

MỤC LỤC

KINH TẾ VÀ QUẢN LÝ

- 1. Hoàng Thị Minh Châu và Trần Thị Kim Liên** - Nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến phát triển dịch vụ ngân hàng xanh tại các ngân hàng thương mại Việt Nam. **Mã số: DB1.1FiBa.11** 3
Factors Affecting the Development of Green Banking Services in Vietnam Commercial Banks
- 2. Hoàng Thanh Tuyền** - Tác động của đổi mới công nghệ đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp: Nghiên cứu trường hợp các doanh nghiệp sản xuất, chế biến thực phẩm tại Việt Nam. **Mã số: DB1.1Deco.11** 17
Impact of technological innovation on business performance: A case study of food manufacturing and processing enterprises in Vietnam
- 3. Đoàn Thục Quyên** - Nghiên cứu tăng trưởng của các công ty phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. **Mã số: DB1.1FiBa.11** 29
Research on sustainable growth of non-finance companies listed on the stock exchange in Vietnam
- 4. Đàm Thị Thanh Huyền và Nguyễn Đăng Hoàng** - Tác động rủi ro tài chính đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ngành khoáng sản Việt Nam. **Mã số: DB1.1FiBa.11** 41
Financial Risk Impacts on the Operational Efficiency of Mineral Industry Companies in Vietnam

QUẢN TRỊ KINH DOANH

- 5. Nguyễn Thị Xuân Hồng và Lê Mạnh Hùng** - Ảnh hưởng của các yếu tố năng lực cạnh tranh đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp công nghiệp hỗ trợ vừa và nhỏ ngành điện tử. **Mã số: DB1.2TrEm.21** 50
Influence of Competitive Capability Factors on the Business Efficiency of Small and Medium-Sized Enterprises in the Electronics Support Industry

- 6. Đỗ Đức Tài và Vũ Thị Kim Anh** - Lòng trung thành của khách hàng đối với chất lượng doanh nghiệp dịch vụ kiểm toán độc lập: một nghiên cứu tại các doanh nghiệp kiểm toán độc lập nội địa. Mã số: **DB1.2Bacc.21** 60

The customer's loyalty on service quality of local independent auditing firms: A case study of local independent auditing firms

- 7. Lê Bá Thường** - Vai trò trung gian của tình yêu thương hiệu và ghen tị thương hiệu ảnh hưởng đến ý định mua ô tô cá nhân tại thị trường Việt Nam. Mã số: **DB1.2BMkt.21** 71

The Intermediary Role of Brand Love and Brand Jealousy Influences the Intention to Purchase a Personal Car in the Vietnamese Market

- 8. Đinh Thị Ngọc Mai và Trần Đình Vân** - Các yếu tố tác động đến tỷ lệ nắm giữ tiền mặt của công ty niêm yết: nghiên cứu trường hợp các doanh nghiệp ngành bán lẻ tại Việt Nam. Mã số: **DB1.2FiBa.21** 84

Factors Impacting on the Cash Holding Rate of the Retail Enterprises Listed in Vietnam

Ý KIẾN TRAO ĐỔI

- 9. Phùng Thế Hùng** - Chính sách an sinh xã hội của một số quốc gia trên thế giới và bài học tham khảo cho Việt Nam trong bối cảnh chuyển đổi số và thích ứng an toàn, linh hoạt, kiểm soát hiệu quả dịch COVID - 19. Mã số: **DB1.3SMET.32** 97

Social Security Policies of Some Countries on the World and Learning Lessons for Vietnam in the Concept of Digital Transformation and Safe, Flexible, Efficiently Control of the COVID-19 Pass

- 10. Nguyễn Thị Huyền và Vũ Thị Hương** - Các yếu tố tác động đến đào tạo nhân lực du lịch chất lượng cao đáp ứng yêu cầu quốc tế. Mã số: **DB1.3OMIs.31** 106

The factors affecting high-quality tourism human resource training to meet international requirements

CÁC YẾU TỐ TÁC ĐỘNG ĐẾN TỶ LỆ NẮM GIỮ TIỀN MẶT CỦA CÔNG TY NIÊM YẾT: NGHIÊN CỨU TRƯỜNG HỢP CÁC DOANH NGHIỆP NGÀNH BÁN LẺ TẠI VIỆT NAM

Đinh Thị Ngọc Mai
Trường Đại học Công đoàn
Email: Mайдтn@dhcd.edu.vn
Trần Đình Vân
Trường Đại học Công đoàn
Email: Vantd@dhcd.edu.vn

Ngày nhận: 10/4/2023

Ngày nhận lại: 23/5/2023

Ngày duyệt đăng: 10/06/2023

Kế thừa và phát triển một số nghiên cứu trước đây về tỷ lệ nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp, nhóm tác giả tiếp tục thực hiện nghiên cứu thực nghiệm nhằm kiểm chứng tác động một số yếu tố đến tỷ lệ nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam với phạm vi nghiên cứu mở rộng hơn. Dữ liệu bảng được thu thập từ 22 công ty niêm yết ngành Bán lẻ trên Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội và Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh giai đoạn 2018 - 2022, các kỹ thuật phân tích hồi quy OLS, FEM, REM và GLS được sử dụng để nghiên cứu. Kết quả cho thấy tỷ lệ nắm giữ tiền mặt trung bình của công ty niêm yết ngành bán lẻ khoảng 10,47% trong giai đoạn 2018 - 2022. Khác với các nghiên cứu trước đó, trong kết quả của nghiên cứu này chỉ có hai nhân tố tỷ lệ dòng tiền hoạt động kinh doanh và chi trả cổ tức của công ty thể hiện mối quan hệ tác động có ý nghĩa thống kê lên tỷ lệ nắm giữ tiền mặt của công ty niêm yết ngành Bán lẻ, trong đó tỷ lệ dòng tiền từ hoạt động kinh doanh tác động cùng chiều còn việc chi trả cổ tức tác động ngược chiều lên tỷ lệ nắm giữ tiền mặt.

Từ khóa: Bán lẻ, công ty niêm yết, nhân tố tác động, tỷ lệ tiền mặt.

JEL Classifications: G32, G30

1. Đặt vấn đề

Mỗi doanh nghiệp có những lý do khác nhau để nắm giữ tiền mặt. Theo các nghiên cứu trước đây, có bốn động cơ chính để doanh nghiệp nắm giữ tiền mặt, đó là:

Động cơ giao dịch: Theo các nghiên cứu của (Bates và cộng sự, 2009), (Opler và cộng sự, 1999) tiền mặt là phương tiện trao đổi, nên các công ty cần có tiền mặt để tiến hành các giao dịch hàng ngày. Tuy nhiên, nhu cầu về tiền mặt tại các công ty không giống nhau.

Động cơ phòng ngừa: Theo (Ferreira và Vilela, 2004) ngoài việc nắm giữ tiền mặt để sử dụng các giao dịch hàng ngày, các công ty cũng cần dự trữ tiền mặt cho các nhu cầu chi tiêu bất ngờ, công ty nắm giữ tiền mặt để tài trợ cho các hoạt động tài chính hay đầu tư khi các nguồn lực tài chính

không có sẵn hoặc chi phí rất cao. Tuy nhiên, mỗi công ty sẽ có nhu cầu nắm giữ tiền mặt cho mục tiêu dự phòng khác nhau, tùy theo từng tình huống khác nhau.

Động cơ tín hiệu: Vì sự bất cân xứng thông tin giữa nhà quản lý và các cổ đông nên nhà quản lý sẽ phát tín hiệu về triển vọng của công ty đối với nhà đầu tư, thông qua chính sách chi trả cổ tức của họ. Theo (Harford, 1999), thì việc chi trả cổ tức có tín hiệu tích cực hơn là việc công ty mua cổ phiếu quỹ bằng tiền mặt, bởi lẽ chi trả cổ tức phát một tín hiệu của sự cam kết rằng cổ tức sẽ có thể được trả nhiều hơn trong tương lai.

Động cơ đại diện: Các nghiên cứu của (Jensen, 1986), (Harford, 1999) đã kiểm chứng rằng các công ty nắm giữ nhiều tiền mặt thì có xu hướng tiêu nhiều tiền để thực hiện thầu tóm các công ty khác,

các nhà quản lý có thể quyết định công ty sẽ giữ lại tiền mặt hay chi trả cổ tức cho các cổ đông. Thông thường, các nhà quản lý muốn giữ tiền mặt hơn là chia cho các cổ đông. Nghiên cứu của (Blanchard và cộng sự, 1994) chỉ ra rằng nếu một công ty trong một thời gian không chi trả cổ tức cho cổ đông thì họ không đầu tư vào các phi vụ thầu tóm thì cũng đầu tư tiền mặt dần trải vào nhiều hoạt động khác.

Các nghiên cứu trước đây đưa ra ba lý thuyết để giải thích cho việc nắm giữ tiền mặt của các công ty, gồm: lý thuyết dòng tiền tự do, lý thuyết trật tự phân hạng và lý thuyết mô hình đánh đổi.

Lý thuyết dòng tiền tự do: (Jensen, 1986), (Harford, 1999) cho rằng các nhà quản lý nắm giữ tiền mặt để phục vụ cho lợi ích của họ, do đó gia tăng mâu thuẫn giữa nhà đầu tư và người quản lý công ty. Lý thuyết dòng tiền tự do còn nêu bật lên chi phí đại diện trong nắm giữ tiền mặt của công ty. Những công ty với cơ hội tăng trưởng cao thì có chi phí đại diện cao, do đó để chủ động trong nguồn vốn, họ sẽ có khuynh hướng dữ trữ thêm tiền mặt. Nếu có xung đột trong ban quản trị và cổ đông, ban quản trị có khuynh hướng dữ trữ càng nhiều tiền mặt nếu có thể, để theo đuổi mục tiêu của họ. Tiền mặt có thể được chi trả cho lợi nhuận nhưng cũng có thể cho những dự án mà nhà đầu tư không sẵn sàng huy động vốn nữa.

Lý thuyết trật tự phân hạng của (Myers và Majluf, 1984), cho rằng các công ty ưu tiên tài trợ cho các khoản đầu tư bằng lợi nhuận giữ lại, sau đó là vay nợ và cuối cùng là vốn chủ sở hữu. Mục đích thứ tự của việc tài trợ này là để tối thiểu hóa chi phí bất cân xứng thông tin và các chi phí tài chính khác. Lý thuyết này cho rằng các công ty không có mục tiêu nắm giữ tiền mặt, nhưng thay vào đó tiền mặt được dùng như tấm đệm giữa lợi nhuận giữ lại và nhu cầu đầu tư. Vì vậy, khi dòng tiền hoạt động hiện tại đủ để tài trợ cho các dự án đầu tư mới thì công ty sẽ thực hiện trả nợ và tích lũy tiền mặt. Khi lợi nhuận giữ lại không đủ để tài trợ cho các nhu cầu đầu tư hiện tại, công ty sử dụng tiền mặt đã tích lũy và nếu cần thiết mới sử dụng nợ.

Lý thuyết mô hình đánh đổi của (Keynes, 1936) cho rằng những lợi ích của việc nắm giữ tiền mặt dựa trên hai động cơ: động cơ giao dịch và động cơ phòng ngừa. Với động cơ giao dịch, các công ty có thể tăng tính thanh khoản của tài sản theo nhiều cách (tăng huy động vốn, giảm chi trả cổ tức, giảm đầu

tư...). Nhưng các cách trên đều có chi phí. Vì thế, tiền mặt coi như là cách phòng ngừa rủi ro thanh toán trong ngắn hạn nhưng lại từ chối dự án có tỷ suất sinh lời. Chi phí thanh khoản càng cao thì áp lực cho các công ty phải nắm giữ nhiều tiền mặt hơn. Đối với động cơ phòng ngừa, nắm giữ tiền mặt giúp các doanh nghiệp an toàn trong các tình huống chi tiêu bất ngờ hoặc không dự kiến trước mà không nhất thiết bán tài sản hoặc huy động nguồn tài trợ từ bên ngoài.

Dựa vào những lợi ích và chi phí khi nắm giữ tiền mặt, gần đây đã có một số ít nghiên cứu thực nghiệm về mối quan hệ giữa lượng tiền mặt nắm giữ và hiệu quả hoạt động công ty. Tác động thật sự của tiền mặt nắm giữ lên hiệu quả hoạt động vẫn còn đang được tranh luận trên cơ sở lý thuyết và bằng chứng thực nghiệm, tạo ra nhiều quan điểm khác nhau.

Quan điểm thứ nhất cho rằng, dữ trữ tiền mặt nhiều sẽ làm giảm hiệu quả hoạt động hay giá trị công ty. Ủng hộ quan điểm này, nghiên cứu của (Harford, 1999) trên một mẫu gồm các công ty từ 19 nhóm ngành công nghiệp tại Mỹ, giai đoạn 1950 - 1994, cho thấy dữ trữ tiền mặt nhiều sẽ làm giảm hiệu quả hoạt động công ty.

Quan điểm thứ hai cho rằng, tồn tại một mối quan hệ đồng biến giữa giá trị doanh nghiệp và lượng tiền mặt nắm giữ. (Saddour, 2006) đã nghiên cứu mối quan hệ giữa giá trị doanh nghiệp và tiền mặt nắm giữ trên mẫu quan sát của thị trường chứng khoán Pháp, giai đoạn 1998 - 2002. Kết quả nghiên cứu đã khẳng định dữ trữ tiền mặt nhiều sẽ làm tăng hiệu quả hoạt động hoặc giá trị công ty.

Quan điểm thứ ba cho rằng, tồn tại mối quan hệ phi tuyến giữa nắm giữ tiền mặt và hiệu quả hoạt động hay giá trị công ty. Cùng quan điểm này, (Martínez-Sola và cộng sự, 2013), đã sử dụng dữ liệu các công ty của ngành công nghiệp Mỹ, từ giai đoạn 2001 - 2007 và đã tìm thấy mối quan hệ phi tuyến giữa nắm giữ tiền mặt và giá trị công ty. Trên cơ sở cân bằng giữa chi phí và lợi ích của việc nắm giữ tiền mặt, nhóm tác giả đã xác định được lượng tiền mặt tối ưu công ty nên nắm giữ. Kết quả này cũng được (Shinada, 2012) phát hiện trước đó.

Trong bối cảnh chính trị và kinh tế quốc tế lẫn trong nước biến động nhanh và phức tạp, môi trường kinh doanh của doanh nghiệp theo đó cũng thay đổi từng ngày. Một doanh nghiệp đang kinh

doanh thuận lợi có thể nhanh chóng đổi mặt với các nguy cơ mất khả năng thanh toán, để đi đến phá sản hoặc trở thành mục tiêu trong các thương vụ thâu tóm doanh nghiệp, thực tế này ngày càng phổ biến hơn. Bên cạnh các vấn đề về chiến lược kinh doanh, quản lý điều hành thì việc quản trị tài chính nói chung và quản trị dòng tiền nói riêng một cách hiệu quả cũng là chiến lược rất quan trọng góp phần quyết định đến hoạt động bền vững và phát triển thành công của doanh nghiệp.

Đối với mỗi doanh nghiệp, sức khỏe tài chính của doanh nghiệp không chỉ là kết quả kinh doanh lãi hay lỗ mà còn biểu hiện qua khả năng đáp ứng các nghĩa vụ tài chính ngắn hạn, mà dấu hiệu cụ thể nhất là nguồn tiền mặt doanh nghiệp tạo ra có đủ lớn và việc luân chuyển dòng tiền trong quá trình kinh doanh có đủ linh hoạt, kịp thời để đáp ứng các nghĩa vụ thanh toán lãi vay, thanh toán tiền mua hàng cho nhà cung cấp, chi trả cho các khoản chi phí hoạt động và tài trợ cho các dự định đầu tư sinh lời hay không. Mặt khác, nếu xét trên phương diện lợi ích của các cổ đông thì việc các công ty giữ lại quá nhiều tiền mặt có thể phát sinh nhiều vấn đề làm tổn hại đến lợi ích của họ. Vấn đề trực tiếp nhất đó là chi phí cơ hội của tiền, có thể ước tính dựa vào số tiền lãi mà doanh nghiệp nhận được khi gửi tiền tại ngân hàng. Ngoài ra, giữ lại tiền mặt tại doanh nghiệp còn có thể sinh ra các loại chi phí gián tiếp khác mà các lý thuyết tài chính thường hay đề cập đến, đó là chi phí đại diện. Như vậy, câu hỏi đặt ra ở đây là quyết định tỷ lệ nắm giữ tiền mặt, với tư cách là chủ thể trung tâm và là cầu nối cho mọi hoạt động của doanh nghiệp, có ảnh hưởng đến giá trị của doanh nghiệp niêm yết hay không? Những yếu tố nào sẽ chi phối đến quyết định nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp? Mức độ dự trữ tiền hay tỷ lệ nắm giữ tiền mặt hợp lý của một doanh nghiệp trở thành một trong những mối quan tâm thường xuyên của cổ đông và các nhà quản trị, các nhà đầu tư.

Ở Việt Nam, ngành bán lẻ được coi là một trong những ngành kinh tế mũi nhọn¹, quy mô thị trường 142 tỷ USD, dự báo sẽ tăng lên 350 tỷ USD vào năm 2025, đóng góp 59% vào GDP cả nước. Để có thể bảo đảm tính tăng trưởng bền vững luôn là một vấn đề quan trọng đối với hầu hết các doanh nghiệp, doanh nghiệp ngành bán lẻ cũng không phải là ngoại

lệ. Vì vậy, mục tiêu của nghiên cứu này là nghiên cứu các yếu tố tác động đến tỷ lệ nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp bán lẻ niêm yết. Kết quả nghiên cứu sẽ giúp cho các nhà quản trị nhận biết được các yếu tố tác động đến tỷ lệ nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp và dựa trên kết quả đó, các nhà quản trị sẽ xây dựng các chính sách quản trị tiền mặt cũng như hoạch định các chiến lược thông qua việc ra và thực hiện các quyết định đầu tư, quyết định tài trợ và quyết định phân phối sao cho mang lại hiệu quả cao nhất cho doanh nghiệp.

2. Tổng quan nghiên cứu và khuôn khổ lý thuyết

2.1. Tổng quan nghiên cứu

Cho đến nay, về chủ đề các yếu tố ảnh hưởng đến tỷ lệ nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp, có một số nghiên cứu đã công bố trước đây.

Nghiên cứu của (Nguyễn Thị Liên Hoa và cộng sự, 2015) với dữ liệu gồm 2.572 quan sát của các công ty niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam từ 2008 đến 2013, sử dụng cả hai mô hình ước lượng dữ liệu bảng tĩnh và động để kiểm định mối quan hệ này. Kết quả nghiên cứu cho thấy tồn tại mối quan hệ hình “U ngược” giữa hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp và tỷ lệ tiền mặt trên tổng tài sản tại các doanh nghiệp Việt Nam. Nghiên cứu của (Phạm Thanh Tú, 2017) đã bổ sung thêm minh chứng thực nghiệm ủng hộ bằng cơ sở dữ liệu của công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Thành phố Hồ Chí Minh từ 2011 đến 2013, chứng minh được quy mô công ty, vốn lưu động ròng, dòng tiền, đòn bẩy tài chính, lợi nhuận trên tổng tài sản, thời gian hoạt động và sở hữu nhà nước thể hiện tác động đến tỷ lệ nắm giữ tiền mặt của công ty trong mẫu. Nghiên cứu này cũng cho thấy tỷ lệ nắm giữ tiền mặt trung bình của các công ty là 13%. Ngoài ra, nghiên cứu này cho thấy tồn tại mối quan hệ hình chữ N giữa giá trị doanh nghiệp và tỷ lệ tiền mặt nắm giữ. Nội tiếp mạch nghiên cứu này, (Nguyễn Thanh Cuong, 2019) đã áp dụng mô hình hồi quy ngưỡng của (Hansen, 1999) để kiểm tra hiệu ứng ngưỡng của tỷ lệ nắm giữ tiền mặt lên hiệu quả hoạt động của 306 công ty phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2008 - 2017, cho thấy tồn tại mối quan hệ phi tuyến giữa tỷ lệ nắm giữ tiền mặt và hiệu quả hoạt động công ty.

1. Báo cáo “Đề án Tái cơ cấu ngành Công Thương giai đoạn 2021 - 2030”

Trước đó, nghiên cứu của (Ogundipe và cộng sự, 2012) làm sáng tỏ mối quan hệ giữa nắm giữ tiền mặt và đặc điểm của doanh nghiệp tại Negeria. Bài nghiên cứu cho rằng dòng tiền, vốn luân chuyển ròng, lợi nhuận và đầu tư vào chi tiêu vốn có tác động đáng kể đến nắm giữ tiền mặt. Bài viết này góp phần tìm ra các yếu tố tài chính tác động đến nắm giữ tiền mặt và đưa ra những phát hiện hữu ích cho các nhà quản lý tài chính, nhà đầu tư và chuyên gia tư vấn quản lý tài chính.

Cũng khai thác khía cạnh đặc điểm hoạt động của doanh nghiệp với tỷ lệ nắm giữ tiền mặt, (Chen và Liu, 2013) nghiên cứu việc nắm giữ tiền mặt của các công ty ở Trung Quốc, thông qua dữ liệu báo cáo tài chính của 1406 công ty trong giai đoạn năm 2003-2012, bằng phương pháp hồi quy thống kê, nhóm nghiên cứu đã kết luận: khi các công ty bị hạn chế về tài chính nhiều hơn thì khả năng giữ tiền mặt của họ nhiều hơn, các công ty có đòn bẩy tài chính thấp, vốn lưu động thuần và chi tiêu vốn thấp hơn có nhiều khả năng gia tăng nắm giữ tiền mặt. Ngoài ra, Trung Quốc có môi trường kinh tế khác với các nước phát triển, hầu hết các công ty sản xuất là nhà nước. Do vậy, các chính sách của chính phủ ảnh hưởng đến động cơ nắm giữ tiền của công ty.

Một nghiên cứu nữa ủng hộ các kết luận về ảnh hưởng của đặc điểm hoạt động doanh nghiệp đến tỷ lệ nắm giữ tiền mặt là nghiên cứu của (Kafayat và cộng sự, 2014) thực hiện với 40 công ty phi tài chính ở Pakistan thuộc 6 ngành công nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Karachi giai đoạn 2008 - 2012, kết quả nghiên cứu đã chỉ ra: quy mô công ty, vốn lưu động ròng và chi trả cổ tức có mối tương quan dương với việc nắm giữ tiền mặt của công ty, đòn bẩy tài chính và chi tiêu vốn có mối tương quan âm. Các ngành công nghiệp khác nhau tỷ lệ nắm giữ tiền mặt có khác nhau. So với những nghiên cứu trước đó, nghiên cứu này bổ sung thêm minh chứng về việc chi trả cổ tức tác động đến tỷ lệ nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp.

Trong một góc độ tiếp cận khác khi nghiên cứu về chính sách tiền mặt của doanh nghiệp, (Gao và cộng sự, 2013) cung cấp một trong những so sánh mẫu lớn đầu tiên về chính sách tiền mặt tại các công ty công và công ty tư nhân Hoa Kỳ. Các vấn đề về đại diện không chỉ ảnh hưởng đến mức mục tiêu tiền mặt mà còn cả cách các nhà quản lý phản ứng với tiền mặt vượt quá mục tiêu. Việc nắm giữ tiền mặt

của các công ty tư nhân chỉ bằng nửa so với nắm giữ tiền mặt ở các công ty công. Bằng việc thiết lập chính sách tiền mặt cho mỗi nhóm, các tác giả cho rằng sự khác nhau dẫn đến chi phí đại diện cao.

Như vậy, việc nắm giữ lượng tiền mặt trong công ty vẫn là đề tài còn nhiều tranh luận và chưa có sự thống nhất. Các nghiên cứu đã thực hiện đã cung cấp một cơ sở lý luận cơ bản về các yếu tố ảnh hưởng đến tỷ lệ nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp cũng như những minh chứng thực nghiệm trên một phạm vi nghiên cứu nhất định về ảnh hưởng của một số yếu tố đến tỷ lệ nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp. Từ những nghiên cứu này có thể kế thừa được cách xác định tỷ lệ nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp so với tổng tài sản cũng như kế thừa những kết luận về ảnh hưởng của hiệu quả hoạt động, quy mô doanh nghiệp, cấu trúc vốn, vốn lưu động, cổ tức, dòng tiền, ... của doanh nghiệp tới tỷ lệ nắm giữ tiền mặt. Tuy vậy, với trường hợp doanh nghiệp bán lẻ tại Việt Nam cần kiểm định xem liệu rằng các yếu tố nói trên có thể hiện tác động tới tỷ lệ nắm giữ tiền mặt tương tự như những kết quả nghiên cứu trước đây hay không. Kết quả nghiên cứu này có thể giúp các nhà quản trị của các công ty ngành bán lẻ niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam điều chỉnh tỷ lệ nắm giữ tiền mặt hợp lý, nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động và góp phần gia tăng giá trị công ty.

2.2. Khuôn khổ lý thuyết của nghiên cứu

Những nghiên cứu trước đây đã đề cập đến vai trò quan trọng của tiền với doanh nghiệp cũng như ý nghĩa của thông tin về mức nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp với các đối tượng khác nhau. Trong đó, tỷ lệ nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp trong các nghiên cứu đã thực hiện thường được xác định bằng tỷ lệ so với tổng tài sản của doanh nghiệp.

Có thể kể đến một số yếu tố chủ yếu tác động đến tỷ lệ nắm giữ tiền mặt, gồm:

(1) Quy mô của doanh nghiệp

Thông thường những doanh nghiệp có quy mô tài sản lớn thường dễ dàng tiếp cận với các nguồn huy động vốn hơn, có điều kiện hơn về tài chính, nhân lực, trình độ quản lý,... Do những thuận lợi đó, doanh nghiệp có quy mô lớn không cần duy trì một tỷ lệ tiền mặt lớn so với tổng quy mô tài sản.

(2) Đặc điểm vốn lưu động của doanh nghiệp (quy mô vốn lưu động, vốn lưu động ròng).

Vốn lưu động là phần vốn có tính linh hoạt cao, khả năng chuyển đổi thành tiền dễ dàng. Khi một doanh nghiệp có quy mô vốn lưu động lớn, nhất là phần vốn lưu động ròng, tiền mặt của doanh nghiệp đó được đảm bảo hơn.

(3) Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp

Dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp phản ánh mức tạo tiền từ hoạt động kinh doanh cho lượng tiền gia tăng trong kỳ của doanh nghiệp. Do đó những doanh nghiệp có dòng tiền thuần lớn sẽ đảm bảo cho doanh nghiệp đó một lượng tiền mặt dồi dào.

(4) Mức độ vay nợ hay sử dụng đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp

Các nguồn vay nợ bên ngoài, hay sử dụng đòn bẩy tài chính, ràng buộc trách nhiệm cao hơn so với các nguồn tài trợ bên trong của doanh nghiệp. Nếu doanh nghiệp vay nợ càng nhiều thì rủi ro tài chính tăng, khi đó doanh nghiệp thường duy trì một lượng tài sản có tính lỏng cao nói chung, lượng tiền mặt nói riêng đủ lớn để đáp ứng với nghĩa vụ thanh toán các khoản nợ.

(5) Lợi nhuận của doanh nghiệp đạt được

Thông thường, lợi nhuận được coi là một trong những nguồn gia tăng tiền quan trọng cho doanh nghiệp. Bỏ qua sự tác động từ các kỹ thuật hạch toán kế toán, nếu một doanh nghiệp có lợi nhuận dồi dào thì thường có lượng tiền mặt dồi dào, tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp càng tốt càng đảm bảo cho nguồn tiền cho hoạt động của doanh nghiệp.

(6) Thời gian hoạt động của doanh nghiệp

Những doanh nghiệp có thời gian hoạt động lâu dài thường được đánh giá có tính ổn định cao hơn, do đó tỷ lệ nắm giữ tiền mặt của những doanh nghiệp này thường lớn. Tuy vậy, cũng có những trường hợp doanh nghiệp có thời gian hoạt động lâu, tính ổn định cao, có khả năng tiếp cận các nguồn vốn tốt hơn nên không cần duy trì một lượng tiền mặt quá lớn so với tổng tài sản. Tức là, mối quan hệ giữa thời gian hoạt động hay tuổi thọ của doanh nghiệp với mức độ nắm giữ tiền của doanh nghiệp tùy trường hợp cụ thể xong cần có những kiểm định thực tế để đánh giá.

(7) Chính sách chi trả cổ tức của doanh nghiệp

Những nghiên cứu thực nghiệm đã chỉ ra mối liên hệ tác động giữa việc trả cổ tức của doanh nghiệp với tỷ lệ nắm giữ tiền mặt. Thực tế khi các

công ty cổ phần trả cổ tức bằng tiền, lượng tiền mặt doanh nghiệp nắm giữ có thể giảm sút, trong khi những doanh nghiệp trả cổ tức bằng cổ phiếu hoặc giữ lại lợi nhuận nhiều hơn thì lượng tiền mặt của doanh nghiệp nắm giữ sẽ cao hơn. Do sự khác biệt về quyết định phân phối lợi nhuận của doanh nghiệp, mối quan hệ tác động giữa trả cổ tức với tỷ lệ tiền mặt mà doanh nghiệp nắm giữ cần được mô tả rõ hơn bằng các nghiên cứu thực nghiệm.

3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu nghiên cứu được thu thập từ 22 công ty niêm yết ngành bán lẻ trên hai sở giao dịch chứng khoán, dựa trên báo cáo tài chính, báo cáo thường niên của các công ty công bố trên website <https://finance.vietstock.vn> từ năm 2018 đến năm 2022. Mẫu nghiên cứu gồm 7 công ty cổ phần niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) và 15 công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP Hồ Chí Minh (HOSE), trong đó có 13 công ty niêm yết từ 2010 trở về trước và 9 công ty niêm yết sau 2010. Dữ liệu đã thu thập được tổng hợp bằng Microsoft Excels để phục vụ phân tích (bảng 1).

3.2. Phương pháp nghiên cứu

Trong bài nghiên cứu này, các tác giả tham khảo mô hình nghiên cứu của (Ogundipe và cộng sự, 2012), (Chen và Liu, 2013), (Kafayat và cộng sự, 2014) và có một số điều chỉnh theo nghiên cứu của (Phạm Thanh Tú, 2017) để phù hợp với dữ liệu nghiên cứu ở Việt Nam. Các giả thuyết và mô hình nghiên cứu như sau:

Giả thuyết H1: Công ty có quy mô lớn thường có điều kiện về vốn, nguồn nhân lực, tài sản và đặc biệt là tiếp cận nguồn vốn dễ dàng hơn nên việc nắm giữ tiền mặt của các công ty này ít hơn. Quy mô công ty có mối tương quan âm đến việc nắm giữ tiền mặt.

Giả thuyết H2: Những công ty có vốn lưu động càng nhiều thường dễ dàng chuyển đổi thành tiền mặt nên các công ty có vốn lưu động càng nhiều thì nắm giữ tiền mặt càng lớn. Vốn lưu động ròng có mối tương quan dương đến việc nắm giữ tiền mặt.

Giả thuyết H3: Các công ty có dòng tiền từ hoạt động kinh doanh càng cao thì sẽ nắm giữ tiền mặt nhiều hơn. Dòng tiền có mối tương quan dương đến việc nắm giữ tiền mặt.

Giả thuyết H4: Những công ty sử dụng nguồn tài trợ bên ngoài thường tăng xác suất phá sản và do đó

Bảng 1: Danh sách công ty niêm yết ngành bán lẻ trong mẫu nghiên cứu

| TT | Mã cổ phiếu | Nơi niêm yết | Lĩnh vực kinh doanh | Năm niêm yết |
|----|-------------|--------------|--|--------------|
| 1 | AMD | HOSE | Kinh doanh vật liệu xây dựng và vật tư liên quan | 2015 |
| 2 | AST | HOSE | Cửa hàng tổng hợp | 2018 |
| 3 | BTT | HOSE | Cửa hàng tổng hợp | 2010 |
| 4 | CCI | HOSE | Trạm xăng có cửa hàng tiện lợi | 2010 |
| 5 | CIA | HNX | Các cửa hàng hàng hóa khác | 2017 |
| 6 | CMV | HOSE | Cửa hàng tổng hợp | 2010 |
| 7 | COM | HOSE | Trạm xăng có cửa hàng tiện lợi | 2006 |
| 8 | CTC | HNX | Cửa hàng sách, ấn bản và âm nhạc | 2008 |
| 9 | CTF | HOSE | Cửa hàng phụ tùng xe hơi, phụ kiện và sắm lốp | 2017 |
| 10 | FRT | HOSE | Cửa hàng máy tính và phần mềm | 2018 |
| 11 | HAX | HOSE | Bán lẻ xe hơi | 2006 |
| 12 | HTC | HNX | Trạm xăng có cửa hàng tiện lợi | 2010 |
| 13 | MWG | HOSE | Cửa hàng máy tính và phần mềm | 2014 |
| 14 | NAV | HOSE | Kinh doanh vật liệu xây dựng và vật tư liên quan | 2006 |
| 15 | PNC | HOSE | Cửa hàng dụng cụ, văn phòng phẩm và quà tặng | 2005 |
| 16 | SFC | HOSE | Trạm xăng có cửa hàng tiện lợi | 2004 |
| 17 | SVC | HOSE | Bán lẻ xe hơi | 2009 |
| 18 | SVN | HNX | Kinh doanh vật liệu xây dựng và vật tư liên quan | 2011 |
| 19 | TMC | HNX | Trạm xăng có cửa hàng tiện lợi | 2009 |
| 20 | TMX | HNX | Kinh doanh vật liệu xây dựng và vật tư liên quan | 2009 |
| 21 | VGC | HOSE | Kinh doanh vật liệu xây dựng và vật tư liên quan | 2018 |
| 22 | VTJ | HNX | Cửa hàng đồ dùng gia đình | 2017 |

(Nguồn: Nhóm tác giả tổng hợp)

các công ty giữ tiền mặt nhiều hơn để giảm xác suất kiệt quệ tài chính. Nguồn tài trợ bên ngoài có mối tương quan dương đến việc nắm giữ tiền mặt công ty.

Giả thuyết H5: Công ty nào có lợi nhuận càng nhiều sẽ tạo ra dòng tiền lớn từ hoạt động kinh doanh nên việc nắm giữ tiền mặt ở các công ty này sẽ nhiều hơn. Lợi nhuận có mối tương quan dương đến việc nắm giữ tiền mặt của công ty.

Giả thuyết H6: Những công ty có thời gian hoạt động càng lâu thì tình hình hoạt động kinh doanh của công ty càng ổn định nên việc nắm giữ tiền mặt của công ty sẽ nhiều hơn. Tuổi thọ công ty có mối tương quan dương đến việc nắm giữ tiền mặt.

Giả thuyết H7: Những công ty trả cổ tức cao làm giảm lượng tiền nắm giữ, tỷ lệ nắm giữ tiền mặt của công ty giảm. Việc công ty trả cổ tức có tương quan âm đến việc nắm giữ tiền mặt.

$$CASH = \beta_0 + \beta_1 LnSIZE + \beta_2 NWC + \beta_3 CF + \beta_4 LEV + \beta_5 ROA + \beta_6 AGE + \beta_7 DIV + \varepsilon$$

Trong đó:

β_0 : hệ số chặn.

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6, \beta_7$: là tham số chưa biết của mô hình.

ε : Sai số của mô hình

Dựa vào kết quả nghiên cứu trước đây, biến sử dụng trong các mô hình được tổng hợp và trình bày trong Bảng 2.

Từ bộ dữ liệu đã tổng hợp của 22 công ty cổ phần niêm yết ngành bán lẻ, các phân tích thống kê mô tả và phân tích hồi quy được thực hiện trên ứng dụng STATA16.0 với các kỹ thuật phân tích hồi quy Pooled-OLS, FEM, REM, GLS cùng các kiểm định nhằm phát hiện và xử lý sai sót của mô hình nghiên cứu như kiểm định hệ số VIF, kiểm định F-test, kiểm định Hausman.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Kết quả phân tích thống kê mô tả

Biểu đồ trong Hình 1 phản ánh diễn biến một số chỉ tiêu tài chính chủ yếu của công ty cổ phần niêm yết ngành Bán lẻ tại Việt Nam giai đoạn 2018-2022. Dữ liệu tổng hợp của 22 công ty cổ phần cho thấy, giá trị tổng tài sản bình quân của các công ty có xu hướng tăng khá đều, đến năm 2022 chững lại và giảm nhẹ. Cơ cấu nguồn vốn cũng có biến động khác biệt, tỷ lệ nợ tăng lên 2018 - 2019 sau đó thể hiện rõ xu hướng giảm dần ở các năm 2020 - 2022,

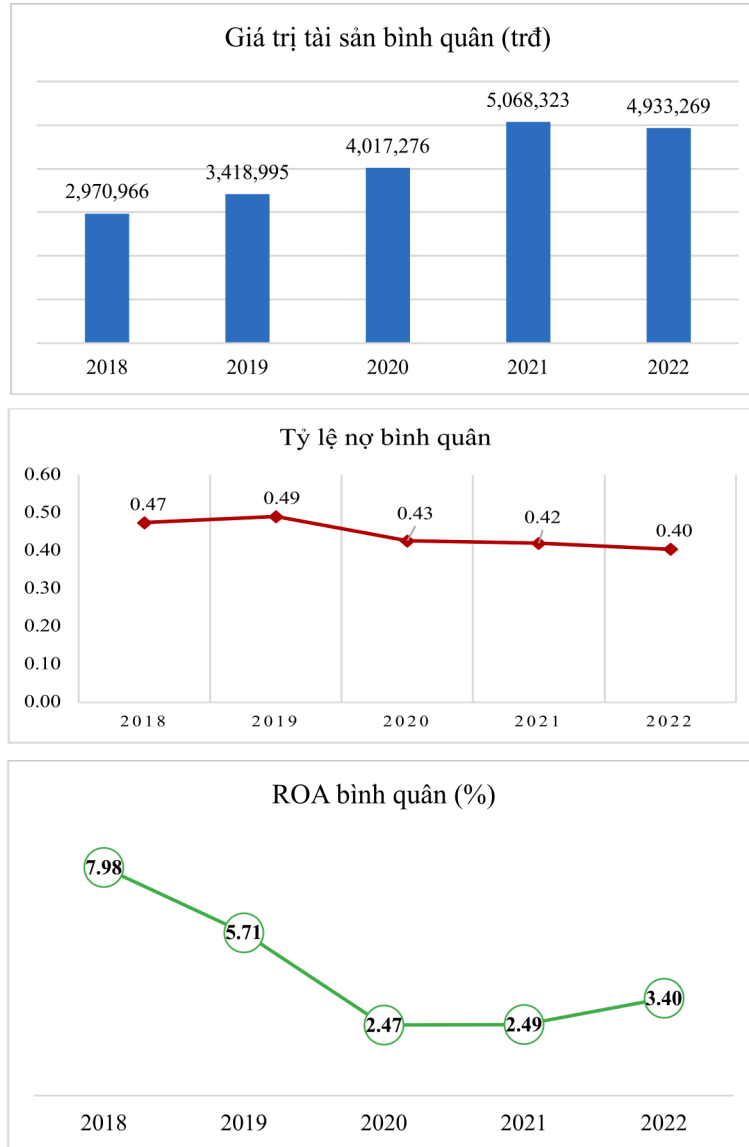
Bảng 2: Mô tả các biến trong mô hình nghiên cứu

| Tên biến | Cách xác định | Nghiên cứu đã sử dụng |
|----------|--|--|
| CASH | Tiền và các khoản tương đương tiền/Tổng tài sản ròng | (Kafayat và cộng sự, 2014), (Phạm Thanh Tú, 2017) |
| SIZE | Tổng tài sản (giá trị logarit) | (Kafayat và cộng sự, 2014), (Phạm Thanh Tú, 2017) |
| NWC | (Tài sản ngắn hạn - Nợ ngắn hạn)/Tổng tài sản ròng | (Ogundipe và cộng sự, 2012), (Kafayat và cộng sự, 2014), (Phạm Thanh Tú, 2017) |
| CF | Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh/Tổng tài sản | (Chen và Liu, 2013), (Phạm Thanh Tú, 2017) |
| LEV | Tổng nợ/Tổng tài sản | (Gao và cộng sự, 2013), (Phạm Thanh Tú, 2017) |
| ROA | Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh/Tổng tài sản | (Ogundipe và cộng sự, 2012), (Phạm Thanh Tú, 2017) |
| AGE | Số năm hoạt động (giá trị logarit) | (Gao và cộng sự, 2013), (Phạm Thanh Tú, 2017) |
| DIV | Nếu công ty có chi trả là 1, ngược lại là 0 | (Kafayat và cộng sự, 2014), (Phạm Thanh Tú, 2017) |

(Nguồn: Nhóm tác giả tổng hợp)

xu hướng “an toàn hóa” chỉ tiêu tỷ lệ nợ phù hợp với tình hình chung trong thời kỳ các doanh nghiệp đối phó với tác động của đại dịch COVID-19 ở Việt Nam. Khác với giá trị tài sản và tỷ lệ nợ bình quân, biến động của ROA bình quân các công ty trong mẫu nghiên cứu phân hóa thành 2 xu hướng rõ rệt, giảm mạnh ở các năm 2018 - 2020 sau đó cải thiện dần đến 2022.

Kết quả phân tích thống kê mô tả các biến của mô hình nghiên cứu được trình bày ở Bảng 3 và Hình 2. Tỷ lệ nắm giữ tiền mặt so với tổng tài sản của các công ty trong mẫu nghiên cứu (CASH) có giá trị phân bố từ 0 đến 0,5668081, tỷ lệ nắm giữ tiền mặt trung bình của các công ty trong mẫu nghiên cứu khoảng 10,47%. Mức độ tập trung/phân tán của CASH phản ánh trên đồ thị của Hình 2. Qua các thông số trong

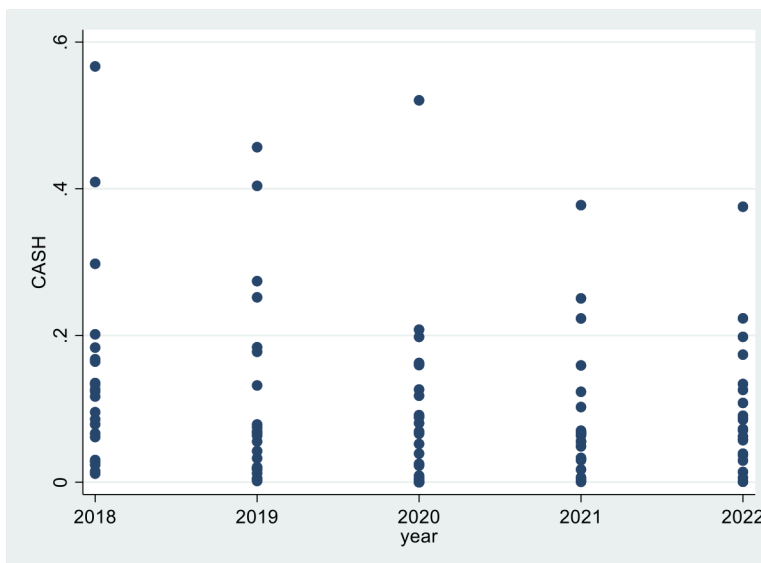


(Nguồn: Tổng hợp từ báo cáo tài chính của 22 công ty niêm yết ngành Bán lẻ)

Hình 1: Diễn biến một số chỉ tiêu tài chính chủ yếu của 22 công ty niêm yết ngành Bán lẻ giai đoạn 2018 - 2022

Bảng 3 và đồ thị Hình 2 có thể thấy tỷ lệ nắm giữ tiền mặt của các công ty niêm yết ngành bán lẻ tập trung nhiều ở khoảng giá trị dưới 0,5.

Theo kết quả phân tích tương quan trình bày tại Bảng 4, có thể dự báo có tồn tại mối quan hệ tác động giữa các biến độc lập của mô hình nghiên cứu



(Nguồn: Kết quả phân tích bằng STATA 16.0)

Hình 2: Mức độ tập trung của giá trị tỷ lệ nắm giữ tiền mặt

Trong các biến độc lập, DIV nhận giá trị 0 hoặc 1 thể hiện trong năm công ty không trả cổ tức/có trả cổ tức. Biến LEV có giá trị quan sát cao nhất 1,297835 do trường hợp công ty âm vốn chủ sở hữu. ROA của các công ty cũng phân tán khá mạnh, khoảng cách biệt giữa giá trị thấp nhất và giá trị cao nhất tương đối lớn, độ lệch chuẩn của ROA khá cao, chứng tỏ giữa các công ty trong mẫu nghiên cứu có mức độ khác biệt rất rõ về ROA.

với biến phụ thuộc CASH. Các hệ số tương quan không lớn, nên có cơ sở dự báo khả năng mô hình có hiện tượng đa cộng tuyến là không cao, tuy nhiên cần kiểm định lại để có kết quả chính xác.

Hệ số tương quan trong Bảng 4 bước đầu cho thấy có tồn tại mối quan hệ tương quan âm giữa quy mô công ty với tỷ lệ nắm giữ tiền mặt, bước đầu ủng hộ giả thuyết H1 của nghiên cứu. Tương tự, hệ số tương quan của NWC, CF với CASH cũng ủng hộ giả

Bảng 3: Kết quả phân tích thống kê mô tả

| Variable | Obs | Mean | Std. Dev. | Min | Max |
|----------|-----|----------|-----------|-----------|----------|
| CASH | 110 | .1047079 | .1136559 | 0 | .5668081 |
| TS | 110 | 4081766 | 1.06e+07 | 10126.73 | 6.30e+07 |
| NWC | 110 | .3028735 | .7394876 | -.1769695 | 7.670611 |
| CF | 110 | .0341014 | .138153 | -.4050461 | .3837325 |
| LEV | 110 | .4429289 | .2432435 | 0 | 1.297835 |
| ROA | 110 | 4.412 | 8.440203 | -40.47 | 34.47 |
| AGE | 110 | 8.818182 | 4.766438 | 0 | 18 |
| DIV | 110 | .7636364 | .4267924 | 0 | 1 |

(Nguồn: Kết quả phân tích bằng STATA 16.0)

thuyết H2, H3 đã đặt ra trước đó. Hệ số tương quan của LEV với CASH mang giá trị âm, cho thấy kết quả ban đầu rằng tỷ lệ đòn bẩy tài chính (tổng nợ/tổng tài sản) của các công ty trong mẫu nghiên cứu có tương quan âm với tỷ lệ nắm giữ tiền mặt, nghĩa là kết quả ban đầu này cho dự báo ngược lại với giả thuyết H4. Những kết quả này là cơ sở ban đầu để tiến hành kiểm định mối quan hệ giữa các biến của mô hình nghiên cứu bằng các phân tích hồi quy.

+ Kết quả phân tích bằng mô hình tác động cố định FEM cho thấy chỉ có hai biến độc lập thể hiện quan hệ tác động có ý nghĩa thống kê (tác động dương) lên biến phụ thuộc CASH là CF và LEV.

+ Trong kết quả phân tích hồi quy bằng mô hình tác động ngẫu nhiên REM, ngoài hai biến độc lập CF và LEV còn có biến độc lập ROA có thể hiện tác động dương (có ý nghĩa thống kê) lên biến phụ thuộc CASH.

Bảng 4: Kết quả phân tích tương quan

| | CASH | SIZE | NWC | CF | LEV | ROA | AG |
|-----------|-------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| CASH | 1.0000 | | | | | | |
| SIZE | -0.1534 | 1.0000 | | | | | |
| NWC | 0.1461 | -0.3395 | 1.0000 | | | | |
| CF | 0.2308 | 0.1041 | -0.0509 | 1.0000 | | | |
| LEV | -0.0248 | 0.5452 | -0.1109 | 0.1012 | 1.0000 | | |
| ROA | 0.1758 | 0.1048 | -0.1262 | 0.0495 | 0.0942 | 1.0000 | |
| AG | 0.0965 | -0.2539 | -0.2372 | 0.0282 | -0.0500 | 0.2229 | 1.0000 |
| DIVdummy1 | -0.2794 | -0.2366 | -0.0440 | -0.0976 | -0.3608 | -0.4162 | 0.0118 |
| DIVdummy2 | 0.2794 | 0.2366 | 0.0440 | 0.0976 | 0.3608 | 0.4162 | -0.0118 |
| | DIVdum~1 DIVdum~2 | | | | | | |
| DIVdummy1 | 1.0000 | | | | | | |
| DIVdummy2 | -1.0000 | 1.0000 | | | | | |

(Nguồn: Kết quả phân tích bằng STATA 16.0)

4.2. Kết quả phân tích hồi quy

Bằng các kỹ thuật phân tích hồi quy Pooled-OLS, FEM, REM thực hiện bằng STATA16.0 cho thấy:

+ Phân tích hồi quy OLS chỉ có hai biến thể hiện quan hệ tác động có ý nghĩa thống kê lên tỷ lệ nắm giữ tiền mặt của nhóm công ty trong mẫu, là CF (tác động dương) và DIV (tác động âm).

Các kết quả kiểm định F-test, Hausman-test cho kết quả phương pháp ước lượng REM phù hợp hơn cho phân tích mô hình. Khi phân tích, các kết quả kiểm định sai sót của mô hình cũng được thực hiện để kiểm tra và khắc phục sai sót nếu có. Kết quả kiểm định thể hiện trong Bảng 5.

Bảng 5: Kết quả kiểm định sai sót của mô hình

| Sai sót | Kết quả kiểm định | Có/Không |
|----------------------------|--|----------|
| Đa cộng tuyến | Hệ số VIF $\leq 1,92$ (giá trị trung bình của hệ số VIF = 1,43) | KHÔNG |
| Phương sai sai số thay đổi | Prob>chi2 = 0,0000 | CÓ |
| Tự tương quan | Prob > F = 0,2234 | KHÔNG |

(Nguồn: Kết quả phân tích bằng STATA16.0)

Theo kết quả Bảng 5, mô hình nghiên cứu không có hiện tượng đa cộng tuyến, các hệ số VIF nhỏ hơn hoặc bằng 1,92 với giá trị trung bình của hệ số VIF là 1,43. Kiểm định Wooldridge cho kết quả mô hình không có hiện tượng tự tương quan ($Prob > F = 0,2234$) nhưng kiểm định hiện tượng phương sai sai số thay đổi (Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test) lại cho kết quả mô hình có hiện tượng phương sai sai số thay đổi $Prob > \chi^2 = 0,0000$). Do đó, kỹ thuật phân tích GLS được thực hiện để khắc phục.

Bảng 6 tổng hợp và trình bày các kết quả phân tích hồi quy.

tiền mặt của công ty ngành bán lẻ tăng khoảng 0,206%. Trong khi đó, DIV tác động nghịch chiều lên tỷ lệ nắm giữ tiền mặt, kết quả hồi quy cho thấy khi công ty trả cổ tức thì tỷ lệ nắm giữ tiền mặt giảm xuống.

4.3. Thảo luận

Như vậy, với kết quả phân tích đã thực hiện, bộ dữ liệu đã sử dụng chưa đủ cơ sở để chấp nhận các giả thuyết H1, H2, H4, H5, H6. Tuy vậy, kết quả nghiên cứu cũng cho thấy một góc nhìn khác với giả thuyết H3 và H7.

Từ kết quả phân tích đã thực hiện với bộ dữ liệu của 22 công ty cổ phần niêm yết ngành Bán lẻ tại

Bảng 6: Kết quả phân tích hồi quy OLS, FEM, REM và GLS

| | CASH | | | |
|-----------|----------------------|------------|---------------|---------------|
| | OLS | FEM | REM | GLS |
| SIZE | -0,0128 | 0,0434 | -0,0174 | -0,00239 |
| NWC | 0,0155 | 0,0168 | 0,00164 | 0,0128 |
| CF | 0,193** | 0,118** | 0,119** | 0,206*** |
| LEV | -0,0212 | 0,205*** | 0,149** | -0,0135 |
| ROA | 0,000973 | 0,00157 | 0,00160* | 0,000631 |
| AG | 0,00815 | -0,0213 | -0,00599 | -0,00819 |
| DIVdummy1 | -0,0752** | -0,0185 | -0,00283 | -0,0692*** |
| DIVdummy2 | . | . | . | . |
| _cons | 0,273* | -0,556 | 0,275 | 0,136** |
| | Prob > F = | Prob > F = | Prob > chi2 = | Prob > chi2 = |
| | 0,0027 | 0,0016 | 0,0046 | 0,0000 |
| N | 108 | 108 | 108 | 108 |
| R-sq | 0,192 | 0,248 | | |
| | Hausman-test | | | |
| | Prob > chi2 = 0,1000 | | | |

Chú thích: * $p < 0,1$, ** $p < 0,05$, *** $p < 0,01$
(Nguồn: Kết quả phân tích bằng STATA16.0)

Kết quả phân tích hồi quy GLS sau khi khắc phục các sai sót của mô hình nghiên cứu cho thấy biến CF và biến DIV thể hiện mối quan hệ tác động (có ý nghĩa thống kê) lên biến phụ thuộc, trong đó CF thể hiện tác động dương và DIV thể hiện tác động âm.

Với kết quả kiểm định này, trong phạm vi nghiên cứu của mẫu, cứ 1% tăng thêm của CF thì tỷ lệ nắm giữ

Việt Nam, các kết quả nghiên cứu đã chỉ ra mối quan hệ tác động cùng chiều của CF (tỷ lệ lưu chuyển tiền từ hoạt động kinh doanh so với tổng tài sản) lên tỷ lệ nắm giữ tiền mặt CASH của doanh nghiệp, độ tin cậy 99%. Kết quả này có thể lý giải rằng khi công ty có dòng tiền từ hoạt động kinh doanh dồi dào thì tỷ lệ tiền mặt so với tài sản của công ty có xu hướng tăng. Mặt khác, khi mang kết

quả phân tích trên trao đổi với chuyên gia quản lý tài chính doanh nghiệp, nhóm tác giả tổng hợp và nhận định rằng việc nắm giữ tỷ lệ tiền mặt cao so với tổng tài sản cũng một phần phản ánh những nỗ lực của công ty đảm bảo chủ động tiền mặt đối phó với những nhu cầu phát sinh khi hoạt động kinh doanh có tiềm năng tăng trưởng, mở rộng. Kết quả này bổ sung thêm cho những nghiên cứu trước đây, đồng thời gợi mở hướng nghiên cứu thực nghiệm tiếp theo về mối quan hệ giữa tỷ lệ nắm giữ tiền mặt của công ty với chiến lược kinh doanh và đầu tư.

Kết quả phân tích đã thực hiện cũng cho thấy mối quan hệ ngược chiều giữa việc trả cổ tức của công ty với tỷ lệ nắm giữ tiền mặt. Kết quả này phản ánh thực tế rằng tỷ lệ nắm giữ tiền mặt giảm xuống khi công ty trả cổ tức và ngược lại. Mặt khác, kết hợp với thông tin khi trao đổi với chuyên gia, giả thuyết H7 được khẳng định chắc hơn, tức là kết quả nghiên cứu phản ánh rằng công ty có thể tìm cách cắt giảm mức trả cổ tức bằng tiền để giữ lại tiền mặt vừa tránh áp lực lên cân đối dòng tiền vừa giữ nguồn lực cho đầu tư. Kết quả nghiên cứu này ủng hộ những nghiên cứu trước đây về mối quan hệ giữa tỷ lệ nắm giữ tiền mặt với một số nhân tố thuộc doanh nghiệp, đồng thời khác với kết quả nghiên cứu của (Phạm Thanh Tú, 2017) khi có bằng chứng mang ý nghĩa thống kê cao về mối quan hệ tác động của việc chi trả cổ tức với tỷ lệ nắm giữ tiền mặt của công ty.

Mặc dù bộ dữ liệu của 22 công ty niêm yết ngành Bán lẻ chưa đủ cơ sở để kết luận về mối quan hệ tác động giữa tỷ lệ nợ, quy mô công ty, tỷ lệ vốn lưu động ròng, số năm hoạt động, hiệu quả hoạt động lên tỷ lệ nắm giữ tiền mặt, song từ kết quả nghiên cứu nhóm tác giả cũng nhận thấy cần có thêm các nghiên cứu thực nghiệm với quy mô mẫu lớn hơn, bổ sung thêm các biến giải thích về đặc điểm quản trị công ty, khác biệt ngành nghề, biến số kinh tế vĩ mô,... để luận giải rõ hơn sự biến động tỷ lệ nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp.

5. Kết luận

Bảng dữ liệu bảng thu thập từ 22 công ty cổ phần niêm yết ngành Bán lẻ trên HNX và HOSE trong giai đoạn 2018 - 2022, kết quả nghiên cứu được thực hiện đã chỉ ra mối quan hệ tác động giữa tỷ lệ dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh trên tổng tài sản và việc chi trả cổ tức của công ty lên tỷ lệ nắm giữ tiền mặt. Các kết quả ước lượng hồi quy có ý nghĩa thống kê. Tuy nhiên, với bộ dữ liệu này, chưa đủ cơ sở kết

luận về mối quan hệ tác động giữa các yếu tố như quy mô công ty, thời gian hoạt động, tỷ lệ nợ, tỷ lệ vốn lưu động ròng, hiệu quả hoạt động, ... lên tỷ lệ nắm giữ tiền mặt của công ty trong mẫu nghiên cứu.

Kết quả của nghiên cứu này cung cấp thêm cho các nhà quản trị doanh nghiệp nói chung, quản trị tài chính doanh nghiệp ngành Bán lẻ nói riêng minh chứng thực nghiệm, qua đó cần chú trọng hơn mối quan hệ tác động giữa dòng tiền hoạt động và chính sách chi trả cổ tức với tỷ lệ nắm giữ tiền mặt của công ty, đặc biệt trong dự báo và quản trị dòng tiền của công ty cần có quan tâm hơn nữa dự báo thay đổi dòng tiền để kịp thời có những quyết định chủ động về dự trữ ngân quỹ. Nghiên cứu này cũng cung cấp thêm một trong những khía cạnh các nhà quản trị tài chính doanh nghiệp bán lẻ khi hoạch định chính sách cổ tức cũng nên quan tâm đến áp lực cân đối ngân quỹ để có lựa chọn phù hợp về tỷ lệ chi trả, hình thức trả và thời điểm trả cổ tức để có thể hạn chế được những tác động không tích cực lên cân đối dòng tiền.

Thông tin từ kết quả nghiên cứu cũng góp phần giúp các nhà đầu tư hiểu rõ hơn mối liên hệ giữa mức độ nắm giữ tiền mặt và tình hình chi trả cổ tức, dòng tiền hoạt động của công ty, nhất là có cơ sở để dự báo và phân tích mối quan hệ giữa khả năng thanh toán tiền mặt của công ty với tình hình kinh doanh thông qua việc tìm hiểu sâu hơn về diễn biến dòng tiền hoạt động qua thông tin của báo cáo tài chính.

Tuy nhiên, quy mô mẫu của nghiên cứu này không lớn cũng là một hạn chế cần tiếp tục cải thiện trong các nghiên cứu thực nghiệm tiếp theo nhằm đánh giá tác động của các yếu tố lên tỷ lệ nắm giữ tiền mặt của công ty cổ phần niêm yết ngành Bán lẻ tại Việt Nam. ♦

Tài liệu tham khảo:

Bates, T. W., Kahle, K. M., & Stulz, R. M. (2009). Why do US firms hold so much more cash than they used to? *The journal of Finance*, 64(5), 1985-2021.

Blanchard, O. J., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1994). What do firms do with cash windfalls? *Journal of Financial Economics*, 36(3), 337-360.

Chen, S. & Liu, S. (2013). Corporate Cash Holdings: Study of Chinese Firms.

Ferreira, M. A & Vilela A. S. (2004). Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries. *European financial management*, 10(2), 295-319.

Gao, H., Harford, J., & Li, K. (2013). Determinants of corporate cash policy: Insights from private firms. *Journal of Financial Economics*, 109(3), 623-639.

Hansen, B. E. (1999). Threshold effects in non-dynamic panels: Estimation, testing, and inference. *Journal of econometrics*, 93(2), 345-368.

Harford, J. (1999). Corporate cash reserves and acquisitions. *The journal of finance*, 54(6), 1969-1997.

Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 76(2), 323-329.

Kafayat, A. Rehman, K. & Farooq, M. (2014). Factors Affecting Corporate Cash Holding of Non-Financial Firms in Pakistan. *Acta Universitatis Danubius*, 10(3), 35-43.

Keynes, J.M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest, and Money*.

Martínez-Sola, C., García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2013). Corporate cash holding and firm value. *Applied Economics*, 45(2), 161-170.

Myers, S.C., & Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.

Nguyen Thanh Cuong. (2019). Optimal cash holding ratio for non-financial firms in Vietnam stock exchange market. *Journal of Risk and Financial Management*, 12(2), 104.

Nguyễn Thị Liên Hoa, Nguyễn Lê Ngân Trang và Lê Thị Phương Vy. (2015). Mối quan hệ phi tuyến giữa giá trị doanh nghiệp và tỷ lệ tiền mặt nắm giữ. *Tạp chí Phát triển và Hội nhập*, 22(32), 58- 77.

Ogundipe, L., O. Ogundipe, S., E. & Ajao, S., K. (2012). Cash holding and firm characteristics: Evidence from Nigerian Emerging Market. *Journal of Business, Economics & Finance*, 1(2), 45-48.

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.

Phạm Thanh Tú. (2017). Các yếu tố tác động đến tỷ lệ nắm giữ tiền mặt của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh. *Tạp chí Khoa học (Trường Đại học Đồng Tháp)*, 24, 41-47.

Saddour, K. (2006). The determinants and the value of cash holdings: Evidence from French firms. *Centre de Recherches sur la Gestion*, 1-33.

Shinada, N. (2012). *Firms' Cash Holdings and Performance: Evidence from Japanese Corporate Finance*. Research Institute of Economy, Trade and Industry (RIETI).

Summary

Inheriting and developing some previous researches on the cash holding ratio of enterprises, the authors conducted another empirical research to test the impact of some factors on the cash holding ratio of listed enterprises in Vietnam with a broader research scope. Panel data was collected from 22 enterprises listed in Retail industry on HNX and HOSE in the period of 2018 - 2022. OLS, FEM, REM and GLS regression analysis techniques were used. The results show that the average cash holding ratio of retail listed enterprises was about 10.47% in the period 2018 - 2022. Unlike previous researches, in the results of this research only two factors, operating cash flow ratio and dividend payment of the company, showed a statistically significant relationship with the cash holding ratio of the enterprises listed in the retail industry. The ratio of operating cash flow to total assets showed a positive effect while dividend payments showed a negative effect on the cash holding ratio.