0.3408	3704
GROW	0.2864	244.4558	-116.4167	5.2812	3704
AGE	2.5830	3.3673	1.0986	0.2914	3704
LEV	0.4699	0.9911	0.0041	0.2231	3704
SIZE	13.5000	18.9762	9.6317	1.5646	3704
TANG	0.2124	0.9559	0.0000	0.2046	3704

(Nguồn: Xử lý từ dữ liệu nghiên cứu bằng Eviews 12.0)

4.2. Phân tích tương quan

Chúng tôi phân tích mối quan hệ biến động giữa các biến thông qua hệ số tương quan tại Bảng 4. Biến WCE tương quan cùng chiều với biến FP1 và FP2 được chấp nhận theo mức ý nghĩa thống kê 1%. Kết quả này hàm ý rằng lượng nắm giữ các khoản tương đương tiền biến động cùng chiều với hiệu quả quản lý tài chính. Nếu xem xét hệ số tương quan giữa biến giải thích WCE, GROW, AGE, LEV, SIZE và TANG với nhau, giá trị âm dao động từ -0.1785 đến -0.0026, và giá trị dương dao động từ 0.0034 đến 0.3361. Theo Hair và cộng sự (2019) và Gujarati (2008),

quản lý tài chính được tổng hợp tại Bảng 5. Với biến phụ thuộc FP1 và sử dụng đồng thời OLS, FEM và REM, chúng tôi thực hiện kiểm định Breusch-Pagan chỉ ra REM phù hợp hơn OLS, kiểm định Redundant Fixed Effects cho rằng FEM phù hợp hơn OLS, và kiểm định Hausman khẳng định FEM phù hợp hơn REM; theo đó, FEM được lựa chọn.

Với kết quả ước lượng theo FEM cho trường hợp biến phụ thuộc FP1, chúng tôi đã sử dụng kiểm định Wald và giá trị P đạt mức 0.0000 chỉ ra rằng mô hình có hiện tượng phương sai sai số thay đổi. Ngoài ra, chúng tôi đã đánh giá vấn đề tự

Bảng 4: Phân tích hệ số tương quan và VIF

	FP1	FP2	WCE	GROW	AGE	LEV	SIZE	TANG
FP1	1.0000							
FP2	0.9544***	1.0000						
WCE	0.0439***	0.0666***	1.0000					
GROW	0.0012	0.0034	-0.0093	1.0000				
AGE	0.0385**	0.0590***	-0.0343**	-0.0106	1.0000			
LEV	-0.0901***	-0.0810***	-0.1785***	-0.0026	-0.0651***	1.0000		
SIZE	-0.0001	0.0311*	-0.1343***	-0.0348**	-0.0158	0.3361***	1.0000	
TANG	0.0371**	0.0418**	0.0251	-0.0366**	-0.0659***	-0.0447***	0.1260***	1.0000
VIF			1.0834	1.0025	1.0121	1.2145	1.2081	1.0316

*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, and * $p < 0.1$

(Nguồn: Xử lý từ dữ liệu nghiên cứu bằng Eviews 12.0)

Bảng 5: Kết quả hồi quy

Biến và kiểm định	OLS	FEM	REM	GLS	
	FP1	FP1	FP1	FP1	FP2
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
WCE	0.0039 [0.0213]	-0.0123 [0.0216]	-0.0027 [0.0208]	0.0089* [0.0046]	0.0361** [0.0164]
GROW	0.0010 [0.0048]	-0.0002 [0.0048]	0.0019 [0.0046]	0.0027* [0.0014]	0.0033* [0.0019]
AGE	0.1845** [0.0869]	0.6881** [0.1488]	0.2198** [0.0981]	0.1478** [0.0094]	0.3257*** [0.0225]
LEV	-0.6615*** [0.1211]	0.2521 [0.3432]	-0.6152*** [0.1528]	-0.4309*** [0.0143]	-0.5717*** [0.0307]
SIZE	0.0282 [0.0173]	-0.4547*** [0.0884]	0.0134 [0.0227]	0.0210*** [0.0020]	0.0524*** [0.0049]
TANG	0.2381* [0.1250]	-0.0333 [0.3836]	0.2394 [0.1596]	0.2007*** [0.0127]	0.4079*** [0.0304]
C	0.5412* [0.3161]	5.3766*** [1.0199]	0.6223* [0.3761]	0.5792*** [0.0357]	-0.2561*** [0.0817]
Giá trị P (Thống kê F)	0,0000	0,0000	0,0002	0,0000	0,0000
Kiểm định Breusch-Pagan	168.2675 (0.0000)				
Kiểm định Redundant Fixed Effects		968.4225 (0.0000)			
Kiểm định Hausman			33.2620 (0.0000)		
Kiểm định Wald		2348.747 (0.0000)			

*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, and * $p < 0.1$

(Nguồn: Xử lý từ dữ liệu nghiên cứu bằng Eviews 12.0)

tương quan thông qua kiểm định Wooldridge với kỹ thuật hồi quy phân dư. Bước thứ nhất là lấy phân dư kết quả hồi quy theo FEM, từ đó phân tích hồi quy phân dư này với độ trễ là 1 và hệ số β xác định được là -0.1243 cho biết rằng mô hình không có tự tương quan. Để kiểm tra lại kết luận này, chúng tôi thực hiện kiểm định Wald cho kết quả hồi quy phân dư tại Bảng 6 với giá trị P được tìm thấy là 0.0000; như vậy, kết quả này minh chứng vững chắc rằng không có tự tương quan trong mô hình nghiên cứu.

tiền có đóng góp tích cực hơn so với lượng tiền mặt hay tiền gửi không kỳ hạn dưới góc độ quản lý tài chính công ty.

Theo kết quả hồi quy đã xác định trên, các khoản tương đương tiền được nắm giữ nhiều hơn, tương ứng là giảm nắm giữ tiền mặt và tiền gửi không kỳ hạn sẽ góp phần gia tăng hiệu quả quản lý tài chính công ty; đây là bằng chứng thực nghiệm chấp nhận giả thuyết H₁. Kết quả này ủng hộ giải thích và đề xuất mô hình lý thuyết quản lý tiền kết hợp chứng khoán có tính thanh khoản cao

Bảng 6: Kiểm định Wald từ kết quả hồi quy phân dư

Thống kê kiểm định	Giá trị	df	Giá trị P
Thống kê t	21.56657	3240	0.0000
Thống kê F	465.1169	(1, 3240)	0.0000
Chi-bình phương	465.1169	1	0.0000

(Nguồn: Xử lý từ dữ liệu nghiên cứu bằng Eviews 12.0)

Để khắc phục vấn đề phương sai sai số thay đổi như đã phát hiện ở trên, chúng tôi đã lựa chọn sử dụng phân tích hồi quy theo GLS với kết quả trình bày tại cột 5 của Bảng 5 cho trường hợp biến phụ thuộc FP1. Theo đó, biến WCE có hệ số hồi quy là 0.0089 với mức ý nghĩa thống kê 10%; kết quả này cho thấy rằng tỷ trọng các khoản tương đương tiền càng lớn trong tổng số dư tiền và các khoản tương đương tiền thì hiệu quả quản lý tài chính càng cao và ngược lại. Chúng tôi đã thay thế biến FP1 thành FP2 với mục tiêu đánh giá tính ổn định của mô hình. Kết quả hồi quy với biến phụ thuộc FP2 được trình bày tại cột 6 của Bảng 5, trong đó hệ số hồi quy của biến WCE là 0.0361 với mức ý nghĩa thống kê 5%, cho khẳng định tác động cùng chiều của tỷ trọng các khoản tương đương tiền trong tổng số dư tiền và các khoản tương đương tiền đến hiệu quả quản lý tài chính là vững chắc. Như vậy, các khoản tương đương

theo Baumol (1952), Miller và Orr (1966). Hiệu quả quản lý tài chính công ty chịu tác động cùng chiều của các khoản tương đương tiền, hay chịu tác động ngược chiều bởi lượng nắm giữ tiền mặt và tiền gửi không kỳ hạn có thể được giải thích bởi bản chất của tiền mặt, tiền gửi không kỳ hạn và các khoản tương đương tiền. Tiền mặt và tiền gửi không kỳ hạn là những tài sản chỉ thuần túy vì mục tiêu giao dịch và dự phòng theo lý thuyết thanh khoản của Keynes (1936), trong khi đó các khoản tương đương tiền không chỉ có tính thanh khoản cao mà còn có thể sinh lời theo lý thuyết đánh đổi rủi ro và lợi nhuận của Markowitz (1952). Ngoài ra, kết quả được tìm thấy còn phù hợp với thực tiễn phân loại các thành phần thuộc khoản mục tiền và các khoản tương đương tiền trên bảng cân đối kế toán theo hướng dẫn của Thông tư 200 được ban hành vào năm 2014 của Bộ Tài chính.

5. Kết luận

Mô hình lý thuyết quản lý tiền kết hợp chứng khoán có tính thanh khoản cao theo đề xuất của Baumol (1952), Miller và Orr (1966) chỉ ra rằng sự kết hợp khác nhau giữa tiền và các khoản tương đương tiền sẽ góp phần tạo nên sự khác biệt về hiệu quả quản lý tài chính của các công ty. Theo đó, mục tiêu bài viết là đánh giá lượng nắm giữ các khoản tương đương tiền trong tổng số dư tiền và các khoản tương đương tiền dưới góc độ quản lý tài chính cho trường hợp các công ty phi tài chính niêm yết tại Việt Nam. Với dữ liệu thứ cấp của 463 công ty trong giai đoạn 2015-2022, chúng tôi đã tìm thấy bằng chứng thực nghiệm đáng tin cậy rằng các khoản tương đương tiền nhiều hơn, hay lượng tiền mặt và tiền gửi không kỳ hạn giảm xuống sẽ tác động tăng hiệu quả quản lý tài chính công ty đại diện bởi chỉ số Tobin's Q và tỷ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu. Kết quả này hàm ý rằng các công ty nên chú trọng hơn đến việc xác định lượng tiền mặt và tiền gửi không kỳ hạn ở mức giới hạn phù hợp, đồng thời cân nhắc chuyển đổi phần vượt nếu có thành các khoản tương đương tiền với kỳ vọng tăng thêm hiệu quả sinh lời của vốn. Ngoài ra, kết quả nghiên cứu của chúng tôi còn hàm ý và giải thích cho sự tồn tại tác động phi tuyến theo dạng hình chữ U ngược của lượng nắm giữ tiền và các khoản tương đương tiền đến hiệu quả tài chính của các công ty. Theo đó, các nghiên cứu tiếp theo có thể phân tích hồi quy ngưỡng để tìm giới hạn lượng nắm giữ tiền mặt và tiền gửi không kỳ hạn của các công ty, hoặc đánh giá khả năng vận dụng mô hình của Baumol (1952), Miller và Orr (1966) cho thực tiễn các công ty phi tài chính tại Việt Nam. ♦

Tài liệu tham khảo:

Abioro, M. (2013). The impact of cash management on the performance of manufacturing

companies in Nigeria. *Uncertain Supply chain management*, 1(3), 177-192.

Annika, P. O. (2022). The Effect of Cash Holdings on Financial Performance in German and Dutch Multinationals. *Central European Review of Economics and Management (CEREM)*, 6(2), 117-140.

Augustine, N., & Jacob, I. (2017). Cash management and performance of listed firms in Nigeria. *Journal of Economics, Management and Trade*, 18(1), 1-13.

Azmat, Q. U. (2014). Firm value and optimal cash level: evidence from Pakistan. *International Journal of Emerging Markets*, 9(4), 488-504.

Baumol, W. (1952). The Transactions Demand for Cash: An Inventory Theoretic Approach. *The Quarterly Journal of Economics*, 66(4), 545-556.

Bộ Tài chính. (2014). *Thông tư số 200/2014/TT-BTC hướng dẫn chế độ kế toán doanh nghiệp, ban hành ngày 22 tháng 12 năm 2014*.

Breitner, L. K., & Anthony, R. N. (2011). *Essentials of Accounting*. Pearson (England).

Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2019). *Fundamentals of Financial Management (15th edition)*. Cengage (USA).

Cabildo, A. G., Marcelo, R. D., Angeles, E. J., Olipas, R. E., & Jocson, J. C. (2022). Effect of cash management on the retail industry's financial performance. *International Journal of Engineering and Management Research*, 12(6), 131-141.

Dibie, R. (2022). Cash Management and Financial Performance of Listed Manufacturing Firms in Nigeria. *Accounting and Taxation Review*, 6(2), 12-23.

Fithriyyah, N. A., & Kitri, M. L. (2020). Analysis of Cash Management of PT XYZ in Karawang. *1st Annual Management, Business and Economic Conference (AMBEC 2019)* (pp. 64-68). Atlantis Press.

Greene, W. H. (2018). *Econometric Analysis (8th Edition)*. Pearson (New York).

Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2008). *Basic Econometrics (5th Edition)*. McGraw-Hill Education (USA).

Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2019). *Multivariate Data Analysis*. Cengage Learning (UK).

Keynes, J. M. (1936). *The general theory of employment, investment, and money*. Harcourt Brace (UK).

Lessambo, F. I. (2022). *Financial Statements: Analysis, Reporting and Valuation*. Palgrave Macmillan (Switzerland).

Levin, A., Lin, C. F., & Chu, C. S. (2002). Unit root tests in panel data: asymptotic and finite-sample properties. *Journal of econometrics*, 108(1), 1-24.

Markowitz, H. (1952). Portfolio selection. *Journal of Finance*, 7(1), 77-91.

Miller, M. H., & Orr, D. (1966). A Model of the Demand for Money by Firms. *The Quarterly Journal of Economics*, 80(3), 413-435.

Mouline, B. (2021). A Literature Review on Corporate Cash Holdings Decisions. *Journal of Contemporary Issues in Business and Government*, 27(1), 143-154.

Odo, S. I., & Udodi, J. N. (2022). Influence of cash management on financial performance of selected manufacturing companies in Nigeria. *Contemporary Journal of Banking and Finance*, 3(6), 26-41.

Oluoch, J. O. (2016). The impact of cash management practices on performance of SMEs: A survey of SMEs in Eldoret Central Business District. *IOSR Journal of Economics and Finance*, 7(6), 1-7.

Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 52(1), 3-46.

Salas-Molina, F., Rodríguez-Aguilar, J. A., & Guillen, M. (2023). A multidimensional review of the cash management problem. *Financial Innovation*, 9(1), 1-35.

Van Gijlswijk, V. (1987). Evaluating the interest aspect of cash management. *European journal of operational research*, 30(1), 85-88.

Van Horne, J., & Wachowicz, J. J. (2008). *Fundamentals of Financial Management (13th edition)*. Prentice Hall (England).

Wibawa, B. M., & Nareswari, N. (2020). Cash Holding Management and Firm Performance: Empirical Evidence for Financially Constrained Firms in Indonesia. *3rd Asia Pacific International Conference of Management and Business Science (AICMBS 2019)* (pp. 72-77). Atlantis Press.

Yun, J., Ahmad, H., Jebran, K., & Muhammad, S. (2021). Cash holdings and firm performance relationship: Do firm-specific factors matter? *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 34(1), 1283-1305.

Summary

Cash and cash equivalents are the first asset items on companies' balance sheets and are the most liquid but limited in profitability. Therefore, our aim is to evaluate the combination of cash and cash equivalents from the financial management perspective by testing its impact on financial management performance represented by market value. The sample includes 463 non-financial firms listed in Vietnam in the period 2015-2022. The results of the regression analysis show that the more cash equivalents in the cash and cash equivalents holdings have an increased impact on the efficiency of financial management as represented by the Tobin's Q and the price to book value ratio, and vice versa. These findings imply that companies should pay attention to the combination of cash and demand deposits with cash equivalents to balance the liquidity and profitability goals. In addition, our research results are also empirical evidence of the applicability of Baumol (1952), Miller and Orr (1966) models in cash management of non-financial companies.