TÁC ĐỘNG CỦA NẮM GIỮ TIỀN MẶT ĐẾN HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG: PHÂN TÍCH TUYẾN TÍNH VÀ PHI TUYẾN TRÊN NHÓM DOANH NGHIỆP VN30

TS. Đặng Thị Quỳnh Anh*

Nghiên cứu được thực hiện nhằm phân tích tác động của tỷ lệ nắm giữ tiền mặt đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp niêm yết thuộc nhóm VN30 trong giai đoạn 2018-2024. Dữ liệu nghiên cứu được thu thập từ nền tảng FiinTrade, bao gồm 210 quan sát được tính toán dựa trên báo cáo tài chính hợp nhất đã kiểm toán của 30 doanh nghiệp. Bằng việc áp dụng các phương pháp hồi quy tuyến tính (OLS, FEM, REM) để kiểm định mối quan hệ tuyến tính và mô hình phi tuyến GAM (Generalized Additive Model) để làm rõ mối quan hệ phi tuyến giữa các biến, nghiên cứu cung cấp bằng chứng thực nghiệm đáng tin cậy về vai trò của việc nắm giữ tiền mặt trong hoạt động tài chính doanh nghiệp. Kết quả cho thấy tỷ lệ nắm giữ tiền mặt (CASH) có tác động tích cực và có ý nghĩa thống kê đến hiệu quả hoạt động, thể hiện qua tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA) và tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE). Dựa trên phát hiện này, nghiên cứu đề xuất một số khuyến nghị giúp doanh nghiệp tối ưu hóa chính sách tiền mặt, cân bằng giữa thanh khoản và khả năng sinh lời, qua đó nâng cao hiệu quả hoạt động và giá trị doanh nghiệp trong bối cảnh thị trường vốn Việt Nam ngày càng cạnh tranh.

• Từ khóa: *nắm giữ tiền mặt, hiệu quả hoạt động, VN30, ROA, ROE, mô hình GAM.*

This study examines the impact of cash holdings on the performance of firms listed in the VN30 index over the period 2018-2024. The dataset comprises 210 firm-year observations obtained from audited consolidated financial statements of 30 firms, sourced from the FiinTrade database. Linear regression techniques, including Ordinary Least Squares (OLS), Fixed Effects Model (FEM), and Random Effects Model (REM), are employed to test linear relationships, while a Generalized Additive Model (GAM) is applied to capture potential nonlinear effects. The empirical results consistently indicate that cash holdings (CASH) have a positive and statistically significant impact on firm performance, as measured by return on assets (ROA) and return on equity (ROE). These findings highlight the importance of effective cash management policies in improving financial performance. Accordingly, the study provides practical implications for firms seeking to optimize cash holding levels by balancing liquidity and profitability, thereby enhancing firm value in the context of an increasingly competitive Vietnamese capital market.

• Key words: *cash holdings, firm performance, VN30, ROA, ROE, generalized additive model.*

JEL codes: G32, C33, L25

Ngày nhận bài: 05/10/2025
Ngày gửi phản biện: 11/10/2025
Ngày duyệt đăng: 30/12/2025

DOI: https://doi.org/10.71374/jfarv.v25.i305.07

1. Giới thiệu

Khi nền kinh tế có những chuyển biến không thuận lợi và đối mặt với nguy cơ suy thoái toàn cầu, việc quản lý tiền mặt trở nên vô cùng quan trọng để đảm bảo ổn định hoạt động cho doanh nghiệp. Tại Việt Nam, nhóm VN30 được biết đến là nhóm 30 các doanh nghiệp có vốn hóa lớn nhất thị trường chứng khoán (TTCK), nắm vai trò chủ chốt trong việc phản ánh xu hướng tài chính và kinh doanh. Một trong những yếu tố quan trọng góp phần ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp chính là tỷ lệ nắm giữ tiền mặt. Tỷ lệ dự trữ tiền mặt gia tăng giúp tăng hiệu quả sinh lời trên tổng tài sản và hiệu quả sinh lời trên vốn chủ sở hữu (VCSH) (Trần Mạnh Hà, 2024b).

Các nghiên cứu trước đây điển hình như nghiên cứu của Iftikhar (2017), Rocca & Cambrea (2018), Phan Trần Minh Hưng (2022) đã chỉ ra rằng tỷ lệ nắm giữ tiền mặt và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp không chỉ đơn thuần là mối quan hệ tuyến tính mà còn có thể phi tuyến hoặc chịu tác động bởi những yếu tố khác như: Tài sản cố định hữu hình, Quy mô doanh nghiệp, Đòn bẩy tài chính. Nhóm doanh nghiệp thuộc chỉ số VN30 được lựa chọn làm đối tượng nghiên cứu vì đây là tập hợp các công ty có quy mô vốn hóa lớn, thanh khoản cao, hoạt động kinh doanh ổn định và có ảnh hưởng lớn đến thị trường chứng khoán Việt Nam.

Hơn nữa, với vai trò là những doanh nghiệp đầu ngành trong nhiều lĩnh vực như ngân hàng, bất động sản, bán lẻ, sản xuất,... các công ty VN30 có đặc điểm

** Trường Đại học Ngân hàng Thành phố Hồ Chí Minh; email: anhdtq@hub.edu.vn*

hoạt động, cơ cấu tài chính và chiến lược quản trị khác biệt so với doanh nghiệp quy mô nhỏ. Họ thường phải đối mặt với những quyết định tài chính mang tính chiến lược, trong đó việc xác định hành vi nắm giữ tiền mặt cũng như mức tiền mặt tối ưu là nội dung quan trọng nhằm cân bằng giữa rủi ro thanh khoản và hiệu quả sử dụng vốn. Chính vì vậy, nghiên cứu được thực hiện nhằm xem xét ảnh hưởng của tỷ lệ nắm giữ tiền mặt đến hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết thuộc nhóm VN30 từ đó đề xuất hàm ý quản trị giúp các doanh nghiệp này nâng cao hiệu quả hoạt động và vượt qua được tác động bất lợi của kinh tế toàn cầu.

2. Cơ sở lý thuyết và tổng quan các nghiên cứu trước

2.1. Khái niệm tỷ lệ nắm giữ tiền mặt và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp

Tiền mặt được hiểu là lượng tiền mà công ty đang nắm giữ, các khoản tương đương tiền có thể được xem như các khoản tiền gửi tại ngân hàng mà công ty có thể rút về dễ dàng (Taillard, 2012). Theo Ali và cộng sự (2016) tiền mặt là loại tài sản có khả năng sinh lời thấp nhất nhưng có tính thanh khoản cao nhất. Tiền mặt trong doanh nghiệp được hiểu bao gồm tiền và các khoản tương đương tiền mà doanh nghiệp nắm giữ nhằm đảm bảo đáp ứng nhu cầu thanh khoản, chi trả các khoản nợ ngắn hạn hoặc tận dụng cho cơ hội đầu tư trong tương lai. Theo Ngô Kim Phượng và Lê Hoàng Vinh (2021), tỷ lệ nắm giữ tiền mặt trên tổng tài sản của doanh nghiệp phản ánh chiến lược quản trị thanh khoản và khả năng tự tài trợ của doanh nghiệp.

Hiệu quả hoạt động (HQHĐ)là kết quả hoạt động kinh doanh mà doanh nghiệp có được sau một năm hoạt động, là kết quả được tổng hợp của doanh nghiệp được thể hiện thông qua các chỉ số tài chính cụ thể (Du Thi Thuy Duy, Đang Quang Vang và Le Na, 2024). Theo Zeitun và Tian (2014) chỉ số thường được dùng để đo lường hiệu quả hoạt động bao gồm lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA) và lợi nhuận trên VCSH (ROE).

2.2. Các nghiên cứu trước có liên quan

Các nghiên nước ngoài về mối quan hệ giữa tỷ lệ nắm giữ tiền mặt và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp đã được triển khai trên nhiều thị trường với bối cảnh kinh tế, cơ cấu ngành và khung thời gian khác nhau, qua đó mang lại bức tranh phong phú và đa chiều. Về dữ liệu, có nghiên cứu tập trung vào thị trường phát triển như Mỹ (Harford, 1999; Mikkelson & Partch, 2003; Deb và cộng sự, 2017), Ý (Rocca & Cambrea, 2018), hay Ả Rập Xê Út (Alnori, 2020), trong khi các nghiên cứu khác mở rộng sang các thị trường mới nổi như Pakistan (Iftikhar, 2017), Nigeria (Amahalu & O, 2017), khu vực Trung Đông - Bắc Phi (Jabbouri & Almustafa, 2020) và Trung Quốc (Yun và cộng sự, 2021; Ali và cộng sự, 2024). Quy mô mẫu dao động lớn, từ vài chục đến hàng nghìn doanh nghiệp, phản ánh sự đa dạng về mục tiêu và khả năng tiếp cận dữ liệu. Phần lớn nghiên cứu áp dụng các mô hình hồi quy dữ liệu bảng như FEM, REM, OLS, kết hợp các kiểm định lựa chọn mô hình (Hausman, Breusch-Pagan) và phương pháp xử lý nội sinh (GMM).

Một số tác giả còn triển khai các kỹ thuật đặc thù như mô hình Probit (Harford, 1999) để kiểm định xác suất thực hiện M&A, kiểm định Wilcoxon (Harford, 1999) để so sánh nhóm doanh nghiệp, hoặc phân tích phi tuyến U-shape nhằm xác định ngưỡng tối ưu tỷ lệ nắm giữ tiền mặt (Alnori, 2020). Điều này cho thấy xu hướng tiếp cận đa phương pháp nhằm nâng cao độ tin cậy và tính giải thích của kết quả. Kết quả nghiên cứu cho thấy một số nghiên cứu khẳng định tác động tích cực của việc nắm giữ tiền mặt đối với HQHĐ, nhất là khi giúp doanh nghiệp duy trì thanh khoản, tăng khả năng đầu tư và linh hoạt tài chính (Amahalu & O, 2017; Jabbouri & Almustafa, 2020; Ali và cộng sự, 2024). Ngược lại, một số nghiên cứu lại cảnh báo về tác động tiêu cực trong bối cảnh quản trị yếu kém hoặc chi tiêu không hợp lý - minh chứng rõ nét là Harford (1999), khi lượng tiền mặt dư thừa dẫn tới các thương vụ M&A kém hiệu quả và làm giảm hiệu quả hoạt động.

Các nghiên cứu khác cho thấy tác động của tỷ lệ nắm giữ tiền mặt phụ thuộc vào bối cảnh ngành, trình độ quản trị, mức độ cạnh tranh hay điều kiện kinh tế vĩ mô (Deb và cộng sự, 2017; Rocca & Cambrea, 2018; Yun và cộng sự, 2021). Đặc biệt, Alnori (2020) cung cấp bằng chứng về mối quan hệ phi tuyến và chỉ ra ngưỡng tối ưu 33,6% tổng tài sản, sau đó tác động biên của việc tăng thêm tiền mặt sẽ giảm dần và có thể trở nên tiêu cực.

Một số nghiên cứu trong nước tập trung vào ngành, lĩnh vực cụ thể như dầu khí (Bùi Ngọc Mai Phương, 2022) hay công nghiệp (Nguyễn Thành Cường và Nguyễn Thị Hồng Nhung, 2022), trong khi các nghiên cứu khác mở rộng phạm vi bao quát toàn bộ doanh nghiệp niêm yết trên cả hai sở giao dịch chứng khoán (Phạm Trần Minh Hưng, 2022; Trần Mạnh Hà, 2024a; Trần Mạnh Hà, 2024b). Quy mô mẫu và giai đoạn nghiên cứu cũng khác nhau, từ vài trăm đến hàng nghìn quan sát, phản ánh sự khác biệt trong mục tiêu và điều kiện tiếp cận dữ liệu.

Hầu hết các nghiên cứu đều áp dụng bước thống kê mô tả và phân tích tương quan nhằm đánh giá đặc điểm và mối liên hệ sơ bộ giữa các biến. Sau đó, các mô hình hồi quy dữ liệu bảng như OLS, FEM, REM, FGLS hoặc GMM được triển khai, kèm theo các kiểm định như Breusch-Pagan, Hausman, Wald, Wooldridge hay VIF để đảm bảo tính phù hợp và độ tin cậy của kết quả.

Đáng chú ý, một số nghiên cứu như của Phạm Trần Minh Hưng (2022) và Trần Mạnh Hà (2024a) áp dụng các kỹ thuật xử lý dữ liệu tiên tiến hơn (Winsorizing, GMM) hoặc kiểm định tính bền vững của mô hình, cho thấy xu hướng nâng cao chất lượng nghiên cứu định lượng trong lĩnh vực này.

Như vậy, phần lớn các nghiên cứu đều chỉ ra tác động tích cực của tỷ lệ nắm giữ tiền mặt tới HQHĐ, hàm ý rằng duy trì mức tiền mặt hợp lý có thể hỗ trợ cả thanh khoản và khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Tuy nhiên, một số nghiên cứu gần đây (Nguyễn Thành Cường & Nguyễn Thị Hồng Nhung 2022; Trần Mạnh Hà, 2024b) lại nhấn mạnh tính phi tuyến của mối quan hệ này, tức là tồn tại ngưỡng tối ưu mà tại đó việc gia tăng tiền mặt không còn mang lại hiệu quả bổ sung. Điểm này mở ra hướng nghiên cứu sâu hơn về xác định ngưỡng tối ưu và các yếu tố ảnh hưởng đến ngưỡng này trong từng ngành, từng giai đoạn kinh tế chẳng hạn bối cảnh Covid-19 (Trần Mạnh Hà, 2024b).

3. Mô hình và phương pháp nghiên cứu

3.1. Mô hình nghiên cứu

Từ phần lược khảo các nghiên cứu trước cùng với sự kế thừa mô hình nghiên cứu của Trần Mạnh Hà (2024a; 2024b) và Alnori (2020) tác giả đã đưa ra mô hình nghiên cứu sau nhằm xác định mối quan hệ giữa tỷ lệ nắm giữ tiền mặt và hiệu quả hoạt động:

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CASH_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 GROWTH_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 TANG_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$ROE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CASH_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 GROWTH_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 TANG_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Mô hình hồi quy bậc 2 cho biến CASH kiểm tra mối quan hệ phi tuyến giữa tỷ lệ nắm giữ tiền mặt và hiệu quả hoạt động:

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CASH_{i,t} + \beta_2 CASH_{i,t}^{\ 2} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 GROWTH_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 TANG_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$ROE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CASH_{i,t} + \beta_2 CASH_{i,t}^{\ 2} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 GROWTH_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 TANG_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

Mô hình GAM kiểm tra mối quan hệ phi tuyến giữa tỷ lệ nắm giữ tiền mặt và HQHĐ bằng hàm trơn cho biến CASH [s(CASH)]:

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + s(CASH_{i,t}) + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 GROWTH_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 TANG_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

$$ROE_{i,t} = \beta_0 + s(CASH_{i,t}) + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 GROWTH_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 TANG_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

Trong đó:

i là số doanh nghiệp trong nhóm VN30 (30 doanh nghiệp)

t là số năm trong giai đoạn nghiên cứu (7 năm)

ROA: tỷ số lợi nhuận ròng trên tài sản

ROE: tỷ số lợi nhuận ròng trên vốn chủ sở hữu

CASH: tỷ lệ nắm giữ tiền mặt

SIZE: Quy mô doanh nghiệp

GROWTH: Tốc độ tăng trưởng: tốc độ tăng trưởng được tính bằng cách lấy doanh thu năm t trừ cho doanh thu năm t-1 chia cho doanh thu năm t-1

LEV: Đòn bẩy tài chính và TANG: Đầu tư vào tài sản cố định.

Từ cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu thực nghiệm trên, tác giả đề xuất giả thuyết nghiên cứu sau:

H1: Tỷ lệ nắm giữ tiền mặt có ảnh hưởng tích cực đến HQHĐ của các công ty niêm yết thuộc nhóm VN30.

H2: Mối quan hệ giữa tỷ lệ nắm giữ tiền mặt và HQHĐ của các công ty niêm yết thuộc nhóm VN30 là mối quan hệ phi tuyến.

Để kiểm định mối quan hệ giữa tỷ lệ nắm giữ tiền mặt và HQHĐ, tác giả đã sử dụng 2 biến ROA và ROE đại diện cho HQHĐ của các công ty niêm yết. Từ đó, tác giả thực hiện xây dựng các giả thuyết cụ thể sau:

H1a: Tỷ lệ nắm giữ tiền mặt có ảnh hưởng tích cực đến tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA) của các công ty niêm yết thuộc nhóm VN30.

H1b: Tỷ lệ nắm giữ tiền mặt có ảnh hưởng tích cực đến tỷ suất sinh lời trên VCSH (ROE) của các công ty niêm yết thuộc nhóm VN30.

Đối với giả thuyết nghiên cứu về mối quan hệ phi tuyến giữa tỷ lệ nắm giữ tiền mặt và HQHĐ cũng có 2 giả thuyết cụ thể sau:

H2a: Mối quan hệ giữa tỷ lệ nắm giữ tiền mặt và ROA của các công ty niêm yết thuộc nhóm VN30 là mối quan hệ phi tuyến.

H2b: Mối quan hệ giữa tỷ lệ nắm giữ tiền mặt và ROE của các công ty niêm yết thuộc nhóm VN30 là mối quan hệ phi tuyến.

Bảng 1: Tổng hợp các biến số được sử dụng trong mô hình

Biến số	Ký hiệu	Cách tính	Nguồn
Lợi nhuận trên tổng tài sản	ROA	$\frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Tổng tài sản}}$	FiinTrade
Lợi nhuận trên VCSH	ROE	$\frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Vốn chủ sở hữu}}$	FiinTrade
Tỷ lệ nắm giữ tiền mặt	CASH	$\frac{\text{Tiền và tương đương tiền}}{\text{Tổng tài sản}}$	FiinTrade
Quy mô doanh nghiệp	SIZE	ln(Tổng tài sản)	FiinTrade
Tốc độ tăng trưởng	GROWTH	$\frac{(\text{Doanh thu}_t - \text{Doanh thu}_{t-1})}{\text{Doanh thu}_{t-1}}$	FiinTrade
Đòn bẩy tài chính	LEV	$\frac{\text{Tổng nợ}}{\text{Tổng tài sản}}$	FiinTrade
Tài sản cố định	TANG	$\frac{\text{Tài sản cố định hữu hình}}{\text{Tổng tài sản}}$	FiinTrade

Nguồn: Tác giả tổng hợp

3.2. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

3.2.1. Dữ liệu nghiên cứu:

Dữ liệu được sử dụng trong bài nghiên cứu, tổng cộng bao gồm 210 quan sát về các chỉ số tài chính đã được tác giả thu thập và tính toán từ nguồn dữ liệu thứ cấp (báo cáo tài chính hợp nhất đã kiểm toán) của 30 công ty niêm yết thuộc nhóm VN30 tại thời điểm tác giả tiến hành thực hiện bài nghiên cứu là tháng 4/2025. Dữ liệu của 30 công ty niêm yết được lấy trong giai đoạn 7 năm (từ 2018 đến 2024). Tác giả đã tiến hành thu thập bộ dữ liệu thứ cấp từ nền tảng dữ liệu FiinTrade.

3.2.2. Phương pháp nghiên cứu

Bài nghiên cứu áp dụng phương pháp định lượng, cụ thể Các mô hình kinh tế lượng được sử dụng gồm hồi quy tuyến tính (OLS, FEM, REM) để kiểm tra mối quan hệ tuyến tính và mô hình GAM để phân tích mối quan hệ phi tuyến. Các kiểm định chẩn đoán như VIF (kiểm tra đa cộng tuyến), kiểm định F và Hausman (lựa chọn mô hình phù hợp), Breusch-Pagan và Durbin-Watson (kiểm tra khuyết tật phương sai thay đổi và tự tương quan) được sử dụng để đảm bảo tính hợp lệ của mô hình. Riêng với mô hình phi tuyến GAM, kiểm định GAM được áp dụng để xác nhận ý nghĩa thống kê của mối quan hệ phi tuyến. Cách tiếp cận này giúp kết quả nghiên cứu có nền tảng khoa học vững chắc, đồng thời giảm thiểu rủi ro sai lệch do vi phạm giả định mô hình.

4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

4.1. Kết quả thống kê mô tả các biến trong mô hình

Bảng 2 trình bày các đặc điểm cơ bản của toàn bộ biến được sử dụng trong nghiên cứu với 210 quan sát. Đối với tỷ lệ nắm giữ tiền mặt (CASH), giá trị trung bình đạt 4,39%, trong khi trung vị chỉ ở mức 1,96%, cho thấy phân phối lệch phải với một số doanh nghiệp nắm giữ lượng tiền mặt tương đối cao. Giá trị nhỏ nhất của CASH là 0,21%, trong khi giá trị lớn nhất lên tới 19,97%, phản ánh sự khác biệt đáng kể về chính sách quản trị tiền mặt giữa các doanh nghiệp.

Biến quy mô doanh nghiệp (SIZE), được đo lường bằng logarit tự nhiên của tổng tài sản, có giá trị trung bình là 19,09, với độ lệch chuẩn 1,23, cho thấy quy mô các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu khá đa dạng. Giá trị SIZE dao động từ 16,92 đến 21,74, trong khi trung vị đạt 19,12, thể hiện sự phân bố tương đối cân bằng quanh giá trị trung bình.

Tốc độ tăng trưởng (GROWTH) có giá trị trung bình 14,59%, nhưng độ lệch chuẩn tương đối lớn (26,66%), cho thấy mức độ biến động cao giữa các doanh nghiệp. Đáng chú ý, giá trị nhỏ nhất của GROWTH là -63,99%, trong khi giá trị lớn nhất đạt 211,78%, phản ánh sự chênh lệch lớn về khả năng tăng trưởng trong giai đoạn nghiên cứu. Trung vị của biến này đạt 14,65%, gần với giá trị trung bình.

Đòn bẩy tài chính (LEV) có giá trị trung bình 0,71, cho thấy phần lớn doanh nghiệp tài trợ tài sản chủ yếu bằng nợ. Độ lệch chuẩn đạt 0,24, với giá trị nhỏ nhất và lớn nhất lần lượt là 0,19 và 0,96. Trung vị của LEV ở mức 0,83, cao hơn giá trị trung bình, hàm ý phân phối hơi lệch trái.

Biến tỷ trọng tài sản hữu hình (TANG) có giá trị trung bình 0,16, trong khi trung vị chỉ đạt 0,013, cho thấy nhiều doanh nghiệp trong mẫu có tỷ trọng tài sản hữu hình thấp, nhưng một số doanh nghiệp có giá trị TANG rất cao, kéo trung bình lên. Giá trị TANG dao động từ 0,001 đến 0,866, với độ lệch chuẩn 0,23, phản ánh mức độ phân tán lớn.

Cuối cùng, khả năng sinh lời được đại diện bởi ROA và ROE. ROA có giá trị trung bình 4,86%, trung vị 2,16%, độ lệch chuẩn 5,57%, với biên độ dao động từ -3,32% đến 27,31%, cho thấy sự khác biệt đáng kể về hiệu quả sử dụng tài sản giữa các doanh nghiệp. Tương tự, ROE có giá trị trung bình 16,19%, trung vị 16,60%, độ lệch chuẩn 8,12%, với giá trị nhỏ nhất -15,18% và lớn nhất 38,85%, phản ánh sự đa dạng trong hiệu quả sinh lợi của vốn chủ sở hữu.

Bảng 2: Kết quả thống kê mô tả dữ liệu

Biến	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Trung vị	Giá trị lớn nhất
CASH	210	0.0439	0.0489	0.0021	0.0196	0.1997
SIZE	210	19.0875	1.2259	16.9231	19.1231	21.7387
GROWTH	210	0.1459	0.2666	-0.6399	0.1465	2.1178
LEV	210	0.7106	0.2395	0.1907	0.8294	0.9585
TANG	210	0.1619	0.2315	0.0010	0.0129	0.8660
ROA	210	0.0486	0.0557	-0.0332	0.0216	0.2731
ROE	210	0.1619	0.0812	-0.1518	0.1660	0.3885

Nguồn: Tác giả tổng hợp

4.2. Kết quả hồi quy và thảo luận

Bảng 3 trình bày kết quả ước lượng của mô hình Generalized Additive Model (GAM) nhằm phân tích mối quan hệ giữa tỷ lệ nắm giữ tiền mặt (CASH) và khả năng sinh lời của doanh nghiệp (ROA). Kết quả cho thấy thành phần phi tuyến của CASH, được biểu diễn bởi hàm trơn s(CASH), có ý nghĩa thống kê rất cao ở mức 1% ($F = 11.65$; $p < 2e\text{-}16$), với bậc tự do hiệu dụng (edf) đạt 8.431. Điều này khẳng định tồn tại mối quan hệ phi tuyến rõ rệt giữa CASH và ROA, hàm ý rằng tác động của tỷ lệ nắm giữ tiền mặt đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp không tuân theo dạng tuyến tính đơn giản. Cụ thể, việc nắm giữ tiền mặt ở mức hợp lý có thể góp phần cải thiện khả năng sinh lời thông qua việc giảm thiểu rủi ro thanh khoản và tận dụng các cơ hội đầu tư, trong khi mức tiền mặt quá cao hoặc quá thấp có thể làm suy giảm hiệu quả hoạt động.

Đối với các biến kiểm soát, tăng trưởng doanh nghiệp (GROWTH) có tác động dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%, trong khi đòn bẩy tài chính (LEV) ảnh hưởng tiêu cực đáng kể đến ROA. Ngược lại, quy mô doanh nghiệp (SIZE) không cho thấy ảnh hưởng có ý nghĩa thống kê, còn tỷ trọng tài sản hữu hình (TANG) chỉ có ý nghĩa ở mức 10%. Cuối cùng, hệ số R-squared

đạt 0.764 cho thấy mô hình GAM giải thích được phần lớn biến động trong ROA, phản ánh mức độ phù hợp cao của mô hình với dữ liệu nghiên cứu.

Bảng 3: Kết quả mô hình GAM (CASH và ROA)

GAM ROA - CASH	Coefficients	Std.Error	T-value	Pr(t)
SIZE	0.00036	0.00179	0.206	0.836801
GROWTH	0.03641	0.00860	4.233	3.86e-05***
LEV	-0.12049	0.01347	-8.942	8.76e-16***
TANG	-0.01920	0.01155	-1.663	0.098337*
	edf	Ref.df	F	P-value
s(CASH)	8.431	8.91	11.65	<2e-16***
R-squared	0.764 (76.4%)			

*Ghi chú: ***, **, * lần lượt đại diện cho mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%*

Nguồn: Tác giả tổng hợp

Bảng 4 trình bày kết quả ước lượng mô hình GAM nhằm phân tích mối quan hệ giữa tỷ lệ nắm giữ tiền mặt (CASH) và khả năng sinh lợi trên vốn chủ sở hữu (ROE). Kết quả cho thấy thành phần phi tuyến của CASH, đại diện bởi hàm trơn s(CASH), có ý nghĩa thống kê rất cao ở mức 1% ($F = 6.694$; $p < 2e\text{-}16$), với bậc tự do hiệu dụng (edf) bằng 7.833. Điều này khẳng định sự tồn tại của mối quan hệ phi tuyến giữa CASH và ROE, hàm ý rằng tác động của việc nắm giữ tiền mặt đến lợi nhuận vốn chủ sở hữu không mang tính tuyến tính. Cụ thể, tỷ lệ tiền mặt hợp lý có thể giúp doanh nghiệp nâng cao ROE thông qua khả năng linh hoạt tài chính và khai thác cơ hội đầu tư, trong khi việc tích trữ tiền mặt quá mức hoặc thiếu hụt tiền mặt đều có thể làm giảm hiệu quả sinh lợi cho cổ đông.

Đối với các biến kiểm soát, tăng trưởng doanh nghiệp (GROWTH) có tác động dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%, cho thấy các doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng cao thường đạt ROE cao hơn. Ngược lại, tỷ trọng tài sản hữu hình (TANG) tác động tiêu cực đến ROE và có ý nghĩa thống kê ở mức 5%, phản ánh khả năng sử dụng vốn kém hiệu quả của các doanh nghiệp có cơ cấu tài sản cứng nhắc. Trong khi đó, quy mô doanh nghiệp (SIZE) và đòn bẩy tài chính (LEV) không cho thấy ảnh hưởng có ý nghĩa thống kê trong mô hình. Hệ số R-squared đạt 0.306 cho thấy mô hình giải thích được khoảng 30.6% biến động của ROE, mức phù hợp chấp nhận được đối với dữ liệu tài chính vi mô.

Bảng 4: Kết quả mô hình GAM (CASH và ROE)

GAM ROE - CASH	Coefficients	Std.Error	T-value	Pr(t)
SIZE	0.0056	0.0059	0.974	0.3452
GROWTH	0.1096	0.0287	3.809	0.00019***
LEV	-0.0310	0.0450	-0.689	0.4919
TANG	-0.0858	0.0385	-2.225	0.0274**
	edf	Ref.df	F	P-value
s(CASH)	7.833	8.651	6.694	<2e-16***
R-squared	0.306 (30.6%)			

*Ghi chú: ***, **, * lần lượt đại diện cho mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%*

Nguồn: Tác giả tổng hợp

Kết quả của 2 mô hình GAM đã cho thấy tồn tại mối quan hệ phi tuyến giữa tỷ lệ nắm giữ tiền mặt và HQHĐ. Kết quả mô hình phù hợp với 2 giả thuyết ban đầu tác giả đặt ra nhằm kiểm tra về mối quan hệ phi tuyến này. Cả hai giả thuyết H2a và H2b tương đồng với những bài nghiên cứu và các nghiên cứu này cũng chỉ ra mối quan hệ giữa tỷ lệ nắm giữ tiền mặt và HQHĐ là mối quan hệ phi tuyến Phan Trần Minh Hưng, 2022; Trần Mạnh Hà, 2024b).

5. Kết luận

Nghiên cứu xác định và đánh giá được tác động của tỷ lệ nắm giữ tiền mặt và hiệu quả của các công ty niêm yết thuộc nhóm VN30 đã cho thấy tác động tích cực của việc doanh nghiệp nắm giữ tiền mặt lên HQHĐ. Tỷ lệ nắm giữ tiền mặt (CASH) có tác động làm tăng tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA) và tỷ suất sinh lời trên VCSH (ROE). Kết quả này ủng hộ giả thuyết ban đầu tác giả đưa ra về mối quan hệ giữa CASH với ROA và ROE. Dựa trên kết quả nghiên cứu được phân tích ở trên, bài viết đề xuất một số khuyến nghị mang tính thực tiễn dành cho các nhà quản trị tài chính của các công ty niêm yết thuộc nhóm VN30 như sau:

Các công ty niêm yết thuộc nhóm VN30 cần từ bỏ tư duy quản trị tiền mặt tĩnh, thay vào đó cần áp dụng cách tiếp cận động và chiến lược, hướng đến việc duy trì một vùng tỷ lệ nắm giữ tiền mặt tối ưu thay vì con số mục tiêu duy nhất.

Các doanh nghiệp nên xây dựng những chính sách tài chính với những mức tiền mặt nắm giữ khác nhau.

Các doanh nghiệp cần chú trọng vào nguồn gốc của lượng tiền mặt đó phải đến từ hoạt động kinh doanh cốt lõi của doanh nghiệp bởi đây là cách tích lũy tiền mặt bền vững, lành mạnh nhất và phản ánh sức khỏe thật sự của doanh nghiệp.

Doanh nghiệp nên sử dụng hiệu quả lượng tiền mặt dư thừa nhằm hạn chế việc xuất hiện của chi phí đại diện.

Tài liệu tham khảo:

Ali, F., Ahmad, H., & Ali, I. (2024). Unlocking the Power of Cash Reserves: How Managerial Ability Shapes Firm Performance. SAGE Open.

Amahalu, N. N., & O, E. B. (2017). Effect of Cash Holding on Financial Performance of Selected Quoted Insurance Firms in Nigeria. Journal of Marketing Management and Consumer Behavior, 90-112

Nguyễn Thành Cường và Nguyễn Thị Hồng Nhung. (2022). Tác động của việc nắm giữ tiền mặt đến hiệu quả hoạt động của các công ty ngành công nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam

Du Thi Thuy Duy, Đang Quang Vang và Le Na. (2024). Ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính và lao động tới hiệu quả kinh doanh của các công ty vật liệu xây dựng niêm yết tại Việt Nam. Tạp chí Nghiên cứu Tài chính - Marketing, 58-68.

Iftikhar, R. M. (2017). Impact of Cash Holding on Firm Performance: A Case Study of Non-Financial Listed Firms of KSE. University of Haripur Journal of Management (UOHJM), 189-199.

Trần Mạnh Hà. (2024a). Ảnh hưởng của tỷ lệ nắm giữ tiền mặt tới hiệu quả hoạt động: Bằng chứng thực nghiệm từ các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Tạp chí Kinh tế - Luật & Ngân hàng, 262, 58-68.

Harford, J. (1999). Corporate Cash Reserves and Acquisitions. The Journal of Finance, 1969-1997

Phan Trần Minh Hưng (2022) "Ảnh hưởng của nắm giữ tiền mặt đến hiệu quả của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam-các tiếp cận mô hình động" Tạp chí kinh tế và phát triển, số 300, tháng 6/2022

Mikkelson, W. H., & Partch, M. M. (2003). Do Persistent Large Cash Reserves Hinder Performance? Journal of Financial and Quantitative Analysis, 275-294

Ngô Kim Phượng & Lê Hoàng Vinh. (2021). Phân tích tài chính doanh nghiệp. Nhà xuất bản Tài chính

Rocca, M. L., & Cambrea, D. R. (2018). The effect of cash holdings on firm performance in large Italian companies. Journal of International Financial Management & Accounting, 30-59

Taillard, M. (2012). Corporate Finance for dummies. United States: John Wiley & Sons Inc.

Zeitun, R., & Tian, G. G. (2014). Capital Structure and Corporate Performance: Evidence from Jordan. Australasian Accounting, Business and Finance Journal, 40-61