

ẢNH HƯỞNG CỦA CẤU TRÚC CỔ ĐÔNG ĐẾN VIỆC NẮM GIỮ TIỀN MẶT CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT: BẰNG CHỨNG THỰC NGHIỆM TẠI VIỆT NAM

Bùi Thu Hiền¹

Trường Đại học Ngoại thương, Hà Nội, Việt Nam

Lương Huyền Linh

Công ty TNHH Ernst & Young, Hà Nội, Việt Nam

Ngày nhận: 31/07/2023; **Ngày hoàn thành biên tập:** 20/12/2023; **Ngày duyệt đăng:** 29/12/2023

DOI: <https://doi.org/10.38203/jiem.vi.072023.1079>

Tóm tắt: Nghiên cứu phân tích ảnh hưởng của cấu trúc cổ đông (gồm cổ đông nước ngoài và cổ đông nhà nước) đến việc nắm giữ tiền mặt của công ty niêm yết tại Việt Nam. Bài viết sử dụng các mô hình với sai số chuẩn của hồi quy gộp, mô hình tác động cố định, mô hình tác động ngẫu nhiên và mô hình Driscoll-Kraay, dựa trên dữ liệu bao gồm 692 công ty phi tài chính niêm yết trên sàn HOSE và HNX trong giai đoạn 2018-2022. Kết quả cho thấy, sở hữu nước ngoài có mối quan hệ cùng chiều với việc nắm giữ tiền mặt trong công ty, phát hiện này hoàn toàn phù hợp với các lý thuyết về nắm giữ tiền mặt. Sở hữu nhà nước không có ảnh hưởng đến việc nắm giữ tiền mặt do các công ty có sở hữu nhà nước tại Việt Nam có nhiều ưu thế trong việc tiếp cận được các nguồn vốn. Bên cạnh đó, nghiên cứu cũng đề xuất một số giải pháp nâng cao hiệu quả trong hoạt động quản trị tiền mặt tại các công ty niêm yết tại Việt Nam, trong đó các công ty cần đa dạng hóa cấu trúc cổ đông và có các kế hoạch sử dụng vốn cũng như phương pháp quản trị tiền mặt hợp lý. Ngoài ra, minh bạch trong báo cáo tài chính và các thông tin công khai của công ty cũng cần được quan tâm và coi trọng hơn.

Từ khóa: Nắm giữ tiền mặt, Cấu trúc cổ đông, Cổ đông nước ngoài, Cổ đông nhà nước

THE IMPACT OF SHAREHOLDER STRUCTURE ON CASH HOLDINGS: THE CASE OF LISTED FIRMS IN VIETNAM

Abstract: This study investigates the impact of shareholder structure, including foreign and state shareholders, on the cash holdings of listed companies in Vietnam. The research utilized various models, such as ordinary least squares,

¹ Tác giả liên hệ, Email: hienbt@ftu.edu.vn

fixed effects, random effects, and the Driscoll-Kraay model. Data were collected from 692 non-financial listed companies on HOSE and HNX from 2018 to 2022. The findings reveal a positive correlation between foreign ownership and cash holdings in companies, aligning with suggested theories. State ownership, however, does not have a significant impact on cash holdings. This could be attributed to state-owned companies in Vietnam having more favorable conditions for accessing cash capital, reducing their reliance on cash holdings. Furthermore, the study proposes solutions to enhance cash management efficiency for listed companies in Vietnam, emphasizing the need for diversified shareholder structures and well-planned capital utilization. Additionally, the importance of transparency in financial reporting and public information should be taken into consideration.

Keywords: Cash Holding, Shareholder Structure, Foreign Ownership, State Ownership

1. Đặt vấn đề

Vấn đề tối ưu hóa nắm giữ tiền mặt và quản trị công ty hiệu quả đang thu hút sự quan tâm và nghiên cứu rộng rãi, đặc biệt sau những vụ sụp đổ của các tập đoàn lớn như Enron (2001) hay Worldcom (2002) tại Anh và Mỹ, nơi được xem là cái nôi tài chính của thế giới. Vì không còn đủ tiền mặt, Enron đã thuyết phục người lao động nhận lương và thưởng bằng cổ phiếu. Qua đó, giá trị của Enron bị giảm sút một cách nghiêm trọng. Đối với WorldCom, CEO công ty đã sử dụng tiền của công ty nhằm theo đuổi các khoản đầu tư cá nhân, cùng với đó là các thương vụ thâm tóm hào phóng dẫn đến việc công ty ôm khoản nợ 41 tỷ USD. Có thể thấy việc nhà quản trị nắm giữ tiền mặt trong công ty không hiệu quả góp phần dẫn đến sự sụp đổ của Enron và Worldcom. Tại Việt Nam thì không thể không nhắc đến hai vụ bê bối tài chính lớn đã để lại các hậu quả nghiêm trọng là bê bối tài chính của Công ty Dược Cửu Long (DCL) năm 2014 và Công ty Cổ phần thiết bị Y tế Việt Nhật (JVC) năm 2015.

Tiền mặt đóng vai trò then chốt trong hoạt động của một doanh nghiệp và được coi là huyết mạch của một thực thể kinh tế. Để đảm bảo luồng tiền chi phí - lợi nhuận và lưu chuyển tiền tệ tới các hoạt động kinh doanh, đầu tư và phát triển, công ty cần duy trì một lượng tiền mặt nhất định. Tuy nhiên, tiền mặt có tính thanh khoản cao, từ đó tạo ra rủi ro tiềm ẩn của việc tư lợi cá nhân trong công ty (Jensen, 1986; Kim & cộng sự, 1998; Dittmar & cộng sự, 2003). Các nghiên cứu của Jensen & Meckling (1976) và Ross (1973) đã chỉ ra rằng, khi công ty có một lượng tiền mặt lớn, những người quản lý có thể dễ dàng sử dụng tiền mặt của công ty sai mục đích cho phép vì lợi ích cá nhân.

Srinidhi & cộng sự (2014) đã đặt ra vấn đề về xung đột lợi ích giữa cổ đông lớn và cổ đông thiểu số trong việc sử dụng tiền mặt, trong đó cổ đông lớn sử dụng quyền biểu quyết của mình để làm ảnh hưởng tiêu cực đến lợi ích của cổ đông thiểu số nhằm tối đa hóa lợi ích của chính mình. Khái niệm về xung đột lợi ích giữa nhà quản

lý và cổ đông, hay còn được gọi là mâu thuẫn người đại diện, đã được Smith (1776) nhấn mạnh lần đầu vào thế kỷ XVIII và được Ross (1973) khám phá, sau đó được mô tả chi tiết trong nghiên cứu của Jensen & Meckling (1976). Jensen & Meckling (1976) đã chỉ ra rằng cả cổ đông lẫn người quản lý trong một công ty đều có mục tiêu riêng và xung đột lợi ích sẽ xảy ra khi mục tiêu của hai đối tượng này không tương thích. Tuy nhiên, lợi ích của các bên có thể không đối nghịch với nhau và có thể cùng nhau phụ thuộc vào cấu trúc cổ đông. Trong tình huống này, cấu trúc cổ đông trở thành yếu tố quan trọng ảnh hưởng đến việc nắm giữ tiền mặt của công ty.

Các nghiên cứu trước đây đã nghiên cứu tác động của cấu trúc cổ đông đến nắm giữ tiền mặt trong công ty ở nhiều quốc gia khác nhau. Tại Trung Quốc, Kusnadi & cộng sự (2015) kết luận rằng các công ty không có sở hữu nhà nước có xu hướng nắm giữ nhiều tiền mặt hơn các công ty có sở hữu nhà nước. Nghiên cứu của Phaiboonvessawat & Thanatwee (2020) thì nhận định cổ đông nước ngoài có mối quan hệ cùng chiều với tỷ lệ tiền mặt nắm giữ của công ty. Bên cạnh đó, nghiên cứu của Loncan (2020) và Mugableh (2021) lại đưa ra kết quả ngược lại, cổ đông nước ngoài có mối quan hệ ngược chiều với tỷ lệ nắm giữ tiền mặt. Nghiên cứu của Alghadi & cộng sự (2021) đưa ra thêm các bằng chứng thực nghiệm về tác động của cấu trúc cổ đông đến tỷ lệ nắm giữ tiền mặt của công ty, cụ thể: (i) sở hữu tổ chức không có ảnh hưởng trực tiếp đến tỷ lệ nắm giữ tiền mặt của công ty; (ii) sở hữu nước ngoài, sở hữu gia đình có tác động ngược chiều đến lượng tiền mặt; và (iii) sở hữu nhà quản lý làm tăng tỷ lệ nắm giữ tiền mặt trong công ty.

Việt Nam là một thị trường mới nổi, còn tồn tại sự bất cân xứng thông tin và chưa có nhiều nghiên cứu về tác động của cấu trúc cổ đông đến nắm giữ tiền mặt trong công ty. Thị trường mới nổi luôn tạo ra các cơ hội và rủi ro cho các hoạt động đầu tư và kinh doanh cho doanh nghiệp. Điều này có thể khiến doanh nghiệp chạy theo các dự án đầu tư và giữ lượng tiền mặt quá ít khiến doanh nghiệp có nguy cơ không đủ tiền mặt để thanh toán các khoản nợ. Mặt khác, bất cân xứng thông tin có thể khiến các công ty khó tiếp cận được nguồn vốn. Do đó, có kế hoạch nắm giữ tiền mặt một cách hợp lý là vô cùng cần thiết. Trong thời điểm bùng nổ đại dịch COVID-19 vừa qua, tình hình tài chính của nhiều công ty không mấy khả quan. Nhiều công ty trong tình trạng báo động, phải đối mặt với nguy cơ phá sản do quản trị công ty kém hiệu quả đi kèm với trữ lượng tiền mặt ít, tạo sức ép khủng khiếp lên tài chính công ty. Có thể thấy rằng, trữ lượng tiền mặt trong công ty ảnh hưởng đến nhiều hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Nghiên cứu của Vo (2018) và Nguyen & Wong (2021) chỉ đề cập đến một trong hai yếu tố sở hữu nhà nước và sở hữu nước ngoài. Rất ít bài nghiên cứu đề cập đến các cấu trúc cổ đông khác nhau tác động thế nào đến tỷ lệ nắm giữ tiền mặt của các công ty niêm yết trên thị trường Việt Nam. Do đó, mục tiêu của bài viết là làm rõ tác động của cấu trúc cổ đông đến việc nắm giữ tiền mặt tại các công ty niêm yết tại Việt Nam, từ đó đưa ra các giải pháp nâng cao hiệu quả hoạt động quản trị tiền mặt trong công ty.

Cấu trúc bài nghiên cứu bao gồm: phần 1 giới thiệu nghiên cứu, phần 2 trình bày tổng quan lý thuyết và các nghiên cứu trước đây, phần 3 giải thích về phương pháp và mô hình nghiên cứu, phần 4 phân tích kết quả nghiên cứu và cuối cùng là kết luận và khuyến nghị.

2. Cơ sở lý thuyết và các giả thuyết nghiên cứu

Lý thuyết đại diện (Agency Theory)

Nghiên cứu của Jensen & Meckling (1976) khám phá tác động của việc tích trữ tiền mặt đến xung đột lợi ích giữa nhà quản lý và cổ đông. Tích trữ quá nhiều tiền mặt tạo cơ hội cho các nhà quản lý đầu tư vào các dự án tối đa lợi ích cá nhân thay vì tối đa hóa giá trị thị trường của công ty. Để giảm thiểu rủi ro này, cổ đông cần giám sát công tác quản lý tiền mặt và duy trì mức dự trữ tiền mặt phù hợp để vẫn chi trả các khoản chi bất ngờ trong tương lai. Công ty có thể tìm nguồn vốn bên ngoài cho hoạt động kinh doanh và đầu tư, nhưng điều này cần đi kèm với sự giám sát và ràng buộc từ các nhà đầu tư để bảo vệ lợi ích của họ và giúp giảm thiểu rủi ro từ các vấn đề người đại diện cũng như hạn chế xung đột giữa lợi ích quản lý và lợi ích cổ đông.

Lý thuyết giới hạn vốn mềm (Soft Budget Constraints)

Lý thuyết này được giới thiệu bởi nhà kinh tế người Hungary là Janos Kornai vào những năm 1980, đề cập tới thực trạng các doanh nghiệp (thường là doanh nghiệp nhà nước) không phải tuân thủ các nguyên tắc tài chính và quản lý thị trường, mà thay vào đó họ được hưởng một “vốn mềm” từ các tổ chức nhà nước, ngân sách công hoặc các cơ quan tài chính công của chính phủ (Kornai, 1980). Việc có “vốn mềm” này có thể đến từ việc cấp phát tiền, giảm thuế, bảo vệ thị trường hay thậm chí là việc thúc đẩy các nguồn tài trợ bất thường không theo quy tắc thị trường thông qua việc cho vay của các ngân hàng nhà nước.

Ảnh hưởng của số lượng cổ đông nước ngoài đến việc nắm giữ tiền mặt của công ty

Cổ đông nước ngoài đóng vai trò chủ đạo trong tỷ lệ sở hữu các công ty, đặc biệt là ở các nước đang phát triển (Douma & cộng sự, 2006). Nghiên cứu của Jiang & Kim (2004) cho thấy cổ đông nước ngoài trong cấu trúc cổ đông giúp giảm vấn đề bất cân xứng thông tin và tăng độ minh bạch của số liệu trên báo cáo tài chính của công ty. Nghiên cứu cũng chỉ ra rằng có ảnh hưởng cùng chiều giữa tỷ lệ nắm giữ cổ phần của các nhà đầu tư nước ngoài đối với mức độ nắm giữ tiền mặt của công ty. Nghiên cứu khác của Mian & Nagata (2014) chỉ ra rằng có tỷ lệ nắm giữ cổ phần của nhà đầu tư nước ngoài có tác động cùng chiều đến việc nắm giữ tiền mặt của công ty. Phaiboonvessawat & Thanatwee (2020) cho rằng cổ đông nước ngoài có xu hướng khuyến khích nhà quản lý nắm giữ nhiều tiền mặt hơn nhằm mục đích dự phòng cho các cơ hội đầu tư trong tương lai. Ngược lại, Loncan (2020) nghiên cứu trên mẫu 23 thị trường mới nổi cho thấy tỷ lệ cổ đông nước ngoài cao giúp tăng cường hiệu quả hoạt động và giảm chi phí, đồng thời giảm tỷ lệ nắm giữ tiền mặt của công ty. Tại Việt

Nam, Vo (2018) đã tiến hành nghiên cứu mối quan hệ giữa sở hữu nước ngoài và tỷ lệ nắm giữ tiền mặt của các công ty niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn từ 2007 đến 2015. Nghiên cứu này bổ sung thêm bằng chứng rằng các công ty có tỷ lệ cổ đông là các cá nhân hoặc các tổ chức nước ngoài cao thường là các công ty có số lượng lớn tiền mặt tại quỹ. Lý giải cho việc này, tác giả lập luận dựa trên cơ sở lý thuyết động cơ phòng ngừa nhận định rằng các công ty có trữ lượng tiền mặt lớn luôn chủ động hơn trong việc huy động vốn và phản ứng với các cú sốc bất lợi xảy ra trong tương lai. Do đó, giả thuyết đầu tiên được đề xuất như sau:

H1: Tỷ lệ cổ đông nước ngoài và tỷ lệ nắm giữ tiền mặt trong công ty có mối quan hệ cùng chiều.

Ảnh hưởng của số lượng cổ đông nhà nước đến mức độ nắm giữ tiền mặt của công ty

Dựa theo nghiên cứu của Chen & cộng sự (2018), sự hiện diện của các cổ đông nhà nước trong cấu trúc cổ đông của công ty có ảnh hưởng cùng chiều đến việc nắm giữ tiền mặt. Nghiên cứu này lựa chọn mẫu nghiên cứu từ 59 quốc gia và bổ sung lập luận về tác động của các cổ đông đại diện vốn nhà nước đến kế hoạch và chủ trương tài chính của các công ty cổ phần. Nghiên cứu cũng cho thấy chính sách và quy định của quốc gia có tác động lớn đến mối quan hệ giữa các cổ đông nhà nước và chính sách tiền mặt. Khi tỷ lệ cổ đông nhà nước tăng lên, lượng tiền mặt nắm giữ cũng tăng lên đặc biệt là trong các công ty ở các quốc gia có quy định bảo vệ cổ đông yếu và kém hơn. Cho & Chung (2022) dựa trên nghiên cứu 646 công ty cổ phần niêm yết trên HOSE trong giai đoạn 2010-2019 cũng cho thấy các tỷ lệ cổ phần cổ đông nhà nước càng cao thì tỷ lệ dự trữ tiền mặt trong quỹ cũng càng cao do động cơ phòng ngừa. Tuy nhiên, nghiên cứu của Nguyen & Wong (2021) cũng xem xét tác động của cổ đông đại diện vốn nhà nước đến chính sách nắm giữ tiền mặt trong thị trường kinh tế mới nổi với mẫu quan sát bao gồm 3.069 quan sát từ 341 tổ chức hoạt động trong lĩnh vực kinh tế niêm yết trên sàn HOSE và HNX trong giai đoạn nghiên cứu từ 2011 đến 2019. Kết quả của nghiên cứu cho thấy sự hiện diện của các cổ đông nhà nước làm giảm tỷ lệ tiền mặt nắm giữ; và mối quan hệ giữa tỷ lệ cổ đông nhà nước và tỷ lệ nắm giữ tiền mặt là phi tuyến tính và phân bố đều. Tại Trung Quốc, Kusnadi & cộng sự (2015) đã đưa ra kết luận các công ty không có sở hữu nhà nước có xu hướng nắm giữ nhiều tiền mặt hơn các công ty có sở hữu nhà nước. Nghiên cứu của Megginson & cộng sự (2021) ủng hộ quan điểm sở hữu nhà nước có mối quan hệ ngược chiều với tỷ lệ nắm giữ tiền mặt trong công ty. Điều này được giải thích bằng lý thuyết giới hạn vốn mềm (Soft Budget Constraints). Các công ty nhà nước sẽ có các ưu đãi về tín dụng hoặc tín chấp, dễ dàng tiếp cận được các nguồn viện trợ tài chính như ngân hàng và các tổ chức tài chính (Kornai, 1980). Do đó, các công ty có cơ cấu cổ đông nhà nước sẽ có xu hướng nắm giữ ít tiền mặt hơn. Trên cơ sở lý thuyết này, giả thuyết sau được đề xuất:

H2: Cổ đông nhà nước có mối quan hệ ngược chiều với việc nắm giữ tiền mặt của công ty.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1 Mô hình nghiên cứu

Dựa trên các nghiên cứu trước đây, đặc biệt là nghiên cứu của Kusnadi & cộng sự (2015) và Alghadi & cộng sự (2021), mô hình nghiên cứu tổng quát về ảnh hưởng của cấu trúc cổ đông đến mức độ nắm giữ tiền mặt của các công ty như sau:

$$CASH_{it} = \alpha + \beta_1 Ownership_{it} + \beta' \sum Control_{it} + \mu_{it}$$

Từ mô hình tổng quát trên, để phân tích và kiểm tra các giả thuyết đã đặt ra, hai mô hình nghiên cứu được đề xuất như sau:

Mô hình 1. Kiểm định ảnh hưởng của cổ đông nước ngoài đến tỷ lệ nắm giữ tiền mặt của công ty (Giả thuyết H1).

$$CASH_{it} = \alpha + \beta_1 FOWN_{it} + \beta_2 CF_{it} + \beta_3 CAPEX_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 LIQ_{it} + \mu_{it}$$

Mô hình 2. Kiểm định ảnh hưởng của cổ đông nhà nước đến tỷ lệ nắm giữ tiền mặt của công ty (Giả thuyết H2).

$$CASH_{it} = \alpha + \beta_1 SOWN_{it} + \beta_2 CF_{it} + c\beta_3 CAPEX_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 LIQ_{it} + \mu_{it}$$

Các biến trong mô hình nghiên cứu được mô tả và đo lường như trong Bảng 1.

Bảng 1. Mô tả và đo lường các biến nghiên cứu

Ký hiệu	Giải thích biến	Cách đo lường	Nguồn tham khảo
CASH	Tỷ lệ nắm giữ tiền mặt	Tiền và tương đương tiền/ Tổng tài sản	Shabbir & cộng sự (2016)
FOWN	Tỷ lệ sở hữu bởi cổ đông nước ngoài	Số lượng cổ phần nắm giữ bởi cổ đông nước ngoài/ Tổng số lượng cổ phần đang lưu hành	Locan (2020)
SOWN	Tỷ lệ sở hữu bởi cổ đông nhà nước	Số lượng cổ phần nắm giữ bởi cổ đông nhà nước/ Tổng số lượng cổ phần đang lưu hành	Cho & Chung (2022)
CF	Dòng tiền	(Lợi nhuận trước thuế+khấu hao)/Tổng tài sản	Jebran & cộng sự (2019)
CAPEX	Chi tiêu vốn	(Tiền chi mua Tài sản cố định và Tài sản dài hạn khác - Tiền thanh lý Tài sản cố định và Tài sản dài hạn khác)/Tổng tài sản	Phaiboonvessawat (2019)
SIZE	Quy mô công ty	Logarite (Tổng Tài sản)	Uyar & Kuzey (2014)
LEV	Đòn bẩy tài chính	Tổng nợ/Tổng tài sản	Shabbir & cộng sự (2016)
LIQ	Khả năng thanh khoản	(Tài sản ngắn hạn - Nợ ngắn hạn - Tiền mặt)/Tổng tài sản	Jebran & cộng sự (2019)

Nguồn: Tổng hợp của nhóm tác giả

3.2 Phương pháp phân tích

Nghiên cứu sử dụng các kiểm định LM và Hausman để lựa chọn mô hình phù hợp giữa các mô hình tác động cố định (FEM), mô hình tác động ngẫu nhiên (REM) và mô hình hồi quy gộp (POLS), sau đó tiến hành kiểm định các khuyết tật mô hình (đa cộng tuyến, phương sai thay đổi và tự tương quan) cho mô hình được lựa chọn. Cuối cùng, nghiên cứu đã sử dụng phương pháp ước lượng với sai số chuẩn của Driscoll-Kraay để khắc phục các vi phạm giả thiết của mô hình. Phương pháp ước lượng với sai số chuẩn của Driscoll-Kraay được lựa chọn vì kết quả ước lượng hiệu quả.

3.3 Dữ liệu nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng thông tin hàng năm từ 692 công ty niêm yết trên sàn HNX và HOSE tại Việt Nam từ năm 2018 đến năm 2022. Dữ liệu được thu thập từ các báo cáo quản trị và báo cáo thường niên của các công ty được xuất ra từ FiinPro Platform. Nền tảng Fiinpro được ra mắt vào năm 2008 là cơ sở dữ liệu phong phú và chi tiết nhất về thị trường Việt Nam và cung cấp các báo cáo tài chính mới nhất và đáng tin cậy cùng với các hồ sơ công ty của cả các doanh nghiệp Việt Nam chưa niêm yết và đã niêm yết. Các doanh nghiệp tài chính và các công ty có sự thay đổi đột biến của số liệu qua các năm được loại bỏ. Nghiên cứu thực hiện loại bỏ các công ty tài chính ra khỏi phạm vi nghiên cứu là do các tổ chức tài chính chịu sự quản lý của những quy định đặc thù riêng và có tiêu chuẩn báo cáo tài chính khác với các ngành khác. Những công ty có sự thay đổi đột biến trong số liệu qua các năm được loại bỏ để đảm bảo độ tin cậy và tính chính xác của kết quả nghiên cứu.

4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

4.1 Kết quả nghiên cứu

Bảng 2 cho thấy giá trị trung bình của tỷ lệ tiền mặt (CASH) là 0,080 (tương đương 8,03%), với phạm vi dao động từ 0,092. Điều đáng chú ý là con số này cao hơn đáng kể so với tỷ lệ 5% ở các công ty tại Nga, 3,5% ở Trung Quốc, 3% ở Ấn Độ, và 8% ở Anh (Al-Najjar, 2013). Nghiên cứu của Thanatawee (2019) cũng chỉ ra rằng tỷ lệ tiền mặt tại các công ty tại Thái Lan là 6,8%. Do đó, có thể kết luận rằng lượng tiền mặt nắm giữ trong quỹ của các công ty tại Việt Nam là khá cao. Lý do cho việc tích trữ tiền mặt nhiều hơn có thể bao gồm tăng rủi ro trong dòng tiền của công ty từ thời điểm khủng hoảng (Bates & cộng sự, 2009).

Về cấu trúc cổ đông, tỷ lệ trung bình của tỷ lệ vốn nhà nước là 0,051, khoảng dao động là 0 đến 0,1. Một nửa trong số các công ty niêm yết có sự nắm giữ của cổ đông Nhà nước. Tỷ lệ vốn đầu tư của cổ đông nước ngoài trung bình là 0,079, khoảng dao động là 0 đến 0,949. Theo Alghadi & cộng sự (2021), báo cáo thực nghiệm có 10,51% cổ phần của các công ty là thuộc sở hữu của cổ đông nước ngoài. Như vậy,

các cấu trúc cổ đông là không nhất quán và có sự bất đồng đáng kể xét trên các nước khác nhau.

Bảng 2. Thống kê mô tả các biến

Biến	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
CASH	0,080	0,092	0,000	0,855
FOWN	0,079	0,133	0,000	0,949
SOWN	0,051	0,028	0,000	0,100
CF	0,336	0,376	-0,566	3,096
CAPEX	-0,418	0,072	-1,001	0,3773
SIZE	27,099	2,118	17,923	33,989
LEV	0,466	0,225	0,000	1,294
LIQ	0,167	0,233	-0,714	0,946

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

Xem xét đến các biến kiểm soát, biến CF có trung bình là 0,336 dao động với biên độ là 0,376. Giá trị CAPEX trung bình là 0,072 có nghĩa chi phí đầu tư cho tài sản cố định tại các công ty niêm yết là không lớn, điều này đồng nghĩa với việc công ty đang vẫn giữ vị thế cạnh tranh ổn định trên thị trường. Giá trị SIZE trung bình đang là 27,099 cho thấy các công ty trên sàn HOSE và sàn HNX phần lớn là các công ty có quy mô tài sản vừa và nhỏ. Tỷ lệ đòn bẩy LEV có giá trị trung bình là 0,466 có ý nghĩa lượng nợ phải trả của các công ty đang bằng 46,6% vốn chủ sở hữu. LIQ trung bình đang là 0,167 dao động với sai số là 0,233.

Bảng 3. Ma trận tương quan giữa các biến nghiên cứu

	CASH	FOWN	SOWN	CF	CAPEX	SIZE	LEV	LIQ
CASH	1,000							
FOWN	0,105	1,000						
SOWN	-0,011	-0,013	1,000					
CF	0,123	0,016	0,009	1,000				
CAPEX	-0,015	-0,028	-0,008	0,077	1,000			
SIZE	-0,097	0,196	0,018	-0,099	-0,024	1,000		
LEV	-0,221	-0,088	0,031	-0,200	-0,010	0,239	1,000	
LIQ	-0,087	0,045	-0,041	-0,099	-0,167	-0,160	-0,576	1,000

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

Dựa trên quan sát kết quả trong Bảng 3, có thể nhận thấy rằng hệ số tương quan giữa các biến đều không vượt quá 0,6. Trong số đó, hệ số tương quan cao nhất được ghi nhận giữa biến LEV và LIQ, với giá trị là 0,576. Nhìn vào kết quả có thể nói rằng mô hình không có hiện tượng đa cộng tuyến.

Với việc sử dụng phân tích dữ liệu bảng thông thường, nghiên cứu xác định nên sử dụng POLS, FEM và REM. Để lựa chọn giữa hai mô hình POLS và REM, kiểm định LM được sử dụng. Trong đó, nếu bác bỏ H_0 , mô hình POLS không được sử dụng, cần lựa chọn REM với FEM. Ngược lại, nếu không bác bỏ H_0 , mô hình POLS được sử dụng.

Để lựa chọn giữa hai mô hình REM và FEM, kiểm định Hausman được sử dụng. Trong đó, nếu bác bỏ H_0 , mô hình FEM được lựa chọn. Ngược lại, nếu không bác bỏ H_0 , mô hình REM được lựa chọn. Kết quả ước lượng mô hình được thể hiện ở Bảng 4.

Bảng 4. Kết quả mô hình nghiên cứu

Biến nghiên cứu	Cash (Mô hình 1)			Cash (Mô hình 2)		
	OLS	FEM	REM	OLS	FEM	REM
FOWN	0,070*** (6,23)	0,043*** (2,61)	0,048*** (3,58)			
SOWN				-0,036 (-0,72)	0,021 (0,61)	0,016 (0,48)
CF	0,001 (0,45)	0,049*** (4,53)	0,005 (0,83)	0,002 (0,52)	0,048*** (4,43)	0,005 (0,81)
CAPEX	0,047** (2,30)	-0,054*** (-3,12)	-0,028* (-1,70)	0,044** (2,14)	-0,053** (-3,02)	-0,028* (-1,66)
SIZE	-0,003*** (-4,54)	0,000 (0,06)	-0,000 (-0,88)	-0,002** (-3,20)	0,000 (0,09)	-0,000 (-0,58)
LEV	-0,155*** (-18,13)	-0,242 (-16,65)	-0,2203*** (-20,34)	-0,161*** (-18,80)	-0,244*** (-16,74)	-0,223*** (-20,55)
LIQ	-0,129*** (-15,96)	-0,276 (-27,22)	-0,219*** (-24,81)	-0,129*** (12,11)	-0,276*** (-27,15)	-0,219*** (-24,8)
Kiểm định LM (Lựa chọn mô hình FEM)	R-sq (within) = 0,237 Chibar ² = 2276,01 Prob > chi ² = 0,0000			R-sq (within) = 0,239 Chibar ² = 2324,91 Prob > chi ² = 0,0000		
Kiểm định Hausman (Lựa chọn mô hình FEM)	Prob > chi ² = 0,0000			Prob > chi ² = 0,0000		

*Chú thích: *, **, *** tương ứng với mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%. Giá trị trong ngoặc đơn là thống kê t.*

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

Theo kết quả từ Bảng 5, mô hình FEM được lựa chọn cho cả 2 mô hình ước lượng là Mô hình (1) và Mô hình (2).

Bảng 5. Kết quả hệ số VIF

Biến	Mô hình 1		Mô hình 2	
	VIF	1/VIF	VIF	1/VIF
LEV	1,74	0,574	1,720	0,581
LIQ	1,67	0,598	1,670	0,597
CF	1,13	0,886	1,130	0,886
SIZE	1,12	0,890	1,070	0,937
FOWN	1,06	0,941		
SOWN			1,040	0,959
CAPEX	1,04	0,959	1,000	0,998
Mean VIF	1,29	1,270	-0,041	-0,099

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

Dựa trên kết quả từ Bảng 5, các giá trị của hệ số biến thể phân tách (VIF) trong Mô hình (1) và Mô hình (2) đã được tính toán. Kết quả cho thấy giá trị hệ số VIF của Mô hình (1) và Mô hình (2) lần lượt là 1,29 và 1,27, nhỏ hơn ngưỡng 10, và tất cả các biến trong mô hình đều có giá trị hệ số VIF nhỏ hơn 10. Dựa trên những kết quả này, có thể kết luận rằng không có hiện tượng đa cộng tuyến xảy ra đối với Mô hình (1) và Mô hình (2).

Bảng 6. Kết quả kiểm định khuyết tật phương sai thay đổi và hiện tượng tự tương quan

		Mô hình 1	Mô hình 2
Kiểm định Modified Wald Test	chi ²	4,6x10 ⁶	3,0x10 ⁶
	Prob > chi ²	0,000	0,000
Kiểm định Wooldridge	F (1, 689)	74,845	76,228
	Prob > F	0,000	0,000

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

Kết quả kiểm định Modified Wald Test cho thấy giá trị chi² lớn nên p-value trong các kiểm định của Mô hình (1) và Mô hình (2) đều nhỏ hơn mức ý nghĩa 0,01 (1%). Kết quả này cho thấy rằng có sự xảy ra hiện tượng phương sai thay đổi trong Mô hình (1) và Mô hình (2). Kết quả kiểm định Wooldridge cho thấy p-value ở hai mô hình có giá trị nhỏ hơn mức ý nghĩa 1%. Do đó, nghiên cứu kết luận rằng có hiện tượng tự tương quan xảy ra giữa các biến trong Mô hình (1) và Mô hình (2).

Chính vì vậy, nghiên cứu đã sử dụng mô hình Driscoll-Kraay để khắc phục các vi phạm giả thiết của mô hình. Kết quả hồi quy của Mô hình (1) và Mô hình (2) sau khi khắc phục vi phạm giả thiết được trình bày ở Bảng 7 dưới đây.

Bảng 7. Kết quả mô hình sau khi khắc phục khuyết tật

Biến nghiên cứu	CASH	
	Mô hình 1	Mô hình 2
FOWN	0,043** (3,15)	
SOWN		0,021 (1,29)
CF	0,049** (5,33)	0,048*** (5,17)
CAPEX	-0,054 (-1,54)	-0,053 (-1,53)
SIZE	0,000 (0,14)	0,000 (0,2)
LEV	-0,242*** (-21,16)	-0,244*** (-21,27)
LIQ	-0,276*** (-27,67)	-0,276*** (-27,56)
_cons	0,216*** (17,07)	0,219*** (16,39)

*Chú thích: *, **, *** tương ứng với mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%. Giá trị trong ngoặc đơn là thống kê t.*

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

4.2 Thảo luận kết quả nghiên cứu

Ảnh hưởng của cổ đông nước ngoài đến việc nắm giữ tiền mặt của công ty

Tỷ lệ sở hữu của cổ đông nước ngoài (FOWN) ở Mô hình (1) có mối quan hệ cùng chiều với tỷ lệ nắm giữ tiền mặt trong công ty, với hệ số FOWN là 0,043 với ý nghĩa thống kê ở mức 5%. Kết quả nghiên cứu này phù hợp với kết quả của các nghiên cứu trước đó của DeFond & cộng sự (2011) và Mian & Nagata (2014). Cổ đông nước ngoài có đóng góp quan trọng cho các công ty, ưu tiên lựa chọn đầu tư vào công ty có tỷ lệ nắm giữ tiền mặt cao và tham gia vào hoạt động giám sát để đảm bảo tài chính và hiệu quả hoạt động. Kết quả nghiên cứu xác nhận mối quan hệ cùng chiều giữa tỷ lệ sở hữu của cổ đông nước ngoài và tỷ lệ nắm giữ tiền mặt trong công ty, nhấn mạnh vai trò quan trọng của cổ đông nước ngoài trong việc cung cấp vốn và ảnh hưởng đến chính sách tiền mặt của công ty (Mian & Nagata, 2014; Phaiboonvessawat & Thanatwee, 2020; Loncan, 2020). Do đó, giả thuyết H1 được khẳng định.

Ảnh hưởng của cổ đông nhà nước đến việc nắm giữ tiền mặt của công ty

Kết quả nghiên cứu cho thấy chưa tìm thấy mối quan hệ giữa tỷ lệ sở hữu cổ đông nhà nước với việc nắm giữ tiền mặt của công ty (Mô hình 2). Kết quả nghiên

cứu này không thống nhất với các nghiên cứu trước đây như của Megginson & cộng sự (2014), Nguyen & Wong (2021) hay nghiên cứu của Chen & cộng sự (2018). Như vậy, kết quả bác bỏ giả thuyết H2.

Đối với các biến kiểm soát, kết quả nghiên cứu trong hai mô hình cho thấy CF, LEV và LIQ có tác động tới việc nắm giữ tiền mặt của công ty với ý nghĩa thống kê đáng kể ở mức 1% và 5%. Cụ thể, biến CF có tác động cùng chiều với CASH. Điều này có thể giải thích bằng lý thuyết trật tự phân hạng, các công ty có xu hướng nắm giữ mức tiền mặt cao hơn khi mức độ lưu chuyển tiền mặt tăng. Kết quả này thống nhất với nghiên cứu trước đó của Ferreira & Vilela (2004). LEV có mối quan hệ âm với tỷ lệ nắm giữ tiền mặt trong công ty, khi mức độ nợ vay tăng lên, tỷ lệ nắm giữ tiền mặt giảm. Điều này cho thấy công ty có xu hướng sử dụng tiền mặt để trả nợ và quản lý tài chính hiệu quả hơn. Những kết quả này được rút ra từ mô hình và ủng hộ những quan điểm đã được công nhận trong nghiên cứu trước đó. Lý thuyết trật tự phân hạng cũng nhận thấy mối quan hệ âm giữa đòn bẩy (LEV) và tỷ lệ nắm giữ tiền mặt. Nợ vay có thể thay thế cho tiền mặt, nên ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính đến tỷ lệ nắm giữ tiền mặt trong các công ty là ngược chiều (Opler & cộng sự, 1999). Biến LIQ và CASH cũng có mối quan hệ ngược chiều, thể hiện rằng khi công ty nắm giữ nhiều tài sản thanh khoản, tỷ lệ nắm giữ tiền mặt sẽ ít hơn.

5. Kết luận

Bài viết phân tích ảnh hưởng của cấu trúc cổ đông lên việc nắm giữ tiền mặt trong các công ty niêm yết tại Việt Nam dựa trên dữ liệu 692 công ty niêm yết trên sàn HOSE và HNX từ 2018 đến 2022. Kết quả cho thấy số lượng cổ đông nước ngoài có mối quan hệ cùng chiều với tỷ lệ nắm giữ tiền mặt trong công ty. Điều này có thể giải thích bằng việc các nhà đầu tư nước ngoài đầu tư vào các công ty có nắm giữ tiền mặt cao vì cho rằng những công ty này thường kinh doanh có lãi, tính thanh khoản tốt và ít gặp phải vấn đề về bất cân xứng thông tin hơn. Ngoài ra, ở thị trường mới nổi như Việt Nam, việc nắm giữ tiền mặt nhiều hơn có thể bảo vệ cổ đông trước các vấn đề đại diện và đề phòng cú sốc bất lợi xảy ra. Bên cạnh đó, cổ đông nhà nước không có ảnh hưởng trực tiếp đến tỷ lệ nắm giữ tiền mặt tại công ty.

Hiện nay, tỷ lệ nắm giữ tiền mặt tại các công ty niêm yết tại Việt Nam vẫn đang ở mức cao. Kết quả nghiên cứu cho thấy cổ đông nước ngoài có tác động cùng chiều đến lượng tiền mặt nắm giữ nội bộ của công ty. Tích trữ quá nhiều tiền mặt có thể ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh của công ty. Để giảm thiểu ảnh hưởng tiêu cực từ mối quan hệ giữa cấu trúc cổ đông và tỷ lệ nắm giữ tiền mặt, các công ty, đặc biệt là công ty có sở hữu nước ngoài, cần đa dạng hóa cấu trúc cổ đông; tăng sự giám sát và quản lý từ cổ đông nhà nước và cổ đông nước ngoài; và khuyến khích sự sở hữu của ban quản trị trong công ty. Ngoài ra, công ty cần lên kế hoạch sử dụng vốn và có phương pháp quản trị tiền mặt hiệu quả, đồng thời đẩy mạnh hoạt động giám sát nội bộ và công tác kiểm toán tuân thủ. Công ty nên tập trung vào việc nâng cao

hoạt động của Ban Kiểm soát hoặc thiết lập bộ phận kiểm toán nội bộ để đảm bảo tính độc lập và công tác giám sát của công ty. Điều này giúp giảm thiểu xung đột lợi ích giữa các cổ đông và nhà quản lý. Bên cạnh đó, minh bạch trong báo cáo tài chính và thông tin công khai cũng rất quan trọng. Công ty nên chọn đơn vị kiểm toán độc lập và cung cấp đầy đủ bằng chứng kiểm toán cần thiết khi được yêu cầu. Nâng cao trình độ kế toán viên trong công ty cũng cần được quan tâm. Những giải pháp này giúp công ty giảm thiểu rủi ro và tạo ra môi trường công bằng, minh bạch và hiệu quả trong quản trị tài chính.

Nghiên cứu có ý nghĩa về mặt lý thuyết và thực tiễn, tuy nhiên, nghiên cứu vẫn còn tồn tại một số hạn chế. Thứ nhất, Việt Nam vẫn đang thuộc nhóm nước đang phát triển nên việc quản lý thông tin tài chính trên thị trường còn nhiều hạn chế, và tính minh bạch của báo cáo tài chính vẫn chưa được đảm bảo. Thứ hai, nghiên cứu mới chỉ đề cập đến hai loại hình cổ đông trong bài trong khi còn nhiều loại hình cổ đông khác như cổ đông gia đình, cổ đông đa số (tính tập trung sở hữu), cổ đông tư nhân, cổ đông tổ chức, cổ đông là nhà quản lý,... Do đó, trong tương lai nghiên cứu có thể phát triển bằng cách mở rộng các loại hình trong cấu trúc cổ đông hay gia tăng số lượng công ty và giai đoạn nghiên cứu.

Tài liệu tham khảo

- Alghadi, M.Y., al Nsour, I.R. & Aizyadat, A.A.K. (2021), "Ownership structure and cash holdings: empirical evidence from Saudi Arabia", *Journal of Asian Finance*, Vol. 8 No. 7, pp. 323-331.
- Al-Najjar, B. (2013), "The financial determinants of corporate cash holdings: evidence from some emerging markets", *International Business Review*, Vol. 22 No. 1, pp. 77-88.
- Bates, T.W., Kahle, K.M. & Stulz, R.M. (2009), "Why do US firms hold so much more cash than they used to?", *The Journal of Finance*, Vol. 64 No. 5, pp. 1985-2021.
- Chen, R.R., El Ghoul, S., Guedhami, O. & Nash, R. (2018), "State ownership and corporate cash holdings", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 53 No. 5, pp. 2293-2334.
- Cho, S.J. & Chung, C.Y. (2022), "Corporate Ownership Structure and Cash Holdings in the Vietnamese Market", *Journal of APEC Studies*, Vol. 14 No. 1, pp. 29-36.
- DeFond, M., Hu, X., Hung, M. & Li, S. (2011), "The impact of mandatory IFRS adoption on foreign mutual fund ownership: the role of comparability", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 51 No. 3, pp. 240-258.
- Dittmar, A., Mahrt-Smith, J. & Servaes, H. (2003), "International corporate governance and corporate cash holdings", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 38 No. 1, pp. 111-133.
- Douma, S., George, R. & Kabir, R. (2006), "Foreign and domestic ownership, business groups, and firm performance: evidence from a large emerging market", *Strategic Management Journal*, Vol. 27 No. 7, pp. 637-657.

- Ferreira, M.A. & Vilela, A.S. (2004), “Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries”, *European Financial Management*, Vol. 10 No. 2, pp. 295-319.
- Jebran, K., Iqbal, A., Bhat, K.U., Khan, M.A. & Hayat, M. (2019), “Determinants of corporate cash holdings in tranquil and turbulent period: evidence from an emerging economy”, *Financial Innovation*, Vol. 5 No. 1, pp. 1-12.
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1976), “Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3 No. 4, pp. 305-360.
- Jensen, M.C. (1986), “Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers”, *The American Economic Review*, Vol. 76 No. 2, pp. 323-329.
- Jiang, L. & Kim, J.B. (2004), “Foreign equity ownership and information asymmetry: evidence from Japan”, *Journal of International Financial Management & Accounting*, Vol. 15 No. 3, pp. 185-211.
- Kim, C.S., Mauer, D.C. & Sherman, A.E. (1998), “The determinants of corporate liquidity: theory and evidence”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 33 No. 3, pp. 335-359.
- Kornai, J. (1980), “ “Hard” and “Soft” budget constraint”, *Acta Oeconomica*, Vol. 25 No. 3/4, pp. 231-245.
- Kusnadi, Y., Yang, Z. & Zhou, Y. (2015), “Institutional development, state ownership, and corporate cash holdings: evidence from China”, *Journal of Business Research*, Vol. 68 No. 2, pp. 351-359.
- Loncan, T. (2020), “Foreign institutional ownership and corporate cash holdings: evidence from emerging economies”, *International Review of Financial Analysis*, Vol. 71, 101295.
- Meggison, W.L., Ullah, B. & Wei, Z. (2014), “State ownership, soft-budget constraints, and cash holdings: evidence from China’s privatized firms”, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 48, pp. 276-291.
- Mian, R. & Nagata, K. (2014), “Why do Japanese firms hold less cash than they used to? The effect of changing ownership structure”, Paper presented at *Asian Finance Association Annual Conference*, pp. 24-27.
- Mugableh, M.I. (2021), “Investigating the financial determinants of corporate cash holdings: evidence from fixed effects regression method”, *Gazi University Journal of Science*.
- Nguyen, T.T.H. & Wong, W.K. (2021), “Do state ownership and business environment explain corporate cash holdings? Empirical evidence from an emerging country”, *Asian Academy of Management Journal of Accounting & Finance*, Vol. 17 No. 1, pp.1-33.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R. & Williamson, R. (1999), “The determinants and implications of corporate cash holdings”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 52 No. 1, pp. 3-46.
- Phaiboonvessawat, W. & Thanatawee, Y. (2020), “Foreign institutional ownership and cash holdings in Thai capital market”, *Development Economic Review*, Vol. 14 No. 1, pp. 37-56.

- Phaiboonvessawat, W. (2019), *Institutional Ownership and Cash Holdings: Evidence from Thailand*, Doctoral Dissertation, Burapha University, Thailand.
- Ross, S.A. (1973), “The economic theory of agency: the principal's problem”, *The American Economic Review*, Vol. 63 No. 2, pp. 134-139.
- Shabbir, M., Hashmi, S.H. & Chaudhary, G.M. (2016), “Determinants of corporate cash holdings in Pakistan”, *International Journal of Organizational Leadership*, Vol. 5, pp. 50-62.
- Smith, A. (1776), *The Wealth of Nations*, W. Strahan and T.Cadell, London.
- Srinidhi, B.N., He, S. & Firth, M. (2014), “The effect of governance on specialist auditor choice and audit fees in US family firms”, *The Accounting Review*, Vol. 89 No. 6, pp. 2297-2329.
- Thanatawee, Y. (2019), “Foreign institutional ownership and liquidity: evidence from Thailand”, *ABAC Journal*, Vol. 39 No. 4, pp. 34-49.
- Uyar, A. & Kuzey, C. (2014), “Determinants of corporate cash holdings: evidence from the emerging market of Turkey”, *Applied Economics*, Vol. 46 No. 9, pp. 1035-1048.
- Vo, X.V. (2018), “Foreign ownership and corporate cash holdings in emerging markets”, *International Review of Finance*, Vol. 18 No. 2, pp. 297-303.