



Original Article

Cash holdings and firm performance:  
A perspective on non-linear relationships and  
the impact of the COVID-19 pandemic

Tran Manh Ha\*

*Banking Academy*

*No. 12 Chua Boc Street, Dong Da District, Hanoi, Vietnam*

Received: January 12, 2024

Revised: July 15, 2024; Accepted: October 25, 2024

**Abstract:** This paper clarifies the relationship between cash holdings and firm performance among 355 listed companies on the Ho Chi Minh Stock Exchange in Vietnam during 2009-2023. Empirical results show the non-linear impact of cash holdings on firm performance ROA and ROE. The inflection point is 0.26, which means that when the ratio of cash holdings to total assets exceeds approximately 26%, the benefits of increasing cash holdings are not sufficient to offset the costs, thereby generating an overall negative impact. During the pandemic, firms with high levels of cash holdings suffered less severe declines in ROA compared to firms with lower cash holdings. The study hopes to provide useful implications for corporate managers on cash holding management.

**Keywords:** Cash holding, non-linear relationship, firm performance, moderating impact.

\* Corresponding author

E-mail address: [hatm@hvn.edu.vn](mailto:hatm@hvn.edu.vn)

<https://doi.org/10.57110/vnu-jebvn.v34i15.295>

Copyright © 2024 The author(s)

Licensing: This article is published under a CC BY-NC 4.0 license.

# Tỷ lệ tiền mặt nắm giữ và hiệu quả hoạt động: Góc nhìn từ mối quan hệ phi tuyến và ảnh hưởng của đại dịch COVID-19

Trần Mạnh Hà\*

Học viện Ngân hàng

Số 12 Phố Chùa Bộc, Quận Đống Đa, Hà Nội, Việt Nam

Nhận ngày 12 tháng 1 năm 2024

Chỉnh sửa ngày 15 tháng 7 năm 2024; Chấp nhận đăng ngày 25 tháng 10 năm 2024

**Tóm tắt:** Bài viết làm rõ mối quan hệ giữa tỷ lệ tiền mặt nắm giữ và hiệu quả hoạt động của 355 doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh giai đoạn 2009-2023. Kết quả nghiên cứu cho thấy tiền mặt có tác động phi tuyến tới hiệu quả hoạt động và tỷ suất sinh lời vốn chủ sở hữu. Khi tỷ lệ tiền mặt nắm giữ ở mức khoảng 26% so với tổng tài sản, lợi ích của việc gia tăng tiền mặt thấp hơn chi phí đem lại, tạo ra ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả hoạt động. Trong giai đoạn COVID-19, các doanh nghiệp nắm giữ nhiều tiền mặt có khả năng chống đỡ tốt hơn tác động tiêu cực của đại dịch. Việc nắm giữ tiền mặt điều tiết tác động của đại dịch đến hiệu quả hoạt động trên tổng tài sản. Kết quả này cung cấp thêm hàm ý cho các nhà quản lý doanh nghiệp trong việc xác định tỷ lệ tiền mặt tối ưu tại doanh nghiệp.

**Từ khóa:** Tỷ lệ tiền mặt nắm giữ, mối quan hệ phi tuyến, hiệu quả hoạt động, điều tiết.

## 1. Mở đầu

Tỷ lệ nắm giữ tiền mặt được cho là có mối quan hệ cùng chiều với hiệu quả hoạt động. Mối quan hệ này cho thấy rằng khi doanh nghiệp tăng dự trữ tiền mặt, hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp có xu hướng cải thiện. Opler và cộng sự (1999), Faulkender và Wang (2006) cho rằng dự trữ tiền mặt cao hơn cho phép các doanh nghiệp tận dụng các cơ hội đầu tư mà không cần dựa vào nguồn tài trợ bên ngoài, từ đó thúc đẩy tăng trưởng và lợi thế cạnh tranh. Harford (1999), Dittmar và cộng sự (2003) quan sát thấy rằng việc nắm giữ tiền mặt đáng kể thường được thị trường nhìn nhận tích cực, phản ánh sự quản lý tài chính hợp lý và ổn định, điều này có thể dẫn đến niềm tin của nhà đầu tư tăng lên, từ đó gia tăng giá trị doanh nghiệp. Bates, Kahle và Stulz (2009) nhấn mạnh rằng việc nắm giữ nhiều tiền mặt sẽ tạo ra một tấm đệm chống lại những bất

ổn tài chính, nâng cao khả năng chống đỡ của doanh nghiệp trước những biến động thị trường.

Tuy nhiên, việc dự trữ quá mức cho thấy việc quản lý và sử dụng tài sản còn kém hiệu quả (Mikkelson & Partch, 2003; Pinkowitz & Williamson, 2001). Việc nắm giữ tiền mặt làm nảy sinh chi phí cơ hội của việc giữ tiền, thay vì đầu tư vào các tài sản có khả năng sinh lời cao hơn. Harford (1999), Opler và cộng sự (1999), Jensen (1986) đều đi đến kết luận về tác động tiêu cực của tỷ lệ tiền mặt nắm giữ khi sử dụng lý thuyết đại diện: việc nắm giữ tiền mặt dư thừa có thể làm gia tăng vấn đề đại diện trong doanh nghiệp, dẫn đến các quyết định đưa ra không phải là quyết định tối ưu. Dittmar và cộng sự (2003) tính toán chi phí của việc nắm giữ tiền mặt dựa trên sự khác biệt giữa tỷ suất sinh lời tiền mặt và chi phí tài trợ cho một đồng vốn tăng thêm. Các tác giả cho rằng việc nắm giữ tiền mặt ở những công ty có cấu trúc quản trị không phù

\* Tác giả liên hệ

Địa chỉ email: hatm@hvn.edu.vn

<https://doi.org/10.57110/vnu-jebvn.v34i15.295>

Bản quyền © 2024 (Các) tác giả

Bài báo này được xuất bản theo CC BY-NC 4.0 license.

hợp làm giảm giá trị doanh nghiệp. Bates, Kahle và Stulz (2009) giải thích tác động của tỷ lệ dự trữ tiền mặt thông qua lý thuyết tín hiệu. Một sự gia tăng trong tỷ lệ tiền mặt nắm giữ truyền đi thông tin về sự hạn chế trong các cơ hội đầu tư kinh doanh tiềm năng của doanh nghiệp trong tương lai, từ đó ảnh hưởng tiêu cực tới hiệu quả hoạt động kinh doanh và giá trị doanh nghiệp.

Như vậy, có thể thấy, mối quan hệ giữa tỷ lệ tiền mặt nắm giữ và hiệu quả hoạt động thể hiện trong các nghiên cứu là không đồng nhất. Một mặt, dự trữ tiền mặt đem lại thuận lợi trong hoạt động kinh doanh, mặt khác nảy sinh chi phí cơ hội của việc nắm giữ tiền mặt cũng như các ảnh hưởng tiêu cực do vấn đề người đại diện và lý thuyết tín hiệu. Nắm giữ quá nhiều tiền mặt có thể gây ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Tác động của nắm giữ tiền mặt vì thế phụ thuộc vào từng hoàn cảnh cụ thể như cấu trúc quản trị, khả năng thanh khoản, các cơ hội đầu tư của doanh nghiệp (Habib và cộng sự, 2021) và không phải là một mối quan hệ tuyến tính. Martinez-Sola và cộng sự (2013) cho rằng tồn tại một tỷ lệ nắm giữ tiền mặt mà tại đó giá trị doanh nghiệp được cho là tối ưu; các mức dao động ngoài tỷ lệ này kể cả tăng hoặc giảm đều không có lợi cho doanh nghiệp. Các tác giả đã đề cập đến mối quan hệ phi tuyến giữa tỷ lệ tiền mặt nắm giữ và giá trị doanh nghiệp, đồng thời sử dụng tỷ lệ tiền mặt nắm giữ cũng như bình phương của tỷ lệ này để kiểm định mối quan hệ. Nói cách khác, hiệu quả của việc nắm giữ tiền mặt phụ thuộc vào mối quan hệ giữa lợi ích và chi phí của việc nắm giữ tiền, hay còn gọi là lý thuyết đánh đổi.

Tại Việt Nam, vai trò của tiền mặt được xem xét trên nhiều khía cạnh. Hoa và cộng sự (2015) xem xét tác động của tỷ lệ tiền mặt nắm giữ tới giá trị doanh nghiệp của 69 doanh nghiệp niêm yết giai đoạn 2008-2013. Tác động của tiền mặt được thể hiện bằng hình chữ U ngược, đồng nhất với một số nghiên cứu về mối quan hệ phi tuyến. Long và cộng sự (2016) xem xét tác động của tiền mặt tới giá trị thuộc mẫu nghiên cứu 63 doanh nghiệp niêm yết trong lĩnh vực xây dựng. Một số nghiên cứu ở chiều hướng ngược lại xem xét các nhân tố tác động tới tỷ lệ tiền mặt nắm giữ, chẳng hạn như chính sách thắt chặt tiền tệ (Uyen và cộng sự, 2021), tác động của ràng buộc tài chính (Ha và cộng sự, 2018). Nhìn chung, các nghiên cứu được thực hiện trên phạm vi một

nhóm doanh nghiệp, chủ yếu trước giai đoạn COVID-19.

Đặt trong bối cảnh đại dịch COVID-19 và biến động kinh tế, chính trị, tiền mặt càng đóng vai trò quan trọng trong hoạt động của doanh nghiệp. Trong điều kiện kinh doanh bất ổn, việc duy trì tiền mặt ở mức đủ trở thành yếu tố then chốt cho sự tồn tại, phát triển bền vững của doanh nghiệp. Tiền mặt giúp doanh nghiệp chống đỡ trước khó khăn của sự đứt gãy chuỗi cung ứng, sản xuất đình trệ và sự sụt giảm nhu cầu tiêu dùng của thị trường. Tiền mặt là nguồn lực quan trọng để tái cấu trúc, tận dụng các cơ hội phục hồi sau đại dịch. Điều này đặt ra vấn đề cần xem xét mối quan hệ của tỷ lệ tiền mặt nắm giữ và hiệu quả hoạt động trong giai đoạn COVID-19. Đặc biệt trong điều kiện thị trường vốn tuy đang trên đà phát triển nhưng phần lớn nguồn vốn của các doanh nghiệp Việt Nam vẫn là nguồn vốn tín dụng ngân hàng, các kênh trái phiếu vẫn còn chiếm tỷ trọng thấp. Quy mô thị trường vốn chiếm lệ rất nhỏ trong GDP. Bên cạnh đó, đa số các doanh nghiệp gặp khó khăn trong tiếp cận vốn tín dụng ngân hàng do số liệu tài chính thiếu minh bạch, không có báo cáo tài chính được kiểm toán. Việc duy trì song song hai hệ thống báo cáo tài chính khiến tình hình tài chính kém minh bạch, không đáp ứng được các tiêu chuẩn vay vốn. Điều này càng nhấn mạnh vai trò của tiền mặt tại các doanh nghiệp và sự cần thiết nghiên cứu vai trò của tiền mặt đối với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, có xem xét tác động của COVID-19.

## 2. Phương pháp nghiên cứu và dữ liệu

### 2.1. Phương pháp

Trên cơ sở những phân tích trên, tác giả đề xuất một số giả thuyết kiểm định sau:

*H1: Tồn tại mối quan hệ phi tuyến giữa tỷ lệ tiền mặt nắm giữ và hiệu quả hoạt động.*

*H2: COVID-19 làm thay đổi mối quan hệ giữa tỷ lệ tiền mặt nắm giữ và hiệu quả hoạt động.*

Kế thừa các nghiên cứu của Morck và cộng sự (1988), McConnell và Servaes (1990), Martinez-Sola (2013), nghiên cứu này sử dụng các biến kiểm soát đại diện cho đặc điểm của doanh nghiệp như quy mô doanh nghiệp (SIZE), đòn bẩy tài chính (LEV), tỷ lệ đầu tư tài sản cố

định (TANG), tốc độ tăng trưởng doanh thu (GROWTH). Tỷ lệ tiền mặt nắm giữ được đưa vào mô hình thông qua biến tỷ lệ tiền mặt trên tổng tài sản (CASH) và bình phương của CASH nhằm kiểm định mối quan hệ phi tuyến tính giữa tỷ lệ tiền mặt nắm giữ và hiệu quả hoạt động (giả thuyết H1). Hiệu quả hoạt động được đo lường bởi 2 đại lượng là tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản ROA và tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu ROE.

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 CASH_{i,t} + \beta_2 CASH_{i,t}^2 + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 GROWTH_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 TANG_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$ROE_{it} = \alpha + \beta_1 CASH_{i,t} + \beta_2 CASH_{i,t}^2 + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 GROWTH_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 TANG_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Trong đó:

- ROA, ROE: Biến số thể hiện hiệu quả hoạt động, đo lường bởi tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản (lợi nhuận chia tổng tài sản bình quân) và tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu bình quân (lợi nhuận chia vốn chủ sở hữu bình quân).

- SIZE: Quy mô doanh nghiệp, đo lường bởi logarit tự nhiên của tổng tài sản doanh nghiệp.

- GROWTH: Tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp, đo lường bởi tăng trưởng doanh thu so với năm liền trước.

- LEV: đòn bẩy tài chính, đo lường bởi tỷ lệ giữa nợ phải trả trên tổng tài sản doanh nghiệp.

- TANG: Tỷ suất đầu tư tài sản cố định, đo lường bởi tỷ lệ tài sản cố định trên tổng tài sản của doanh nghiệp.

- CASH: Tỷ lệ nắm giữ tiền mặt, đo lường bởi tỷ lệ giữa tiền và các khoản tương đương tiền với tổng tài sản. Đây là biến giải thích trong mô hình, tác động tới hiệu quả hoạt động thông qua

hệ số  $\beta_1$  và  $\beta_2$ .  $\beta_1$  dương cho thấy mối quan hệ cùng chiều giữa tỷ lệ tiền mặt nắm giữ và hiệu quả hoạt động trong khi  $\beta_2$  âm cho thấy tỷ lệ tiền mặt nắm giữ dư thừa gây ảnh hưởng tiêu cực tới hiệu quả hoạt động.

Để đánh giá ảnh hưởng của COVID-19 tới hiệu quả hoạt động và tác động của COVID-19 tới mối quan hệ giữa tỷ lệ tiền mặt nắm giữ và hiệu quả hoạt động (giả thuyết H2), nghiên cứu sử dụng biến COVID và biến tương tác  $COVID_{i,t} \times CASH_{i,t}$ . Trong đó, COVID là biến giả, có giá trị là 1 cho giai đoạn 2020-2021 và giá trị 0 cho các năm còn lại. Mô hình hồi quy khi đó có dạng:

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 CASH_{i,t} + \beta_2 CASH_{i,t}^2 + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 GROWTH_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 TANG_{i,t} + \beta_7 COVID_{i,t} + \beta_8 COVID_{i,t} \times CASH_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$ROE_{it} = \alpha + \beta_1 CASH_{i,t} + \beta_2 CASH_{i,t}^2 + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 GROWTH_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 TANG_{i,t} + \beta_7 COVID_{i,t} + \beta_8 COVID_{i,t} \times CASH_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

## 2.2. Dữ liệu

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu của 355 doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh giai đoạn 2009-2023 để đảm bảo sự đầy đủ cũng như tính cập nhật của dữ liệu. Dữ liệu là các biến số tài chính trên bảng cân đối kế toán và báo cáo kết quả kinh doanh thu thập thông qua phần mềm FIINPRO, được làm sạch để loại bỏ các giá trị ngoại lai. Các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu thuộc các ngành nghề khác nhau với tổng 4.828 quan sát. Thống kê mô tả các biến sử dụng như sau:

Bảng 1: Thống kê mô tả dữ liệu

Tên biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
ROA	4.828	,065	,064	-,099	,217
ROE	4.828	,131	,12	-,175	,419
CASH	4.828	,084	,077	0	,269
CASHSQ	4.828	,013	,02	0	,073
SIZE	4.828	28,085	1,415	24,35	31,607
GROWTH	4.828	,093	,383	-,696	,857
LEV	4.828	,482	,214	0	1,148
TANG	4.828	,248	,215	0	,791
COVID	4.828	,146	,353	0	1

Nguồn: Tác giả.

Bảng 1 cho thấy ROA có giá trị trung bình ở mức 6,5%, độ lệch chuẩn 6,4% và nằm trong khoảng biến động [-9,9%; 21,7%]. ROE ở mức 13,1% và khoảng biến động rộng hơn, do tác động của đòn bẩy tài chính. Các doanh nghiệp niêm yết có tỷ lệ nắm giữ tiền mặt bình quân ở mức 8,4%, cứ mỗi 100 đồng tài sản đầu tư vào hoạt động kinh doanh thì trong đó có 8,4 đồng tiền và tương đương tiền. Khoảng biến động của tỷ lệ tiền mặt là [0; 0,269] cho thấy mặc dù tỷ lệ tiền mặt nắm giữ trung bình ở mức 8,4% nhưng vẫn có một số doanh nghiệp nắm giữ vượt trội và

có tỷ lệ tiền mặt chiếm khoảng 30% tổng tài sản. Tốc độ tăng trưởng doanh thu của các doanh nghiệp đạt mức bình quân 9,3%, một số doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng vượt bậc, đạt khoảng 86% trong khi một số doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng âm. Các doanh nghiệp có mức độ đòn bẩy tài chính bình quân 48,2%, hay nói khác trung bình cứ 100 đồng vốn thì có khoảng gần 50% đến từ nợ vay. Tỷ suất đầu tư tài sản cố định ở mức bình quân 24,8%, một số doanh nghiệp có mức đầu tư cao và lên đến 65,9%.

Bảng 2: Ma trận tương quan giữa các biến trong nghiên cứu

Tên biến	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
(1) ROA	1,000							
(2) ROE	0,874	1,000						
(3) CASH	0,355	0,302	1,000					
(4) SIZE	-0,082	0,032	-0,117	1,000				
(5) GROWTH	0,241	0,303	0,033	0,093	1,000			
(6) LEV	-0,420	-0,078	-0,208	0,332	0,084	1,000		
(7) TANG	0,030	-0,009	-0,057	0,015	0,005	-0,041	1,000	
(8) COVID	-0,036	-0,049	-0,053	0,107	-0,046	-0,023	-0,044	1,000

Nguồn: Tác giả.

Bảng 3: Hệ số phóng đại phương sai VIF

	VIF	1/VIF
LEV	1,177	,85
SIZE	1,151	,868
CASH	1,059	,944
COVID	1,024	,977
GROWTH	1,018	,982
TANG	1,01	,99
Mean VIF	1,073	

Nguồn: Tác giả.

Ma trận tương quan giữa các biến trong mô hình ở Bảng 2 cho thấy các biến giải thích có tương quan thấp. Hệ số phóng đại phương sai VIF ở Bảng 3 lớn hơn 1 và ở mức khá thấp cho thấy đa cộng tuyến không phải là vấn đề đối với

mô hình nghiên cứu. Do đó, mô hình đề xuất được cho là phù hợp.

### 3. Kết quả nghiên cứu

#### 3.1. Mối quan hệ phi tuyến giữa tỷ lệ tiền mặt nắm giữ và hiệu quả hoạt động

Bảng 4 thể hiện mối quan hệ giữa tỷ lệ tiền mặt và hiệu quả hoạt động dựa trên tỷ suất sinh lời tổng tài sản bình quân ROA, trong đó cột (1), (2) và (3) đại diện cho phương pháp ước lượng bình phương tổng quát, phương pháp ảnh hưởng cố định và phương pháp FGLS. Để khắc phục hiện tượng phương sai sai số thay đổi và tự tương quan, mô hình (3) được sử dụng.

Bảng 4: Các nhân tố tác động tới ROA

	(1)	(2)	(3)
	ROA	ROA	ROA
CASH	,387*** (,034)	,202*** (,043)	,206*** (,023)
CASHSQ	-,631*** (,13)	-,272* (,157)	-,394*** (,084)
SIZE	,002*** (,001)	-,002 (,002)	,003*** (,001)

GROWTH	,043*** (,002)	,042*** (,002)	,03*** (,001)
LEV	-,122*** (,004)	-,1*** (,011)	-,115*** (,004)
TANG	,007** (,004)	-,019* (,01)	-,003 (,003)
_cons	,025 (,016)	,144*** (,049)	,023 (,017)
Biến quan sát	4.828	4.828	4.828

Ghi chú: Độ lệch chuẩn được đặt trong ngoặc đơn.

\*\*\* p < 0,01; \*\* p < 0,05; \* p < 0,1.

Nguồn: Tác giả.

Kết quả hồi quy cho thấy tỷ lệ nắm giữ tiền mặt có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động ROA, được thể hiện bằng hệ số hồi quy gắn với biến CASH có giá trị dương (0,206) và có ý nghĩa thống kê. Bên cạnh đó, quy mô doanh nghiệp và tốc độ tăng trưởng là các biến số có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động. Các doanh nghiệp có quy mô lớn, có tốc độ tăng trưởng cao có thể tận dụng lợi thế kinh tế nhờ quy mô, nâng cao hiệu suất hoạt động, từ đó gia tăng tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (Azeez, 2015; Mendelson, 2000). Đòn bẩy tài chính làm giảm hiệu quả hoạt động, đồng thuận với các nghiên

cứu về vấn đề đại diện tại các doanh nghiệp sử dụng nợ (Phillips & Sipahioglu, 2004).

Khi tính đến tác động của CASHSQ, hệ số hồi quy âm (-0,394) và có ý nghĩa thống kê cho thấy tồn tại mối quan hệ phi tuyến giữa tỷ lệ tiền mặt nắm giữ và hiệu quả hoạt động. Hệ số hồi quy của CASHSQ bằng -0,394 cho thấy khi tỷ lệ tiền mặt nắm giữ ở mức cao, một sự tăng lên của tỷ lệ dự trữ tiền mặt ảnh hưởng tiêu cực tới tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản ROA. Kết quả này phù hợp với các nghiên cứu của Martinez-Sola và cộng sự (2013), Anton và Nucu (2019), Alnori (2020) về mối quan hệ theo chiều chữ U ngược.

Bảng 5: Các nhân tố tác động tới ROE

	(1) ROE	(2) ROE	(3) ROE
CASH	,868*** (,07)	,488*** (,085)	,465*** (,049)
CASHSQ	-1,666*** (,266)	-,89*** (,306)	-,976*** (,176)
SIZE	,004*** (,001)	-,007** (,003)	,009*** (,001)
GROWTH	,09*** (,004)	,087*** (,005)	,066*** (,002)
LEV	-,035*** (,008)	-,032 (,02)	-,063*** (,008)
TANG	0 (,007)	-,04** (,019)	-,008 (,007)
_cons	-,034 (,032)	,309*** (,095)	-,138*** (,039)
Biến quan sát	4.828	4.828	4.828

Ghi chú: Độ lệch chuẩn được đặt trong ngoặc đơn.

\*\*\* p < 0,01; \*\* p < 0,05; \* p < 0,1.

Nguồn: Tác giả.

Theo Alnori (2020), mức dự trữ tiền mặt tối ưu là điểm tại đó lợi ích của việc nắm giữ tiền mặt tăng lên được bù trừ bởi chi phí của việc nắm

giữ tiền, hay nói cách khác đây là điểm uốn. Vượt qua mức này, tăng tỷ lệ dự trữ tiền mặt đem lại tác động tiêu cực nhiều hơn là tích cực. Dựa

theo Alnori (2020), tỷ lệ tiền mặt tối ưu được xác định như sau:

$$\frac{-\beta_1}{2\beta_2} = \frac{-0,206}{2 \times (-0,394)} = 0,261$$

Ở các mức tiền mặt nắm giữ thấp hơn 26,1% so với tổng tài sản, việc gia tăng tiền mặt nắm giữ đem lại hiệu quả cho doanh nghiệp, làm tăng hiệu quả hoạt động trên tổng tài sản. Tuy nhiên, khi tỷ lệ tiền mặt vượt quá 26,1%, tăng tỷ lệ tiền mặt nắm giữ làm giảm hiệu quả hoạt động về mặt tổng thể.

Kết quả với biến phụ thuộc tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu ROE tương tự như biến phụ thuộc ROA. ROE có mối quan hệ cùng chiều với CASH và ngược chiều với CASHSQ, thể hiện tác động không đồng nhất khi tỷ lệ tiền mặt thay đổi, hay nói cách khác, các mức dự trữ cao làm giảm hiệu quả hoạt động. Tiền mặt nắm giữ làm

tăng hiệu suất sinh lời vốn chủ sở hữu, tuy nhiên việc nắm giữ quá mức gây tác động tiêu cực, thể hiện ở hệ số hồi quy liên quan đến CASHSQ có dấu âm. Tương tự như trên, tỷ lệ dự trữ tiền mặt tối ưu được xác định tại 0,238 (bằng  $0,465/2 \times 0,976$ ). Khi tỷ lệ tiền mặt nắm giữ vượt quá 23,8% so với tổng tài sản, việc dự trữ gia tăng gây ảnh hưởng tiêu cực do hạn chế lãi suất lợi ích.

Như vậy, kết quả nghiên cứu từ Bảng 4 và 5 khẳng định giả thuyết H1 tồn tại mối quan hệ phi tuyến giữa tỷ lệ tiền mặt nắm giữ và hiệu quả hoạt động. Khi tỷ lệ dự trữ tiền mặt thấp hơn 23,8%, việc gia tăng mức dự trữ làm tăng hiệu quả hoạt động ROA và ROE.

### 3.2. Tác động của COVID-19 đối với mối quan hệ giữa tỷ lệ tiền mặt nắm giữ và hiệu quả hoạt động

Bảng 6: Các nhân tố tác động tới ROA, ROE khi xem xét ảnh hưởng của COVID-19

	(1)	(2)
	ROA	ROE
CASH	,204*** (,023)	,466*** (,049)
CASHSQ	-,393*** (,084)	-,986*** (,176)
SIZE	,003*** (,001)	,009*** (,001)
GROWTH	,03*** (,001)	,066*** (,002)
LEV	-,115*** (,004)	-,063*** (,008)
TANG	-,003 (,003)	-,008 (,007)
COVID	-,003* (,002)	-,008** (,004)
INTERACT	,017** (,009)	,024 (,018)
_cons	,023 (,017)	-,138*** (,039)
Biến quan sát	4.828	4.828

Ghi chú: Độ lệch chuẩn được đặt trong ngoặc đơn.

Nguồn: Tác giả.

Bảng 6 thể hiện tác động của tỷ lệ tiền mặt nắm giữ đến hiệu quả hoạt động có xem xét tác động của COVID-19. Có thể thấy khi bổ sung biến COVID và biến INTERACT đại diện  $COVID_{i,t} \times CASH_{i,t}$ , hệ số hồi quy liên quan đến

CASH và CASHSQ không đổi, khẳng định mối quan hệ phi tuyến giữa tỷ lệ tiền mặt nắm giữ và hiệu quả hoạt động. Đối với COVID, hệ số hồi quy âm và có ý nghĩa thống kê cho biết COVID làm giảm hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Hệ số hồi quy gắn với biến COVID lần lượt là -0,003 và -0,008 cho biết COVID làm giảm tỷ suất sinh lời tổng tài sản ROA 0,3% và làm giảm tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu ROE 0,8%.

Đối với biến tương tác INTERACT giữa tỷ lệ tiền mặt nắm giữ và COVID, hệ số hồi quy dương và có ý nghĩa thống kê khi giải thích tỷ suất sinh lời ROA. Mặc dù COVID làm giảm ROA nhưng tác động này được giảm thiểu ở các doanh nghiệp có tỷ lệ tiền mặt ở mức cao. Nói cách khác, việc nắm giữ tiền mặt có vai trò điều tiết tác động của COVID tới ROA. Điều này có thể giải thích bởi những lợi ích do tiền mặt đem lại, doanh nghiệp có thể duy trì hoạt động sản xuất - kinh doanh, tận dụng nguồn nguyên liệu đầu vào giá rẻ hay chớp các cơ hội kinh doanh. Tỷ lệ dự trữ tiền mặt cao còn giúp doanh nghiệp duy trì khả năng thanh khoản cũng như xây dựng chiến lược kinh doanh mang tính dài hạn. Những lợi ích này làm gia tăng doanh thu, nâng cao hiệu quả quản lý chi phí, vì thế tác động tới tỷ suất sinh lời ROA hơn là ROE. Điều này được củng cố ở hệ số hồi quy gắn với biến INTERACT dương nhưng không có nghĩa thống kê khi giải thích tác động điều tiết ở ROE.

Như vậy, giả thuyết H2 được khẳng định, hay nói cách khác tiền mặt có vai trò điều tiết tác động của COVID tới hiệu quả hoạt động trên tổng tài sản ROA của doanh nghiệp. Tiền mặt làm giảm tác động tiêu cực của đại dịch COVID tới doanh nghiệp.

#### 4. Kết luận và một số khuyến nghị

Nghiên cứu đánh giá tác động của tỷ lệ tiền mặt nắm giữ đến hiệu quả hoạt động có cân nhắc đến mối quan hệ phi tuyến giữa hai đại lượng này cũng như làm rõ vai trò của COVID tới mối quan hệ này. Sử dụng dữ liệu của 355 doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh giai đoạn 2009-2023, nghiên cứu khẳng định tồn tại mối quan hệ phi tuyến giữa tỷ lệ tiền mặt nắm giữ và hiệu quả hoạt động. Tăng tỷ lệ tiền mặt nắm giữ làm tăng hiệu quả hoạt động. Tuy nhiên, khi tỷ lệ tiền mặt nắm giữ vượt qua mức tối ưu, việc gia tăng này lại gây ảnh hưởng tiêu cực, làm giảm hiệu quả hoạt động trên tổng tài sản bình quân ROA và vốn chủ sở hữu bình quân ROE. Trong giai đoạn COVID, việc nắm giữ tiền mặt đem lại vai trò điều tiết, làm giảm tác động tiêu cực của đại dịch tới hiệu

quả hoạt động. Các doanh nghiệp có tỷ lệ tiền mặt nắm giữ ở mức cao trong giai đoạn COVID chịu ít tác động của dịch bệnh do chủ động và kiểm soát được hoạt động kinh doanh.

Kết quả nghiên cứu cho thấy tầm quan trọng của tỷ lệ tiền mặt nắm giữ trong doanh nghiệp. Một mặt, đây là nguồn lực đảm bảo khả năng thanh toán, giúp doanh nghiệp tận dụng các cơ hội kinh doanh và tạo động lực tăng trưởng; mặt khác việc nắm giữ nhiều tiền mặt làm nảy sinh chi phí cơ hội cũng như các vấn đề đại diện, lý thuyết tín hiệu, từ đó giảm hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Kết quả này đem lại bài học cho các nhà quản lý trong việc xác định tỷ lệ tiền mặt nắm giữ hợp lý nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động. Các nhà đầu tư cũng có thể căn cứ vào tỷ lệ dự trữ tiền mặt để đánh giá, dự báo hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Nhận thức được vai trò của tiền mặt với doanh nghiệp, các cơ quan quản lý có thể nghiên cứu, cân nhắc các chính sách, giải pháp hỗ trợ doanh nghiệp tiếp cận các nguồn vốn nhanh chóng kịp thời với chi phí phù hợp.

#### Tài liệu tham khảo

- Alnori, F. (2020). Cash holdings: Do they boost or hurt firms' performance? Evidence from listed non-financial firms in Saudi Arabia. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 13(5), 919-934. <https://doi.org/10.1108/IMEFM-08-2019-0338>
- Azeez, A. A. (2015). Corporate governance and firm performance: Evidence from Sri Lanka. *Journal of Finance and Bank Management*, 3, 180-189. <http://doi.org/10.15640/jfbm.v3n1a16>
- Anton, S. G., & Nucu, A. E. A. (2019). Firm value and corporate cash holdings. Empirical evidence from the Polish listed firms. *E+M Ekonomie a Management*, 22(3), 121-134. <https://doi.org/10.15240/tul/001/2019-3-008>
- Bates, T. W., Kahle, K. M., & Stulz, R. M. (2009). Why do U.S. firms hold so much more cash than they used to? *The Journal of Finance*, 64(5), 1985-2021. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2009.01492.x>
- Dittmar, A., Mahrt-Smith, J., & Servaes, H. (2003). International corporate governance and corporate cash holdings. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 111-133. <https://doi.org/10.2307/4126766>
- General Statistic Office of Vietnam. (2021). The recent business situation and development solutions for the upcoming period. <https://www.gso.gov.vn/du-lieu-va-so-lieu-thong-ke/2023/10/tinh-hinh-doanh->



- nghip-nhung-nam-gan-day-va-giai-phap-phat-trien-trong-giai-doan-toi/
- Habib, A., Bhatti, M. I., Khan, M. A., & Azam, Z. (2021). Cash holding and firm value in the presence of managerial optimism. *Journal of Risk and Financial Management*, 14(8), 356. <https://doi.org/10.3390/jrfm14080356>
- Harford, J. (1999). Corporate cash reserves and acquisitions. *The Journal of Finance*, 54(6), 1969-1997. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00179>
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329. <https://www.jstor.org/stable/1818789>
- Martínez-Sola, C., García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2013). Corporate cash holding and firm value. *Applied Economics*, 45(2), 161-170. <https://doi.org/10.1080/00036846.2011.595696>
- McConnell, J. J., & Servaes, H. (1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics*, 27(2), 595-612. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(90\)90069-C](https://doi.org/10.1016/0304-405X(90)90069-C)
- Mendelson, H. (2000). Organizational architecture and success in the information technology industry. *Management Science*, 46(4), 513-529. <https://doi.org/10.1287/mnsc.46.4.513.12060>
- Mikkelson, W. H., & Partch, M. M. (2003). Do persistent large cash reserves hinder performance? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(2), 275-294. <https://doi.org/10.2307/4126751>
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90048-7](https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90048-7)
- 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. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(99\)00003-3](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00003-3)
- Phillips, P. A., & Sipahioglu, M. A. (2004). Performance implications of capital structure: evidence from quoted UK organisations with hotel interests. *The Service Industries Journal*, 24(5), 31-51. <https://doi.org/10.1080/0264206042000276829>
- Pinkowitz, L., & Williamson, R. (2001). Bank power and cash holdings: Evidence from Japan. *The Review of Financial Studies*, 14(4), 1059-1082. <https://doi.org/10.1093/rfs/14.4.1059>