

BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
ĐẠI HỌC ĐÀ NẴNG

NGUYỄN THANH MAI

**NGHIÊN CỨU CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN
VIỆC NẮM GIỮ TIỀN MẶT CỦA CÁC DOANH NGHIỆP
THUỘC NHÓM NGÀNH DƯỢC PHẨM NIÊM YẾT
TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

Chuyên ngành: Tài chính – Ngân hàng

Mã số : 60.34.02.01

TÓM TẮT
LUẬN VĂN THẠC SĨ TÀI CHÍNH NGÂN HÀNG

Đà Nẵng – Năm 2016

Công trình được hoàn thành tại

ĐẠI HỌC ĐÀ NẴNG

Người hướng dẫn khoa học: GS.TS. Trương Bá Thanh

Phản biện 1: TS. Hồ Hữu Tiến

Phản biện 2: PGS.TS. Trần Thị Hà

Luận văn đã được bảo vệ trước Hội đồng chấm Luận văn tốt nghiệp Thạc sĩ Tài chính Ngân hàng họp tại Đại Học Đà Nẵng vào ngày 27 tháng 8 năm 2016.

Có thể tìm hiểu Luận văn tại:

- Trung tâm Học liệu, Đại học Đà Nẵng
- Thư viện trường Đại học Kinh Tế, Đại học Đà Nẵng

MỞ ĐẦU

1. Lý do chọn đề tài

Tiền và các khoản tương đương tiền là loại tài sản ngắn hạn có tính thanh khoản cao nhất. Nó là công cụ giúp doanh nghiệp phòng ngừa được các rủi ro về thanh khoản khi có biến động tài chính xảy ra. Vì sao nhiều công ty vẫn thích nắm giữ rất nhiều tiền mặt? Có rất nhiều lời giải thích được đưa ra khuyến khích doanh nghiệp nên nắm giữ nhiều tiền mặt và những nghiên cứu thực nghiệm đã kiểm tra xác định các nhân tố quyết định đến việc nắm giữ tiền mặt. Nhưng nắm giữ nhiều tiền mặt chưa chắc đã tốt. Vì nếu nắm giữ tiền mặt nhiều quá sẽ gây ra ứ đọng vốn và hiệu quả kinh doanh sẽ thấp đi, ngược lại nếu nắm giữ tiền mặt quá ít sẽ ảnh hưởng đến khả năng thanh toán của doanh nghiệp. Vậy nắm giữ tiền mặt như thế nào để đạt hiệu quả cao nhất? Việc nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến việc nắm giữ tiền mặt sẽ giúp cho các doanh nghiệp Dược phẩm Việt Nam nhận biết được từng nhân tố ảnh hưởng và giúp cho doanh nghiệp chủ động hơn trong việc nắm giữ lượng tiền mặt để mang lại hiệu quả cao nhất.

Do đó, tác giả mong muốn thực hiện đề tài *“Nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến việc nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp thuộc nhóm ngành Dược phẩm niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam”*.

2. Mục tiêu nghiên cứu

- Xem xét tình hình nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp

ngành Dược phẩm niêm yết trên TTCK Việt Nam như thế nào?

- Tìm hiểu các nhân tố nào ảnh hưởng đến việc nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp ngành Dược phẩm niêm yết trên TTCK Việt Nam?

- Dựa trên những kết quả nghiên cứu có được, đưa ra một số khuyến nghị cho các nhà quản trị công ty trong việc nắm giữ tiền mặt.

3. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu

- Đối tượng nghiên cứu: Các nhân tố ảnh hưởng lên việc nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp.

- Phạm vi nghiên cứu:

+ Về thời gian: từ năm 2010 đến năm 2014

+ Về không gian: 14 doanh nghiệp thuộc nhóm ngành Dược phẩm niêm yết trên sàn HSX và HNX.

4. Phương pháp nghiên cứu

- Đề tài nghiên cứu sử dụng dữ liệu bảng (panel data).

- Hồi quy phương trình với 9 biến độc lập trên toàn mẫu để xem xét sự tồn tại tác động của các biến đó đến việc nắm giữ tiền mặt.

- Để giải quyết vấn đề nội sinh do thiếu biến, các phương pháp hồi quy Random Effect, Fixed Effect được đưa vào sử dụng bên cạnh phương pháp Panel Least Square. Các kiểm định LM test - Breusch & Pagan (1980) và kiểm định Hausman (1978) được tiến hành để lựa chọn phương pháp hồi quy thích hợp nhất.

- Các dữ liệu được xử lý và chạy hồi quy kiểm định được tiến

hành dựa vào phần mềm Eviews 8 và Microsoft Excel 2013.

5. Bộ cục nghiên cứu

- Mở đầu
- Chương 1: Cơ sở lý luận và thực tiễn.
- Chương 2: Thiết kế nghiên cứu.
- Chương 3: Kết quả nghiên cứu, hàm ý chính sách và kiến nghị.

- Kết luận

6. Tổng quan tài liệu nghiên cứu

CHƯƠNG 1

CƠ SỞ LÝ LUẬN VÀ THỰC TIỄN

1.1. CÁC HỌC THUYẾT VỀ NẮM GIỮ TIỀN MẶT

1.1.1. Thuyết đánh đổi (Trade-off theory)

Lý thuyết về nắm giữ tiền mặt được xây dựng trên cơ sở thuyết đánh đổi. Theo thuyết đánh đổi, các công ty tối đa hóa giá trị của mình bằng cách xem xét các chi phí cận biên và lợi ích cận biên của việc nắm giữ tiền mặt. Có nhiều lợi ích của việc nắm giữ tiền mặt. Thứ nhất, nắm giữ tiền mặt sẽ làm giảm nguy cơ kiệt quệ tài chính, như một khoảng dự trữ an toàn cho những khoản lỗ bất ngờ xảy ra và tránh tăng chi phí huy động vốn bên ngoài. Thứ hai, nắm giữ tiền mặt cho phép công ty thực hiện chính sách đầu tư tối ưu của mình khi họ gặp ràng buộc về mặt tài chính. Việc nắm giữ tiền mặt như là một tấm đệm giữa nguồn và sử dụng nguồn của công ty. Chi phí cận biên của việc nắm giữ tiền mặt là chi phí cơ hội của việc sử dụng vốn.

1.1.2. Lý thuyết trật tự phân hạng (The pecking order theory)

Nền tảng đầu tiên cho thuyết trật tự phân hạng là những nghiên cứu của Donaldson (1961). Myers & Majluf (1984) đã có những nghiên cứu sâu hơn để chỉ ra rằng có một trật tự ưu tiên trong sử dụng các nguồn tài trợ nội bộ và nguồn tài trợ bên ngoài, giữa phát hành nợ mới và phát hành cổ phần bắt nguồn từ thông tin bất đối xứng. Lý thuyết trật tự phân hạng của Myers và Majluf (1984) khẳng định rằng nguồn tài chính của công ty đầu tiên là lợi nhuận giữ lại, sau đó là vay nợ và cuối cùng là phát hành cổ phần. Mục đích của thứ tự này là để

tối thiểu hóa chi phí bất đối xứng thông tin và các chi phí tài chính. Vì khi dòng tiền hoạt động ở mức cao, các doanh nghiệp sử dụng chúng để tài trợ cho các dự án mới có lợi nhuận, hoặc là trả nợ, trả cổ tức và cuối cùng là để tích lũy tiền. Khi lợi nhuận giữ lại là không đủ để tài trợ cho các khoản đầu tư mới, các công ty sử dụng các nguồn nội bộ và sau đó phát hành nợ mới. Lý thuyết này cho rằng không có mức nắm giữ tiền mặt tối ưu cho một công ty. Thay vào đó, tiền mặt được dùng như một tấm đệm giữa lợi nhuận giữ lại và nhu cầu đầu tư.

1.1.3. Lý thuyết dòng tiền tự do (Free Cash Flow Theory)

Lý thuyết dòng tiền tự do của *Jensen (1986)* đã chỉ ra rằng các nhà quản lý có động cơ để tích trữ tiền mặt nhằm gia tăng tài sản dưới quyền kiểm soát của họ và đạt được quyền làm chủ các quyết định đầu tư của công ty. Cụ thể, với việc nắm giữ nhiều tiền, họ không cần phải huy động vốn từ bên ngoài và có thể dễ dàng thực hiện các khoản đầu tư có tác động tiêu cực vào việc tối đa hóa giá trị của cổ đông. Vì vậy, nhà quản lý có thể giữ tiền dư thừa chỉ đơn giản bởi vì họ sợ rủi ro.

1.2. CÁC ĐỘNG CƠ NẮM GIỮ TIỀN MẶT

1.2.1. Động cơ giao dịch

1.2.2. Động cơ phòng ngừa

1.2.3. Động cơ thuế

1.2.4. Động cơ đại diện

1.3. CÁC NGHIÊN CỨU THỰC NGHIỆM TRƯỚC ĐÂY VỀ CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN VIỆC NẮM GIỮ TIỀN MẶT

Nadiri (1969) trong “The determinants of real cash balances in

the US total manufacturing sector” cho thấy rằng nhu cầu đối với số dư tiền mặt thực tế được quyết định bởi sản lượng đầu ra, lãi suất, tỉ lệ thay đổi mức giá chung kỳ vọng và các nhân tố về giá.

Oppler và cộng sự (1999) cũng đã nghiên cứu các nhân tố quyết định và tác động lên việc nắm giữ tiền mặt và phát hiện ra rằng những công ty có nhiều cơ hội tăng trưởng, rủi ro kinh doanh cao, quy mô nhỏ nắm giữ nhiều tiền mặt hơn các công ty khác. Các công ty có điều kiện tiếp cận với thị trường vốn cao hơn, như các công ty lớn và hệ số tín nhiệm cao, các công ty có sử dụng đòn bẩy lớn có xu hướng nắm giữ ít tiền mặt hơn.

Pinkowitz và Williamson (2001) khi nghiên cứu về mối quan hệ giữa nợ ngân hàng và việc nắm giữ tiền đã chứng minh rằng các công ty Nhật Bản đã gia tăng nắm giữ tiền mặt khi các ngân hàng chi phối và gây ảnh hưởng bằng quyền lực đối với các khách hàng doanh nghiệp. Trong khi đó, Ozkan và Ozkan (2002) lại tìm ra rằng nợ ngân hàng có tác động ngược lại với lượng tiền mặt của các công ty ở Anh.

Ferreira và Vilela (2004) trong “Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries” cho thấy rằng việc nắm giữ tiền mặt có tương quan dương với cơ hội đầu tư và lưu chuyển tiền tệ, tương quan âm với tính thanh khoản của tài sản, đòn bẩy, quy mô công ty và nợ ngân hàng.

Wolfgang Drobetz và Matthias C. Gruninger (2006) trong “Corporate cash holdings: evidence from Switzerland” đã nghiên cứu các nhân tố quyết định đến việc nắm giữ tiền mặt trên 156 công ty niêm yết trên sàn chứng khoán Thụy Sĩ giai đoạn 1995-2004. Nghiên

cứu đã chỉ ra rằng tài sản hữu hình và quy mô công ty đều tương quan âm với việc nắm giữ tiền mặt. Họ cũng chỉ ra rằng tỷ lệ chi trả cổ tức và dòng tiền có tương quan dương với việc nắm giữ tiền mặt, nhưng họ không tìm ra mối quan hệ đáng kể nào giữa cơ hội đầu tư và việc nắm giữ tiền mặt.

Kết quả nghiên cứu của Lawrencia Olatunde Ogundipe, Sunday Emmanuel Ogundipe, Samuel Kehinde Ajao (2012) trong “Cash holding and firm characteristics: Evidence from Nigerian emerging market” cho thấy dòng tiền, đòn bẩy tài chính, khả năng sinh lợi và tài sản cố định có tác động cùng chiều lên việc nắm giữ tiền. Ngược lại, tài sản thanh khoản (khác tiền) có tác động ngược chiều lên tỷ lệ nắm giữ tiền của các doanh nghiệp tại Nigeria. Riêng tác động của biến quy mô là không rõ ràng.

1.4. CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN VIỆC NẮM GIỮ TIỀN MẶT

1.4.1. Quy mô công ty (Size)

1.4.2. Vốn lưu động ròng (Net Working Capital)

1.4.3. Dòng tiền (Cash flow)

1.4.4. Đòn bẩy tài chính (Financial Leverage)

1.4.5. Nợ đến hạn (Debtm)

1.4.6. Cơ hội đầu tư (Growth)

1.4.7. Chi trả cổ tức (Dividend)

1.4.8. Chi tiêu vốn (Capex)

1.4.9. Nợ ngân hàng (Bankdebt)

CHƯƠNG 2

THIẾT KẾ NGHIÊN CỨU

2.1. GIỚI THIỆU CÁC DOANH NGHIỆP THUỘC NHÓM NGÀNH DƯỢC PHẨM NIÊM YẾT TRÊN TTCK VIỆT NAM

2.1.1. Giới thiệu khái quát ngành Dược phẩm Việt Nam

2.1.2. Giới thiệu các doanh nghiệp thuộc nhóm ngành Dược
phẩm niêm yết trên TTCK Việt Nam

2.2. DỮ LIỆU NGHIÊN CỨU

2.2.1. Nguồn dữ liệu nghiên cứu

2.2.2. Phương pháp xử lý dữ liệu

a. Cấu trúc dữ liệu

b. Kiểm định sự vi phạm các giả thiết hồi quy

2.3. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

2.3.1. Vấn đề nội sinh giữa các biến

2.3.2. Các phương pháp ước lượng dữ liệu bảng

a. Mô hình hiệu ứng cố định (Fixed Effect Model – FEM)

*b. Mô hình hiệu ứng ngẫu nhiên (Random Effect Model –
REM)*

c. Các kiểm định trong phương pháp ước lượng dữ liệu bảng

d. Kiểm định Hausman

2.4. XÂY DỰNG GIẢ THUYẾT

Giả thuyết 1: Quy mô công ty có tương quan dương với việc
nắm giữ tiền mặt.

Giả thuyết 2: Vốn lưu động ròng có tương quan âm với việc

nắm giữ tiền mặt.

Giả thuyết 3: Dòng tiền có tương quan dương với việc nắm giữ tiền mặt.

Giả thuyết 4: Đòn bẩy tài chính có tương quan dương với việc nắm giữ tiền mặt.

Giả thuyết 5: Nợ đến hạn có tương quan âm với việc nắm giữ tiền mặt.

Giả thuyết 6: Cơ hội đầu tư có tương quan dương với việc nắm giữ tiền mặt.

Giả thuyết 7: Chi trả cổ tức có tương quan âm với việc nắm giữ tiền mặt.

Giả thuyết 8: Chi tiêu vốn có tương quan âm với việc nắm giữ tiền mặt.

Giả thuyết 9: Nợ ngân hàng có tương quan âm với việc nắm giữ tiền mặt.

2.5. MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU

Mô hình nghiên cứu cơ bản dựa trên mô hình của Lawrence O. Ogundipe, Sunday E. Ogundipe và Samuel K. Ajao (2012) trong “Cash holding and firm characteristics: Evidence from Nigerian emerging market”:

$$\text{CASH}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_2 \text{NWC}_{i,t} + \beta_3 \text{CF}_{i,t} + \beta_4 \text{LEV}_{i,t} + \beta_5 \text{DEBTM}_{i,t} + \beta_6 \text{GROWTH}_{i,t} + \beta_7 \text{DIV}_{i,t} + \beta_8 \text{CAPEX}_{i,t} + \beta_9 \text{BANKDEBT}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

2.6. MÔ TẢ CÁC BIẾN TRONG MÔ HÌNH

2.6.1. Biến phụ thuộc (CASH) – Tỷ lệ nắm giữ tiền mặt

2.6.2. Các biến độc lập

- a. Biến Quy mô công ty (SIZE)**
- b. Biến Tỷ lệ vốn lưu động ròng (NWC)**
- c. Biến Dòng tiền (CF)**
- d. Biến Đòn bẩy (LEV)**
- e. Biến Nợ đến hạn (DEBTM)**
- f. Biến Cơ hội đầu tư (GROWTH)**
- g. Chi trả cổ tức (DIV)**
- h. Chi tiêu vốn (CAPEX)**
- i. Tỷ lệ nợ ngân hàng (BANKDEBT)**

CHƯƠNG 3

KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU, HÀM Ý CHÍNH SÁCH VÀ KIẾN NGHỊ

3.1. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

3.1.1. Thống kê mô tả

3.1.2. kiểm tra sự vi phạm giả thiết của mô hình

a. Kiểm định tính dừng cho các biến

Kết quả kiểm định các biến cho thấy các biến đều dừng ở mức ý nghĩa 5%. Tuy nhiên biến SIZE lại không có tính dừng. Sai phân bậc 1 của chuỗi này (DSIZE) có tính dừng ở mức ý nghĩa 1%. Do đó, sai phân bậc 1 của chuỗi này sẽ được sử dụng trong mô hình.

Thay biến SIZE bằng DSIZE vào mô hình (1), ta được mô hình mới như sau:

$$\begin{aligned} \text{CASH}_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \text{DSIZE}_{i,t} + \beta_2 \text{NWC}_{i,t} + \beta_3 \text{CF}_{i,t} + \beta_4 \text{LEV}_{i,t} + \\ & \beta_5 \text{DEBTM}_{i,t} + \beta_6 \text{GROWTH}_{i,t} + \beta_7 \text{DIV}_{i,t} + \beta_8 \text{CAPEX}_{i,t} + \\ & \beta_9 \text{BANKDEBT}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2) \end{aligned}$$

b. Kiểm định hiện tượng đa cộng tuyến

Ma trận hệ số tương quan giữa các biến giải thích và các giá trị VIF thấp cho thấy không tồn tại đa cộng tuyến trong bảng dữ liệu.

Bảng 3.3: Ma trận hệ số tương quan giữa các biến, ta thấy đa số các biến không có tương quan chặt chẽ với nhau. Lớn nhất là giữa NWC và CAPEX với hệ số tương quan là -0,64, tiếp theo là giữa NWC và LEV với hệ số tương quan là 0,63. Nghi ngờ có hiện tượng đa cộng tuyến, tác giả tiến hành thực hiện kiểm định VIF của 2 cặp

tương quan này, kết quả cho thấy hệ số VIF của 2 cặp này lần lượt là 1,69377 và 1,6581 đều nhỏ hơn 10 nên có thể kết luận không tồn tại đa cộng tuyến trong bảng dữ liệu.

c. Kiểm định hiện tượng tự tương quan

Kết quả kiểm định cho thấy không tồn tại hiện tượng tự tương quan trong mô hình.

Trong đề tài này, tác giả sử dụng kiểm định Lagrange (LM) để kiểm định hiện tượng tự tương quan.

Đặt giả thuyết:

$H_0: \rho = 0$: không có tương quan chuỗi bậc nhất.

$H_1: \rho \neq 0$: có tương quan chuỗi bậc nhất.

Kết quả kiểm định, ta thấy $LM = 108.1234$, $\text{Prob (Obs*R-square)} = 0.0542 > \alpha = 0.05$, nên ta chấp nhận H_0 , nghĩa là không tồn tại tương quan chuỗi bậc 1.

d. Kiểm định hiện tượng phương sai sai số thay đổi

Để kiểm tra hiện tượng phương sai sai số thay đổi, tác giả sử dụng kiểm định LM theo trường phái Breusch & Pagan (1979). Tiến hành hồi quy phụ mô hình: $U_t = \alpha_1 + \alpha_2 DSIZE_{i,t} + \alpha_3 NWC_{i,t} + \alpha_4 CF_{i,t} + \alpha_5 LEV_{i,t} + \alpha_6 DEBTM_{i,t} + \alpha_7 GROWTH_{i,t} + \alpha_8 DIV_{i,t} + \alpha_9 CAPEX_{i,t} + \alpha_{10} BANKDEBT_{i,t}$

Kết quả bảng 3.5 cho thấy có tồn tại hiện tượng phương sai sai số thay đổi.

3.1.3. Kết quả hồi quy fixed effect model (fem), random effect model (rem)

Bảng 3.7. Kết quả hồi quy mô hình 1 với các phương pháp khác nhau

Biến	PLS	FEM	REM
C	0.134347*** (3.093941)	0.020394 (0.356035)	0.154659*** (5.073813)
DSIZE	0.120093 (1.553955)	0.12412** (2.070912)	0.177705*** (3.307737)
NWC	0.041634 (0.653853)	0.028722 (0.481268)	0.043623 (0.984074)
CF	1.234131*** (5.842537)	0.483282** (2.249471)	0.737369*** (4.816146)
LEV	-0.092363** (-2.14165)	0.215316*** (2.595226)	-0.10169*** (-3.208967)
DEBTM	-0.002996 (-0.065962)	-0.072445* (-1.785391)	-0.062828** (-1.996876)
GROWTH	-0.013589 (-1.423018)	-0.008988 (-1.203005)	-0.013377** (-2.091593)
DIV	-0.015893 (-1.186589)	-0.000162 (-0.012826)	-0.004189 (-0.441275)
CAPEX	-0.011038 (-0.977101)	-0.013057 (-1.360959)	-0.002261 (-0.298534)
BANKDEBT	-0.137507*** (-5.427261)	-0.130484*** (-2.789831)	-0.150048*** (-7.847162)

R ²	0.420433	0.684569	0.630818
R ² hiệu chỉnh	0.400058	0.656011	0.615500
<i>Redundant Fixed Effects Test</i>			
	Statistic	d.f	Prob.
F	15.652541	(13,243)	0.0000
Chi-bình phương	161.818431	13	0.0000
<i>Hausman Test</i>			
	Statistic	d.f	Prob.
Cross-section random	68.056884	10	0.0000

Nguồn: Tính toán của tác giả từ phần mềm Eviews 8

Trị thống kê t đối với phương pháp FEM và trị thống kê z đối với phương pháp REM được trình bày trong dấu ngoặc đơn, dưới các hệ số hồi quy. *, **, *** lần lượt có ý nghĩa thống kê ở mức 10%, 5%, và 1%.

Bảng 3.7 thể hiện 3 phương pháp hồi quy Pooled Regression, Fixed Effect Model và Random Effect Model. Thực hiện kiểm định Redundant Fixed Effects Test để so sánh PLS và FEM với giả thuyết:

$$H_0: \alpha_1 = \alpha_2 = \alpha_3 = \dots = \alpha_n \text{ (chọn PLS)}$$

$$H_1: \exists \alpha_i \neq 0 \text{ (chọn FEM)}$$

Tác giả nhận thấy Chi-bình phương có Prob. = 0.0000 < α = 0.05, bác bỏ H₀. Vậy sử dụng mô hình FEM phù hợp hơn mô hình PLS.

Tiếp tục thực hiện kiểm định Hausman Test để so sánh FEM

và REM, chọn ra phương pháp hồi quy tối ưu với giả thuyết:

$H_0: \text{Cov}(\varepsilon_i, X_i) = 0$: không có tương quan giữa các biến giải thích và thành phần ngẫu nhiên (tức là sử dụng mô hình REM phù hợp hơn)

$H_1: \text{Cov}(\varepsilon_i, X_i) \neq 0$: có tương quan giữa các biến giải thích và thành phần ngẫu nhiên (tức là sử dụng mô hình FEM phù hợp hơn).

Tác giả nhận thấy $\text{Prob.} = 0.0000 < \alpha = 0.05$, bác bỏ giả thuyết H_0 , chọn mô hình FEM.

Đồng thời, nhìn vào R^2 và R^2 hiệu chỉnh của mô hình hồi quy theo phương pháp Fixed Effect Model lớn hơn hai phương pháp hồi quy còn lại. Vì vậy, sử dụng mô hình hồi quy FEM là tối ưu nhất.

Kết quả hồi quy ở bảng 3.7 thể hiện mối tương quan của các nhân tố ảnh hưởng đến việc nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp thuộc nhóm ngành Dược phẩm trên TTCK Việt Nam. Trong 3 phương pháp, tác giả nhận thấy phương pháp FEM là tối ưu nhất. Phương pháp FEM cho kết quả đòn bẩy tài chính có tương quan dương với nắm giữ tiền mặt giống với kỳ vọng của tác giả trong khi PLS và REM lại cho kết quả tương quan âm. Hệ số hồi quy của đòn bẩy (LEV) ước lượng theo mô hình FEM là 0.215316 với mức ý nghĩa 1%. Đòn bẩy tài chính cũng là một nhân tố có tác động lớn đến việc nắm giữ tiền mặt, có ý nghĩa thống kê cao, nếu tỷ lệ đòn bẩy tăng 1% thì tăng 0.215% tỷ lệ nắm giữ tiền mặt. Điều này chỉ ra rằng, đối với những doanh nghiệp thuộc ngành Dược phẩm ở Việt Nam có tỷ trọng nợ càng cao trong cấu trúc vốn thì nắm giữ tiền mặt càng nhiều. Kết quả này mâu thuẫn với lý thuyết dòng tiền tự do,

nhưng có thể giải thích theo mô hình đánh đổi theo Ferreira và Vilela (2003) rằng, khi tỷ lệ nợ tăng, các công ty sẽ phải đối mặt với xác suất phá sản và áp lực phải trả các khoản lãi hằng kỳ tăng lên. Do đó, công ty có đòn bẩy cao sẽ nắm giữ nhiều tiền mặt để giảm xác suất phá sản và kiệt quệ tài chính. Kết quả này cũng tương đồng với nghiên cứu của Sunday E. Ogundipe, Rafiu O.Salawu and Lawrencia O. Ogundipe (2012).

Kết quả nghiên cứu cũng chỉ ra rằng có mối tương quan dương giữa quy mô công ty và nắm giữ tiền mặt, thể hiện qua hệ số hồi quy của DSIZE ước lượng theo mô hình FEM là 0.12412 với mức ý nghĩa 5%. Nghĩa là những công ty có quy mô lớn sẽ nắm giữ tiền mặt nhiều hơn. Mặc dù kết quả này mâu thuẫn với thuyết đánh đổi nhưng lại ủng hộ lý thuyết trật tự phân hạng và lý thuyết dòng tiền tự do.

Dòng tiền (CF) là một nhân tố ảnh hưởng đáng kể nhất đến việc nắm giữ tiền mặt theo kết quả nghiên cứu các doanh nghiệp ngành Dược phẩm ở Việt Nam. Theo đó, dòng tiền có tương quan dương với việc nắm giữ tiền mặt. Công ty có dòng tiền hoạt động càng cao, quỹ tiền mặt càng lớn. Hệ số hồi quy của CF là 0.483282 với mức ý nghĩa 5%, nghĩa là ứng với một đồng dòng tiền từ hoạt động kinh doanh, lượng tiền mặt nắm giữ của công ty tăng lên 0.483 đồng. Kết quả này hoàn toàn trùng với kỳ vọng của tác giả, đồng quan điểm với thuyết trật tự phân hạng và tương đồng với kết quả của các nghiên cứu trước đó như Ferreira và Vilela (2004); Faulkender (2002); Opler và các cộng sự (1999); Almeida và các cộng sự (2004); Corina Camelia Pastor (2010).

Một nhân tố nữa cũng có ảnh hưởng khá lớn đến việc nắm giữ tiền mặt, đó là tỷ lệ nợ ngân hàng (BANKDEBT). Từ kết quả hồi quy cho thấy nợ ngân hàng có tương quan âm với việc nắm giữ tiền mặt và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%, nghĩa là các công ty sử dụng nhiều nợ ngân hàng thì giữ ít tiền mặt hơn. Điều này ủng hộ quan điểm rằng mối quan hệ tốt với ngân hàng sẽ giúp công ty dễ dàng tiếp cận được các nguồn vốn hơn, và do đó công ty không nhất thiết phải giữ nhiều tiền mặt. Đặc biệt là ngành sản xuất như ngành dược, các công ty thường có nợ nhiều hơn các công ty dịch vụ, vì ngành sản xuất thường được đảm bảo nợ bằng tài sản hữu hình. Kết quả nghiên cứu này trái với kết quả nghiên cứu của Pinkowitz và Williamson (2001) nhưng lại cùng với Ozkan và Ozkan (2002), cũng tìm ra rằng nợ ngân hàng có tác động ngược lại với lượng tiền mặt của các công ty ở Anh. Hơn nữa, mối tương quan âm giữa nắm giữ tiền mặt và nợ ngân hàng cũng ủng hộ quan điểm ngân hàng ở vị thế tốt hơn để xem xét chất lượng tín dụng của công ty và giám sát, kiểm soát chính sách tài chính của công ty, làm giảm bất đối xứng thông tin và vấn đề đại diện thường liên quan đến các loại nợ. (Ferreira và Vilela, 2004).

Như đã phân tích, các công ty có cấu trúc kỳ hạn nợ ngắn hạn sẽ nắm giữ mức tiền mặt cao hơn để giảm thiểu rủi ro xuất phát từ việc không gia hạn các khoản nợ ngắn hạn và các chi phí liên quan đến sự phụ thuộc nguồn tài chính bên ngoài công ty. Các công ty có xếp hạng tín dụng cao có khả năng vay mượn tốt hơn, do đó công ty sẽ nắm giữ ít tiền mặt hơn. Kết quả nghiên cứu giống với kỳ vọng của tác giả và cũng ủng hộ thuyết đánh đổi, giống với nghiên cứu của

Ferreira và Vilela (2004), hệ số hồi quy của DEBTM là -0.072445 với mức ý nghĩa 10% thể hiện sự tương quan âm giữa tỷ lệ nợ dài hạn với việc nắm giữ tiền mặt.

Kết quả trong phương pháp FEM có sự khác biệt về sự ảnh hưởng của nhân tố cơ hội đầu tư lên nắm giữ tiền mặt so với kỳ vọng. Tác giả kỳ vọng có một mối tương quan âm nhưng kết quả thể hiện mối tương quan dương. Mặc dù vậy, sự khác biệt này cũng không đáng kể vì hệ số hồi quy của biến cơ hội đầu tư (GROWTH) là khá thấp -0.008988 và không có ý nghĩa thống kê.

Ngoài ra, kết quả hồi quy theo phương pháp FEM còn chỉ ra kết quả không chắc chắn về một số nhân tố ảnh hưởng đến việc nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp thuộc nhóm ngành Dược phẩm ở Việt Nam. Cụ thể là chi trả cổ tức (DIV) và chi tiêu vốn (CAPEX) có mối tương quan âm với việc nắm giữ tiền mặt của công ty. Chi riêng nhân tố tài sản lưu động thay thế (NWC) cho kết quả trái ngược với kỳ vọng của tác giả.

3.2. HÀM Ý CHÍNH SÁCH

Mục đích của bài là phân tích, xem xét những nhân tố ảnh hưởng đến việc nắm giữ tiền mặt của những doanh nghiệp ngành Dược phẩm ở Việt Nam. Đề tài dựa trên mẫu dữ liệu của 14 doanh nghiệp thuộc nhóm ngành Dược phẩm niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2010-2014. Tác giả sử dụng tỷ lệ tiền và các khoản tương đương tiền trên tổng tài sản ròng để đo lường việc nắm giữ tiền mặt của công ty. Lựa chọn các biến giải thích để xây dựng mô hình dựa trên ba khung lý thuyết chính là thuyết đánh

đổi, lý thuyết trật tự phân hạng và lý thuyết dòng tiền tự do cùng với những nghiên cứu đi trước, đồng thời xem xét tính khả thi trên thị trường Việt Nam.

Sau khi tiến hành hồi quy mô hình nghiên cứu theo ba phương pháp PLS, FEM, REM, tác giả lựa chọn mô hình hồi quy theo phương pháp FEM là tối ưu nhất. Kết quả nghiên cứu cho thấy các doanh nghiệp ngành Dược phẩm ở Việt Nam nắm giữ trung bình đến 10.53% tổng tài sản của họ (tính trong giai đoạn 2010-2014). Các nhân tố chủ yếu ảnh hưởng đến việc nắm giữ tiền mặt của các công ty gồm dòng tiền hoạt động, đòn bẩy tài chính, quy mô công ty, nợ ngân hàng. Trong đó, dòng tiền hoạt động, đòn bẩy tài chính và quy mô công ty có tương quan dương với việc nắm giữ tiền mặt, nợ ngân hàng có tương quan âm với việc nắm giữ tiền mặt.

Mối tương quan dương giữa dòng tiền và việc nắm giữ tiền mặt cùng với mức ý nghĩa của nó cho thấy dòng tiền hoạt động là một nhân tố quan trọng ảnh hưởng đến việc nắm giữ tiền mặt của công ty. Điều này hàm ý rằng một công ty có dòng tiền cao sẽ nắm giữ nhiều tiền mặt hơn. Kết quả nghiên cứu đúng với kỳ vọng, đồng quan điểm với thuyết trật tự phân hạng và tương đồng với kết quả của các nghiên cứu trước đó như Ferreira và Vilela (2004); Faulkender (2002); Opler và các cộng sự (1999); Almeida và các cộng sự (2004); Corina Camelia Pastor (2010).

Đòn bẩy tài chính cũng là một nhân tố có ảnh hưởng lớn đến việc nắm giữ tiền mặt, có tương quan dương với việc nắm giữ tiền mặt. Điều này chỉ ra rằng, đối với những doanh nghiệp thuộc ngành

Dược phẩm ở Việt Nam có tỷ trọng nợ càng cao trong cấu trúc vốn thì nắm giữ tiền mặt càng nhiều. Kết quả này mâu thuẫn với lý thuyết dòng tiền tự do, nhưng lại tương đồng với nghiên cứu của Sunday E. Ogundipe, Rafiu O.Salawu and Lawrencina O. Ogundipe (2012).

Về quy mô công ty, tuy kết quả nghiên cứu mâu thuẫn với thuyết đánh đổi nhưng lại ủng hộ lý thuyết trật tự phân hạng và lý thuyết dòng tiền tự do. Kết quả cũng được tìm thấy tương tự trong nghiên cứu của Opler và cộng sự (1999).

Nợ ngân hàng cũng là một nhân tố có ảnh hưởng khá lớn đến việc nắm giữ tiền mặt. Từ kết quả hồi quy cho thấy nợ ngân hàng có tương quan âm với việc nắm giữ tiền mặt và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%, nghĩa là các công ty sử dụng nhiều nợ ngân hàng thì giữ ít tiền mặt hơn. Các công ty có mối quan hệ tốt với ngân hàng giúp cho các công ty này dễ dàng tiếp cận được các nguồn vốn khi cần thiết. Kết quả nghiên cứu này trái với kết quả nghiên cứu của Pinkowitz và Williamson (2001) nhưng lại cùng với Ozkan và Ozkan (2002).

3.3. KIẾN NGHỊ

Với kết quả nghiên cứu thu được, tác giả cũng đưa ra một số lời khuyên cho các doanh nghiệp thuộc ngành Dược phẩm trong việc quản lý, kinh doanh để có thể đạt được kết quả hoạt động kinh doanh tốt. Ở đây tác giả không đưa ra mức nắm giữ tiền mặt tối ưu, nhưng đưa ra những nhân tố ảnh hưởng đến việc nắm giữ tiền mặt, từ đó hàm ý rằng nắm giữ tiền mặt thế nào cho hợp lý, tùy công ty và tùy chính sách của mỗi công ty. Chẳng hạn như những doanh nghiệp đang trong giai đoạn tăng trưởng nhanh với việc mở rộng quy mô thì

việc duy trì nhiều tiền mặt đủ lớn cần được xem xét để đảm bảo hoạt động của doanh nghiệp. Hay các doanh nghiệp có sử dụng đòn bẩy tài chính cao cần phải chú trọng đến lượng tiền mặt nắm giữ để đảm bảo cho nhu cầu thanh khoản, giảm xác suất phá sản và kiệt quệ tài chính.

KẾT LUẬN

1. Đóng góp của đề tài

Đề tài nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến việc nắm giữ tiền mặt đối với các doanh nghiệp thuộc nhóm ngành Dược phẩm ở Việt Nam. Kết quả cho thấy, các nhân tố như nợ ngân hàng, nợ đến hạn có mối tương quan âm với việc nắm giữ tiền mặt của công ty, các nhân tố như đòn bẩy tài chính, quy mô công ty, dòng tiền, cơ hội đầu tư có mối tương quan dương với việc nắm giữ tiền mặt của công ty. Kết quả đa số là giống với kỳ vọng của tác giả và tương đồng với những nghiên cứu thực nghiệm trước đây. Bên cạnh đó cũng có một số biến lại có kết quả ngược với kỳ vọng hay mức ảnh hưởng là không rõ ràng như chi trả cổ tức, chi tiêu vốn, vốn lưu động ròng mặc dù trên thực tế biến đó có ý nghĩa ảnh hưởng đến việc nắm giữ tiền mặt. Về mặt lý luận, đề tài đóng góp một phần vào bộ bằng chứng thực nghiệm trên thế giới, chứng minh tính mạnh mẽ của những phát hiện mà các nghiên cứu trước đã đề xuất. Từ đó, cung cấp thêm cho người đọc cơ sở thực nghiệm về vấn đề nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp, mà cụ thể là các doanh nghiệp ngành Dược phẩm niêm yết trên TTCK ở Việt Nam. Ngoài ra, các kết quả của đề tài có thể là cơ sở cho các nghiên cứu tiếp theo phát triển sâu rộng hơn. Về mặt phương pháp, đề tài sử dụng dữ liệu trên cả hai sàn HOSE và HNX từ năm 2010 đến 2014, kết quả có thể đại diện cho tổng thể thị trường chứng khoán, ở tất cả các doanh nghiệp thuộc ngành Dược phẩm. Về mặt thực tiễn, tác giả hi vọng rằng kết quả nghiên cứu sẽ cung cấp

cho các nhà quản lý sự nhận thức về vai trò của việc nắm giữ tiền mặt và tầm quan trọng của mức tồn quỹ tiền tối ưu. Đồng thời chú ý đến những nhân tố nào ảnh hưởng đến việc nắm giữ tiền mặt để ra quyết định đầu tư, quản lý doanh nghiệp một cách hiệu quả nhất.

2. Hạn chế và hướng phát triển của đề tài

Vì nghiên cứu riêng trong một ngành cụ thể nên mẫu quan sát còn nhỏ, chỉ có 14 công ty và thời gian quan sát ngắn từ 2010-2014. Dữ liệu nghiên cứu chủ yếu vào thời gian thị trường mới trải qua khủng hoảng và còn nhiều tồn tại nên vẫn chưa phản ánh được hết mức độ tác động của đòn bẩy tài chính, cơ hội đầu tư lên việc nắm giữ tiền mặt. Đa số các biến đưa vào mô hình là dựa trên những nhân tố phổ biến trong các nghiên cứu trước và được kiểm định ở các thị trường khác nhau. Một số biến tuy thực tế có ý nghĩa, có tác động đến việc nắm giữ tiền mặt nhưng khi đưa vào mô hình hồi quy đa biến thì lại không có ý nghĩa thống kê và dấu ngược với kỳ vọng mà chưa giải thích được.

Do có hai phương pháp hoạch toán Báo cáo lưu chuyển tiền tệ là trực tiếp và gián tiếp nên số liệu tính toán dòng tiền từ hoạt động kinh doanh chưa được thống nhất và khách quan. Nghiên cứu này chỉ thực hiện giới hạn ba phương pháp PLS, FEM, REM. Ngoài ra có thể thực hiện theo phương pháp GMM (Generalized Method of Moments), Fama and MacBeth methodologies và thậm chí có thể thêm phương pháp định tính như khảo sát bảng câu hỏi cho các công ty mẫu.

Trong tương lai, các đề tài với khoảng thời gian rộng hơn và

các dữ liệu được chuẩn hóa hơn được kỳ vọng sẽ cho kết quả khách quan và chính xác hơn, cụ thể về mối quan hệ giữa việc nắm giữ tiền mặt với các đặc trưng của công ty.

Đề tài cũng đã bỏ qua những thay đổi môi trường kinh tế vĩ mô, không xem xét đến những yếu tố bên ngoài công ty, do đó không thể kết luận về các yếu tố bên ngoài công ty tác động đến việc nắm giữ tiền mặt của các công ty như thế nào trong thời kỳ nghiên cứu. Với tình hình kinh tế toàn cầu hiện nay, nghiên cứu trong tương lai có thể xem xét đến các yếu tố kinh tế vĩ mô có tác động đến việc nắm giữ tiền mặt của các công ty, như lãi suất và chính sách điều tiết, ... Bên cạnh đó cũng có thể nghiên cứu tác động của nắm giữ tiền mặt của công ty lên lợi nhuận và hiệu quả của doanh nghiệp.