Hành vi nắm giữ tiền mặt và giá trị doanh nghiệp: Nghiên cứu tại các công ty xây dựng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam

Trần Phi Long
Viện Ngân hàng - Tài chính, Trường Đại học Kinh tế quốc dân
Email: tranphilong2712@gmail.com
Lê Đức Hoàng
Viện Ngân hàng - Tài chính, Trường Đại học Kinh tế quốc dân
Email: leduchoang@neu.edu.vn

Ngày nhận: 18/6/2016
Ngày nhận bản sửa: 20/7/2016
Ngày duyệt đăng: 25/8/2016

Tóm tắt:

Nghiên cứu kiểm tra tác động của chính sách nắm giữ tiền mặt lên giá trị doanh nghiệp với mẫu nghiên cứu là 63 công ty hoạt động trong lĩnh vực xây dựng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn từ năm 2009 - 2015. Bài nghiên cứu sử dụng mô hình nghiên cứu phân tích dữ liệu bảng, và áp dụng phương pháp phân tích hồi quy moment tổng quát (GMM - General Method of Moment). Với biến phụ thuộc đo lường giá trị doanh nghiệp là hệ số Tobin's Q và biến độc lập là tỷ lệ nắm giữ tiền mặt, bài nghiên cứu sẽ chỉ rằng tồn tại mức tiền mặt tối ưu giúp cho công ty có thể tối đa hoá được giá trị doanh nghiệp. Từ kết quả này, nhóm tác giả đã đưa ra khuyến nghị về tỷ lệ nắm giữ tiền mặt tối ưu cho các công ty trong nhóm ngành được nghiên cứu.

Từ khoá: tiền mặt, giá trị doanh nghiệp, GMM

Cash level and firm value: Case of Vietnam listed companies in construction industry

Abstract:

This study examined the impact of cash holding policy on firm performance with the sample of 63 Vietnam listed companies, which were in the construction industry, from 2009 to 2015. The study used regression model with panel data and general method of moment (GMM) analysis. With dependent variable of Tobin's Q, which was proxy for firm performance, and independent variable of cash-on-total-assets, the results showed that there was an optimal cash level making firm's value maximum. Based on the results, the authors provided recommendations on optimal cash level for companies in this industry.

Key words: cash, firm's value, GMM

1. Đặt vấn đề

Nghiên cứu về mối quan hệ giữa hành vi nắm giữ tiền mặt và giá trị doanh nghiệp đã được nhiều nhà nghiên cứu trên thế giới thực hiện, như nghiên cứu của Faulkender & Want (2006), Dittmar & Marth-Smith (2007), Martinez-Sola & cộng sự (2013) và Nguyễn Thị Liên Hoa & cộng sự (2015).

Các công ty nắm giữ nhiều tiền mặt sẽ có được những lợi thế nhất định như đáp ứng được nhu cầu vốn để thực hiện được các dự án đầu tư sinh lời trong tương lai, phòng ngừa được những rủi ro xấu xảy ra trong quá trình hoạt động, gia tăng được tính thanh khoản, có khả năng thực hiện được các nghĩa vụ tài chính, từ đó có thể dễ dàng tiếp cận được với thị trường tài chính. Tuy nhiên, các công ty nắm giữ nhiều tiền cũng sẽ làm cho khả năng sinh lời giảm xuống nếu như công ty không đầu tư được lượng

tiền dư thừa vào các dự án có mức sinh lời cao, đồng thời làm phát sinh chi phí đại diện (agency cost) của công ty.

Theo Jensen (1986), khi công ty dư thừa tiền mặt, nhà quản lý công ty có xu hướng đầu tư vào các dự án có tỷ lệ sinh lời thấp hơn chi phí vốn của công ty vì điều này sẽ làm tăng quyền lực của nhà quản lý, do đó làm nảy sinh mâu thuẫn giữa nhà quản lý và các cổ đông của công ty. Chính vì vậy, bài nghiên cứu tập trung nghiên cứu tác động của hành vi nắm giữ tiền mặt của công ty lên giá trị doanh nghiệp, lấy trường hợp các công ty niêm yết trong lĩnh vực xây dựng làm mẫu nghiên cứu, để từ đó tìm ra tỷ lệ nắm giữ tiền mặt tối ưu và đưa ra những khuyến nghị cho các công ty này.

Lý do nghiên cứu lựa chọn nhóm ngành xây dựng là thể hiện ở vai trò quan trọng của ngành xây dựng với sự phát triển của nền kinh tế Việt Nam. Thứ nhất, Việt Nam là một quốc gia đang phát triển, cần thu hút nhiều vốn đầu tư từ nước ngoài. Để có thể làm được việc này, hệ thống giao thông vận tải cần phải được đầu tư để tạo tiền đề cho sự phát triển các ngành khác. Thứ hai, nhu cầu nhà ở của người dân Việt Nam hiện tại là rất lớn. Do đó, nếu các doanh nghiệp xây dựng phát triển được tốt thì có thể giảm được giá thành của bất động sản, từ đó giúp cho người dân có thể tiếp cận được với những bất động sản giá rẻ.

Như vậy, việc đề xuất ra tỷ lệ tiền mặt tối ưu cho các doanh nghiệp xây dựng sẽ giúp các doanh nghiệp phát triển được bền vững trong tương lai, từ đó góp phần phát triển kinh tế xã hội cho đất nước.

2. Tổng quan nghiên cứu

2.1. Nghiên cứu về hành vi nắm giữ tiền mặt

Myers & Majluf (1984) đã nghiên cứu mối quan hệ về lượng tiền mặt nắm giữ và quyết định đầu tư của công ty khi tồn tại thông tin bất cân xứng trên thị trường. Trong trường hợp công ty có nhiều khoản đầu tư có tính sinh lời cao, công ty trước hết sẽ sử dụng lượng tiền mặt được tạo ra từ hoạt động kinh doanh và nếu không đủ vốn đầu tư, công ty sẽ phát hành nợ và sau đó là cổ phiếu để huy động vốn. Chính vì vậy, các công ty thường giữ lại tiền mặt bằng cách hạn chế trả cổ tức.

Cũng liên quan đến mối quan hệ về tài trợ công ty và lượng tiền mặt nắm giữ, Opler và các cộng sự (1999) đã kiểm tra các yếu tố tác động đến việc nắm giữ tiền mặt của các công ty niêm yết tại Hoa Kỳ trong khoảng thời gian từ 1971 - 1994. Nghiên cứu này chỉ ra rằng các công ty mà có cơ hội đầu tư lớn và có dòng tiền biến động nhiều sẽ nắm giữ tỷ lệ tiền mặt lớn. Do đó, các công ty nắm giữ tỷ lệ tiền mặt cao sẽ có giá trị doanh nghiệp cao hơn.

Bên cạnh mối quan hệ với các quyết định đầu tư của công ty, mối quan hệ giữa lượng tiền mặt và các quyết định tài trợ của công ty cũng được nghiên cứu. Cũng trong nghiên cứu của Opler & cộng sự (1999), công ty mà có khả năng tốt để tiếp cận đến thị trường tài chính và có xếp hạng tín nhiệm cao sẽ có xu hướng nắm giữ ít tiền mặt hơn. Ngược lại, các công ty có khả năng tiếp cận thị trường tài chính thấp và có xếp hạng tín nhiệm thấp sẽ phải nắm giữ tỷ lệ tiền mặt cao vì chi phí huy động vốn cho những công ty này khi huy động vốn trên thị trường tài chính cao.

Faulkender & Wang (2006) đã nghiên cứu giá trị của tiền mặt với các quyết định tài trợ của công ty. Nghiên cứu chỉ ra rằng khi công ty khó tiếp cận được với thị trường tài chính, thì một đôla công ty có được sẽ có giá trị tăng thêm (marginal value) cao hơn. Cụ thể, với một USD công ty có được, giá trị của nó đối với công ty khó tiếp cận thị trường tài chính sẽ cao hơn đối với công ty dễ tiếp cận tài chính từ 28 đến 63 cents. Kết quả này ngụ ý rằng việc khó tiếp cận với thị trường tài chính sẽ làm cho công ty huy động vốn với chi phí cao, và do đó các công ty giữ lại tiền trong công ty sẽ có giá trị cao hơn.

Lozano (2012) khi nghiên cứu về 119 doanh nghiệp niêm yết tại Tây Ban Nha từ năm 1992 đến năm 1999 đã chỉ ra rằng trong điều kiện bất cân xứng thông tin, các công ty dự trữ nhiều tiền mặt thường đầu tư quá nhiều. Do đó, các cổ đông muốn các công ty này huy động vốn bằng nợ nhiều hơn và trả cổ tức cho họ.

Như vậy, các nghiên cứu chỉ ra rằng tồn tại mối quan hệ giữa quyết định đầu tư, quyết định tài trợ của doanh nghiệp và tỷ lệ tiền mặt mà doanh nghiệp nắm giữ, từ đó tác động đến giá trị doanh nghiệp.

2.2. Nghiên cứu về tác động của hành vi nắm giữ tiền mặt lên giá trị doanh nghiệp

Đã có nhiều nghiên cứu với những kết quả trái ngược nhau liên quan đến tác động hành vi nắm giữ tiền mặt lên giá trị doanh nghiệp. Dittmar & Marth-Smith (2007) nghiên cứu 1952 công ty niêm yết tại Hoa Kỳ trong khoảng thời gian từ năm 1990 đến năm 2003 và chỉ ra rằng giá trị công ty, được đo

bằng giá trị thị trường tổng tài sản trên giá trị sổ sách tổng tài sản, sẽ giảm đến 50% nếu công ty nắm giữ tỷ lệ tiền mặt quá lớn và được quản trị kém. Bên cạnh đó, tỷ lệ tiền mặt quá lớn của các công ty được quản trị kém còn làm tỷ lệ thu nhập trước khấu hao trên tổng tài sản của công ty giảm xuống do các công ty này thường đầu tư vào những dự án có tỷ lệ sinh lời thấp.

Khác với kết quả nghiên cứu của Dittmar & Marth-Smith (2007), Saddour (2006) sử dụng hệ số Tobin's Q làm thước đo giá trị doanh nghiệp và nghiên cứu 297 công ty niêm yết tại Pháp trong khoảng thời gian 1998 - 2002. Nghiên cứu này chỉ ra rằng giá trị doanh nghiệp sẽ tăng lên khi tỷ lệ nắm giữ tiền mặt của các công ty này tăng lên. Hơn nữa, tác động của tỷ lệ nắm giữ tiền mặt lên giá trị doanh nghiệp sẽ mạnh hơn nếu các công ty là những công ty đang tăng trưởng, tức là những công ty có hệ số Tobin's Q lớn hơn trung vị (median) của nó.

Saddour (2006) giải thích hiện tượng này là do các công ty nắm giữ nhiều tiền mặt có khả năng thực hiện những dự án có tính sinh lời cao mà không cần phải huy động vốn từ bên ngoài với chi phí cao. Như vậy, tồn tại hai tác động của tỷ lệ nắm giữ tiền mặt lên giá trị doanh nghiệp. Do đó, có các nghiên cứu khác nghiên cứu mối quan hệ tuyến tính giữa tỷ lệ nắm giữ tiền mặt và giá trị doanh nghiệp.

Martínez-Sola & cộng sự (2013) nghiên cứu 472 công ty niêm yết tại Hoa Kỳ trong khoảng thời gian từ năm 2001 đến năm 2007 và chỉ ra rằng tồn tại mối quan hệ chữ U ngược giữa giá trị doanh nghiệp và tỷ lệ tiền mặt nắm giữ. Nghiên cứu này sử dụng ba biến phụ thuộc đo lường giá trị doanh nghiệp là hệ số Tobin's Q (bằng tỷ lệ giữa giá trị thị trường và chi phí thay thế tài sản (replacement cost) của công ty), tỷ số giá trị thị trường tổng tài sản công ty trên giá trị sổ sách tổng tài sản công ty, và tỷ số giá trị thị trường vốn chủ sở hữu công ty trên giá trị sổ sách vốn chủ sở hữu công ty. Biến độc lập đo lường hành vi nắm giữ tiền mặt trong nghiên cứu là tỷ lệ tiền và tương đương tiền trên tổng tài sản và bình phương tỷ lệ này. Các biến kiểm soát được sử dụng trong nghiên cứu là đầu tư vào tài sản vô hình (bằng tỷ lệ tài sản vô hình trên tổng tài sản), quy mô công ty (bằng logarit tự nhiên của doanh thu gộp) và hệ số đòn bẩy (bằng tỷ lệ tổng nợ trên vốn chủ sở hữu công ty).

Giống với kết quả của Martínez-Sola & cộng sự (2013), Azmat (2014) cũng chỉ ra mối quan hệ chữ U ngược khi nghiên cứu 261 công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Pakistani. Nghiên cứu này sử dụng mô hình hồi quy dữ liệu bảng động với hai biến phụ thuộc đo lường giá trị doanh nghiệp là hệ số Tobin's Q, được tính bằng tỷ lệ tổng giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu cộng giá trị sổ sách của nợ vay trên tổng giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu, và tỷ lệ giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu trên giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu. Tỷ lệ tiền mặt trên tổng tài sản của công ty và bình phương của tỷ lệ này sẽ là biến độc lập trong nghiên cứu này. Các biến kiểm soát được sử dụng trong mô hình lần lượt là quy mô công ty (bằng logarit tự nhiên của tổng tài sản), hệ số đòn bẩy (bằng tỷ lệ tổng nợ trên tổng tài sản) và chi tiêu vốn công ty (bằng tỷ lệ chi tiêu vốn (capital expenditure) trên tổng tài sản công ty).

Tại Việt Nam cũng có nghiên cứu chỉ ra mối quan hệ chữ U ngược giữa tỷ lệ nắm giữ tiền mặt và giá trị doanh nghiệp như nghiên cứu của Nguyễn Thị Liên Hoa & cộng sự (2015). Nghiên cứu này nghiên cứu 69 công ty niêm yết trên sàn chứng khoán Hồ Chí Minh và Hà Nội từ năm 2008 đến năm 2013 và chỉ ra tỷ lệ tiền mặt tối ưu trên tổng tài sản là 30,48%, theo đánh giá của nhóm tác giả là khá cao. Nghiên cứu cũng chưa kiểm định lại xem với tỷ lệ tiền mặt trên tổng tài sản là như vậy thì giá trị của doanh nghiệp có thật sự tăng lên không. Bên cạnh mối quan hệ chữ U ngược, nghiên cứu này còn chỉ ra mối quan hệ chữ N giữa tỷ lệ nắm giữ tiền mặt và giá trị doanh nghiệp, tức là ở tỷ lệ nắm giữ tiền mặt thấp, giá trị doanh nghiệp sẽ tăng lên khi tỷ lệ nắm giữ tiền mặt tăng lên, sau đó giá trị doanh nghiệp sẽ giảm xuống khi tỷ lệ nắm giữ tiền mặt tiếp tục tăng và cuối cùng, giá trị doanh nghiệp lại tăng lên khi tỷ lệ nắm giữ tiền mặt tăng lên.

Như vậy, sau khi tổng hợp các nghiên cứu trước đây có liên quan đến đề tài, bài nghiên cứu đưa ra giả thuyết nghiên cứu H1 như sau: Tồn tại tỷ lệ tiền mặt tối ưu giúp cho giá trị doanh nghiệp là lớn nhất.

3. Phương pháp nghiên cứu

Bài nghiên cứu sẽ tập trung nghiên cứu về tác động của hành vi nắm giữ tiền mặt lên giá trị doanh nghiệp của 63 công ty hoạt động trong lĩnh vực xây dựng được niêm yết trên hai Sở Giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh và Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội trong giai đoạn từ năm 2009 đến năm 2015. Dữ liệu cho nghiên cứu được tổng hợp từ các báo cáo tài chính của doanh nghiệp và từ website tài chính cophieu68.vn. Tuy nhiên, do có 2 công ty

trong mẫu nghiên cứu chưa công bố báo cáo tài chính nên mẫu nghiên cứu bao gồm 439 quan sát.

Nhằm đánh giá tác động của hành vi nắm giữ tiền mặt lên giá trị doanh nghiệp, nghiên cứu sẽ dụng các biến trong mô hình nghiên cứu của Martínez-Sola & cộng sự (2013) và Azmat (2014). Bài nghiên cứu sử dụng dữ liệu bảng và mô hình hồi quy kinh tế lượng động (dynamic model) bằng cách áp dụng phương pháp moment tổng quát (General method of moment - GMM), lấy độ trễ một năm của biến phụ thuộc làm biến độc lập của mô hình nghiên cứu và độ trễ của các biến nội sinh sẽ được sử dụng làm biến công cụ trong mô hình nghiên cứu. Theo Arellano & Bond (1991), ưu điểm của phương pháp này là sẽ giúp kiểm soát được hiện tượng biến nội sinh trong mô hình. Tính ngoại sinh của các biến công cụ trong mô hình sẽ được kiểm định bằng kiểm định Hansen, là kiểm định giới hạn về tính nội sinh (over-identifying restrictions) của mô hình. Kiểm định Hansen có giả thuyết H0 là biến công cụ là biến ngoại sinh, vì vậy giá trị p-value của kiểm định Hansen lớn chứng tỏ không có cơ sở để bác bỏ H0, tức là mô hình là phù hợp.

Các biến phụ thuộc đo lường giá trị doanh nghiệp trong bài là hệ số Tobin's Q, ký hiệu là Q (được tính bằng giá trị thị trường vốn chủ sở hữu cộng giá trị sổ sách của nợ vay chia cho giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu và giá trị sổ sách của nợ vay của công ty), tỷ số lợi nhuận sau thuế trên tổng tài sản (ROA) và tỷ số lợi nhuận sau thuế trên vốn chủ sở hữu (ROE). Biến Tobin's Q đo lường giá trị doanh nghiệp theo giá trị thị trường, còn biến ROA và ROE đo lường giá trị doanh nghiệp theo các con số của giá trị sổ sách kế toán. Biến độc lập thể hiện hành vi nắm giữ tiền mặt của công ty được sử dụng trong mô hình sẽ là biến Cash, được đo lường bằng tỷ lệ tiền và tương đương tiền trên tổng tài sản công ty, và biến bình phương của Cash, ký hiệu là Cash2, nhằm kiểm định lượng tiền mặt tối ưu công ty nên nắm giữ. Các biến kiểm soát trong bài nghiên cứu này sẽ bao gồm Size (quy mô công ty, được đo lường bằng logarit tự nhiên của tổng tài sản), Lev (hệ số đòn bẩy tài chính, được đo lường bằng tỷ lệ nợ trên tổng tài sản), và Capex (chi tiêu vốn của công ty, được đo lường bằng tỷ số giữa hiệu của tiền chi mua sắm tài sản cố định và tiền thanh lý tài sản cố định trên tổng tài sản).

Mô hình nghiên cứu được sử dụng trong bài là:

$$Y_{i,t} = \alpha + \beta_1 x Y_{i,t-1} + \beta_2 x Cash_{i,t} + \beta_3 x Cash2_{i,t} + \beta_{4,t} x Size_{i,t} + \beta_5 x Lev_{i,t} + \beta_5 x Capex_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Trong đó $Y_{i,t}$ là biến phụ thuộc (ROA, ROE và Topin's Q) và $Y_{i,t-1}$ là biến trễ của biến phụ thuộc, được sử dụng là biến công cụ để loại bỏ hiện tượng biến nội sinh trong mô hình. $\varepsilon_{i,t}$ là phần dư của mô hình.

Theo nghiên cứu của Martinez-Sola & cộng sự (2013) và Himmelberg & cộng sự (1999), tất cả các biến trong mô hình đều được coi là biến nội sinh do các công ty có tính không đồng nhất (heterogeneous) và có nhiều các yếu tố khác luôn tác động đến giá trị doanh nghiệp mà rất khó để có thể đo lường.

4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

4.1. Thống kê mô tả

Thông tin về các biến được mô tả trong bảng 1.

Các thông tin về giá trị trung bình, độ lệch chuẩn, giá trị nhỏ nhất và giá trị lớn nhất của các biến trong

Bảng 1: Thống kê mô tả các biến trong mô hình

	Số lượng quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
Q	439	0,6985	0,184	0,0146	1,4463
ROA	439	0,0227	0,0506	-0,3622	0,1579
ROE	439	0,0231	0,6884	-11,7073	2,1694
Cash	439	0,0691	0,0719	0,00016	0,5707
Cash2	439	0,0099	0,0253	0,00000002	0,3257
Size	439	13,4642	1,3256	9,6542	17,2714
Lev	439	0,7057	0,1988	0,0146	1,6214
Capex	439	0,03411	0,0683	-0,1486	0,4065

Nguồn: Từ cophieu68.vn và báo cáo tài chính của công ty, tính toán của tác giả bằng phần mềm STATA

nghiên cứu được đưa ra trong bảng 1. Giá trị trung bình của hệ số Tobin's Q là 0,6985, thấp hơn so với 1 rất nhiều, chứng tỏ giá trị thị trường của các tài sản của các công ty hoạt động trong lĩnh vực xây dựng là thấp hơn nhiều so với giá trị sổ sách của chúng. Lý giải điều đó là do trong khoảng thời gian nghiên cứu từ năm 2009 đến năm 2015, nhà đầu tư trên thị trường không đánh giá cao tiềm năng tăng trưởng của các công ty hoạt động trong lĩnh vực xây dựng do bối cảnh tình hình kinh tế đất nước còn nhiều khó khăn, các doanh nghiệp không bán được hàng tồn kho bất động sản. Giá trị trung bình của ROA là 2,27%, dao động trong khoảng từ -36,22% đến 15,79%, còn giá trị trung bình của ROE là 2,31%, dao động trong khoảng từ -1171% đến 217%. Số lỗ quá lớn của các công ty trong mẫu nghiên cứu cũng thể hiện tình hình kết quả kinh doanh của các công ty này. Cùng với kết quả hoạt động kinh doanh gặp nhiều khó khăn, tỷ lệ vay nợ cao của toàn bộ công ty (xấp xỉ 71%) đã làm cho các công ty chỉ nắm giữ lượng tiền mặt trung bình là 6,91% tổng tài sản vì liên tục phải thanh toán lãi vay và các khoản nợ đến hạn. Giá trị trung bình của tỷ lệ tiền mặt trên tổng tài sản cũng nhỏ hơn so với độ lệch chuẩn, chứng tỏ các doanh nghiệp được nghiên cứu có những chính sách nắm giữ tiền mặt là khác nhau.

4.2. Hệ số tương quan và hệ số phóng đại phương sai của các biến

Hệ số tương quan của tất cả các biến và hệ số phóng đại phương sai của các biến độc lập được chỉ ra trong bảng 2 và bảng 3.

Kết quả nghiên cứu của bảng 2 và bảng 3 chỉ ra rằng hiện tượng đa cộng tuyến khó xảy ra trong mô hình nghiên cứu vì hầu hết các cặp biến với nhau đều có giá trị tuyệt đối của hệ số tương quan nhỏ hơn 0,7 và hệ số phóng đại phương sai của các biến độc lập là nhỏ hơn 10. Do đó, việc loại biến nghiên cứu được đề xuất là không cần thiết và mô hình nghiên cứu là hợp lý.

4.3. Kết quả kiểm chứng

Bảng 4 chỉ ra kết quả từ kiểm định thực chứng về tác động của hành vi nắm giữ tiền mặt lên giá trị doanh nghiệp. Thứ nhất, kiểm định Hansen đã đưa ra kết quả là mô hình nghiên cứu duy nhất phù hợp là mô hình nghiên cứu với biến phụ thuộc là hệ số Tobin's Q vì giá trị p-value của kiểm định này lớn hơn 0,1, tức là không có cơ sở để bác bỏ biến công

Bảng 2: Hệ số tương quan giữa các biến

	Q	ROA	ROE	Cash	Cash2	Size	Lev	Capex
Q	1							
ROA	-0,352	1						
ROE	-0,125	0,292	1					
Cash	-0,152	0,212	0,109	1				
Cash2	-0,069	0,108	0,052	0,872	1			
Size	0,352	-0,072	-0,049	-0,095	-0,105	1		
Lev	0,943	-0,326	-0,114	-0,108	-0,019	0,349	1	
Capex	0,112	0,150	0,104	-0,004	-0,009	0,189	0,125	1

Nguồn: Từ cophieu68.vn và báo cáo tài chính của công ty, tính toán của tác giả bằng phần mềm STATA

Bảng 3: Hệ số phóng đại phương sai (VIF) giữa các biến độc lập

	VIF	1/VIF
Cash	4,36	0,23
Cash2	4,34	0,231
Lev	1,19	0,84
Size	1,18	0,845
Capex	1,04	0,96

Nguồn: Tính toán của tác giả từ phần mềm thống kê STATA.

Bảng 4: Kết quả nghiên cứu

	Q	ROA	ROE
Lag (-1)	-0,0567 (0,433)	-0,1544 (0,373)	-0,6688* (0,000)
Cash2	-1,4977*** (0,063)	-0,1127 (0,812)	-1,1945 (0,792)
Cash	0,5188** (0,025)	-0,0364 (0,832)	0,7519 (0,791)
Size	0,0794 (0,101)	-0,0576*** (0,082)	0,2437 (0,565)
Lev	0,4719*** (0,059)	-0,00087 (0,924)	-1,9058 (0,306)
Capex	0,0302 (0,816)	0,1206 (0,262)	1,4032** (0,043)
Kiểm định Hansen	22,86 (0,528)	36,52** (0,049)	33,92*** (0,086)

*Nguồn: Tính toán của tác giả từ phần mềm thống kê STATA. Số trong ngoặc là p-value của hệ số beta, *, ** và *** thể hiện mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%.*

cụ (là biến độ trễ của biến phụ thuộc) là biến ngoại sinh. Tác động của tỷ lệ nắm giữ tiền mặt lên ROA và ROE là chưa rõ do Kiểm định Hansen của mô hình nghiên cứu chỉ ra rằng phương pháp GMM không kiểm soát được vấn đề nội sinh của mô hình do có cơ sở để bác bỏ biến công cụ là biến ngoại sinh. Do đó, nhóm nghiên cứu sẽ bổ sung thêm các kiểm định Robustness bằng cách sử dụng phương pháp hồi quy bảng theo tác động cố định và tác động ngẫu nhiên.

Thứ hai, tham số của biến Cash2 là -1,4977 và giá trị p-value của tham số này là 0,063, tức là ý nghĩa thống kê của tham số này là 10%. Như vậy, mối quan hệ giữa tỷ lệ nắm giữ tiền mặt và giá trị doanh nghiệp có dạng chữ U ngược, và đỉnh của chữ U ngược tại mức tỷ lệ tiền mặt là 17,3%. Kết quả nghiên cứu này đã ủng hộ giả thuyết nghiên cứu được đưa ra, tức là tồn tại tỷ lệ tiền mặt tối ưu (bằng 17,3% tổng tài sản) làm cho giá trị doanh nghiệp là lớn nhất. Tỷ lệ tiền mặt tối ưu 17,3% cũng lớn hơn rất nhiều so với tỷ lệ tiền mặt trung bình của các công ty trong ngành (6,91%). Nhóm tác giả đưa ra lý do giải thích cho kết quả này là do môi trường kinh doanh của các công ty hoạt động trong lĩnh vực xây dựng trong giai đoạn 2009 - 2015 có nhiều khó khăn, khi hàng tồn kho bất động sản không thể được tiêu thụ dù nhu cầu mua nhà của người dân là không cao mặc dù giá nhà đã giảm xuống và nhà nước đã có nhiều chính sách hỗ trợ.

Chính vì vậy, các công ty sẽ gặp khó khăn trong việc tiếp cận nguồn vốn từ bên ngoài. Việc các công ty nắm giữ tỷ lệ tiền mặt cao sẽ giúp cho các công ty bớt phụ thuộc vào nguồn vốn từ bên ngoài. Kết quả nghiên cứu tác động của tỷ lệ nắm giữ tiền mặt lên giá trị doanh nghiệp có dạng chữ U ngược là giống với kết quả nghiên cứu của Nguyễn Thị Liên Hoa & cộng sự (2015), Azmat (2014) và Martinez-Sola & cộng sự (2013). Tuy nhiên, khác với những nghiên cứu này, sau khi mô hình cho kết quả tỷ lệ tiền mặt tối ưu trên tổng tài sản là 17,3%, nhóm tác giả đã sử dụng kiểm định mô phỏng (simulation) 10.000 lần bằng hàm NORMINV để kiểm tra tính hợp lý của kết quả. Kiểm định mô phỏng đã xác nhận kết quả nghiên cứu vì sau khi gán giá trị tỷ lệ tiền mặt tối ưu cho tất cả các công ty trong mẫu nghiên cứu, 100% các công ty trong mẫu nghiên cứu đều có hệ số Tobin's Q lớn hơn giá trị thực tế (Xem Phụ lục). Hơn nữa, giá trị trung bình của hệ số Tobin's Q đã tăng lên là 1,409, gấp 2,02 lần giá trị trung bình trong thực tế.

Để kiểm định robustness cho kết quả nghiên cứu, nhóm nghiên cứu sẽ sử dụng phương pháp hồi quy

bảng theo tác động cố định và ngẫu nhiên. Sử dụng phương pháp này có nhược điểm là sẽ không thể kiểm soát được tính nội sinh của mô hình, đồng thời cũng không cần cho độ trễ biến phụ thuộc cũng như các biến khác vào mô hình. Để lựa chọn tác động cố định hay ngẫu nhiên, kiểm định Hausman sẽ được áp dụng với quy tắc như sau: Nếu giá trị p (p-value) của kiểm định Hausmen nhỏ hơn 0,05 thì mô hình tác động cố định sẽ được lựa chọn với mức ý nghĩa 5%, ngược lại sẽ áp dụng mô hình tác động ngẫu nhiên. Tính phù hợp của mô hình tác động cố định sẽ được đo lường bằng kiểm định F-test và tính phù hợp của mô hình tác động ngẫu nhiên sẽ được đo lường bằng kiểm định Wald Chi2. Dựa vào kiểm định Hausman, mô hình tác động cố định sẽ được sử dụng cho biến phụ thuộc là hệ số Tobin's Q và mô hình tác động ngẫu nhiên sẽ được sử dụng cho biến phụ thuộc là ROA và ROE.

Nhìn từ kết quả tại bảng 5, mối quan hệ chữ U ngược cũng được xác nhận khi biến phụ thuộc là Tobin's Q và ROA. Cụ thể, giá trị Tobin's Q sẽ đạt cao nhất tại tỷ lệ tiền mặt là 8,5% và giá trị ROA sẽ đạt cao nhất tại tỷ lệ tiền mặt là 28,2%. Trung bình của hai giá trị này là 18,4%, tương đương với tỷ lệ 17,3% trong mô hình kiểm định bằng phương pháp GMM.

5. Kết luận và khuyến nghị

Bài nghiên cứu đã sử dụng mô hình hồi quy động với biến công cụ là độ trễ một năm của biến phụ thuộc để phân tích tác động của hành vi nắm giữ tiền mặt lên giá trị doanh nghiệp của 63 công ty hoạt động trong lĩnh vực xây dựng trong khoảng thời gian từ năm 2009 đến năm 2015. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng tồn tại một tỷ lệ tiền mặt tối ưu, cụ thể là 17,3% tổng tài sản, để các giá trị các doanh nghiệp tăng lên cao nhất. Dựa vào kết quả này,

Bảng 5: Kết quả kiểm định Robustness

	Tobin's Q (FE)	ROA (RE)	ROE (RE)
α	-0,2944* (0,003)	0,0639** (0,050)	0,3326 (0,328)
Cash2	-0,4365*** (0,063)	-0,3603** (0,045)	-4,0941 (0,124)
Cash	0,0740 (0,422)	0,2031* (0,002)	2,1781** (0,020)
Size	0,0379* (0,000)	0,0004 (0,882)	-0,0169 (0,525)
Lev	0,6835* (0,000)	-0,0861* (0,000)	-0,3313*** (0,062)
Capex	-0,0190*** (0,0682)	0,1226* (0,000)	1,223** (0,011)
Hausman test	88,84* (0,000)	6,28 (0,2801)	0,3326 (0,328)
F-test (FE) hoặc Wald Chi2-test (RE)	189,62* (0,000)	67,05* (0,000)	19,01* (0,0019)
R-squared	0,8243	0,1855	0,0421

*Nguồn: Tính toán của tác giả từ phần mềm thống kê STATA. Số trong ngoặc là p-value của hệ số beta, *, ** và *** thể hiện mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%.*

nhóm tác giả đã đưa ra khuyến nghị là các công ty trong nhóm nghiên cứu nên nâng cao hơn nữa tỷ lệ nắm giữ tiền mặt của mình trong giai đoạn nền kinh tế khủng hoảng và đầu tư tập trung vào những dự án đang triển khai.

Tuy nhiên, vì tình trạng nền kinh tế luôn luôn thay đổi nên các công ty không nhất thiết phải nắm giữ tiền mặt tại mức 17,3% mà có thể nắm giữ tiền mặt linh hoạt tại một khoảng dao động xung quanh 17,3% và cần liên tục kiểm tra lại tính hợp lý của tỷ lệ nắm giữ tiền mặt. Nếu công ty nắm giữ tỷ lệ tiền mặt quá nhiều, khả năng sinh lời của công ty sẽ giảm xuống và sẽ không thể nắm bắt được các cơ hội phát triển khác trong tương lai.❐

PHỤ LỤC KẾT QUẢ KIỂM ĐỊNH MÔ PHỎNG

Phương trình: $Q_{i,t} = \alpha + \beta_1 xQ_{i,t-1} + \beta_2 xCash_{i,t} + \beta_3 xCash2_{i,t} + \beta_{4,t} xSize_{i,t} + \beta_5 xLev_{i,t} + \beta_5 xCapex_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$

Trong đó: $Q_{i,t}$ là hệ số Tobin's Q của công ty i tại năm t

$Q_{i,t-1}$ là hệ số Tobin's Q của công ty i tại năm t-1

$Cash_{i,t}$ là tỷ lệ tiền mặt trên tổng tài sản công ty i tại năm t

$Cash2_{i,t}$ là bình phương của $Cash_{i,t}$

$Size_{i,t}$ là logarit tự nhiên của tổng tài sản công ty i tại năm t

$Lev_{i,t}$ là tỷ lệ nợ trên tổng tài sản của công ty i tại năm t

$Capex_{i,t}$ là tỷ lệ giữa hiệu của tiền chi mua sắm tài sản cố định và tiền thanh lý tài sản cố định trên tổng tài sản của công ty i tại năm t.

Công ty	Q thực tế	Q mô phỏng	Công ty	Q thực tế	Q mô phỏng
ASM	0,545	1,407	SD3	0,613	1,379
B82	0,869	1,415	SD6	0,670	1,425
BCE	0,542	1,344	SD7	0,756	1,505
C47	0,894	1,555	SDH	0,612	1,338
C92	0,835	1,402	SDT	0,670	1,474
CDC	0,672	1,395	SIC	0,772	1,427
CID	0,560	1,088	SJE	0,723	1,431
CII	0,670	1,567	STL	1,087	1,733
CNT	0,923	1,599	TDC	0,723	1,534
CSC	0,797	1,418	THG	0,637	1,338
CTD	0,440	1,428	TV1	0,811	1,507
CTN	0,865	1,462	TV2	0,755	1,393
DC2	0,661	1,230	TV3	0,668	1,285
DIH	0,752	1,328	TV4	0,491	1,223
DLR	0,752	1,343	V11	0,866	1,458
HBC	0,754	1,554	V12	0,847	1,448
HLC	0,891	1,560	V15	0,738	1,358
HTI	0,605	1,382	V21	0,893	1,437
HU3	0,772	1,431	VC1	0,672	1,395
HUT	0,831	1,599	VC2	0,801	1,498
ICG	0,428	1,248	VC3	0,836	1,510
L10	0,791	1,448	VC5	0,872	1,472
PTC	0,462	1,266	VC7	0,767	1,404
PTL	0,453	1,384	VC9	0,877	1,538
PVA	0,902	1,538	VCG	0,769	1,806
PVR	0,465	1,347	VE1	0,433	1,088
PVV	0,834	1,487	VE2	0,452	1,084
PVX	0,734	1,659	VE3	0,375	1,011
PXI	0,376	1,309	VE9	0,477	1,194
PXS	0,615	1,399	VMC	0,796	1,476
S96	0,768	1,376	VSI	0,742	1,424
S99	0,367	1,376	Mean	0,699	1,409

Tài liệu tham khảo

Arellano, M. & Bond, S.R. (1991), 'Some tests of specification for panel data Monte Carlo evidence and an application to employment equations', *Review of Economic Studies*, 58(2), 277-297.

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

Dittmar, A. & Marth-Smith, J. (2007), 'Corporate governance and the value of cash holdings', *Journal of Financial Economics*, 83(3), 599-634.

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

Himmelberg, C., Hubbard, R. & Palia, D. (1999), 'Understanding antecedents of managerial ownership and the link between ownership and performance', *Journal of Financial Economics*, 53, 353 - 384.

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

Lozano, M.B. (2012), 'Analysing the effect of excess cash accumulation on finacial decisions', *Applied Economics*, 44(21), 2687-2698.

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

Myers, S. & Majluf, N. (1984), 'Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have', *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-220.

Nguyễn Thị Liên Hoa, Nguyễn Lê Ngân Trang & 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 & Hội nhập*, 22(32), 58-65.

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.

Saddour, K. (2006), *The determinants and the value of cash holdings: Evidence from French firms*, retrieved on June, 27th 2016, from <http://www.cereg.dauphine.fr/cahiers_rech/cereg200606.pdf>.