

Ảnh hưởng của việc nắm giữ tiền mặt vượt trội đến các quyết định tài chính của các doanh nghiệp Việt Nam

NGUYỄN THỊ UYÊN UYÊN & TỪ THỊ KIM THOA

Trường Đại học Kinh tế TP.HCM

Nhận bài: 23/08/2015 – Duyệt đăng: 20/10/2015

Nghiên cứu này được thực hiện dựa trên phân tích dữ liệu thực từ báo cáo tài chính của 158 công ty phi tài chính VN niêm yết trên sàn HSX và HNX, trong giai đoạn 2006 – 2013 nhằm kiểm định ảnh hưởng của việc tích lũy tiền mặt quá mức đến các quyết định tài chính để từ đó tác động đến giá trị doanh nghiệp của các doanh nghiệp VN. Kết quả cho thấy quyết định đầu tư có tác động tích cực lên giá trị doanh nghiệp nhưng không có sự khác biệt giữa nhóm công ty nắm giữ tiền mặt vượt trội và nhóm công ty nắm giữ ít tiền mặt. Quyết định tài trợ cũng có cùng tác động như quyết định đầu tư; tuy nhiên, ở quyết định này những công ty nắm giữ tiền mặt vượt trội có ảnh hưởng mạnh hơn và có ý nghĩa thống kê so với nhóm còn lại. Cổ đông của những công ty nắm giữ tiền mặt vượt trội không đánh giá cao chính sách chi trả cổ tức bằng tiền mặt, trong khi đó với nhóm còn lại kết quả chưa rõ ràng và không có ý nghĩa thống kê.

Từ khóa: *Dự trữ tiền mặt quá mức, các quyết định tài chính, giá trị công ty, vấn đề đại diện, VN.*

1. Giới thiệu

Trước bối cảnh nền kinh tế VN nhiều biến động và bất ổn từ tác động của cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008, khá nhiều doanh nghiệp đã có xu hướng tích lũy nhiều tiền mặt tại quỹ. Nắm giữ nhiều tiền sẽ giúp doanh nghiệp gia tăng được tính thanh khoản, có tính linh hoạt tài chính cao, dễ dàng thực hiện các nghĩa vụ tài chính theo hợp đồng với các chủ nợ, thanh toán được tiền mua hàng cho nhà cung cấp, đáp ứng được các khoản chi phí để duy trì hoạt động, thực hiện được các dự án đầu tư sinh lời, đáp ứng được các

nhu cầu cần thiết trong ngắn hạn, và đề phòng trường hợp doanh nghiệp gặp phải những tình huống khẩn cấp không lường trước được cũng như các dự tính trong tương lai. Nhưng mặt khác, khi doanh nghiệp nắm giữ quá nhiều tiền thì vấn đề đại diện cũng trở nên trầm trọng hơn. Nắm giữ nhiều tiền sẽ khiến cho các nhà quản lý của doanh nghiệp dễ dàng theo đuổi lợi ích cá nhân bằng cách thực hiện đầu tư dưới mức vào các dự án không hiệu quả, hoặc đầu tư quá mức làm ảnh hưởng đến lợi ích của các cổ đông cũng như giá trị của công ty. Trực tiếp nhất đó là cơ hội phí của tiền, có thể ước tính dựa vào

số tiền lãi mà doanh nghiệp nhận được khi gửi tiền tại ngân hàng. Vậy, khi lượng tiền mặt tích lũy trở nên quá mức thì các doanh nghiệp VN sẽ phải thực hiện các quyết định tài chính như thế nào? Liệu lượng tiền mặt tích lũy quá mức tại quỹ có khả năng làm tăng chi phí đại diện, gây ra hiện tượng đầu tư dưới mức khiến cho nhà đầu tư bị quan hơn đối với chiến lược phát triển của doanh nghiệp trong tương lai hay không? Làm cách nào để xây dựng các chính sách quản trị tiền mặt hiệu quả cũng như hoạch định chiến lược tài chính thông qua việc ra và thực hiện quyết định đầu tư, quyết định tài trợ và quyết định

phân phối cho doanh nghiệp sao cho tối đa hóa giá trị tài sản của cổ đông trong điều kiện kinh tế hiện nay vẫn là vấn đề nan giải đối với các doanh nghiệp, đặc biệt là các doanh nghiệp vừa và nhỏ.

2. Tổng quan nghiên cứu

Đã có nhiều bằng chứng thực nghiệm trên thế giới cho thấy các quyết định tài chính của doanh nghiệp không những ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp mà thậm chí còn đóng vai trò quyết định (Myers, 1984; Stiglitz, 1994; Fama và French, 1998,...). Nhiều nghiên cứu cũng phát hiện rằng, lượng tiền mặt tích lũy của doanh nghiệp là một trong những yếu tố có ảnh hưởng đáng kể đến việc thực hiện các quyết định tài chính này. Với sự xuất hiện của chi phí giao dịch, chi phí phát hành, thuế thu nhập doanh nghiệp, thuế thu nhập cá nhân, các doanh nghiệp nắm giữ nhiều tiền mặt sẽ hạn chế phát hành cổ phần mới để tài trợ cho các quyết định đầu tư. Thay vào đó họ sẽ sử dụng nguồn tài trợ nội bộ hoặc sẽ điều chỉnh cấu trúc vốn của doanh nghiệp thiên về sử dụng nợ vì với lượng tiền mặt nắm giữ nhiều, doanh nghiệp có thể thực hiện tốt các nghĩa vụ tài chính theo hợp đồng với chủ nợ. Hơn nữa, với sự tồn tại của tình trạng thông tin bất cân xứng và chi phí đại diện, các doanh nghiệp nắm giữ càng nhiều tiền càng có xu hướng sử dụng tiền không hiệu quả, đặc biệt là có thể phát sinh các hiện tượng lệch lạc trong việc thực hiện quyết định đầu tư: đầu tư dưới mức và đầu tư quá mức. Theo đó, các doanh nghiệp sẽ có khuynh hướng hạn chế đầu tư, và sẽ thực hiện chính sách cổ tức với tỷ lệ chi trả cổ tức cao hoặc sử dụng nợ như là một cơ chế kiểm soát nguồn tiền quá mức. Như

vậy, với các bất hoàn hảo của thị trường, lượng tiền mặt tích lũy quá mức có thể ảnh hưởng trực tiếp đến các quyết định tài chính của doanh nghiệp để từ đó ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp.

Liên quan đến ảnh hưởng của việc tích lũy tiền mặt quá mức đến quyết định đầu tư, Myers và Majluf (1984) cho thấy khi các doanh nghiệp gặp khó khăn trong việc vay nợ và huy động vốn cổ phần thông qua phát hành cổ phần mới, các doanh nghiệp có thể sẽ phải bỏ lỡ các cơ hội đầu tư giá trị nếu doanh nghiệp không có nguồn quỹ dự trữ nội bộ. Còn Tim Opler và cộng sự (1999) thì lại trung ra bằng chứng về lượng tiền mặt nắm giữ quá mức có ảnh hưởng mạnh mẽ trong ngắn hạn đến chi tiêu vốn, và việc chi trả cổ tức cho cổ đông. Quyết định đầu tư của các doanh nghiệp sẽ được đảm bảo hơn khi lượng tiền mặt tồn quỹ tại các doanh nghiệp nhiều. Sean Cleary (1999) thì lại cho thấy quyết định đầu tư của các công ty có khả năng trả nợ cao rất nhạy cảm với nguồn tài trợ nội bộ. Trong khi đó, Sheu và Lee (2012) lập luận các doanh nghiệp hoạt động trong môi trường mà luật bảo vệ nhà đầu tư còn hạn chế thì chi tiêu vốn sẽ phụ thuộc rất nhiều vào lượng tiền mặt được nắm giữ quá mức, đặc biệt khi các công ty rơi vào tình trạng hạn chế tài chính sẽ dễ phát sinh hiện tượng đầu tư dưới mức. Bổ sung vào xu hướng nghiên cứu này là nghiên cứu của Mai E. Iskandar - Datta và Yonghong Jia (2013). Các tác giả này đã cho thấy các công ty có cơ chế quản trị yếu sẽ dự trữ tiền mặt ít hơn các công ty hoạt động với cơ chế quản trị mạnh. Bên cạnh đó, các công ty sẽ sử dụng tiền mặt quá mức của mình để đầu tư vào các

dự án không sinh lợi và hiện tượng này xảy ra nhiều hơn ở các quốc gia có cơ chế quản trị kém. Hai tác giả này lý giải cho việc lượng tiền mặt tích lũy quá mức có tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động công ty, giá trị doanh nghiệp là do khi nhà đầu tư không được bảo vệ thì vấn đề đại diện và đầu tư vượt mức sẽ dễ phát sinh.

Liên quan đến ảnh hưởng của việc tích lũy tiền mặt quá mức đến quyết định tài trợ, năm 1999, Harford đã trung ra bằng chứng cho thấy việc nắm giữ tiền mặt quá mức hình thành nên nguồn tài trợ nội bộ dồi dào có thể cung cấp cho các doanh nghiệp một nguồn tài trợ giá trị đối với các cơ hội đầu tư. Tiếp đó, vào năm 2006, Faulkender và cộng sự đã cho thấy các doanh nghiệp hoạt động hiệu quả, có lượng tiền mặt được nắm giữ nhiều sẽ có xu hướng xây dựng cấu trúc vốn thiên về vốn cổ phần và thực hiện chính sách chi trả cổ tức thấp. Trong khi đó, María Belén, 2012 lại cho thấy trong điều kiện bất cân xứng thông tin và cơ hội đầu tư thấp, các cổ đông có xu hướng gây cản trở đầu tư và ủng hộ cho quyết định vay nợ cũng như chi trả cổ tức. Năm 2013, Cristina Martínez - Sola và cộng sự đã cung cấp thêm bằng chứng thực nghiệm về sự tồn tại của một mức tiền mặt tối ưu mà tại đó, các doanh nghiệp có thể tài trợ cho quyết định đầu tư bằng nguồn tài trợ nội bộ thay vì gia tăng nguồn tài trợ bên ngoài với chi phí giao dịch cao. Tuy nhiên, các công ty nắm giữ nhiều tiền sẽ phải gánh chịu chi phí đại diện, chi phí cơ hội dẫn đến một số doanh nghiệp có xu hướng chuyển sang sử dụng nợ nhiều hơn và tăng tỷ lệ chi trả cổ tức. Mới đây, năm 2014, Ö Arslan - Ayaydin, Florackis và

Ozkan phát hiện các công ty có thể đạt được khả năng linh hoạt tài chính thông qua chính sách đòn bẩy tài chính ổn định; trước thời kỳ khủng hoảng các công ty có các cơ hội đầu tư nhiều hơn và rất hạn chế dùng nguồn tài trợ nội bộ có sẵn để đầu tư. Cùng hướng nghiên cứu trên, Yanhao Chang, Karen Benson và Robert Faff (2014) cũng cho thấy thị trường vốn ảnh hưởng rất lớn đến việc nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp trong suốt thời kỳ khủng hoảng tài chính, các công ty rơi vào tình trạng hạn chế tài chính sẽ nắm giữ tiền mặt có giá trị nhiều hơn so với các công ty không bị hạn chế tài chính. Bên cạnh đó, việc nắm giữ tiền mặt quá mức có tương quan dương đến giá trị công ty.

Liên quan đến ảnh hưởng của việc tích lũy tiền mặt quá mức đến quyết định phân phối, Michael S. Rozeff (1982) từ kết quả nghiên cứu của mình đã chỉ ra bằng chứng về các công ty có nhiều tiền mặt do dự trữ quá mức sẽ thực hiện chính sách cổ tức thiên về chi trả cổ tức cao để kiểm soát vấn đề chi phí đại diện. Ở góc nhìn khác, Miller và Rock (1985) khi công bố công trình nghiên cứu về chính sách cổ tức trong môi trường thông tin bất cân xứng cho thấy chính sách cổ tức của các doanh nghiệp phụ thuộc hoàn toàn vào dòng tiền hoạt động của doanh nghiệp khi cổ định các chính sách đầu tư và tài trợ bên ngoài. Theo đó, khi có một sự bất thường trong dòng tiền thì sự bất thường này sẽ ảnh hưởng ngay đến kỳ vọng của nhà đầu tư và ảnh hưởng trực tiếp đến giá trị công ty nên các doanh nghiệp sẽ có khuynh hướng giữ lại lợi nhuận nhiều hơn. Năm 1986, Michael C. Jensen khi đi sâu vào nghiên cứu

vấn đề đại diện giữa cổ đông và ban quản trị doanh nghiệp cho thấy các doanh nghiệp có dòng tiền tự do lớn thường đầu tư không hiệu quả nên các doanh nghiệp sẽ thực hiện chính sách chi trả cổ tức nhiều hơn. Trong khi đó, vào năm 2008, Blau và Fuller đã đưa ra bằng chứng các doanh nghiệp giảm chi trả cổ tức và tích trữ nhiều tiền mặt nhằm gia tăng khả năng linh hoạt tài chính, từ đó gây ra sự sụt giảm trong giá trị của công ty. Còn đối với các doanh nghiệp có tính thanh khoản cao hoặc cấu trúc vốn thiên về vốn cổ phần thì sẽ có khuynh hướng hạn chế chi trả cổ tức, kết quả này cũng phù hợp với nghiên cứu của DeAngelo và cộng sự (2006). Năm 2009, khi nghiên cứu về nguyên nhân của sự tăng vọt trong lượng tiền mặt nắm giữ của các công ty công nghiệp Mỹ giai đoạn 1980 – 2006, Bates và cộng sự đã phát hiện do dòng tiền của các doanh nghiệp ngày càng biến động nên các doanh nghiệp Mỹ đã phải tăng cường giữ lại lợi nhuận, nắm giữ ít hàng tồn kho, khoản phải thu và tăng chi phí R&D. Gần đây nhất, năm 2014, Mirza và Afza khi nghiên cứu ảnh hưởng của dòng tiền tự do đến chính sách cổ tức cho thấy tính thanh khoản đóng vai trò quan trọng trong việc phân phối cổ tức tiền mặt và các công ty có dòng tiền tự do cao, độ nhạy cảm của dòng tiền cao sẽ có khuynh hướng gia tăng tỷ lệ chi trả cổ tức.

Như vậy, trên thế giới đã có nhiều bằng chứng thực nghiệm về sự tồn tại ảnh hưởng trực tiếp của việc nắm giữ tiền mặt quá mức đến các quyết định tài chính của các doanh nghiệp và từ đó tác động đến giá trị công ty. Bài nghiên cứu này được thực hiện nhằm mong muốn tìm và cung cấp những bằng chứng

về ảnh hưởng của việc nắm giữ tiền mặt quá mức đến các quyết định tài chính của các doanh nghiệp trong bối cảnh VN.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu và mẫu nghiên cứu

Bài nghiên cứu sử dụng mẫu dữ liệu dạng bảng bất cân xứng gồm 1.182 quan sát được thu thập từ báo cáo tài chính hằng năm của 158 công ty niêm yết trên các sàn giao dịch chứng khoán HSX, HNX trong giai đoạn 2006 - 2013. Toàn bộ dữ liệu được lấy từ báo cáo tài chính được thu thập trên trang dữ liệu chứng khoán tài chính www.vietstock.vn và www.cafef.vn; giá trị chứng khoán được lấy theo giá đóng cửa vào ngày cuối năm tài chính từ kho dữ liệu thống kê giá chứng khoán của trang web www.cophieu68.vn. Trong các công ty niêm yết trên hai sàn HSX và HNX, tác giả loại ra các công ty thuộc ngành tài chính như ngân hàng, bảo hiểm, chứng khoán, các quỹ do các hạng mục của báo cáo tài chính và quy định kế toán của các ngành này có tính đặc thù, không phù hợp cho mục tiêu nghiên cứu. Tác giả cũng loại trừ các công ty không có thông tin, thiếu và mất dữ liệu cho suốt kỳ nghiên cứu. Tác giả cũng loại bỏ các quan sát có số liệu lớn đột biến nhằm đảm bảo độ tin cậy và khách quan đối với kết quả nghiên cứu các công ty có giá trị bất thường. Đặc biệt, nhóm tác giả không đòi hỏi các doanh nghiệp phải có đủ 8 năm quan sát liên tục, vì một số khó khăn trong thu thập và tìm kiếm dữ liệu nên các doanh nghiệp trong mẫu có thể có ít hơn hoặc bằng 8 năm quan sát.

3.2. Mô tả các biến

Việc lựa chọn biến cơ bản dựa trên các nghiên cứu thực nghiệm đã thực hiện, chủ yếu là

từ công trình nghiên cứu của María Belén Lozano (2012):

Giá trị công ty (MV_{it}):

$MV_{it} = (\text{Giá trị sổ sách tổng tài sản} - \text{Giá trị sổ sách vốn cổ phần} + \text{Giá trị thị trường vốn cổ phần})$

: Giá trị sổ sách tổng tài sản

Mức tiền mặt nắm giữ ($CASH_{it}$):

$CASH_{it} = \ln[\text{Tiền}_t : (\text{Tổng tài sản}_t - \text{Tiền}_t)]$

Dòng tiền hoạt động (OCF_{it}) và biến đại diện độ bất ổn của dòng tiền ($VOCF_{it}$):

$OCF_{it} = \text{EBITDA} : \text{Tổng tài sản ròng}$

$VOCF_{it}$ là độ lệch chuẩn của dòng tiền hoạt động

Vốn luân chuyển ròng (NWC_{it})

$NWC_{it} = [(\text{Tài sản ngắn hạn} - \text{Tiền mặt}) - \text{Nợ ngắn hạn}] : \text{Tổng tài sản ròng}$

Đòn bẩy (LEV_{it})

$LEV_{it} = \text{Tổng nợ} : \text{Tổng tài sản ròng}$

Quy mô công ty ($Size_{it}$)

$Size_{it} = \ln(\text{Tổng tài sản})$

Cổ tức (Div_{it})

$Div_{it} = \text{Tổng cổ tức chi trả trong năm} : \text{Tổng thu nhập cổ phần thường}$

Biến giả cổ tức ($DumDIV_{it}$):

$DumDIV_{it} = 1$ khi doanh nghiệp chi trả cổ tức và bằng 0 nếu doanh nghiệp không chi trả cổ tức.

Đầu tư vốn (INV_{it}):

$INV_{it} = (\text{Tài sản cố định}_t - \text{Tài sản cố định}_{t-1} + \text{Khấu hao}) : \text{Tổng tài sản}$

Khả năng sinh lợi (ROA_{it})

$ROA_{it} = \text{Lãi sau thuế}_{it} : \text{Tổng tài sản}$

Tốc độ tăng trưởng doanh thu ($GROWTH_{it}$)

$GROWTH_{it} = [\text{Doanh thu thuần kỳ } t : \text{Doanh thu thuần kỳ } (t-1)] - 1$

Biến giả thể hiện cơ hội đầu tư (IO_{it}):

$IO = 0, MB \leq \text{Trung vị}$

$IO = 1, MB > \text{Trung vị}$

Biến giả thể hiện mức độ nắm giữ tiền vượt trội ($XCASH_{it}$): Nhóm tác giả đưa ra biến giả xác định lượng tiền mặt nắm giữ cao và thấp dựa vào phần dư của phương trình ước lượng tiền mặt mục tiêu. Thông qua các yếu tố ảnh hưởng đến việc nắm giữ tiền mặt như: Cơ hội tăng trưởng đại diện bởi chỉ

số M/B, khả năng linh hoạt tài chính gồm dòng tiền hoạt động (OCF), vốn luân chuyển thuần (NWC), biến động dòng tiền (VOCF), khả năng sử dụng đòn bẩy (LEV), quy mô công ty (SIZE), chính sách chi trả cổ tức (DIV). Phương trình được ước lượng theo phương pháp hồi quy OLS trên dữ liệu chéo từng năm. Hồi quy theo từng năm có lợi thế cho phép các hệ số hồi quy của mô hình thay đổi theo năm, vì thế các nhân tố ảnh hưởng đến tiền mặt nắm giữ cũng thay đổi theo thời gian (Faleye, 2004). Mô hình nắm giữ tiền mặt mục tiêu có dạng:

$$CASH_{it} = \alpha_i + \beta_1 MB_{it} + \beta_2 OCF_{it} + \beta_3 NWC_{it} + \beta_4 VOCF_{it} + \beta_5 Lev_{it} + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 Div_{it} + v_{it} \quad (1)$$

Dựa trên phương trình (1) nhóm tác giả thu được phần dư được đặt tên là XCASH, nhóm tác giả thiết lập một biến giả (được đặt tên là CH_{it}) để phân tích các công ty nắm giữ tiền nhiều và ít, khi đó:

$CH_{it} = 1$, nếu $XCASH \leq$ giá trị trung bình của mẫu

$CH_{it} = 0$, nếu $XCASH >$ giá trị trung bình của mẫu

3.3. Các giả thuyết và mô hình nghiên cứu

Với mục tiêu kiểm định xem liệu việc tích lũy tiền mặt quá mức có ảnh hưởng đến các quyết định tài chính – quyết định đầu tư, quyết định tài trợ, quyết định phân phối, để từ đó tác động đến giá trị doanh nghiệp của các doanh nghiệp VN hay không, tác giả dựa trên phương pháp nghiên cứu của María Belén Lozano, 2012 để xây dựng các giả thuyết và mô hình nghiên cứu của mình trong bối cảnh VN. Đề tài có các giả thuyết và mô hình nghiên cứu như sau:

Giả thuyết H1: Các quyết định đầu tư của doanh nghiệp có mức độ thông tin bất cân xứng cao và khan hiếm cơ hội đầu tư sẽ có khuynh hướng tác động xấu đến giá trị công ty.

Giả thuyết H2: Cấu trúc vốn thiên về nợ có khuynh hướng tác động gia tăng giá trị công ty và gia tăng nhiều hơn khi công ty ít có cơ hội đầu tư và mức độ bất cân xứng thông tin cao.

Giả thuyết H3: Đối với các công ty ít cơ hội đầu tư và tồn tại thông tin bất cân xứng thì quyết định phân phối cổ tức có xu hướng gia tăng giá trị công ty.

Giả thuyết H4: Quyết định đầu tư được tài trợ bằng lượng tiền quá mức ít có giá trị, thậm chí tác động tiêu cực đến giá trị công ty.

Giả thuyết H5: Khi nắm giữ lượng tiền mặt vượt mức, các công ty thường có xu hướng vay nhiều nợ

hơn hay cấu trúc vốn thiên về nợ.

Giả thuyết H6: Khi nắm giữ lượng tiền mặt vượt mức, cổ đông đánh giá cao hơn chính sách phân phối cổ tức tiền mặt.

Với các giả thuyết và các biến trên, nhóm tác giả sử dụng mô hình nghiên cứu với hai giai đoạn. Giai đoạn đầu, nhóm tác giả sẽ xem xét các quyết định tài chính ảnh hưởng đến giá trị công ty như thế nào khi chịu tác động của cơ hội đầu tư. Với mô hình cơ bản này nhóm tác giả chú trọng vào sự đóng góp của từng quyết định tài chính lên giá trị doanh nghiệp của các công ty có cơ hội đầu tư thấp.

Mô hình cơ bản - Mô hình 1:

$$MV_{it} = \alpha_i + INV_{it}(\beta_1 + \gamma_1 IO_{it}) + LEV_{it}(\beta_2 + \gamma_2 IO_{it}) + DIV_{it}(\beta_3 + \gamma_3 IO_{it}) + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + v_{it} \quad (2)$$

Với biến phụ thuộc là giá trị thị trường của công ty, do vậy khả năng sinh lợi (ROA) và quy mô công ty (SIZE) cũng ảnh hưởng đến kỳ vọng và đánh giá của nhà đầu tư đối với giá trị công ty. Tuy nhiên, với mục tiêu nghiên cứu ảnh hưởng của lượng tiền mặt tích lũy quá mức đến các quyết định tài chính của các công ty nên nhóm tác giả chuyển sang giai đoạn 2 đưa yếu tố tiền mặt vượt mức vào mô hình nghiên cứu. Biến giả $CH_{i,t}$ có được từ kết quả ước lượng của mô hình nắm giữ tiền mặt mục tiêu ở trên được dùng để chia tách mẫu nghiên cứu thành hai nhóm: nhóm những công ty nắm giữ tiền mặt vượt trội và ngược lại nhằm xem xét lượng tiền mặt nắm giữ quá mức sẽ ảnh hưởng như thế nào đến các quyết định tài chính và giá trị công ty. Trong mô hình này, nhóm tác giả đưa thêm biến $Growth_{it}$ như một biến kiểm soát về cơ hội đầu tư:

Mô hình 2:

$$MV_{it} = \alpha_i + \beta_1 INV_{it} + \beta_2 (INV_{i,t} \cdot CH_{i,t}) + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 (LEV_{i,t} \cdot CH_{i,t}) + \beta_5 DIV_{it} + \beta_6 (DIV_{i,t} \cdot CH_{i,t}) + \beta_7 GROWTH_{it} + \beta_8 ROA_{it} + \beta_9 SIZE_{it} + \eta_i + v_{it} + Fixed\ Effect \quad (3)$$

Mô hình 1 và mô hình 2 được xem như những mô hình “tĩnh”, nhóm tác giả thực hiện ước lượng thông qua phương pháp Hiệu ứng cố định (Fixed Effects) và dùng Kiểm định Hausman để đánh

giá hiệu quả của mô hình này. Tuy nhiên, các biến giải thích trong mô hình có thể được xem xét đồng thời cùng biến phụ thuộc, do vậy vấn đề nội sinh có thể phát sinh làm kết quả ước lượng bị sai lệch nên nhóm tác giả xây dựng phương trình (3) như một mô hình động và kiểm định bằng phương pháp GMM và ở đây tác giả sử dụng phương pháp GMM 2 bước. Tất cả các biến độc lập được xem như biến nội sinh và nhóm tác giả đưa thêm độ trễ vào mô hình như các biến công cụ, với độ trễ bằng 2 hoặc lớn hơn. Bên cạnh đó, nhóm tác giả còn lấy sai phân bậc 1 cho các biến để loại bỏ tác động riêng biệt.

Mô hình 3:

$$MV_{it} = \alpha_i + \beta_1 INV_{it} + \beta_2 (INV_{i,t} \cdot CH_{i,t}) + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 (LEV_{i,t} \cdot CH_{i,t}) + \beta_5 DIV_{it} + \beta_6 (DIV_{i,t} \cdot CH_{i,t}) + \beta_7 GROWTH_{it} + \beta_8 ROA_{it} + \beta_9 SIZE_{it} + \eta_i + v_{it} \quad (4)$$

4. Kết quả nghiên cứu thực nghiệm

Như đã trình bày ở trên, Mô hình 1 và Mô hình 2 là mô hình tĩnh, được ước lượng bằng phương pháp Hiệu ứng cố định (Fixed Effects)¹ trên dữ liệu bảng có xử lý phương sai thay đổi; ước lượng Mô hình 3 là mô hình “động” bằng phương pháp GMM 2 bước để giải quyết vấn đề nội sinh xảy ra trong mô hình nghiên cứu với biến công cụ là các biến ngoại sinh trong mô hình.

Bảng 1: Thống kê mô tả

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
XCASH	1182	0.0001	1.2072	-5.0212	3.7442
MV	1182	1.2505	0.8992	0.0150	12.3189
INV	1182	0.0230	0.8432	-19.1556	3.9917
LEV	1182	0.4994	0.3079	0.0008	8.1973
DIV	1182	0.1266	0.1469	0.0000	1.4848
SIZE	1182	12.8497	1.3664	9.6539	16.9456
ROA	1182	0.0760	0.0875	-0.6482	0.7846
GROWTH	1182	0,2999	1,2939	-0,9888	28,4878

Ghi chú: XCASH là tiền mặt vượt trội mà doanh nghiệp nắm giữ, là phần dư của mô hình ước lượng tiền mặt mục tiêu (1); MV_{it} là giá trị doanh nghiệp được đo lường bằng giá trị sổ sách của tổng tài sản trừ đi giá trị sổ sách của vốn cổ phần cộng với giá trị thị trường của vốn cổ phần, chia cho tổng tài sản; INV là đầu tư vốn của công ty chia cho tổng tài sản; LEV là tổng nợ trên tổng tài sản ròng; Div là tỷ lệ chi trả cổ tức, được định nghĩa là phần trăm thu nhập năm hiện hành phân phối dưới dạng cổ tức; ROA là thu nhập ròng trước khấu hao và chi phí dự phòng trên tổng tài sản ròng và SIZE là logarit tự nhiên của tổng tài sản. GROWTH là tốc độ tăng trưởng doanh thu trong kỳ.

¹ Các kiểm định liên quan cho thấy ở cả hai mô hình, phương pháp hồi quy Hiệu ứng cố định (Fixed Effects) là phù hợp. Kết quả kiểm định được trình bày trong Bảng 2.

Trong mẫu quan sát của tác giả, tỷ lệ nắm giữ tiền mặt vượt trội trung bình của các doanh nghiệp gần như bằng 0, nhưng với độ lệch rất lớn, lên đến gần 121%. Giá trị thị trường trung bình của các doanh nghiệp gấp 1,25 lần so với giá trị sổ sách, có công ty tỷ số này thấp nhất chỉ ở mức 0,01 trong khi có công ty được cổ đông đánh giá cao nhất ở mức 12,31 lần giá trị sổ sách. Các doanh nghiệp nắm giữ tiền mặt vượt trội có tỷ lệ đầu tư vốn trên tổng tài sản trung bình là 2,3 phần trăm, tỷ lệ nợ trung bình 50%, và tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt là 12,7 phần trăm. Các doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng trung bình là 29,29 phần trăm và có tỷ suất sinh lợi trên tài sản trung bình là 7,6 phần trăm.

Bảng 2 trình bày kết quả hồi quy của cả 3 mô hình nói trên.

Đối với mô hình cơ bản - Mô hình 1 – nhóm tác giả phân tích tác động của các quyết định tài chính đến giá trị công ty thông qua việc xem xét cơ hội đầu tư IO – kết quả cho thấy hệ số hồi quy dương ở nhóm có ít cơ hội đầu tư (0,0323) ở mức ý nghĩa thống kê 5%. Điều này khẳng định quyết định đầu tư được thực hiện bởi các doanh nghiệp có cơ hội đầu tư thấp (LIO) đã có tác động tích cực lên giá trị doanh nghiệp. Kết quả dương tương tự cho nhóm còn lại (0,0909) có vẻ có tác động mạnh hơn so với nhóm ít có cơ hội đầu tư nhưng không có ý nghĩa thống kê ở mức thông thường. Có thể là do các công ty này rơi vào tình trạng bị khan hiếm cơ hội đầu tư nên có rất ít cơ hội đầu tư; vì vậy các công ty phải tận dụng tối đa các cơ hội đầu tư sẵn có. Kết quả này đã bác bỏ giả thuyết H1 mà nhóm tác giả đã đề ra. Đối với quyết định tài trợ,

Bảng 2: Kết quả hồi quy ước lượng

MV	Mô Hình 1		Mô hình (2)		Mô hình (3)	
	Hệ số	z-statistic	Hệ số	z-statistic	Hệ số	z-statistic
INV	0.0323**	(-2.63)	0.0536**	(-2.68)	0.0372	(-1.31)
INVIO	0.0909	(-1.25)				
LEV	0.463*	(-2.19)	0.926***	(-4.15)	0.462*	(-1.93)
LEVIO	0.659***	(-6.77)				
DIV	-0.703***	(-3.72)	-0.437*	(-2.24)	-0.637**	(-2.82)
DIVIO	0.448**	(-3.12)				
ROA	2.166***	(-3.89)	2.794***	(-4.64)	4.164***	(-6.18)
SIZE	-0.297***	(-4.13)	-0.400***	(-5.62)	-0.149***	(-4.17)
INVCH1			0.0127*	(-2.00)	0.0134*	(-1.69)
LEVCH1			-0.0566	(-0.73)	0.0422	(-0.46)
DIVCH1			0.0866	(-0.56)	-0.339*	(-2.36)
GROWTH			0.00786	(-0.49)	0.0267	(-1.45)
_CONS	4.556***	-5.00	5.777***	(-6.41)	2.697***	(-5.69)
Kiểm định giới hạn tuyến tính với các giả thuyết H_0					X^2	p-value
Quyết định đầu tư: $H_0: \beta_1 + \beta_2 = 0$					2,73 (1)	0,0987
Quyết định tài trợ: $H_0: \beta_3 + \beta_4 = 0$					4.99 (1)	0,0255
Quyết định phân phối: $H_0: \beta_5 + \beta_6 = 0$					14.86 (1)	0,0001
Hausman	Mô hình 1		Mô hình (2)		Mô hình (3)	
	X^2	p-value	X^2	p-value		
	101.37 (8)	0.000	19,76 (9)	0,0194		
Sargan-Hansen statistic			122,278 (9)			
m1					-4.76	
m2					0.82	
Hansen					154.83 (175)	
N	1173		1173		1173	

*, **, *** tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%. Số trong ngoặc là bậc tự do.

Ghi chú: MV là giá trị doanh nghiệp được đo lường bằng giá trị sổ sách của tổng tài sản trừ đi giá trị sổ sách của vốn cổ phần cộng với giá trị thị trường của vốn cổ phần, chia cho tổng tài sản; INV là đầu tư vốn của công ty chia cho tổng tài sản; LEV là tổng nợ trên tổng tài sản ròng; DIV là tỷ lệ chi trả cổ tức, được định nghĩa là phần trăm thu nhập năm hiện hành phân phối dưới dạng cổ tức; IO là biến giả nhận giá trị bằng 0 nếu Tobin's q thấp hơn trung vị và ngược lại bằng 1. CHI là biến giả nhận giá trị bằng 1 khi lượng tiền mặt vượt trội thấp hơn hoặc bằng trung bình của mẫu và nhận giá trị bằng 0 trong trường hợp ngược lại. GROWTH là tăng trưởng doanh thu hàng năm; ROA là thu nhập ròng trước khấu hao và chi phí dự phòng trên tổng tài sản ròng và SIZE là logarit tự nhiên của tổng tài sản. m1, m2 tương ứng là kiểm định tương quan chuỗi bậc nhất và bậc hai sử dụng phần dư trong sai phân bậc nhất được phân phối tiệm cận theo phân phối chuẩn $N(0,1)$ với X^2 theo giả thuyết H_0 là không có tương quan; (số trong ngoặc là bậc tự do). Hansen là kiểm định giới hạn quá xác định, được phân phối tiệm cận X^2 theo giả thuyết H_0 (số trong ngoặc là bậc tự do). Hausman là kiểm định về sự khác biệt giữa hai phương pháp ước lượng, được phân phối tiệm cận X^2 theo giả thuyết H_0 , số trong ngoặc là bậc tự do. Sargan-Hansen Statistic là hệ số kiểm định giới hạn quá xác định của phương pháp hiệu ứng cố định so với phương pháp hiệu ứng ngẫu nhiên, số trong ngoặc là bậc tự do.

hệ số hồi quy dương cho cả nhóm công ty có cơ hội đầu tư thấp và nhóm còn lại (tương ứng 0,463 và 0,659) và đều có ý nghĩa thống kê. Điều này phần nào khẳng định giả thuyết H2, rằng sử dụng nợ sẽ làm tăng giá trị công ty ở các doanh nghiệp có LIO và tình trạng bất cân xứng thông tin cao. Tuy nhiên, giá trị của nhóm công ty LIO đã tăng thấp đáng kể so với nhóm còn lại. Đây có thể là do các công ty có cơ hội đầu tư thấp thường có bất cân xứng thông tin cao, khả năng tiếp cận thị trường vốn yếu hơn, cơ chế giám sát thấp hơn. Đối với quyết định phân phối cổ tức, các hệ số hồi quy đối với 2 nhóm còn lại có kết quả ngược nhau, dù có cùng mức ý nghĩa thống kê cao (1%).

Ở nhóm có cơ hội đầu tư thấp, cổ đông không đánh giá cao việc công ty chi trả cổ tức bằng tiền mặt thể hiện qua có hệ số hồi quy âm (-0,703) ở mức ý nghĩa 1%, trong khi nhóm có cơ hội đầu tư cao hơn lại có hệ số hồi quy dương (0,448) ở mức ý nghĩa 5%. Với những công ty có ít cơ hội đầu tư và tồn tại tình trạng thông tin bất cân xứng, thường là các công ty nhỏ, khó tiếp cận thị trường vốn nên cổ đông có xu hướng ưa thích doanh nghiệp giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư thay vì chia cổ cổ tức bằng tiền mặt cao, nhằm tránh cho doanh nghiệp phải huy động vốn trên thị trường tài chính với chi phí cao. Từ đây cho thấy giả thuyết H3 mà nhóm tác giả đặt ra đã bị bác bỏ. Ngoài ra, dấu dương của khả năng sinh lợi (ROA) cho thấy nhân tố này cũng góp phần làm tăng giá trị doanh nghiệp, trong khi quy mô công ty lại mang dấu âm, hàm ý rằng các công ty nhỏ có vẻ ít gặp phải vấn đề đầu tư quá mức. Kết quả này cũng khá nhất quán với kết quả nghiên

cứu của Lozano (2012).

Tiếp theo, tác giả sẽ tập trung vào phân tích ảnh hưởng của nắm giữ tiền mặt lên giá trị doanh nghiệp. Mô hình 2 sẽ phân tích ảnh hưởng của việc nắm giữ tiền mặt trong bối cảnh là một mô hình tĩnh. Mô hình này tập trung phân tích các tác động xảy ra cho các công ty nắm giữ lượng tiền mặt vượt trội hơn so với trung bình của mẫu. Với những công ty này, quyết định đầu tư và quyết định tài trợ có tác động thuận chiều trong khi chính sách cổ tức có tác động nghịch chiều lên giá trị doanh nghiệp và tất cả đều có ý nghĩa thống kê (tương ứng 0,0536 ở mức 5% và 0,926 ở mức 1%, và -0,437 ở mức 1%). Kết quả này khá nhất quán với các lý thuyết tài chính, cụ thể: Các công ty nắm giữ nhiều tiền, dễ có khả năng nắm bắt được các cơ hội đầu tư tốt và do vậy, giá trị công ty sẽ tăng. Kết quả nghiên cứu cho thấy không có sự khác biệt nhiều giữa nhóm công ty nắm giữ tiền mặt vượt trội và nhóm còn lại.

Tương tự, những công ty nắm giữ nhiều tiền mặt, tính thanh khoản và khả năng thanh toán sẽ tốt hơn nên khả năng huy động nợ với chi phí sử dụng vốn sẽ thấp hơn, dẫn đến giá trị doanh nghiệp cao hơn. Đồng thời, ở những công ty này, cổ đông muốn công ty sử dụng lợi nhuận giữ lại để gia tăng giá trị cho họ thay vì chia cổ tức bằng tiền do nguồn vốn này có chi phí sử dụng vốn thấp nhất. Ngược lại, đối với các công ty nắm giữ ít tiền mặt, việc sử dụng nợ lại có tác động nghịch biến lên giá trị doanh nghiệp. Đó là do các nhà đầu tư lo ngại rằng việc gia tăng nợ vay sẽ làm cho rủi ro thanh khoản của công ty tăng; từ đó các nhà đầu tư sẽ đòi hỏi tỷ suất sinh lợi cao hơn. Thông thường,

đối với các công ty này tình trạng đầu tư quá mức ít nên họ thường không sử dụng nợ quá nhiều để tài trợ cho quyết định đầu tư thay vào đó họ sử dụng nhiều tiền do công ty tự tạo ra hơn. Tuy nhiên, quan hệ này lại không có ý nghĩa thống kê ở mô hình nghiên cứu của nhóm tác giả. So với các công ty có tiền mặt nắm giữ vượt trội, ở những công ty nắm giữ ít tiền mặt, quyết định đầu tư cũng làm gia tăng giá trị doanh nghiệp và có ý nghĩa thống kê nhưng mức độ gia tăng thấp hơn rất nhiều (tương ứng 0,0127 ở mức $\alpha = 10\%$ và 0,0536 ở mức $\alpha = 5\%$).

Điều đó thể hiện khả năng nắm bắt các cơ hội đầu tư của nhóm công ty này thấp hơn do vị thế tiền mặt thấp hơn. Đối với chính sách cổ tức, nếu công ty nắm giữ tiền mặt vượt trội thực hiện chi trả cổ tức tiền mặt sẽ làm giảm giá trị doanh nghiệp (-0,437 ở mức $\alpha = 10\%$) thì với công ty nắm giữ ít tiền mặt, lại làm tăng giá trị doanh nghiệp (0,0866) nhưng quan hệ này chưa thể khẳng định do hệ số hồi quy không có ý nghĩa thống kê. Kết quả này khá tương đồng kết quả của Lozano (2012) ngoại trừ chính sách cổ tức ở những công ty nắm giữ tiền mặt vượt trội.

Trong cả hai trường hợp này, nhóm tác giả sử dụng phương pháp ước lượng hiệu ứng cố định (FEM), loại trừ tác động riêng η_i ở đó phản ánh sự khác biệt không quan sát được của các công ty, như ảnh hưởng về ngành, sự khác biệt trong loại hình tài sản, sự khác biệt trong quản lý và các nhân tố theo thời gian như chu kỳ kinh tế... Đối với mô hình 2 kết quả kiểm định Hausman chưa thể khẳng định hệ số hồi quy của phương pháp hiệu ứng cố định là tốt hơn so với phương pháp hiệu ứng ngẫu nhiên. Do đó,

nhóm tác giả sử dụng thêm kiểm định giới hạn xác định quá mức (Overidentifying Restrictions) và phương pháp này cho thấy FEM là phương pháp phù hợp cho dữ liệu bảng của nhóm tác giả. Tuy nhiên, mô hình của nhóm tác giả gặp phải vấn đề nội sinh do biến phụ thuộc MV có tác động đồng thời đến tất cả các quyết định tài chính của doanh nghiệp, nên nhóm tác giả sử dụng một mô hình động (Mô hình (3)) để ước lượng bằng phương pháp GMM 2 bước do Arellano và Bond (1991) đề xướng. Trong ước lượng này, các biến giải thích được xem là biến nội sinh, và được dùng làm biến công cụ với độ trễ ít nhất 2 bậc và đồng thời cũng xem xét phương trình cơ sở. Kết quả kiểm định cũng như hồi quy của mô hình này cũng được trình bày trong Bảng 2. Mô hình 3 cho thấy ở nhóm các công ty nắm giữ tiền mặt vượt trội, kết quả khá giống với kết quả của mô hình 2 cũng như kết quả mà Lozano (2012) đã tìm thấy ở Tây Ban Nha. Theo đó, quyết định đầu tư và quyết định tài trợ có tác động thuận chiều lên giá trị doanh nghiệp, trong khi chính sách cổ tức lại có tác động nghịch chiều. Kết quả này là phù hợp với giả thuyết H6 mà đề tài đã nêu ở trên. Tuy nhiên, đối với những doanh nghiệp nắm giữ ít tiền mặt, cả hai mô hình tĩnh và động đều khẳng định quyết định đầu tư có tác động làm gia tăng giá trị doanh nghiệp (giống như đối với nhóm các công ty nắm giữ tiền mặt vượt trội) và có ý nghĩa thống kê. Tuy nhiên, với quyết định tài trợ và chính sách cổ tức thì kết quả lại có chút khác biệt giữa hai mô hình. Nếu Mô hình 3 cho thấy sử dụng nợ làm gia tăng giá trị doanh nghiệp (0,0422) và chi trả cổ tức làm giảm giá trị doanh

nghiệp (-0,339 ở mức $\alpha = 10\%$) thì kết quả hồi quy của nợ ở cả hai mô hình cũng như hệ số hồi quy của cổ tức ở mô hình 2 không có ý nghĩa thống kê nên chưa đủ bằng chứng để khẳng định kết luận nào là phù hợp.

Phân tích chi tiết hơn thông qua việc thực hiện kiểm định giới hạn tuyến tính (linear restriction test) cho các biến chính INV, DIV và LEV với các giả thuyết

$$H_0: \beta_1 + \beta_2 = 0;$$

$$H_0: \beta_3 + \beta_4 = 0;$$

$$H_0: \beta_5 + \beta_6 = 0;$$

Tác giả nhận thấy cả 3 giả thuyết này đều bị bác bỏ (Bảng 2). Kết quả này hàm ý rằng giả thuyết về sự khác biệt giữa các hệ số phụ thuộc vào việc nắm giữ tiền mặt vẫn được ủng hộ. Từ đây cho thấy ở những công ty nắm giữ ít tiền mặt hơn, giá trị được tạo ra cao hơn để giả thuyết H_4 vẫn được xác thực mặc dù những công ty thuộc nhóm này cũng thích sử dụng chính sách chi trả cổ tức ở một mức độ thậm chí cao hơn so với những công ty thặng dư tiền mặt (mặc dù chính sách cổ tức tiếp tục đóng vai trò là cơ chế chi phối nhưng vẫn có tác động tích cực lên giá trị doanh nghiệp ở những công ty có thặng dư tiền mặt). Những bằng chứng này nhất quán với kết quả nghiên cứu của Cohen và Yahill (2009), Lozano (2012), cho thấy các công ty trong điều kiện kiệt quệ tài chính thường chi trả cổ tức cao hơn so với những doanh nghiệp bình thường. Kết quả này cũng phù hợp với kết quả của Blau và Fuller (2008), những người chỉ ra rằng trong nhiều trường hợp những tranh luận về tính linh hoạt tài chính đã không được giải quyết một cách đầy đủ và vẫn còn tranh cãi, bởi vì quan điểm về vấn đề đại diện cho rằng: (i) Nợ

và cổ tức giúp giảm mâu thuẫn; và (ii) Do cả hai cùng có vai trò như nhau, nên hai quyết định này có tính thay thế nhau (mặc dù ở khía cạnh này chưa thể đi đến kết luận). Trong trường hợp này, tác giả dựa trên tranh luận của Blau và Fuller (2008) để bảo vệ quan điểm cho rằng những công ty có tính thanh khoản tốt hơn có thể dùng tiền đầu tư vào các dự án trong tương lai. Điều này chứng minh kết quả mà tác giả đạt được là giá trị của doanh nghiệp nắm giữ ít tiền mặt gia tăng tương ứng theo việc chi trả cổ tức.

Đối với hai biến kiểm soát: khả năng sinh lợi (ROA) và quy mô công ty (SIZE) cũng cho kết quả tương tự với Mô hình 1 cả về mức độ ý nghĩa lẫn dấu. Tuy nhiên, để kiểm soát cơ hội đầu tư IO, trong Mô hình 2 và 3, tác giả đã đưa thêm biến GROWTH vào để đo lường tốc độ tăng trưởng doanh số. Kết quả trong cả hai mô hình đều cho thấy biến này có ảnh hưởng tích cực lên giá trị công ty, về cơ bản có thể chỉ ra rằng các công ty có IO cao sẽ tận dụng những cơ hội đầu tư của mình để tối đa hoá giá trị tài sản cho cổ đông (Gugler - 2003). Tuy nhiên, trong nghiên cứu của nhóm tác giả, chưa đủ bằng chứng để khẳng định kết luận này.

Chỉ số Hansen để xác định giới hạn quá mức (Overidentifying Restrictions), kiểm định sự thiếu tương quan giữa các biến công cụ và sai số (154,83 có 175 bậc tự do) cho thấy giả thuyết về sự thiếu tương quan giữa biến công cụ và sai số là bị bác bỏ. Ngoài ra, tương quan chuỗi bậc 2 cũng bị bác bỏ ($m2 = 0,82$).

Như vậy, nhìn chung, kết quả hồi quy cho thấy các quyết định tài chính – quyết định đầu tư, quyết định tài trợ, quyết định phân phối –



và giá trị doanh nghiệp có quan hệ với nhau phụ thuộc vào lượng tiền mặt được nắm giữ của các công ty bởi vì tất cả các giả thuyết khác nhau mà nhóm tác giả đề ra về cơ bản đều có ý nghĩa. Tuy nhiên, đối với nhóm công ty nắm giữ ít tiền mặt, thì chỉ có quyết định đầu tư là có ý nghĩa, quyết định tài trợ không có ý nghĩa còn quyết định cổ tức thì chưa rõ ràng. Theo quan điểm của nhóm tác giả, kết quả đạt được từ nghiên cứu này khá tương đồng với kết quả của Lozano (2012). Từ đây cho thấy tầm quan trọng của tính linh hoạt tài chính so với các tranh luận về vấn đề đại diện. Hơn nữa, những kết quả này cũng phần nào phản ánh đặc thù của VN, do đó nhóm tác giả kỳ vọng kết quả nghiên cứu này sẽ góp phần làm phong phú thêm tổng quan nghiên cứu về hành vi của các doanh nghiệp khi nắm giữ tiền mặt vượt trội.

5. Kết luận

Nghiên cứu này được thực hiện

nhằm kiểm định ảnh hưởng của việc tích lũy tiền mặt vượt trội đến các quyết định tài chính để từ đó tác động đến giá trị doanh nghiệp dựa trên bộ dữ liệu của 158 công ty phi tài chính tại VN, trong giai đoạn 2006 - 2013. Kết quả nghiên cứu cho thấy các quyết định tài chính của các công ty – quyết định đầu tư, quyết định tài trợ, quyết định phân phối, trong mối quan hệ với nắm giữ tiền mặt vượt trội đều có tác động đến giá trị doanh nghiệp.

- *Đối với quyết định đầu tư:* Quyết định đầu tư có tác động làm gia tăng giá trị doanh nghiệp được thực hiện bởi các công ty cho dù có ít cơ hội đầu tư hay có nhiều cơ hội đầu tư, cho dù nắm giữ nhiều tiền hay ít tiền. Tuy nhiên, ở những công ty có ít cơ hội đầu tư và tồn tại tình trạng bất cân xứng thông tin cao thì mức độ gia tăng thấp hơn so với các công ty có nhiều cơ hội đầu tư. Ở các doanh nghiệp nắm giữ tiền mặt vượt trội quyết định đầu

tư có tác động mạnh hơn lên giá trị doanh nghiệp. Điều này cho thấy khi phải đối mặt với sự khan hiếm cơ hội đầu tư, các công ty cần phải tận dụng tối đa các cơ hội đầu tư sẵn có, có như vậy các công ty mới có thể đạt được mục tiêu tối đa hoá giá trị công ty. Ngoài ra, các doanh nghiệp nắm giữ một tỷ lệ tiền mặt vượt trội thường có khả năng nắm bắt nhiều cơ hội đầu tư hơn nên được cổ đông đánh giá cao hơn.

- *Đối với quyết định tài trợ:* Quyết định tài trợ cũng có tác động đến giá trị doanh nghiệp cho cả những công ty có cơ hội đầu tư thấp lẫn những công ty nắm giữ tiền mặt vượt trội. Điều đó cho thấy cổ đông trong các doanh nghiệp đánh giá cao việc các công ty sử dụng nợ để tài trợ, xem nợ như một cơ chế giám sát vấn đề đại diện trong doanh nghiệp, ngay cả ở những công ty nắm giữ tiền mặt vượt trội.

- *Đối với quyết định phân phối cổ tức:* Quyết định phân

phối cũng có tác động nghịch biến đến giá trị của doanh nghiệp ở những công ty cơ hội đầu tư thấp và cả những công ty nắm giữ tiền mặt vượt trội. Cổ đông của những doanh nghiệp này có thể cho rằng chia cổ tức bằng tiền sẽ buộc công ty phải huy động vốn với chi phí cao trên thị trường tài chính nên sẽ ảnh hưởng đến khả năng sinh lợi của công ty.

Như vậy, có thể kết luận đối với các công ty nắm giữ tiền mặt vượt trội, quyết định đầu tư và quyết định tài trợ có tác động thuận chiều lên giá trị doanh nghiệp, trong khi chính sách cổ tức lại có tác động nghịch chiều. Những bằng chứng này nhất quán với kết quả nghiên cứu của Cohen và Yahill (2009), Lozano (2012), Blau và Fuller (2008).

Với kết quả nghiên cứu đã trình bày ở trên, nhóm tác giả xin được đưa ra một số hàm ý chính sách như sau:

- *Đối với những doanh nghiệp có cơ hội đầu tư thấp và/hoặc nắm giữ tiền mặt vượt trội:* Doanh nghiệp nên gia tăng sử dụng nợ để tài trợ trong cấu trúc vốn, giảm chi trả cổ tức bằng tiền để tận dụng các cơ hội đầu tư nhằm gia tăng giá trị cho doanh nghiệp. Khi có tiền mặt dự trữ quá mức, các doanh nghiệp VN có thể điều chỉnh cấu trúc vốn thiên về nợ nhằm tăng thêm nghĩa vụ chi trả lãi vay từ dòng tiền tự do, giảm thiểu nguồn lực dưới tay của ban giám đốc. Nhìn chung, quyết định tài trợ và quyết định phân phối có thể thực hiện như hai cơ chế kiểm soát vấn đề đại diện đối với dòng tiền tự do tại doanh nghiệp; tuy nhiên, quyết định tài trợ bằng nợ có thể được

dùng phổ biến hơn.

- *Đối với những doanh nghiệp có cơ hội đầu tư cao:* Doanh nghiệp cũng nên gia tăng mức độ nợ sử dụng trong cấu trúc vốn để hạn chế vấn đề đại diện và kiểm soát hiệu quả dòng tiền tự do, hoặc phải thực hiện chính sách chi trả cổ tức cao cho các cổ đông của doanh nghiệp nhằm làm giảm bớt mâu thuẫn đại diện giữa cổ đông và nhà quản trị. Các doanh nghiệp nắm giữ tiền mặt thấp nên gia tăng sử dụng nợ và giảm chi trả cổ tức bằng tiền mặt để tận dụng các cơ hội đầu tư nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động của công ty, qua đó nâng cao giá trị doanh nghiệp.

Bên cạnh đó, do thị trường VN còn tiềm ẩn tình trạng bất cân xứng thông tin cao, gây ảnh hưởng không nhỏ đến việc dự trữ tiền mặt của các doanh nghiệp, kỳ vọng của nhà đầu tư và niềm tin của ngân hàng, nhà cung cấp. Do đó, giá trị doanh nghiệp bị đánh giá không cao, tính cạnh tranh thấp và gặp nhiều khó khăn, đặc biệt trong thời kỳ hội nhập với khu vực và thế giới. Dựa vào các kết quả tìm được của bài nghiên cứu, nhóm tác giả cho rằng các doanh nghiệp phải chú tâm đến việc xây dựng các chính sách quản trị tiền mặt hiệu quả cũng như hoạch định chiến lược tài chính thông qua việc ra và thực hiện quyết định đầu tư, quyết định tài trợ và quyết định phân phối cổ tức cho doanh nghiệp mình sao cho tối đa hóa giá trị tài sản của cổ đông.

Trong tương lai, nhóm tác giả mong muốn tiếp tục nghiên cứu chủ đề này dựa trên việc mở rộng mẫu dữ liệu nghiên cứu dài và rộng hơn, bao quát thị trường VN trong khoảng thời gian dài hơn, nhiều

quan sát hơn, để từ đó có thể đưa ra kết quả kiểm định có độ tin cậy cao và tính chính xác hơn cho thực tiễn nền kinh tế VN●

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Bates. T.M., Kahle. K.M. and Stulz. R.M. (2009). Why do U.S. Firms hold so much more cash. than they used to? *The Journal of Finance*, Vol. LXIV, no. 5.
- Cristina Martínez - Sola. Pedro J. García -Teruelm Pedro Martínez - Solano (2011). Corporate cash holding and firm value. *Applied Economics*, Vol. 45, Issue 2.
- Faulkender. M., Wang. R. (2006). Corporate financial policy and the value of cash. *Journal of Finance*, 61:1957 - 1989.
- Gao. H., Harford. J., Li. K. (2013). Determinants of corporate cash policy: Insights from private firms. *Journal of Financial Economics*. 109:623 - 639.
- Harford. J. (1999). Corporate cash reserves and acquisitions. *Journal of Finance*, 54, 1969-97.
- Jensen. M. (1986). Agency costs of free cash flow. corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, 76: 323 - 39.
- Lee. E., Powell. R. (2011). Excess cash holdings and shareholder value. *Accounting and Finance*, 51:549 - 574.
- Mai E. Iskandar-Datta. Yonghong Jia. (2013). Investor protection and corporate cash holdings around the world: new evidence. *Review of Quantitative Finance and Accounting*.
- Miller. M., Rock. R. (1985). Dividend policy under asymmetric information. *Journal of Finance*. 40:1031 - 51.
- Ö Arslan - Ayaydin. C Florackis. A Ozkan. (2014). Financial flexibility, corporate investment and performance: evidence from financial crises. *Review of Quantitative Finance*, Volume 42, Issue 2. pp 211-250.