

MỤC LỤC

KINH TẾ VÀ QUẢN LÝ

- 1. Đinh Văn Sơn, Phan Thế Công và Lê Thị Dung - Kinh tế Việt Nam giai đoạn 2018 - 2023: Thực trạng và triển vọng. Mã số: 189.1Deco.12** 3
Vietnam's Economy in the Period 2018 - 2023: Current Status and Prospects
- 2. Nguyễn Hồng Thu và Đào Quyết Thắng - Phát triển các doanh nghiệp nhỏ và vừa ở Bình Dương - hướng đến thúc đẩy tăng trưởng bao trùm trong các doanh nghiệp. Mã số: 189.1Deco.11** 22
Developing Small and Medium Enterprises in Binh Duong - Towards Promoting Inclusive Growth in Businesses
- 3. Chu Thị Thu Thủy - Ảnh hưởng của linh hoạt tài chính đến giá trị các công ty cổ phần phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Mã số: 189.1FiBa.11** 33
The Impact of Financial Flexibility on Company Value of Non-Financial Jont-Stock Companies Listed on Vietnam's Stock Market

QUẢN TRỊ KINH DOANH

- 4. Dương Thị Hồng Nhung, Phạm Hùng Cường và Đặng Kiên Bình - Sự hài lòng của khách hàng đối với chất lượng dịch vụ của chuỗi cửa hàng tiện lợi tại Thành phố Hồ Chí Minh. Mã số: 189.2BMkt.21** 48
Customer Satisfaction With Service Quality of Convenience Store Chain in Ho Chi Minh City

- 5. Trần Xuân Quỳnh và Vương Ngọc Duy** - Phân tích ảnh hưởng của trải nghiệm dịch vụ xe đạp công cộng lên thái độ, truyền miệng điện tử và dự định tiếp tục sử dụng: nghiên cứu tại thành phố Đà Nẵng. *Mã số: 189.2TrEM.21* 63

Analysis of the Influence of Public Bicycle Service Experience on Attitude, E-Wom, and Continued Usage Intention: the Case of Danang City

- 6. Nguyễn Quỳnh Trang và Nguyễn Thị Thanh Phương** - Các yếu tố ảnh hưởng đến tỷ lệ huy động tiền gửi không kỳ hạn của các ngân hàng thương mại cổ phần niêm yết tại Việt Nam. *Mã số: 189.2BAcc.21* 75

Factors Affecting the Current Accounting Savings Account of Listed Joint Stock Commercial Banks in Vietnam

- 7. Nguyễn Thành Hưng** - Ảnh hưởng của động cơ vay, nhận thức về lợi ích và rủi ro đối với ý định sử dụng dịch vụ cho vay ngang hàng của sinh viên đại học tại Việt Nam. *Mã số: 189.2FiBa.21* 91

The Impacts of Motivation, Perceived Benefits and Perceived Risks of P2p Lending on Vietnamese University Students' Intention

Ý KIẾN TRAO ĐỔI

- 8. Phạm Vũ Luận, Hoàng Cao Cường và Chử Bá Quyết** - Nghiên cứu ảnh hưởng của các nhân tố tới ý định chuyển đổi số của các doanh nghiệp xuất bản tại Việt Nam. *Mã số: 189.3GEMg.31* 103

Research on Factors Influencing the Digital Transformation Intentions of Publishing Enterprises in Vietnam

ẢNH HƯỞNG CỦA LINH HOẠT TÀI CHÍNH ĐẾN GIÁ TRỊ CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN PHI TÀI CHÍNH NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Chu Thị Thu Thủy

Đại học Thăng Long

Email: thuycct@thanglong.edu.vn/thuycct2702@gmail.com

Ngày nhận: 15/01/2024

Ngày nhận lại: 29/03/2024

Ngày duyệt đăng: 02/04/2024

Mục tiêu của nghiên cứu là xác định ảnh hưởng của linh hoạt tài chính (FF) đến giá trị các công ty cổ phần (CTCP) phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam với biến kiểm soát là hiệu quả tài chính (ROE), giá trị công ty giai đoạn trước và biến điều tiết là rủi ro hệ thống (beta). Nghiên cứu ứng dụng phương pháp bình phương tối thiểu tổng quát khả thi (FGLS) với sự hỗ trợ của phần mềm Stata 17. Mẫu nghiên cứu được sử dụng gồm 633 CTCP phi tài chính trong giai đoạn từ quý 1 năm 2021 đến quý 1 năm 2023. Nghiên cứu đã chứng minh được ảnh hưởng tích cực của linh hoạt tài chính, linh hoạt tiền và linh hoạt nợ đến giá trị các CTCP phi tài chính niêm yết trên TTCK Việt Nam tại mức ý nghĩa 1%. Hơn nữa, kết quả nghiên cứu cũng cho thấy các công ty có hiệu quả tài chính hiện tại và giá trị của công ty trong quá khứ cũng giúp gia tăng giá trị công ty. Cuối cùng, nghiên cứu cho thấy rủi ro hệ thống làm giảm tác động tích cực của linh hoạt tài chính đến giá trị công ty. Trên cơ sở kết quả nghiên cứu mối quan hệ giữa linh hoạt tài chính và giá trị công ty, nghiên cứu đưa ra một số đề xuất đối với công ty trong duy trì mức linh hoạt tài chính nhằm gia tăng giá trị của công ty.

Từ khóa: linh hoạt tài chính, rủi ro hệ thống, giá trị công ty, công ty cổ phần, thị trường chứng khoán.

JEL Classifications: G30, G31, G32.

DOI: 10.54404/JTS.2024.189V.03

1. Giới thiệu

Tại Việt Nam, thị trường tài chính trong giai đoạn từ quý 1 năm 2021 đến quý 1 năm 2023 có nhiều sự thay đổi trái ngược và ảnh hưởng mạnh mẽ đến linh hoạt tài chính của các công ty nói chung và các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán nói riêng. Cụ thể: năm 2021, Ngân hàng Nhà nước duy trì mức lãi suất thấp kết hợp với duy trì thanh khoản cao trên thị trường tiền tệ, kết quả là lãi suất cho vay và huy động bình quân của các ngân hàng giảm từ 0,51% đến 0,81% so với năm 2020. Lãi suất cho vay bình quân đối với các lĩnh vực ưu tiên theo chủ trương của Chính

phủ duy trì khoảng 4,3%/năm. Năm 2021 cũng là năm mà thị trường tài chính vẫn duy trì đà tăng trưởng, đặc biệt chỉ số VNindex tăng 35,7%, vốn hóa thị trường cổ phiếu tăng 48,4%, huy động vốn qua thị trường chứng khoán đạt 757 nghìn tỷ đồng (tăng 62% so với năm 2020). Mặc dù, năm 2021 tỷ lệ bao phủ nợ xấu tăng lên đến 152% (từ mức 105% năm 2020), song ngành ngân hàng vẫn đang tiếp tục chương trình cơ cấu lại nợ và hỗ trợ khách hàng chịu tác động bởi dịch COVID 19 (với mức tương ứng là 52 nghìn tỷ đồng). Do đó, các công ty vẫn duy trì được khả năng huy động vốn vay và vốn chủ sở hữu với chi phí vốn thấp,

điều này đồng nghĩa là các công ty vẫn duy trì được mức độ linh hoạt tài chính cao. Tuy nhiên, trái ngược với tình hình khả quan của thị trường tài chính năm 2021, với sự biến động bất thường của nền kinh tế thế giới năm 2022, Ngân hàng Nhà nước tiến hành điều chỉnh tăng lãi suất điều hành hai lần (ngày 22/9/2022 và 24/10/2022) nhằm kiềm chế lạm phát và ổn định tỷ giá USD/VND. Điều này làm cho mặt bằng lãi suất tăng trở lại bằng với mức trước COVID-19. Thêm vào đó, năm 2022, thị trường trái phiếu gặp khó khăn khi phát sinh rủi ro từ sự kiện trái phiếu của công ty cổ phần tập đoàn Vạn Thịnh Phát và công ty cổ phần tập đoàn Tân Hoàng Minh. Ngoài ra, tỷ lệ nợ xấu trung bình của các ngân hàng năm 2022 tăng 0,25% so với năm 2021, đạt mức trung bình 1,6%. Thị trường chứng khoán năm 2022 gặp nhiều khó khăn, chỉ số VNindex giảm 35% (Từ 1.536,45 điểm (ngày 10/01/2022) xuống còn 873,78 điểm (ngày 16/11/2022)). Sự sụt giảm mạnh của chỉ số chứng khoán dẫn đến hầu hết các chủ thể tham gia thị trường chứng khoán thua lỗ. Sự sụt giảm mạnh về giá trị cổ phần giao dịch trên thị trường chứng khoán năm 2022 xuất phát từ hai nguyên nhân chính bao gồm: Thứ nhất, hiệu quả hoạt động kém dẫn đến nhiều công ty niêm yết thuộc các ngành nghề khác nhau trên thị trường chứng khoán bị thua lỗ như ngành hàng không, bất động sản, thép, chứng khoán... Thứ hai, là do tính linh hoạt tài chính giảm nên các công ty gặp khó khăn trong nhu cầu huy động vốn cho các dự án tăng trưởng cũng như đối phó với các rủi ro bất lợi của nền kinh tế trong thời kỳ hậu COVID-19. Trước môi trường không chắc chắn, tính linh hoạt tài chính đóng vai trò quan trọng trong việc điều chỉnh các chiến lược của doanh nghiệp. Linh hoạt tài chính đề cập đến sức mạnh bên trong của doanh nghiệp trong giảm thiểu rủi ro tài chính và sử dụng hiệu quả các nguồn tài chính trước những thay đổi không chắc chắn của môi trường kinh doanh. Tính linh hoạt là một nguồn lực đặc biệt của công ty (Kuo et al., 2006). Vì vậy, linh hoạt tài chính có thể được xem như là một loại tài sản vô hình và có vai trò quan trọng đối với sự tăng

trưởng giá trị của công ty. Linh hoạt tài chính ảnh hưởng đến việc thực hiện các cơ hội đầu tư tăng trưởng (Campello et al., 2010). Các công ty linh hoạt tài chính thấp sẽ không thể huy động được vốn tài trợ và buộc phải huỷ bỏ các cơ hội đầu tư tăng trưởng nên sẽ không tạo thêm giá trị cho công ty. Các lý thuyết khác nhau cũng chỉ ra ảnh hưởng khác biệt của linh hoạt tài chính đến giá trị công ty như lý thuyết M&M (Modigliani & Miller, 1958), lý thuyết đánh đổi (Kraus & Litzenberger, 1973), lý thuyết trật tự phân hạng (Myers & Majluf, 1984) và lý thuyết phát tín hiệu (Ross, 1977; Spence, 1973). Các nghiên cứu thực nghiệm trong bối cảnh và thời gian khác nhau cũng đưa ra kết quả không thống nhất (de Jong et al., 2012; Faulkender & Wang, 2006; Harford, 1999; Marchica & Mura, 2010).

Trên cơ sở lý thuyết, thực tế tình trạng các công ty cổ phần phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam và các nghiên cứu thực nghiệm trên, nghiên cứu này tập trung vào phân tích ảnh hưởng của linh hoạt tài chính đến giá trị CTCP phi tài chính niêm yết trên TTCK Việt Nam trong và sau thời kỳ COVID 19 trên các khía cạnh về quản lý tiền (linh hoạt tiền), quản lý nợ (linh hoạt nợ) và linh hoạt tài chính (kết hợp của quản lý tiền và quản lý nợ) với biến kiểm soát là hiệu quả tài chính (ROE) và giá trị công ty giai đoạn trước đó, đồng thời phân tích ảnh hưởng của biến điều tiết rủi ro hệ thống đến mối quan hệ giữa linh hoạt.

Sau phần giới thiệu, nghiên cứu được cấu trúc thành các phần như sau: Phần 2 trình bày cơ sở lý thuyết có liên quan đến linh hoạt tài chính và giá trị công ty; mô hình nghiên cứu được trình bày chi tiết trong phần 3; phần 4 đưa ra kết quả nghiên cứu và thảo luận một số kết quả nghiên cứu; cuối cùng là một số kết luận được trình bày chi tiết trong phần 5.

2. Cơ sở lý thuyết

2.1. Linh hoạt tài chính

Linh hoạt tài chính được đề cập đến trong nhiều nghiên cứu cụ thể: Thuật ngữ linh hoạt tài chính xuất phát từ nghiên cứu về cấu trúc vốn tối

ưu trong nghiên cứu của Modigliani and Miller (1963). Theo Modigliani and Miller (1963) thì do nguồn cho vay hạn chế và ảnh hưởng của lá chắn thuế nên các công ty thường có xu hướng không sử dụng tối đa khoản vay nợ trong cấu trúc vốn nhằm duy trì tính linh hoạt và đáp ứng nhu cầu vốn trong tương lai. Theo nghiên cứu của Gamba and Triantis (2008) thì linh hoạt tài chính là khả năng công ty có thể tiếp cận và cơ cấu vốn với chi phí thấp, trong khi đó Bancel and Mittoo (2011) xác định linh hoạt tài chính thể hiện khả năng chống đỡ hiệu quả trước những cú sốc không dự đoán trước được về dòng tiền hoặc cơ hội đầu tư của công ty. Như vậy, linh hoạt tài chính là khả năng doanh nghiệp có thể huy động hoặc điều chỉnh kịp thời vốn để thực hiện các cơ hội đầu tư tăng trưởng (Cherkasova & Kuzmin, 2018; Yi, 2020; Zhang et al., 2020) nhằm ứng phó trước mọi biến cố bất ngờ trong tương lai và góp phần tối đa hóa giá trị doanh nghiệp. Gryko (2018) khẳng định rằng linh hoạt tài chính có vai trò quan trọng đối với công ty, cụ thể linh hoạt tài chính giúp các công ty tránh được chi phí kiệt quệ tài chính trong tình huống khủng hoảng kinh tế và giảm thiểu được các thiệt hại do đầu tư dưới mức kỳ vọng gây ra (Erdogan, 2019; Rashid & Abbas, 2011)

Linh hoạt tài chính được đo lường theo nhiều thước đo khác nhau, cụ thể: Linh hoạt tài chính có thể được đo lường bằng một chỉ số hoặc đo lường bằng cách kết hợp nhiều chỉ số khác nhau. Khi sử dụng một chỉ số, linh hoạt tài chính có thể được đo lường thông qua tỷ lệ nắm giữ tiền mặt hoặc tỷ lệ nợ (Billett & Garfinkel, 2004; Marchica & Mura, 2010). Khi sử dụng kết hợp nhiều chỉ số, linh hoạt tài chính có thể được đo lường thông qua kết hợp hai hay nhiều chỉ số trong nhóm chỉ số sau: tỷ lệ nắm giữ tiền mặt, tỷ lệ đòn bẩy, chi phí tài trợ bên ngoài, tỷ lệ nợ, quy mô, giá trị sổ sách... với các phương pháp kết hợp như cộng giản đơn hay phương pháp hồi quy (Al-Slehat, 2019; Arslan-Ayaydin et al., 2014; DeAngelo & DeAngelo, 2007; Meier & Laurin, 2013; Teng et al., 2021; Yung et al., 2015). Nghiên cứu này sử

dụng kết hợp hai chỉ số linh hoạt tiền mặt (Cash flexibility - CF) và linh hoạt nợ (Deb flexibility - DF) để đo lường linh hoạt tài chính (FF) của các CTCP phi tài chính niêm yết trên TTCK Việt Nam. Thước đo FF trong nghiên cứu này được kế thừa từ các nghiên cứu của Al-Slehat (2019), Arslan-Ayaydin et al. (2014), Teng et al. (2021).

$$FF = CF + DF$$

Trong đó:

FF: Linh hoạt tài chính

CF: Linh hoạt tiền mặt: thể hiện khả năng sử dụng các nguồn vốn nội bộ của công ty và được theo công thức: $CF = (\text{Tiền và các khoản tương đương tiền}) / \text{tổng tài sản}$.

DF: Linh hoạt nợ: đề cập đến khả năng doanh nghiệp có được nguồn vốn bên ngoài và được tính theo công thức: $DF = 1 - \text{tỷ lệ nợ}$

2.2. Giá trị công ty

Giá trị công ty được đo lường bởi nhiều thước đo khác nhau phụ thuộc vào khía cạnh nghiên cứu, tuy nhiên nghiên cứu này sử dụng tỷ số TobinQ để đo lường giá trị công ty và được kế thừa từ nghiên cứu trước như nghiên cứu của Yermack (1996), Moeljadi (2014), Berger and Ofek (1995), Yung et al. (2015). Tác giả sử dụng TOBINQ là thước đo đại diện cho giá trị công ty do một số nguyên nhân sau: TOBINQ là chỉ số giới hạn giá trị thị trường thấp nhất của công ty. TOBINQ được tính bằng tỷ lệ giữa giá trị thị trường của công ty (giá trị thị trường của vốn (hoạt động, cổ phần hoặc vốn thực)) và chi phí của tài sản thay thế trong tài sản (chi phí tái sản xuất vốn cụ thể). Hơn nữa, TOBINQ là một chỉ báo về tác động của lãi suất đến hành vi của người tiêu dùng và công ty trên thị trường tài chính. Giá trị TOBINQ càng cao thì cơ hội đầu tư càng lớn. Lý tưởng nhất là giá trị thị trường của công ty và chi phí vốn thay thế sẽ bằng hoặc gần bằng nhau trong khi công ty vẫn duy trì được trạng thái cân bằng. Khi giá trị của TOBINQ bằng 1 thì có sự cân bằng giữa chi phí sử dụng tài sản và lợi nhuận. Khi giá trị TOBINQ lớn hơn 1, doanh nghiệp nên đầu tư bổ sung vì lợi nhuận cao hơn chi phí vốn sử dụng tài sản đầu tư. Ngược lại,

TOBINQ nhỏ hơn 1 cho thấy chi phí đầu tư của doanh nghiệp không phát huy tác dụng và giá trị thị trường của công ty sẽ thấp hơn tài sản đầu tư.

TOBINQ được tính toán dựa trên giá trị thị trường và chi phí thay thế. TOBINQ được tính toán bằng công thức như sau:

$$\text{TOBINQ} = \frac{\text{Tổng giá trị thị trường của công ty}}{\text{Tổng chi phí thay thế tài sản}}$$

Tuy nhiên, do chi phí thay thế tài sản khó đo lường nên tổng chi phí thay thế tài sản thường được thay thế bằng tổng giá trị sổ sách của tài sản. Tổng giá trị sổ sách của tài sản bao gồm giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu và giá trị sổ sách của vốn nợ. Tổng giá trị sổ sách của tài sản được thể hiện trong bảng cân đối kế toán của các công ty. Tổng giá trị thị trường của công ty được tính toán bằng tổng giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu cộng tổng giá trị thị trường của khoản nợ. Giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu được xác định dựa vào số lượng cổ phiếu đang lưu hành và giá trị thị trường của từng cổ phiếu giao dịch trên thị trường chứng khoán. Như vậy, TOBINQ trong nghiên cứu này được tính như sau:

$$\text{TOBINQ} = \frac{\text{Tổng giá trị thị trường của công ty}}{\text{Tổng giá trị sổ sách của tài sản}}$$

2.3. Ảnh hưởng của linh hoạt tài chính đến giá trị công ty

2.3.1. Các lý thuyết về ảnh hưởng của linh hoạt tài chính đến giá trị công ty

- Lý thuyết M& M trong trường hợp không có thuế (Irrelevant theory) của Modigliani and Miller (1958) được xây dựng dựa trên giả định rằng thị trường vốn là hoàn hảo, tức là trong thị trường vốn sẽ không có thuế, không có chi phí giao dịch, chi phí đi vay là giống nhau giữa tất cả các nhà đầu tư, không có chi phí phá sản và thông tin là cân xứng. Với giả định thị trường hoàn hảo, Modigliani và Miller đã chứng minh được rằng giá trị của công ty không phụ thuộc vào cấu trúc vốn mà phụ thuộc vào khả năng tạo ra dòng tiền của công ty và rủi ro của các tài sản chính trong công ty. Như vậy, trong thị trường hoàn hảo sẽ

không có xung đột về tài chính, do đó linh hoạt tài chính là không cần thiết và cũng không ảnh hưởng đến giá trị của công ty. Tuy nhiên, trên thực tế thị trường vốn là không hoàn hảo do ảnh hưởng của thuế và chi phí phá sản nên các công ty thường có xu hướng không sử dụng tối đa khoản vay nợ trong cấu trúc vốn nhằm duy trì tính linh hoạt (Modigliani & Miller, 1963).

Trong nghiên cứu này, Modigliani và Miller đã kết luận rằng giá trị của công ty phụ thuộc vào cấu trúc vốn và khi gia tăng khoản vay nợ đến một mức nhất định thì chi phí kiệt quệ tài chính gia tăng, kết quả là giá trị công ty có xu hướng giảm. Tóm lại, khi tồn tại thuế và chi phí phá sản thì linh hoạt tài chính có ảnh hưởng đến giá trị của các công ty.

- Lý thuyết trật tự phân hạng (Myers & Majluf, 1984): Lý thuyết trật tự phân hạng dựa trên giả định về sự bất cân xứng thông tin trong tài chính. Theo Myers and Majluf (1984) thì các giám đốc tài chính biết nhiều về các tiềm năng, rủi ro và giá trị công ty hơn so với các nhà đầu tư bên ngoài. Do đó, việc cân nhắc và quyết định sử dụng vốn nội bộ, vốn nợ hay phát hành thêm vốn cổ phần sẽ truyền thông điệp về sức khỏe tài

chính của các công ty. Khi các công ty phát hành thêm vốn cổ phần sẽ truyền các thông điệp không tốt về tình hình tài chính của công ty. Vì vậy, khi công ty có nhu cầu huy động vốn, công ty sẽ hạn chế việc chi trả cổ tức bằng tiền mặt và ưu tiên sử dụng nguồn vốn lợi nhuận để lại, tiếp đến là huy động vốn vay và cuối cùng là phát hành vốn cổ phần. Có thể thấy theo lý thuyết trật tự phân hạng, công ty sẽ không xác định mức dự trữ tiền mặt mục tiêu mà sẽ điều chỉnh mức dự trữ tiền mặt theo nhu cầu và cơ hội đầu tư. Thêm vào đó, các công ty sẽ không xác định tỷ lệ nợ mục tiêu mà việc huy động nợ của công ty dựa vào nhu cầu đầu tư và hoạt động kinh doanh của công ty. Tóm lại, theo lý thuyết trật tự phân hạng, các công ty không quan tâm đến xác định mức độ linh hoạt tài chính mục tiêu.

- Lý thuyết đánh đổi (Kraus & Litzenger, 1973): Theo lý thuyết đánh đổi thì tỷ số nợ phản ánh sự đánh đổi giữa lợi ích thuế và chi phí dự kiến của việc phá sản. Kraus and Litzenger (1973) chứng minh được rằng khi chi phí phá sản kỳ vọng tăng sẽ làm giảm mức độ sử dụng nợ trong công ty (tăng linh hoạt nợ). Nghiên cứu của Graham (1996) và nghiên cứu của Titman and Wessels (1988) chỉ ra rằng các công ty có mức thuế suất cao thường sử dụng nợ cao để tận dụng lá chắn thuế, ngược lại những công ty có mức tiết kiệm thuế từ khấu hao tài sản cố định cao lại sử dụng nợ thấp. Nghiên cứu của Rajan and Zingales (1995) và nghiên cứu của Barclay et al. (2006) chứng minh rằng tỷ số nợ có ảnh hưởng ngược chiều đến tăng trưởng của các công ty. Nghiên cứu của Titman and Wessels (1988) và nghiên cứu của Rajan and Zingales (1995) cho thấy tỷ số nợ có ảnh hưởng ngược chiều đến khả năng sinh lời của công ty. Như vậy, theo lý thuyết đánh đổi tỷ số nợ có tác động ngược chiều đến giá trị công ty hay linh hoạt tài chính có tác động cùng chiều đến giá trị công ty.

- Lý thuyết phát tín hiệu: Nghiên cứu về lý thuyết phát tín hiệu được đề cập đầu tiên trong bối cảnh thị trường việc làm (Spence, 1973), sau đó được phát triển rộng sang lĩnh vực tài chính. Nội dung chính của lý thuyết phát tín hiệu cho biết một công ty có chất lượng tài chính tốt có thể phân biệt với một công ty có chất lượng tài chính kém bằng cách gửi các tín hiệu đáng tin cậy và có chất lượng đến thị trường vốn. Ross (1977) đã chứng minh rằng nợ là một tín hiệu hiệu quả đối với công ty có chất lượng tài chính tốt. Lý thuyết phát tín hiệu hữu ích trong việc giải thích mối quan hệ cùng chiều giữa tỷ lệ nợ và giá trị công ty đối với các công ty có chất lượng tài chính tốt và mối quan hệ ngược chiều giữa tỷ lệ nợ và giá trị công ty đối với các công ty có chất lượng tài chính kém (Leland & Pyle, 1977; Ross, 1977; Talmor, 1981). Tóm lại, theo lý thuyết phát tín hiệu, linh hoạt tài chính có ảnh hưởng tích cực đến giá trị công ty đối với công ty có chất lượng tài chính kém và có ảnh hưởng ngược chiều đến giá trị công ty đối với công ty có chất lượng tài chính tốt.

2.3.2. Các nghiên cứu thực nghiệm về ảnh hưởng của linh hoạt tài chính đến giá trị công ty

Trong thực tế, có nhiều nghiên cứu thực nghiệm về mối quan hệ giữa linh hoạt tài chính và giá trị công ty thông qua: nghiên cứu về mối quan hệ giữa tỷ số nợ và giá trị công ty, mối quan hệ giữa mức dự trữ tiền và giá trị công ty hay nghiên cứu trực tiếp mối quan hệ giữa linh hoạt tài chính và giá trị công ty, cụ thể: thứ nhất, các nghiên cứu thực nghiệm nghiên cứu trực tiếp mối quan hệ giữa linh hoạt tài chính và giá trị công ty: Nghiên cứu của Gamba and Triantis (2008) sử dụng mô hình nội sinh hóa chính sách tài trợ, đầu tư và duy trì mức tiền mặt để phân tích ảnh hưởng của linh hoạt tài chính đến giá trị công ty. Kết quả nghiên cứu cho thấy linh hoạt tài chính giúp các công ty tránh được các khó khăn về tài chính khi đối mặt với những cú sốc tiêu cực. Hơn nữa, linh hoạt tài chính giúp công ty gia tăng giá trị bằng cách tài trợ cho các cơ hội đầu tư tăng trưởng. Marchica and Mura (2010) nghiên cứu mối quan hệ giữa linh hoạt tài chính, khả năng đầu tư và giá trị công ty của các công ty Anh. Kết quả nghiên cứu cho thấy linh hoạt tài chính có ảnh hưởng tích cực đến giá trị công ty. de Jong et al. (2012) nghiên cứu mối quan hệ giữa linh hoạt tài chính và sự suy giảm đầu tư của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Mỹ. Nghiên cứu cho thấy linh hoạt tài chính làm giảm mức độ suy giảm đầu tư, cụ thể những công ty có linh hoạt tài chính cao thì đầu tư nhiều hơn vào những năm tới và ngược lại. Mặt khác, nghiên cứu của Yasir and Alabassi (2020) thực hiện trên thị trường chứng khoán Iraq trong 9 năm từ 2010 đến 2018 đã cho thấy, mức độ duy trì tiền mặt và khả năng vay nợ có tác động tích cực đến khả năng phục hồi của các công ty đối với các cú sốc tiêu cực và khủng hoảng. Nghiên cứu của Liu et al. (2021) cũng chỉ ra rằng linh hoạt tài chính có ảnh hưởng tích cực đến lợi tức chứng khoán trong suốt thời kỳ COVID-19. Nghiên cứu của Ho et al. (2023) sử dụng dữ liệu của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Mỹ cũng đưa ra kết luận tính linh hoạt tài chính giúp công ty duy trì lợi nhuận và tác động

tích cực đến giá cổ phiếu của các công ty. Thứ hai, các nghiên cứu thực nghiệm nghiên cứu mối quan hệ giữa linh hoạt tiền và giá trị công ty như một số nghiên cứu chỉ ra mức độ nắm giữ tiền mặt (linh hoạt tiền) có ảnh hưởng tích cực đến giá trị công ty như nghiên cứu (Mikkelson & Parch, 2003; Peng & Zhou, 2006; Pinkowitz & Williamson, 2001). Ngược lại có những nghiên cứu cho thấy linh hoạt tiền có ảnh hưởng tiêu cực đến giá trị công ty (Faulkender & Wang, 2006; Harford, 1999). Cuối cùng, các nghiên cứu thực nghiệm nghiên cứu mối quan hệ giữa tỷ lệ nợ và giá trị công ty (Fama & French, 2002; Frank & Goyal, 2003; Rajan & Zingales, 1995; Titman & Wessels, 1988)

3. Phương pháp nghiên cứu

Mô hình nghiên cứu: Trên cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu thực nghiệm được trình bày trong phần 2.3 cho thấy linh hoạt tài chính có ảnh hưởng khác biệt đến giá trị công ty trong các bối cảnh và thời gian khác nhau, cụ thể theo lý thuyết M& M trong trường hợp thị trường vốn hoàn hảo cho rằng linh hoạt tài chính không có ảnh hưởng đến giá trị công ty (Modigliani & Miller, 1958), tuy nhiên trong trường hợp có ảnh hưởng của thuế thì linh hoạt tài chính có ảnh hưởng đến giá trị công ty (Modigliani & Miller, 1963). Trong trường hợp thị trường vốn không hoàn hảo và có sự bất cân xứng về thông tin thì lý thuyết đánh đổi (Kraus & Litzengerger, 1973) đưa ra kết luận rằng linh hoạt tài chính có ảnh hưởng đến giá trị công ty ngược lại lý thuyết trật tự phân hạng (Myers & Majluf, 1984) lại cho thấy các công ty không quan tâm đến xác định mức linh hoạt tài chính mục tiêu mà thay đổi nhu cầu dự trữ tiền theo nhu cầu đầu tư. Đối với những công ty có mức dự trữ tiền cao có khả năng huy động vốn với chi phí thấp và sẵn sàng đầu tư vào các dự án đầu tư tăng trưởng. Nói cách khác linh hoạt tiền ảnh hưởng tích cực đến giá trị công ty. Thêm vào đó, lý thuyết phát tín hiệu đưa ra kết luận rằng đối với các công ty có chất lượng tài chính tốt thì linh hoạt tài chính có ảnh hưởng ngược chiều đến giá trị công ty và những công ty có chất lượng tài chính kém thì

linh hoạt tài chính có tác động cùng chiều đến giá trị công ty (Leland & Pyle, 1977; Ross, 1977; Talmor, 1981). Các nghiên cứu thực nghiệm như nghiên cứu Gamba and Triantis (2008) và nghiên cứu của Marchica and Mura (2010) cho thấy linh hoạt tài chính có tác động tích cực đến giá trị công ty. Mặt khác, ngoài linh hoạt tài chính, giá trị công ty còn chịu ảnh hưởng của các nhân tố khác bao gồm nhân tố vĩ mô, nhân tố vi mô và bản thân giá trị công ty giai đoạn trước. Trong nghiên cứu của tác giả sử dụng rủi ro hệ thống là nhân tố đại diện cho các yếu tố vĩ mô. Trong mô hình nghiên cứu này, biến rủi ro hệ thống được sử dụng là biến điều tiết trong mô hình và biến kiểm soát bao gồm: biến hiệu quả tài chính và giá trị công ty giai đoạn trước là biến kiểm soát.

Mô hình nghiên cứu được mô tả dưới phương trình toán học như sau:

Phương trình (1): Phân tích ảnh hưởng của linh hoạt tiền (CF) đến giá trị công ty

$$TobinQ_{i,t} = a_0 + a_1 * TobinQ_{i-1,t} + a_2 * CashF_{i,t} + a_4 * ROE_{i,t} + u_{i,t} \quad (1)$$

Phương trình (2): Phân tích ảnh hưởng của linh hoạt nợ đến giá trị công ty

$$TobinQ_{i,t} = a_0 + a_1 * TobinQ_{i-1,t} + a_2 * DebtF_{i,t} + a_4 * ROE_{i,t} + u_{i,t} \quad (2)$$

Phương trình (3): Phân tích ảnh hưởng của linh hoạt tài chính đến giá trị công ty với biến điều tiết rủi ro hệ thống.

$$TobinQ_{i,t} = a_0 + a_1 * TobinQ_{i-1,t} + a_2 * FF_{i,t} + a_3 * Beta_{i,t} + a_4 * (Beta * FF)_{i,t} + a_4 * ROE_{i,t} + u_{i,t} \quad (3)$$

Giả thuyết nghiên cứu:

Một số nghiên cứu thực nghiệm chỉ ra ảnh hưởng ngược chiều của việc nắm giữ tiền và các tài sản có tính thanh khoản cao sẽ làm giảm hiệu quả hoạt động của công ty (Huang et al., 2013; Oler & Waagelein, 2011), từ đó ảnh hưởng tiêu cực đến giá trị công ty (Faulkender & Wang, 2006; Harford, 1999). Ngược lại, một số nghiên cứu lại chỉ ra ảnh hưởng tích cực của việc nắm giữ tiền và các tài sản có tính thanh khoản cao đến hiệu quả hoạt động (Fré sard & Salva, 2010; Kalcheva & Lins, 2007), từ đó ảnh hưởng tích cực đến giá trị công ty (Mikkelson & Parch, 2003;

Peng & Zhou, 2006; Pinkowitz & Williamson, 2001). Do đó, giả thuyết nghiên cứu đầu tiên được tác giả đưa ra là:

H1: Linh hoạt tiền có tác động đến giá trị công ty.

Linh hoạt nợ tác động đến giá trị công ty theo hai cách: Thứ nhất là khả năng tiết kiệm thuế từ lãi vay sẽ cải thiện giá trị công ty cho đến khi chi phí phá sản tăng lên vượt qua lợi ích của khoản tiết kiệm thuế này (Modigliani & Miller, 1963). Thứ hai là xung đột giữa cổ đông và người quản lý làm thay đổi ảnh hưởng của nợ lên giá trị công ty. Theo Myers (1977), một số công ty ngừng thực hiện các dự án có NPV dương do nghĩa vụ nợ của họ tăng lên và do đó các công ty có cơ hội tăng trưởng phải hy sinh nợ dù có lợi thế về thuế hay tài trợ bằng nợ có thể tăng hoặc giảm giá trị công ty (Aggarwal & Zhao, 2007). Tóm lại, linh hoạt nợ thấp (tỷ lệ nợ cao) có thể làm tăng giá trị công ty do lợi thế về thuế và hỗ trợ giảm thiểu vấn đề đầu tư quá mức. Ngược lại, linh hoạt nợ thấp (tỷ lệ nợ cao) có thể giảm giá trị công ty do sự gia tăng chi phí phá sản và làm trầm trọng thêm vấn đề đầu tư dưới mức. Giả thuyết nghiên cứu thứ hai được đưa ra là:

H2: Linh hoạt nợ có tác động đến giá trị công ty.

Theo DeAngelo and DeAngelo (2007) cho rằng các công ty nên duy trì khả năng huy động vốn trong những thời điểm nhu cầu vốn cao và tính linh hoạt tài chính là thành phần quan trọng giải thích cách các công ty hành xử trong việc thực hiện các quyết định huy động vốn. Hơn nữa, theo Gamba and Triantis (2008) thì các công ty có tính linh hoạt tài chính được dự đoán sẽ sở hữu giá trị thặng dư cao hơn so với các công ty không linh hoạt. Marchica and Mura (2010) và Ferrando et al. (2017) khẳng định rằng các công ty linh hoạt tài chính thể hiện khả năng đầu tư tốt hơn các công ty không linh hoạt. Yung et al. (2015) và Arslan-Ayaydin et al. (2014) chứng minh rằng linh hoạt tài chính có tác động tích cực đến chi tiêu vốn của các công ty bên cạnh hiệu quả hoạt động của công ty. Nghiên cứu của Ho et al. (2023) sử dụng dữ liệu của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Mỹ cũng đưa ra

kết luận tính linh hoạt tài chính giúp công ty duy trì lợi nhuận và tác động tích cực đến giá cổ phiếu của các công ty. Giả thuyết nghiên cứu thứ ba được đưa ra là:

H3: Linh hoạt tài chính có tác động đến giá trị công ty.

Bên cạnh tính linh hoạt tài chính, rủi ro hệ thống là yếu tố quan trọng có ảnh hưởng đến giá trị công ty. Rủi ro hệ thống không thể được loại bỏ bằng cách đa dạng hóa đầu tư nên rủi ro hệ thống là mối quan tâm của các nhà đầu tư. Do đó, công ty cũng nên coi rủi ro là một yếu tố quan trọng ảnh hưởng đến giá trị của mình (Nugroho & Halik, 2021). Astuty (2017) nhận thấy rủi ro hệ thống càng cao thì giá trị công ty càng thấp. Giả thuyết nghiên cứu thứ tư được đưa ra là:

H4: Rủi ro hệ thống có tác động đến mối quan hệ giữa linh hoạt tài chính và giá trị công ty.

Các biến nghiên cứu: Trên cơ sở các nghiên cứu và các lý thuyết liên quan, các biến nghiên cứu được định nghĩa và đo lường cụ thể trong bảng 1:

Dữ liệu nghiên cứu: Dữ liệu nghiên cứu là 633 CTCP phi tài chính niêm yết trên TTCK Việt Nam giai đoạn từ quý 1/2021 đến quý 1/2023 (tương ứng với 5064 quan sát trong mẫu). Dữ liệu nghiên cứu được thu thập trong báo cáo tài chính đã được kiểm toán của các công ty cổ phần niêm yết trên TTCK Việt Nam (bao gồm Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội). Dữ liệu trong báo cáo tài chính sử dụng để tính FF. Ngoài ra, dữ liệu giao dịch của các CTCP và chỉ số VNindex cũng được thu thập để xác định beta và TobinQ. Số lượng CTCP niêm yết trên HOSE tính đến 31/12/2021, 31/12/2022 và 31/3/2023 lần lượt là 385 công ty, 402 công ty và 408 công ty. Số lượng CTCP niêm yết trên HNX tính đến 31/12/2021, 31/12/2022 và 31/3/2023 lần lượt là 346 công ty, 355 công ty và 332 công ty. Trong quá trình thu thập thông tin, tác giả loại bỏ những công ty thiếu thông tin, vì vậy số lượng các công ty được thu thập và sử dụng trong nghiên cứu là 633 công ty niêm yết trong giai đoạn từ quý 1/2021 đến quý 1/2023 (tương ứng với 5064 quan sát). Thống kê

Bảng 1: Định nghĩa và thước đo các biến trong mô hình

Ký hiệu	Tên biến	Đo lường	Nghiên cứu
TobinQ	Giá trị công ty	Tổng giá trị thị trường công ty/ Tổng tài sản	Yung và cộng sự (2015); Yermack (1996); Moeljadi (2014)
CashF	Linh hoạt tiền	CashF = Tiền và các khoản tương đương tiền/Tổng tài sản	Al-Slehat (2019), Arslan-Ayaydin và cộng sự (2014), Teng và cộng sự (2021).
DebtF	Linh hoạt nợ	DebtF = 1- tỷ lệ nợ. Tỷ lệ nợ = Nợ phải trả/Tổng tài sản	Al-Slehat (2019), Arslan-Ayaydin và cộng sự (2014), Teng và cộng sự (2021).
FF	Linh hoạt tài chính	FF = CashF+ DebtF trong đó DebtF: Linh hoạt nợ CashF: Linh hoạt tiền	Al-Slehat (2019), Arslan-Ayaydin và cộng sự (2014), Teng và cộng sự (2021).
Beta (β)	Rủi ro hệ thống	Beta được xác định bằng cách dùng mô hình hồi quy chỉ số đơn $R_i = \alpha + \beta * R_M + u_i$ R _i , R _M được xác định lần lượt bằng cách lấy giá chứng khoán/VNindex của các phiên giao dịch cuối tháng sau /tháng trước sau đó trừ (-) 1	Sharpe (1964), Lintner (1965) và Mossin (1966)

mô tả các biến nghiên cứu được trình bày chi tiết về CTCP ThaiHoldings - THD vào quý 4 năm 2021) và giá trị nhỏ nhất là 0,16 lần (thuộc về

Bảng 2: Thống kê mô tả các biến

Biến	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
TobinQ	1,221	0,639	0,160	9,511
FF	0,606	0,256	0,005	1,734
Beta	0,582	0,524	-1,680	2,570
CashF	0,074	0,090	0,0000128	0,861
DebtF	0,532	0,222	0,0013	0,9994

(Nguồn: Dữ liệu được Tác giả xử lý với sự hỗ trợ của phần mềm Stata 17)

Bảng 2 cung cấp dữ liệu chi tiết về giá trị trung bình, độ lệch chuẩn, giá trị nhỏ nhất, giá trị lớn nhất của các biến trong mô hình nghiên cứu, trong đó giá trị công ty (TobinQ) có giá trị trung bình là 1,221 lần với giá trị lớn nhất là 9,511 lần (thuộc

CTCP đầu tư và phát triển doanh nghiệp Việt Nam-FID vào quý 1 năm 2023). Như vậy có thể thấy đa số các CTCP phi tài chính niêm yết trên TTCK Việt Nam giai đoạn từ quý 1/2021 đến quý 1/2023 có TobinQ lớn hơn 1 hay chi phí để thay

thế tài sản của các CTCP trong giai đoạn này nhỏ hơn giá trị thị trường của công ty. CTCP phi tài chính niêm yết trên TTCK Việt Nam giai đoạn từ quý 1/2021 đến quý 1/2023 có linh hoạt tài chính (FF) trung bình là 0,606 lần và giá trị lớn nhất là 1,734 lần (thuộc về CTCP Siêu Thanh - ST8 vào quý 4 năm 2022) và giá trị nhỏ nhất là 0,005 (thuộc về CTCP xây dựng số 9 - VC9 vào quý 3 năm 2022). Rủi ro hệ thống của các CTCP phi tài chính có giá trị trung bình là 0,582 lần, giá trị nhỏ nhất là - 1,68 lần (thuộc về CTCP Thuận Đức - TDP vào quý 1 năm 2021) và giá trị lớn nhất là 2,57 lần (thuộc về CTCP Tập đoàn CEO - CEO vào quý 1 năm 2023). Biến động của linh hoạt tiền (CashF) trong khoảng từ 0,0000128 lần đến 0,861 lần với giá trị trung bình là 0,074 lần. Linh hoạt tiền có độ lệch so với giá trị trung bình lớn nhất với giá trị biến thiên (CV = Độ lệch chuẩn/Giá trị trung bình) là 1,22 lần. Linh hoạt nợ (DebtF) trung bình là 0,532 lần, giá trị nhỏ nhất là 0,0013 lần và giá trị lớn nhất là 0,9994.

4. Kết quả nghiên cứu

Trước khi đi vào phân tích hồi quy, Tác giả thực hiện kiểm định đa cộng tuyến (Bảng 3), kiểm định Hausman, tự tương quan và phương sai sai số thay đổi (Bảng 4). Kết quả kiểm định đa cộng tuyến cho thấy hệ số VIF của các biến đều

vì vậy mô hình có tác động cố định (FEM) phù hợp hơn so với mô hình có tác động ngẫu nhiên (REM) trong phân tích hồi quy. Thêm vào đó, kết quả kiểm định tự tương quan Wooldridge của cả ba mô hình cho thấy hệ số P-value cũng nhỏ hơn 5% nên trong mô hình có hiện tượng tự tương quan. Cuối cùng, kết quả kiểm định phương sai sai số thay đổi Breusch & Pagan Lagrangian Multiplier của cả ba mô hình cho hệ số P-value nhỏ hơn mức ý nghĩa 5% cho thấy mô hình có hiện tượng phương sai sai số thay đổi.

Để khắc phục hiện tượng phương sai sai số thay đổi và tự tương quan trong mô hình, tác giả sử dụng phương pháp bình phương nhỏ nhất tổng quát khả thi (FGLS) với ước tính GLS lặp đi lặp lại. Kết quả hồi quy FGLS được trình bày chi tiết trong bảng 5.

Kết quả hồi quy bảng 5 cho thấy hệ số P-value của cả ba mô hình đều nhỏ hơn mức ý nghĩa 1% cho thấy các mô hình phù hợp sử dụng để giải thích sự thay đổi của giá trị của các CTCP phi tài chính niêm yết trên TTCK Việt Nam giai đoạn từ quý 1/2021 đến quý 1/2023. Kết quả cụ thể về mối quan hệ các biến được phân tích chi tiết như sau:

Thứ nhất, giá trị Pvalue của CashF trong mô hình 1 nhỏ hơn mức ý nghĩa 1% cho thấy đủ cơ sở

Bảng 3: Hệ số VIF của các biến độc lập trong mô hình

	Mô hình 1	Mô hình 2	Mô hình 3
Beta	1,01	1,00	1,01
CashF	1,01		
ROE	1,00	1,00	1,00
Debt F		1,00	
FF			1,00

(Nguồn: Tác giả tính toán với sự hỗ trợ của phần mềm Stata 17)

nhỏ hơn 2 nên mô hình không có hiện tượng đa cộng tuyến.

Kết quả Bảng 4, kiểm định Hausman của cả ba mô hình có hệ số P-value nhỏ hơn mức ý nghĩa 5% nên và biến độc lập có tương quan với nhau,

để chấp nhận giả thuyết H1 (linh hoạt tiền có tác động đến giá trị công ty). Mặt khác, hệ số hồi quy của CashF là 0,0820 cho thấy linh hoạt tiền có tác động tích cực đến giá trị các công ty. Các công ty có linh hoạt tiền cao sẽ có khả năng huy động vốn

Bảng 4: Kiểm định Hausman, tự tương quan và phương sai sai số thay đổi

Kiểm định	Mô hình 1	Mô hình 2	Mô hình 3
Kiểm định Hausman	Prob > χ^2 = 0,000	Prob > χ^2 = 0,000	Prob > χ^2 = 0,000
Kiểm định tự tương quan	Prob > F = 0,000	Prob > F = 0,000	Prob > F = 0,000
Kiểm định phương sai sai số thay đổi	Prob > χ^2 = 0,0000	Prob > χ^2 = 0,0000	Prob > χ^2 = 0,0000

(Nguồn: Tác giả tính toán với sự hỗ trợ của phần mềm Stata 17)

Bảng 5: Kiểm định Hausman, tự tương quan và phương sai sai số thay đổi và kết quả hồi quy FGLS

Biến	Mô hình 1	Mô hình 2	Mô hình 3
Hằng số	0,0066 *** (0,0014)	-0,0053*** (0,0018)	-0,00537 *** (0,0022)
TobinQ _{t-1}	0,9497 *** (0,0036)	0,9151 *** (0,0048)	0,9046 *** (0,0050)
CashF	0,0820*** (0,0174)		
ROE	0,0131*** (0,0042)	0,0115*** (0,0039)	0,0105*** (0,0040)
DebtF		0,0793*** (0,0069)	
FF			0,1097*** (0,00733)
Beta			-0,0066 (0,00498)
Beta*FF			-0,0571*** (0,01092)
Pvalue mô hình	0,000	0,000	0,000

Ghi chú: “*”, “**”, “***”: Có ý nghĩa tại mức 10%, 5% và 1%. Số liệu trong dấu ngoặc đơn là sai số chuẩn

(Nguồn: Tác giả tính toán với sự hỗ trợ của phần mềm Stata 17)

với chi phí thấp và sẵn sàng đầu tư vào các dự án đầu tư tăng trưởng, từ đó giúp gia tăng giá trị của các công ty. Kết quả này giống các nghiên cứu của Mikkelsen and Parch (2003), nghiên cứu của Peng and Zhou (2006) và nghiên cứu của Pinkowitz and Williamson (2001).

Thứ hai, giá trị Pvalue của DebtF trong mô hình 2 nhỏ hơn mức ý nghĩa 1% cho thấy đủ cơ sở khẳng định giả thuyết H2 (linh hoạt nợ có tác động đến giá trị công ty). Hơn nữa, hệ số hồi quy của DebtF dương cho thấy linh hoạt nợ tăng cũng giúp gia tăng giá trị của các công ty. Linh hoạt nợ

cao giúp các công ty phản ứng tốt hơn trong các cú sốc tiêu cực, giảm xác suất xảy ra suy thoái trong đầu tư và dễ dàng tiếp cận vốn nợ với chi phí thấp hơn. Hơn nữa, linh hoạt nợ cao cũng thể hiện mức độ tự chủ tài chính của công ty cao, giảm rủi ro tài chính và gia tăng kỳ vọng của nhà đầu tư đối với các công ty, đặc biệt là trong giai đoạn TTCK Việt Nam đối mặt với dịch bệnh COVID-19. Kết quả phù hợp với lý thuyết đánh đổi trong tài chính.

Thứ ba, giá trị Pvalue của FF trong mô hình 3 nhỏ hơn mức ý nghĩa 1% cho thấy giả thuyết H3

được chứng minh (linh hoạt tài chính có tác động đến giá trị công ty). Thêm vào đó, hệ số hồi quy của biến FF lớn hơn 0 cho thấy tác động tích cực của linh hoạt tài chính đến giá trị công ty. Như vậy, các công ty có linh hoạt tài chính cao là các công ty có sự kết hợp của linh hoạt nợ và linh hoạt tiền cao. Do đó, các công ty có linh hoạt tài chính cao có thể phản ứng tốt hơn các cú sốc tiêu cực (đặc biệt TTCK Việt Nam trong giai đoạn chịu ảnh hưởng nặng nề của dịch COVID -19 vào giai đoạn năm 2021 và khoảng nửa năm 2022), giảm được chi phí vốn khi huy động vốn và có khả năng cao đầu tư vào các cơ hội đầu tư tăng trưởng, từ đó làm gia tăng dòng tiền và giá trị của công ty. Hơn nữa, các công ty có linh hoạt tài chính cao cũng làm giảm xác suất xảy ra sự suy thoái đầu tư (đầu tư dưới mức), làm giảm khả năng suy giảm dòng tiền của công ty. Điều này giúp công ty duy trì và gia tăng giá trị của công ty trong tương lai. Kết quả nghiên cứu giống các kết quả của Gamba and Triantis (2008), Marchica and Mura (2010) và de Jong et al. (2012).

Thứ tư, giá trị Pvalue của Beta*FF trong mô hình 3 nhỏ hơn mức ý nghĩa 1% cho thấy giả thuyết H4 được chứng minh (rủi ro hệ thống có tác động đến mối quan hệ giữa linh hoạt tài chính và giá trị công ty). Kết quả hồi quy bảng 5 cho thấy hệ số hồi quy của Beta*FF nhỏ hơn 0 nên có thể khẳng định rủi ro hệ thống có ảnh hưởng làm giảm tác động của linh hoạt tài chính đến giá trị công ty. Đối với những công ty có rủi ro hệ thống cao thì tác động của linh hoạt tài chính đến giá trị công ty thấp hơn so với những công ty có rủi ro hệ thống thấp hơn. Trong giai đoạn từ Quý 1 năm 2021 đến quý 2 năm 2022 là giai đoạn TTCK Việt Nam chịu ảnh hưởng nặng nề của dịch COVID-19 và bắt đầu có dấu hiệu phục hồi vào quý 3 năm 2022 đến quý 1 năm 2023 với sự hỗ trợ của Nhà nước. Tuy nhiên, trong thời kỳ khủng hoảng do dịch bệnh, các nhà đầu tư thường có xu hướng đầu tư vào các cổ phiếu thận trọng (các cổ phiếu

có hệ số beta nhỏ hơn 1), do đó nếu trong thời kỳ này, các công ty có rủi ro hệ thống cao gia tăng linh hoạt tài chính bằng cách phát hành cổ phiếu sẽ có không có tính hấp dẫn nhiều đối với các nhà đầu tư cũng như phát ra một tín hiệu tiêu cực của công ty. Điều này làm giảm giá trị vốn chủ sở hữu giao dịch trên thị trường. Kết quả này phù hợp với lý thuyết phát tín hiệu và lý thuyết M và M trong trường hợp thị trường không hoàn hảo.

Cuối cùng, có thể thấy các biến kiểm soát là giá trị công ty giai đoạn trước và hiệu quả tài chính có ảnh hưởng tích cực đến giá trị công ty với hệ số pvalue nhỏ hơn 1% và hệ số hồi quy dương. Ngược lại, nghiên cứu không chứng minh được tác động trực tiếp của rủi ro hệ thống đến giá trị các CTCP phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn từ quý 1 năm 2021 đến quý 1 năm 2023.

5. Một số hàm ý quản trị

Trong giai đoạn ảnh hưởng của dịch Covid-19 tác động mạnh mẽ đến các doanh nghiệp vào năm 2021 và có xu hướng giảm dần đến giai đoạn năm 2022 và đầu năm 2023, các công ty nên duy trì mức độ linh hoạt tài chính cao để đảm bảo đối phó được các cú sốc xảy ra và đặc biệt là trong điều kiện dòng vốn hạn chế trên thị trường vốn Việt Nam. Để duy trì linh hoạt tài chính trong các CTCP phi tài chính niêm yết trên TTCK Việt Nam có thể thực hiện một số giải pháp như sau:

Thứ nhất, duy trì tỷ trọng tiền và các khoản tương đương tiền trong tổng tài sản của công ty hợp lý. Việc duy trì đủ lượng tiền và các khoản tương đương tiền sẽ làm giảm chi phí giao dịch, tăng lợi thế cạnh tranh, thích ứng và giảm thiểu được các thiệt hại khi có những thay đổi bất ngờ trong dòng tiền xảy ra (Baskin, 1987). Hơn nữa, duy trì mức dự trữ và các khoản tương đương tiền phù hợp giúp nhà quản trị có thể tận dụng và thực hiện những cơ hội đầu tư tăng trưởng. Mặt khác, theo Acharya et al. (2007) thì duy trì lượng tiền và các khoản tương đương tiền đóng vai trò quan

trọng trong phòng ngừa rủi ro. Công cụ phòng ngừa rủi ro này giảm thiểu khả năng công ty bỏ qua các cơ hội đầu tư tăng trưởng.

Thứ hai, khi hoạch định cấu trúc vốn, công ty nên duy trì theo hướng tăng sử dụng vốn chủ sở hữu. Để gia tăng vốn chủ sở hữu, các công ty cần khai thác triệt để nguồn vốn nội sinh từ lợi nhuận để lại. Đây là nguồn lực tài chính giúp công ty chủ động đáp ứng nhu cầu vốn, nắm bắt kịp thời các thời cơ trong kinh doanh; giữ được quyền kiểm soát; tránh được áp lực phải thanh toán đúng kỳ hạn; chủ động đáp ứng nhu cầu vốn, nắm bắt kịp thời các thời cơ trong kinh doanh. Tuy nhiên để có thể khai thác được nguồn vốn này, các công ty cần thực hiện những biện pháp nâng cao hiệu quả hoạt động kinh doanh nhằm gia tăng lợi nhuận của doanh nghiệp. Bên cạnh đó, cần có chính sách phân phối lợi nhuận hợp lý nhằm đẩy mạnh tích lũy lợi nhuận để lại tái đầu tư.

Thứ ba, song song với việc hoạch định cấu trúc vốn, công ty cần đa dạng các kênh huy động và nâng cao khả năng tiếp cận nguồn vốn tín dụng. Các kênh huy động vốn bao gồm kênh huy động từ các tổ chức tín dụng trong và ngoài nước, các kênh từ phát hành trái phiếu hoặc phát hành cổ phần mới để huy động vốn.

Cuối cùng, để duy trì mức linh hoạt tài chính, công ty tăng cường quản lý chất lượng của các khoản vốn trong công ty từ giai đoạn huy động vốn, sử dụng vốn và kế hoạch hoàn trả vốn (đối với vốn nợ). Để làm được điều này, các công ty cần xây dựng các dự báo về nhu cầu tài chính, phân tích dữ liệu, xây dựng các chỉ tiêu giám sát các khoản vốn thông qua ứng dụng công nghệ thông tin.

6. Kết luận

Trên cơ sở mẫu nghiên cứu 633 CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam giai đoạn từ quý 1 năm 2021 đến quý 1 năm 2023, nghiên cứu đã chứng minh được ảnh hưởng của linh hoạt tiền, linh hoạt nợ và linh hoạt tài chính đến giá trị công ty. Điều này chứng tỏ rằng, lý thuyết trật tự phân hạng, lý

thuyết đánh đổi và lý thuyết phát tín hiệu có thể ứng dụng để giải thích mối quan hệ giữa linh hoạt tài chính đến giá trị công ty. Mặt khác, rủi ro hệ thống là biến điều tiết có ảnh hưởng đến tác động của linh hoạt tài chính đến giá trị công ty. Các công ty có rủi ro hệ thống cao thì linh hoạt tài chính ảnh hưởng đến giá trị công ty ít hơn so với công ty có rủi ro hệ thống thấp. Kết quả nghiên cứu hàm ý rằng các công ty cần quan tâm nhiều hơn đến quản lý tính linh hoạt tài chính, đặc biệt trong giai đoạn trong và sau thời kỳ COVID-19 với ảnh hưởng của các cú sốc tiêu cực. Hơn nữa, khi xác định mức độ linh hoạt tài chính, các công ty cũng cần quan tâm đến mức độ rủi ro hệ thống bởi mức độ rủi ro hệ thống làm giảm tác động của linh hoạt tài chính đến giá trị công ty. Tuy đạt được một số kết quả nhất định song nghiên cứu còn một số hạn chế như chưa đề cập xác định được mức độ linh hoạt tài chính tối ưu với việc tìm kiếm hàm phi tuyến (chữ U ngược), cũng chưa phân chia và so sánh mức độ ảnh hưởng của linh hoạt tài chính trong hai thời kỳ trong và sau COVID-19. Ngoài ra, nghiên cứu cũng chưa phân tích ảnh hưởng của yếu tố ngành đến mối quan hệ giữa linh hoạt tài chính và giá trị công ty. Theo đó, các nghiên cứu tiếp theo có thể phân tích mối quan hệ giữa linh hoạt tài chính và giá trị với dạng hàm phi tuyến hoặc phân tích và so sánh mức độ ảnh hưởng của linh hoạt tài chính trong và sau thời kỳ COVID 19 với các biến điều tiết hoặc kiểm soát là yếu tố ngành. ♦

Tài liệu tham khảo:

Acharya, V. V., Almeida, H., & Campello, M. (2007). Is cash negative debt? A hedging perspective on corporate financial policies. *Journal of Financial Intermediation*, 16, 515-554. <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2007.04.001>

Aggarwal, R., & Zhao, X. (2007). The leverage-value relationship puzzle: An industry effects

resolution. *Journal of Economics and Business*, 59(4), 286-297. <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2006.07.001>

Al-Slehat, Z. A. F. (2019). The impact of the financial flexibility on the performance: An empirical study on a sample of Jordanian services sector firms in period (2010–2017). *International Journal of Business and Management* 14, 1-11.

Arslan-Ayaydin, Ö., Florackis, C., & Ozkan, A. (2014). Financial flexibility, corporate investment and performance: Evidence from financial crises. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 42, 211-250.

Astuty, P. (2017). The influence of fundamental factors and systematic risk to stock prices on companies listed in the Indonesian Stock Exchange. *European Research Studies*, 20(4A), 230-240.

Bancel, F., & Mittoo, U. R. (2011). Financial flexibility and the impact of the global financial crisis: Evidence from France. *International Journal of Managerial Finance*, 7, 179–216.

Barclay, M. J., Morellec, E., & Clifford, W. S. (2006). On the debt capacity of growth options. *Journal of Business*, 79, 37-59.

Baskin, J. (1987). Corporate liquidity in games of monopoly power. *Review of Economics and Statistics*, 69(2), 312-319. <https://doi.org/10.2307/1927239>

Berger, P. G., & Ofek, E. (1995). Diversification's effect on firm value. *Journal of Financial Economics*, 37(1), 39-65.

Billett, M. T., & Garfinkel, J. A. (2004). Financial flexibility and the cost of external finance for U.S. bank holding companies. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 36, 827-852.

Campello, M., Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2010). The real effects of financial constraints: evidence from a financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 97(3), 470-487.

Cherkasova, V., & Kuzmin, E. (2018). Financial flexibility as an investment efficiency factor in Asian companies. *Gadjah Mada International Journal of Business* 20, 137-164.

de Jong, A., Verbeek, M., & Verwijmeren, P. (2012). Does financial flexibility reduce investment distortions? *Journal of Finance*, 35(2), 243-259.

DeAngelo, H., & DeAngelo, L. (2007). *Capital structure, payout policy, and financial flexibility*. (FBE 02-06).

Erdogan, S. B. (Ed.). (2019). *Financial flexibility and corporate investment: Does financial flexibility affect sustainability of firms?*. IGI Global Publisher of Timely Knowledge.

Fama, E., & French, K. R. (2002). Testing trade-off and pecking order prediction about dividends and debt. *Review of Financial Studies*, 15, 1-33.

Faulkender, M., & Wang, R. (2006). Corporate financial policy and the value of cash. *Journal of Finance*, 61(4), 1957-1990.

Ferrando, A., Marchica, M.-T., & Mura, R. (2017). Financial flexibility and investment ability across the Euro Area and the UK: financial flexibility and investment ability. *European Financial Management*, 23(1), 87-126. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/eufm.12091>

Frank, M., & Goyal, V. (2003). Testing pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 67, 217-248.

Fré sard, L., & Salva, C. (2010). The value of excess cash and corporate governance: Evidence from US cross-listings. *Journal of Financial Economics*, 98(2), 359-384.

Gamba, A., & Triantis, A. (2008). The value of financial flexibility. *The Journal of Finance*, 63, 2263–2296.

Graham, J. R. (1996). Debt and the marginal tax rate. *Journal of Financial Economics*, 41(1), 41-73.

- Gryko, J. (2018). Managing of financial flexibility. In Contemporary Trends in Accounting, Finance and Financial Institutions, Zurich, Switzerland.
- Harford, J. (1999). Corporate Cash Reserves and Acquisition. *Journal of Finance*, 54(6), 1969-1997.
- Ho, T., Kim, K., Li, Y., & Xu, F. (2023). Does real flexibility help firms navigate the COVID-19 pandemic? *The British Accounting Review*, 55. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.bar.2022.101148>
- Huang, Y., Elkinawy, S., & Jain, P. K. (2013). Investor protection and cash holdings: Evidence from US cross-listing. *Journal of Banking & Finance*, 37(3), 937-951.
- Kalcheva, I., & Lins, K. V. (2007). International evidence on cash holdings and expected managerial agency problems. *Review of Financial Studies*, 20(4), 1087-1112.
- Kraus, A., & Litzenberger, R. (1973). A state preference model of optimal financial leverage. *Journal of Finance*, 28, 911 - 921.
- Kuo, H. C., Li, Y., Wang, L. H., & Ding, C. Y. (2006). Flexibility and Performance of MNEs: Evidence from Taiwan. *International Journal of Business*, 11(4), 417 - 432.
- Leland, H. E., & Pyle, D. H. (1977). Information asymmetries, financial structure, and financial intermediation. *The Journal of Finance*, 32(2), 371-387.
- Liu, H., Yi, X., & Yin, L. (2021). The impact of operating flexibility on firms' performance during the COVID-19 outbreak: Evidence from China. *Finance Research Letters*, 38.
- Marchica, M. T., & Mura, R. (2010). Financial flexibility, investment ability, and firm value: Evidence from firms with spare debt capacity. *Financial Management*, 39, 1339-1365.
- Meier, I., & Laurin, C. (2013). Financial flexibility and the performance during the recent financial crisis. *International Journal of Commerce and Management*, 23, 79-96.
- Mikkelson, W. H., & Parch, M. M. (2003). Do persistent large cash reserves hinder performance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, 275-294.
- Modigliani, F., & Miller, M. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Modigliani, F., & Miller, M. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443
- Moeljadi. (2014). Factor effecting firm value: Theoretical study on public manufacturing firms in Indonesia. *South East Asia Journal of Contemporary Business, Economics and Law*, 5(2), 6-15.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- Nugroho, M., & Halik, A. (2021). The Effect of Growth and Systematic Risk on the Firm's Value: Profitability as a Mediating Variable. *Journal of Economics, Business, and Accountancy Ventura*, 23(3), 466-476.
- Oler, D., & Waagelein, J. F. (2011). Can long-term performance plans mitigate the negative effects of stock consideration and high cash for acquirers? *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 37(1), 63-86.
- Peng, T., & Zhou, W. (2006). A study on the high cash holdings of Chinese listed Corporations - agent theory or trade off theory. *Accounting Research*, 5, 42-49+95.
- Pinkowitz, L., & Williamson, R. (2001). Bank Power and Cash Holdings: Evidence from Japan. *Review of Financial Studies*, 14, 1059-1082.

Rajan, R., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure: Some evidence from international data. *Journal of Finance*, 50, 1421-1460.

Rashid, A., & Abbas, Q. (2011). Predicting bankruptcy in Pakistan. *Theoretical and Applied Economics*, 18(9), 103-128.

Ross, S. (1977). The determination of financial structure: The incentive signalling approach. *Bell Journal of Economics*, 8, 23-40.

Spence, M. (1973). Job marketing signalling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355-374.

Talor, E. (1981). Asymmetric information, signaling and optimal corporate financial decisions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 16(4), 413-435.

Teng, X., Chang, B.-G., & Wu, K.-S. (2021). The Role of Financial Flexibility on Enterprise Sustainable Development during the COVID-19 Crisis—A Consideration of Tangible Assets. *Sustainability* 13,1245.

Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *Journal of Finance*, 43, 1-21.

Yasir, M. H., & Alabassi, Z. M. (2020). The role of financial flexibility in facing the financial failure caused by the corona pandemic: An analytical study of a sample of companies listed on the iraqi stock exchange. *Journal of Critical Reviews*, 7(10), 1589-1600.

Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40, 185-221.

Yi, J. (2020). Financial flexibility, dynamic capabilities, and the performance of manufacturing enterprises. *Journal of Research in Emerging Markets* 2.

Yung, K., Li, D. D., & Jian, Y. (2015). The value of corporate financial flexibility in emerging countries. *Journal of Multinational Financial Management*, 32-33, 25-41.

Zhang, H., Zhang, Z., & Steklova, E. (2020). Do companies need financial flexibility for sustainable development? *Sustainability*, 12(5), 1811.

Summary

The objective of research is to clarify the impact of financial flexibility on company's value of non-financial joint-stock companies listed on the Vietnam's Stock Market with the moderating variable of systematic risk and the control variable of the financial performance and company's value. The panel feasible generalized least squares regression (FGLS) is applied in this research with supporting of the 17 Stata software. The research sample consists of 633 non-financial joint-stock companies in the period from the first quarter of 2021 to the first quarter of 2023. The research pointed out that the financial flexibility, cash flexibility and debt flexibility affect positively the non-financial company's value listed on the Vietnam's Stock Market at the significant level of 1 percent. Moreover, the result of research is stated that the financial performance and past value of company have significantly positive on company's value. Finally, the research also proved that the systematic risk makes decrease the positive impact of financial flexibility on company's value. Based on the research result, some recommendations are given for companies in maintaining financial flexibility to enhance the company value.