

Ảnh hưởng của dòng tiền đến độ nhạy cảm tiền mặt nắm giữ trong điều kiện hạn chế tài chính của các công ty Việt Nam

NGUYỄN THỊ UYÊN UYÊN

Trường Đại học Kinh tế TP.HCM – uyentcdn@ueh.edu.vn

TỪ THỊ KIM THOA

Trường Đại học Kinh tế TP.HCM – tkthoa@ueh.edu.vn

Ngày nhận:

26/09/2017

Ngày nhận lại:

21/11/2017

Ngày duyệt đăng:

30/11/2017

Mã số:

0917-G19-V03

Nghiên cứu được thực hiện nhằm phân tích ảnh hưởng của dòng tiền đến độ nhạy cảm của tiền mặt nắm giữ trong điều kiện doanh nghiệp gặp hạn chế tài chính. Nghiên cứu thực hiện dựa trên phân tích dữ liệu của 533 công ty niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh và Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội, 230 công ty đang giao dịch thị trường giao dịch chứng khoán công ty đại chúng chưa niêm yết (UPCOM) và thị trường giao dịch ngoài quầy (OTC) trong giai đoạn 2008–2014 tạo thành bảng gồm 4.325 công ty – năm quan sát. Bằng việc sử dụng các mô hình hồi quy dữ liệu bảng với cách tiếp cận theo phương pháp hiệu ứng cố định, hiệu ứng ngẫu nhiên, GMM hệ thống, nghiên cứu chỉ ra rằng các công ty chưa niêm yết có xu hướng nắm giữ tiền mặt nhiều hơn từ dòng tiền tạo ra của công ty, trong khi các công ty đã niêm yết thì không. Bên cạnh đó, nghiên cứu này cũng phân loại các công ty theo tình trạng niêm yết, cụ thể là các công ty chưa niêm yết được xem là các công ty bị hạn chế tài chính, còn các công ty đã niêm yết là các công ty không bị hạn chế tài chính.

Abstract

Từ khóa:

Nắm giữ tiền mặt; Công ty bị hạn chế tài chính; Công ty không bị hạn chế tài chính; Dòng tiền.

Keywords:

Cash holding; Financially constrained company; Financially unconstrained company; Cash flow.

This study examines effect of cash flow on the sensitivity of cash-holding in the case of financial constraint. We use a sample of 4,325 firm-year observations of 533 companies which are listed on Ho Chi Minh Stock Exchange and Hanoi Stock Exchange and 230 unlisted companies which are trading on unlisted public company market (UPCOM) and over the counter (OTC) market for the period of 2008–2014. By using panel regression models such as fixed effect, random effect, system GMM, the results show that unlisted companies tend to have higher cash-to-cash flow ratio than listed companies. Moreover, the study also classify a company as financially constrained by its listing status, such as listed companies considered unconstrained while unlisted companies are constrained.

1. Giới thiệu

Quyết định đầu tư của các công ty không chỉ phụ thuộc vào khả năng sinh lợi của các cơ hội đầu tư mà còn phụ thuộc vào sự sẵn có của nguồn tài trợ nội bộ và khả năng tiếp cận với các nguồn vốn bên ngoài của các công ty. Nếu như khả năng huy động nguồn tài trợ bên ngoài bị hạn chế, việc thực hiện quyết định đầu tư của các công ty chủ yếu sẽ phải dựa vào nguồn tài trợ nội bộ. Do đó, các công ty sẽ có xu hướng gia tăng lượng tiền mặt nắm giữ khi dòng tiền ổn định để đảm bảo không bỏ qua các cơ hội đầu tư có giá trị và tránh việc gánh chịu chi phí giao dịch khi huy động các nguồn vốn bên ngoài (Almeida & cộng sự, 2004), đặc biệt là khi các công ty phải đối mặt với tình trạng hạn chế tài chính. Do các công ty bị hạn chế tài chính phải đối mặt với nhiều khó khăn khi tiếp cận với các nguồn tài trợ bên ngoài nên các công ty này thường theo đuổi chính sách nắm giữ tiền mặt tối ưu. Tuy nhiên, việc tuân thủ một chính sách nắm giữ tiền mặt tối ưu là rất tốn kém bởi vì các công ty bị hạn chế tài chính sẽ phải hi sinh các cơ hội đầu tư hiện tại để bảo vệ các cơ hội đầu tư có tiềm năng trong tương lai (Lee & cộng sự, 1996; Altinkılıç & Hansen, 2000; Lotti & Marcucci, 2007). Tại Việt Nam, ngoài 720 công ty đã được niêm yết¹, vẫn còn rất nhiều công ty chưa được niêm yết chính thức, trong khi việc công ty đã được niêm yết hay chưa cũng là một trong những nguyên nhân dẫn đến tình trạng hạn chế tài chính cho các công ty. Do vậy, nghiên cứu này được thực hiện nhằm tìm hiểu ảnh hưởng của dòng tiền đến độ nhạy cảm trong lượng tiền mặt được nắm giữ ở các công ty bị hạn chế tài chính ở Việt Nam (vốn dĩ được định nghĩa là các công ty chưa niêm yết).

Sau phần giới thiệu, bài viết được bố cục gồm 4 phần: Phần 2 trình bày khung lý thuyết và tổng quan các nghiên cứu trước đây; phần 3 mô tả dữ liệu và phương pháp nghiên cứu; phần 4 trình bày phương pháp nghiên cứu; và cuối cùng là phần 5, kết luận.

2. Khung lý thuyết và tổng quan nghiên cứu trước đây

2.1. Khung lý thuyết về các động cơ nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp

Nhiều nghiên cứu liên quan đến mối quan hệ giữa nắm giữ tiền mặt và giá trị công ty luận giải hành vi nắm giữ tiền của các công ty bằng nhiều lý do:

Về động cơ giao dịch: Trong thị trường vốn không hoàn hảo, tất cả các giao dịch đều

¹ Tính đến ngày 31/12/2014

phát sinh một khoản chi phí nhất định như: Chi phí tìm kiếm thông tin, chi phí thương lượng, chi phí giám sát, chi phí hoa hồng... Do đó, các công ty nắm giữ tiền là để tối thiểu hóa các khoản chi phí giao dịch này (Keynes, 1936).

Về động cơ phòng ngừa: Các công ty nắm giữ tiền là để giải quyết các vấn đề liên quan đến các cú sốc bất lợi có thể xảy ra (Keynes, 1936; Pinkowitz & Williamson, 2001). Khi các nguồn tài trợ bên ngoài có chi phí sử dụng vốn cao, việc nắm giữ tiền sẽ giúp các công ty không bỏ lỡ các dự án tốt trong tương lai. Nắm giữ nhiều tiền còn giúp các công ty có đủ khả năng thanh toán khi cần thiết hoặc phòng ngừa khi rủi ro xảy ra. Những công ty có quy mô lớn, dòng tiền hoạt động và dòng tiền tự do nhiều có xu hướng nắm giữ tiền ít vì các công ty này dễ dàng tiếp cận với các nguồn tài trợ bên ngoài khi cần vốn đầu tư. Khi dòng tiền tự do và dòng tiền hoạt động nhiều sẽ giúp công ty đáp ứng được các nhu cầu của hoạt động sản xuất kinh doanh và có thể dùng để trả nợ. Mặt khác, nếu dự báo dòng tiền có mức độ biến động cao hoặc nền kinh tế vĩ mô có nhiều biến động, các công ty sẽ dự trữ nhiều tiền hơn để bù đắp ảnh hưởng xấu của các cú sốc trong dòng tiền cũng như tránh khả năng bị thiếu hụt tiền trong tương lai (Kim & cộng sự, 1998; Opler & cộng sự, 1999; Ferreira & Vilela; 2004). Bên cạnh đó, do các nhà quản lý công ty có nhiều thông tin hơn các nhà đầu tư bên ngoài nên các công ty có thể không bán chứng khoán đúng giá. Hậu quả là các công ty có thể phải từ bỏ các dự án đầu tư sinh lợi để không phát hành cổ phiếu bị định giá thấp. Từ đây cho thấy, việc nắm giữ tiền còn giúp các công ty giảm chi phí liên quan đến tình trạng bất cân xứng thông tin bằng cách sử dụng lợi nhuận giữ lại thông qua lượng tiền mặt được nắm giữ để tài trợ cho các cơ hội đầu tư với thời gian huy động ngắn và chi phí sử dụng vốn thấp (Ferreira & Vilela, 2004; Al-Najjar & Belghitar, 2011) thay cho việc sử dụng các nguồn tài trợ bên ngoài.

Về động cơ liên quan đến các vấn đề đại diện: Các nhà quản lý công ty nắm giữ tiền còn để gia tăng lượng tài sản thuộc quyền kiểm soát của các nhà quản lý, để từ đó, các nhà quản lý dễ dàng thực hiện quyết định đối với các hoạt động của công ty. Với lượng tiền được nắm giữ, các nhà quản lý có thể thực hiện quyết định đầu tư mà không cần phải sử dụng đến các nguồn tài trợ bên ngoài, hạn chế được sự giám sát của các nhà đầu tư. Vì vậy, các nhà quản lý sẽ ưa thích nắm giữ tiền nhiều hơn so với nhu cầu cần thiết cho các hoạt động giao dịch, phòng ngừa và đầu tư. Việc nhà quản lý công ty sử dụng tiền cho các mục đích của họ sẽ làm gia tăng chi phí sử dụng vốn của các nguồn tài trợ bên ngoài bởi vì các nhà đầu tư bên ngoài không biết nhà quản lý công ty gia tăng lượng tiền nắm giữ để làm gia tăng giá trị công ty hay là để đáp ứng cho các mục đích riêng của

bản thân họ. Ngoài ra, các nhà quản lý công ty nắm giữ tiền còn là vì họ không muốn chi trả cổ tức và muốn giữ tiền trong công ty để đảm bảo cho các mục đích của mình. Nhà quản lý sẽ phải tìm cách chi tiêu số tiền này, và do đó dễ lâm vào tình trạng lựa chọn các dự án đầu tư không tốt khi các dự án tốt không có sẵn (Jensen, 1986; Opler & cộng sự, 1999).

Về động cơ đa dạng hóa đầu tư: Các công ty hoạt động trên nhiều lĩnh vực có các cơ hội đầu tư đa dạng hơn so với các công ty chỉ tập trung chủ yếu vào một lĩnh vực nên sẽ giảm thiểu được rủi ro kinh doanh, kết quả là các công ty này có nhu cầu nắm giữ tiền mặt ít hơn (Duchin, 2010).

Về động cơ do cạnh tranh thị trường: Nếu một công ty có nhiều cơ hội tăng trưởng hơn so với các công ty trong cùng ngành, công ty này sẽ dần dần có hành vi lấn lướt và thôn tóm thị phần của các đối thủ yếu hơn, từ đó có bằng chứng cho thấy mức độ độc lập của các cơ hội đầu tư của công ty so với đối thủ có tương quan dương với các giao dịch phái sinh và lượng tiền mặt nắm giữ của công ty. Việc dự trữ lượng tiền mặt lớn sẽ giúp công ty giành được thị phần trong tương lai so với các đối thủ trong cùng ngành (Haushalter & cộng sự, 2007; Frésard & Salva, 2010).

Về động cơ do thuế: Những công ty phải đối mặt với thuế suất thuế thu nhập từ nước ngoài của các công ty con cao hơn sẽ nắm giữ lượng tiền mặt nhiều hơn. Lượng tiền mặt nắm giữ này tập trung ở những công ty con đặt trụ sở tại những quốc gia có thuế suất thuế thu nhập cao khi phân phối lợi nhuận qua lại giữa công ty mẹ và các công ty con (Foley & cộng sự, 2007).

2.2. Các thước đo nhận diện công ty bị hạn chế tài chính

Cho đến nay, vẫn chưa có sự đồng thuận trong việc đưa ra một định nghĩa rõ ràng về hạn chế tài chính vì hạn chế tài chính không thể trực tiếp quan sát được. Mặc dù vậy, hầu hết các quan điểm đều cho rằng hạn chế tài chính xảy ra khi công ty khó tiếp cận với các nguồn tài trợ bên ngoài. Ở mức độ nghiêm trọng, hạn chế tài chính có thể làm cho các công ty không thể huy động được nguồn tài trợ bên ngoài do chi phí sử dụng vốn của các nguồn tài trợ này quá cao. Các công ty bị hạn chế tài chính sẽ phải phụ thuộc nhiều hơn vào sự sẵn có của nguồn tài trợ nội bộ để tài trợ cho các cơ hội đầu tư.

Hạn chế tài chính có thể chia thành hạn chế tài chính bên trong và hạn chế tài chính bên ngoài. Hạn chế tài chính bên trong liên quan đến việc công ty không có đủ nguồn lực để tự tài trợ cho các quyết định đầu tư; trong khi đó, hạn chế tài chính bên ngoài

thường xuất hiện do các bất hoàn hảo trên thị trường vốn như tình trạng bất cân xứng thông tin và vấn đề đại diện khiến công ty hầu như rất khó tiếp cận được các nguồn tài trợ bên ngoài.

Dù là hạn chế tài chính bên trong hay hạn chế tài chính bên ngoài thì sau cùng việc thiếu hụt nguồn tài trợ cũng sẽ khiến quyết định đầu tư của công ty phụ thuộc nhiều hơn vào dòng tiền phát sinh nội bộ (Fazzari & cộng sự, 1988; Kaplan & Zingales, 1997; Guariglia, 2008; Carreira & Silva, 2010). Từ đó, trong suốt thập kỉ vừa qua, nhiều nghiên cứu đã được thực hiện nhằm tìm ra thước đo phù hợp nhất giúp nhận diện tình trạng bị hạn chế tài chính của các công ty.

Fazzari và cộng sự (1988) đã chứng minh công ty có tỉ lệ chi trả cổ tức và khả năng thanh toán càng thấp càng bị hạn chế tài chính vì khi nguồn vốn nội bộ sẵn có không đủ để tài trợ cho các cơ hội đầu tư trong bối cảnh công ty không tiếp cận được với các nguồn tài trợ bên ngoài, công ty buộc phải chi trả cổ tức thấp và sử dụng tiền mặt được giữ lại để bù đắp cho khoản tài trợ thiếu hụt. Khi công ty bị hạn chế tài chính, quyết định đầu tư của công ty không chỉ phụ thuộc vào khả năng sinh lợi của dự án đầu tư mà còn phụ thuộc vào khả năng tài chính của công ty.

Trong khi đó, Kadapakkam và cộng sự (1998) lại cho thấy các công ty quy mô lớn có độ nhạy cảm của đầu tư với dòng tiền cao hơn các công ty có quy mô nhỏ và kết luận những công ty có quy mô lớn thường có khả năng tiếp cận các nguồn tài trợ bên ngoài dễ dàng hơn nhờ vào lợi thế kinh tế về quy mô. Các công ty có quy mô lớn sẽ rất linh hoạt trong việc lựa chọn nguồn tài trợ cho các hoạt động của mình bằng cách sử dụng lợi nhuận giữ lại được tạo ra từ dòng tiền hoạt động của công ty, vay nợ hay phát hành cổ phần mới. Trong khi đó, các công ty có quy mô nhỏ thường có thu nhập nội bộ ít hơn cũng như gặp nhiều khó khăn hơn trong việc phát hành cổ phần mới hoặc vay nợ do bị khống chế bằng hạn mức tín dụng.

Almeida và cộng sự (2004) cũng cho thấy phần lớn các công ty có quy mô nhỏ thường không được xếp hạng trái phiếu trong khi hầu hết các công ty có quy mô lớn đều được xếp hạng trái phiếu, các công ty có quy mô nhỏ và “trẻ” thường gặp nhiều khó khăn trong việc tiếp cận với các nguồn tài trợ bên ngoài. Korajczyk và Levy (2003) cũng cho rằng quy mô công ty và mức độ phụ thuộc vào ngân hàng của các công ty là các yếu tố đại diện cho hạn chế tài chính, hàm ý những công ty bị hạn chế tài chính sẽ gặp khó khăn trong việc vay nợ để bù đắp vào sự thiếu hụt trong dòng tiền sau các cú sốc tài chính. Tương tự, theo Whited và Wu (2006), các công ty không bị hạn chế tài chính thường có

quy mô lớn và có tính thanh khoản cao, những công ty có quy mô nhỏ có mức độ hạn chế tài chính nhiều hơn do có ít tài sản thế chấp và khả năng phá sản cao hơn; ngoài ra, những công ty có quy mô nhỏ sẽ phải chịu chi phí huy động các nguồn tài trợ bên ngoài cao hơn (Hovakimian & Hovakimian, 2009). Từ đó, dẫn đến kết luận quy mô công ty là một trong những nhân tố quan trọng để xác định xem liệu công ty có bị hạn chế tài chính hay không.

Bên cạnh đó, Kaplan và Zingales (1997) cho rằng một công ty được phân loại là không bị hạn chế tài chính khi công ty đó có thể trả được tất cả các khoản nợ dài hạn đến hạn, tiền và các tài sản tương đương tiền lớn hơn các khoản nợ ngắn hạn của công ty khi kết thúc năm tài chính, theo đó có thể thu thập thông tin và tiến hành đánh giá mức độ hạn chế tài chính của các công ty từ các báo cáo tài chính sẵn có.

Một cách đo lường hạn chế tài chính trực tiếp khác có thể được sử dụng là phương pháp tự đánh giá qua dữ liệu khảo sát. Thông qua việc thực hiện khảo sát tổng giám đốc hay còn gọi là CEO của các công ty, từ các câu hỏi có hay không việc công ty đang bị hạn chế tài chính, hoặc là kết hợp nhiều câu hỏi khác nhau liên quan đến vấn đề nguồn tài trợ của công ty, áp dụng thang điểm mô tả mức độ cho từng câu hỏi, sau đó, từ các bảng khảo sát thu được, thực hiện xử lý thông tin và thống kê, xây dựng thành một tiêu chí đánh giá cụ thể (Beck & cộng sự, 2008; Savignac, 2009). Phương pháp này có ưu điểm là những thông tin thu được sẽ phản ánh rõ tình hình thực tế của công ty trong khi các báo cáo chính thức không thể hiện được. Tuy nhiên, một nhược điểm rất lớn của phương pháp này là bản chất của việc tự đánh giá tình hình công ty của các CEO qua thông tin phản hồi trên các bảng khảo sát vẫn có khả năng bị tác động bởi suy nghĩ chủ quan của mỗi CEO, do đó sẽ gây ra nhiều lệch lạc trong việc xây dựng tiêu chí đánh giá tình hình hạn chế tài chính của công ty.

Có thể thấy các phương pháp đo lường trực tiếp hạn chế tài chính cho các công ty cũng có ưu điểm, nhưng lại tồn tại nhược điểm liên quan đến tính khách quan của dữ liệu. Từ đó, để khắc phục nhược điểm này, nhiều nhà nghiên cứu đã sử dụng các thước đo định lượng để nhận diện tình trạng hạn chế tài chính cho các công ty như: Hệ số Tobin's Q (Hayashi, 1982; Blundell & cộng sự, 1992; Chirinko, 1993; Gomes, 2006); độ nhạy cảm của đầu tư với dòng tiền (Fazzari & cộng sự, 1988; Chapman & cộng sự, 1996; Hadlock, 1998; Audretsch & Elston, 2002; Bond & cộng sự, 2003; Love, 2003; Guariglia, 2008).

Bên cạnh các thước đo dựa trên những tiêu chí về đặc điểm công ty, gần đây các học

giả còn sử dụng thêm phương thức đo lường mới là dựa vào tiêu chí thị trường để phân biệt các công ty bị hạn chế tài chính và các công ty không bị hạn chế tài chính. Theo đó, những công ty được chính thức niêm yết trên các sở giao dịch chứng khoán là những công ty không bị hạn chế tài chính, và ngược lại, những công ty bị hạn chế tài chính là những công ty chưa được niêm yết chính thức (Carreira & Silva, 2010; Gracia & Francisco, 2014; Chen & cộng sự, 2012, López–Gracia và Sogorb–Mira, 2015). Thước đo này dựa trên quan điểm hạn chế tài chính bắt nguồn từ tình trạng bất cân xứng thông tin và khả năng tiếp cận với các nguồn tài trợ bên ngoài giữa các công ty là khác nhau (Stiglitz & Weiss, 1981; Myers, 1984; Stulz, 1990; Whited, 1992; Almeida & Campello, 2010). Trong đó, tình trạng bất cân xứng thông tin được xem là nghiêm trọng hơn ở những công ty chưa niêm yết vì việc yêu cầu minh bạch, công khai thông tin trên các báo cáo tài chính của các công ty chưa niêm yết “nhẹ nhàng” hơn nên các thông tin của các công ty chưa niêm yết thường không liên tục như các công ty đã niêm yết. Bên cạnh đó, các công ty chưa niêm yết thường có xu hướng thực hiện đầu tư dưới mức nhiều hơn, nợ đến hạn phải trả nhiều hơn, mức độ nợ ngắn hạn sử dụng cao hơn, tính thanh khoản thấp hơn do hoạt động trên thị trường giao dịch chứng khoán chưa niêm yết. Chính điều này đã làm cho khả năng tiếp cận các nguồn tài trợ bên ngoài của các công ty chưa niêm yết trở nên khó khăn hơn, dẫn đến chi phí sử dụng vốn khi huy động các nguồn tài trợ bên ngoài của các công ty chưa niêm yết sẽ cao hơn so với các công ty đã niêm yết. Vì vậy, các công ty chưa niêm yết được xếp vào nhóm các công ty bị hạn chế tài chính. Ngược lại, do yêu cầu phải công khai, minh bạch thông tin nên các công ty đã niêm yết dễ dàng tiếp cận với thị trường vốn hơn, từ đó, chi phí sử dụng vốn sẽ thấp hơn. Các công ty đại chúng dễ dàng phát hành cổ phiếu và trái phiếu khi họ cần nguồn tài trợ. Hơn nữa, trong mắt các nhà đầu tư và chủ nợ, các công ty đại chúng có thông tin rõ ràng và được công khai minh bạch, do đó có thể giảm thiểu được vấn đề về bất cân xứng thông tin, từ đó gia tăng được mức độ tín nhiệm đối với các nhà đầu tư và chủ nợ. Điều này chính là đặc điểm quan trọng giúp cho các công ty đại chúng dễ tiếp cận với các nguồn tài trợ từ bên ngoài hơn, và do đó, được xếp vào nhóm các công ty không bị hạn chế tài chính (Carreira & Silva, 2010).

2.3. *Tổng quan các nghiên cứu trước*

Đã có nhiều bằng chứng thực nghiệm cho thấy tồn tại mối quan hệ giữa sự thay đổi trong lượng tiền mặt được nắm giữ và dòng tiền của các công ty trong điều kiện bị hạn chế tài chính. Khi công ty đối mặt với hạn chế tài chính, nắm giữ tiền mặt được xem là

động lực phòng ngừa cho sự không ổn định trong dòng tiền của các công ty. Điều này khuyến khích các công ty bị hạn chế tài chính gia tăng xu hướng nắm giữ tiền mặt khi dòng tiền thay đổi nhằm đảm bảo tài trợ cho các cơ hội tăng trưởng trong hiện tại và tương lai (Han & Qiu, 2007). Trong khi đó, Denis và Sibilkov (2009) lại cho rằng tuy mức độ đầu tư tăng lên, lượng tiền mặt được nắm giữ đều có sự gia tăng ở cả công ty bị hạn chế tài chính và công ty không bị hạn chế tài chính nhưng giá trị của việc nắm giữ tiền mặt là cao hơn đối với công ty bị hạn chế tài chính. Kết quả này phù hợp với quan điểm các công ty bị hạn chế tài chính nắm giữ tiền mặt nhiều hơn khi chi phí huy động các nguồn vốn bên ngoài cao, cho phép các công ty thực hiện những dự án có giá trị ở hiện tại mà không phải bỏ qua cơ hội tăng trưởng nào vì không đủ nguồn vốn đầu tư. Các công ty bị hạn chế tài chính sẽ gia tăng lượng tiền mặt nắm giữ khi dòng tiền ổn định và giảm lượng tiền mặt nắm giữ khi dòng tiền không ổn định. Vì các công ty bị hạn chế tài chính phải đối mặt với những khó khăn trong việc tiếp cận với các nguồn vốn bên ngoài nên các công ty này sẽ có xu hướng nắm giữ tiền mặt. Ngoài ra, các công ty này cũng sẽ gia tăng xu hướng nắm giữ tiền mặt trước những cú sốc vĩ mô vì các công ty bị hạn chế tài chính khó tiếp cận với các nguồn vốn bên ngoài hơn các công ty không bị hạn chế tài chính (Almeida & cộng sự, 2004). Các công ty bị hạn chế tài chính do phải đối mặt với chi phí đại diện và chi phí lựa chọn bất lợi nên sẽ gặp nhiều khó khăn khi huy động nguồn vốn bên ngoài. Vì vậy, các công ty bị hạn chế tài chính sẽ phụ thuộc nhiều hơn vào nguồn vốn nội bộ. Từ đó, các công ty bị hạn chế tài chính không thể tự do lựa chọn các cơ hội đầu tư, kết quả là các công ty bị hạn chế tài chính sẽ phải gia tăng dự trữ tiền mặt ngay bây giờ thay vì trả hết nợ, để từ đó, làm giảm khả năng vay nợ của công ty (Almeida & Campello, 2007). Bên cạnh đó, việc thực hiện một chính sách nắm giữ tiền mặt cao sẽ làm giảm những bất lợi do hạn chế tài chính gây ra (Denis & Sibilkov, 2009). Tuy nhiên, Pál và Ferrando (2010) lại chỉ ra rằng ngay cả đối với các công ty có thể tiếp cận dễ dàng với các nguồn vốn bên ngoài thì dòng tiền nội bộ vẫn có vai trò quan trọng trong quá trình phân bổ vốn đầu tư. Các công ty không bị hạn chế tài chính có độ nhạy cảm của lượng tiền mặt được nắm giữ với dòng tiền là cao nhất. Kết quả này đi ngược lại với các kết quả nghiên cứu trước đây và được giải thích là do: (1) Trong thị trường cạnh tranh không hoàn hảo, độ nhạy cảm của lượng tiền mặt mà các công ty nắm giữ với dòng tiền cao hơn không phản ánh tình trạng công ty bị hạn chế tài chính nhiều hơn mà mức độ nhạy cảm này bị ảnh hưởng bởi những cơ hội đầu tư trong tương lai, do đó, độ nhạy cảm của lượng tiền mặt mà các công ty nắm giữ với dòng tiền của các công ty không bị hạn chế tài chính cao, thể hiện những cơ hội tăng trưởng tiềm năng trong

tương lai của các công ty là rất cao trong khi các công ty bị hạn chế tài chính dự trữ tiền mặt là để phòng ngừa cho sự không ổn định trong dòng tiền của các công ty; (2) độ nhạy cảm của lượng tiền mặt mà các công ty nắm giữ với dòng tiền nên được giải thích theo quan điểm dòng vốn tài trợ bên ngoài, tức là khả năng huy động các nguồn vốn bên ngoài của các công ty càng dễ thì các công ty sẽ có xu hướng gia tăng lượng tiền mặt nắm giữ. Nguyên nhân là do các công ty không bị hạn chế tài chính sử dụng nguồn vốn bên ngoài nhiều hơn, chủ yếu đến từ nguồn tài trợ bằng nợ dài hạn cho các dự án đầu tư bổ sung nên việc nắm giữ tiền mặt có vai trò quan trọng để cân bằng nguồn vốn bên ngoài và nguồn vốn nội bộ, nhằm đảm bảo nghĩa vụ trả nợ và thanh toán chi phí lãi vay của công ty khi đến hạn. Đó là những lí do khiến cho ngay cả những công ty có điều kiện tài chính tốt nhất cũng nắm giữ tiền mặt nhiều.

Mối quan hệ giữa sự thay đổi trong lượng tiền mặt được các công ty nắm giữ và dòng tiền còn bị ảnh hưởng bởi việc công ty có được niêm yết hay chưa. Pál và Ferrando (2010) cho rằng cả công ty đã niêm yết và công ty chưa niêm yết đều nên theo đuổi một chính sách nắm giữ tiền mặt. Đối với các công ty chưa niêm yết, gia tăng lượng tiền mặt nắm giữ như là một biện pháp giúp các công ty phòng ngừa để tránh sự biến động của dòng tiền khi công ty gặp nhiều khó khăn trong tiếp cận với các nguồn vốn bên ngoài. Còn đối với các công ty đã niêm yết, do chủ yếu sử dụng nợ để tài trợ cho các dự án đầu tư nên các công ty sẽ gia tăng lượng tiền mặt nắm giữ nhằm đảm bảo chi trả các nghĩa vụ nợ và lãi vay khi đến hạn.

López–Gracia và Sogorb–Mira (2015) cũng cho thấy ở các công ty chưa niêm yết, do phải đối mặt với nhiều khó khăn trong việc tìm kiếm nguồn tài trợ bên ngoài nên sẽ có xu hướng dự trữ một lượng tiền mặt đáng kể trong khi các công ty đã niêm yết thì không.

3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu

Dữ liệu nghiên cứu được trích dẫn từ cơ sở dữ liệu của Vietstock; thu thập thủ công từ các dữ liệu của báo cáo tài chính thuộc các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán TP.HCM (HSX), Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) và các công ty chưa niêm yết giao dịch trên thị trường chứng khoán công ty đại chúng chưa niêm yết (UPCOM) và thị trường giao dịch ngoài quầy (OTC). Tác giả loại khỏi mẫu các công ty thuộc ngành tài chính (như: Ngân hàng, bảo hiểm, chứng khoán, các quỹ) và các công ty không đủ dữ liệu cho suốt kì nghiên cứu. Theo đó, nghiên cứu có được bảng dữ liệu

gồm 763 công ty phi tài chính Việt Nam trong giai đoạn 2008–2014, tạo thành bảng gồm 4.325 công ty – năm quan sát. Ngoài ra, để giảm bớt tác động của giá trị ngoại lai, tất cả các dữ liệu được lược bớt giá trị ở mức 0,5% ở mỗi đuôi phân phối.

3.2. Mô tả các biến

Bảng 1

Công thức tính các biến

Các nhân tố	Công thức
$\Delta\text{CASH_HOLDING}_{it}$	$\frac{\text{Tiền và tương đương tiền}_{it} - \text{Tiền và tương đương tiền}_{it-1}}{\text{Tổng tài sản}_{it}}$
SIZE_{it}	$\ln(\text{Tổng tài sản}_{it})$
GROWTH_{it}	$\frac{\text{Doanh thu}_{it} - \text{Doanh thu}_{it-1}}{\text{Doanh thu}_{it-1}}$
CASH_FLOW_{it}	$\frac{\text{EBITDA}_{it}}{\text{Tài sản ròng}_{it}}$
NET_WC_{it}	$\frac{\text{Vốn luân chuyển}_{it} - \text{Tiền mặt}_{it}}{\text{Tổng tài sản ròng}_{it}}$
CAPEX_{it}	$\frac{\text{Chi tiêu vốn}_{it}}{\text{Tổng tài sản ròng}_{it}}$
LEVERAGE_{it}	$\frac{\text{Tổng nợ phải trả}_{it}}{\text{Tổng tài sản ròng}_{it}}$
$\text{DEBT_MATURITY}_{it}$	$\frac{\text{Nợ ngắn hạn}_{it}}{\text{Tổng nợ}_{it}}$

Bảng 2

Quan hệ dự kiến của các nhân tố tác động đến sự thay đổi trong lượng tiền mặt nắm giữ của công ty

Các nhân tố	Công ty đã niêm yết	Công ty chưa niêm yết
SIZE	–	+
GROWTH	+	+
CASH_FLOW	+/- không có mối quan hệ	+
NET_WC	+	–
CAPEX	+/-	+/-
LEVERAGE	+/-	+/-
DEBT_MATURITY	+	–

3.3. Các giả thuyết và mô hình nghiên cứu

Với mục tiêu kiểm định ảnh hưởng của dòng tiền đến độ nhạy cảm trong lượng tiền mặt được nắm giữ của các công ty Việt Nam trong điều kiện bị hạn chế tài chính, nghiên cứu kì vọng các công ty chưa niêm yết được xem là các công ty bị hạn chế tài chính luôn theo đuổi một chính sách nắm giữ tiền mặt cao trong khi các công ty đã niêm yết được xem là các công ty không bị hạn chế tài chính thì ngược lại (Almeida & cộng sự, 2004; Han & Qiu, 2007). Sự khác biệt trong hành vi nắm giữ tiền mặt giữa 2 nhóm công ty này là do:

Thứ nhất, khi các công ty phải đối mặt với sự thiếu hụt trong dòng tiền, các công ty sẽ có khuynh hướng gia tăng lượng tiền mặt nắm giữ bằng cách bán tài sản, cắt giảm cổ tức hay tìm kiếm các nguồn vốn từ bên ngoài để tài trợ cho các cơ hội đầu tư bằng cách vay nợ hoặc phát hành vốn cổ phần. Tuy nhiên, việc sử dụng các nguồn vốn từ bên ngoài lại có chi phí sử dụng vốn cao hơn do bao gồm cả chi phí giao dịch. Do bất lợi chi phí giao dịch cao hơn, các công ty chưa niêm yết sẽ có xu hướng nắm giữ một lượng tiền mặt và các khoản tương đương tiền nhiều hơn các công ty đã niêm yết (Kim & cộng sự, 1998; Opler & cộng sự, 1999). Từ đó, nghiên cứu kì vọng các công ty chưa niêm yết sẽ nắm giữ nhiều tiền mặt và các khoản tương đương tiền từ dòng tiền hoạt động được tạo ra hơn các công ty đã niêm yết. Trên thực tế, nếu các chi phí giao dịch thực sự thấp đối với các công ty đã niêm yết, các công ty này sẽ không theo đuổi bất kì chính sách nắm

giữ tiền mặt nào.

Thứ hai, các công ty chưa niêm yết ít phải chịu sự giám sát so với các công ty đã niêm yết nên thông tin trên các báo cáo tài chính của các công ty chưa niêm yết có độ tin cậy thấp, từ đó làm gia tăng tình trạng bất cân xứng thông tin nhiều hơn. Vì vậy, khi các công ty chưa niêm yết có nhu cầu vay nợ hoặc phát hành vốn cổ phần mới sẽ phải đối mặt với chi phí sử dụng vốn của các nguồn tài trợ bên ngoài cao. Theo đó, các công ty chưa niêm yết có thể sẽ phải từ bỏ các cơ hội đầu tư tốt và thậm chí có thể gặp phải khó khăn tài chính khi đối mặt với sự thiếu hụt trong dòng tiền. Vì vậy, các công ty chưa niêm yết có xu hướng nắm giữ tiền mặt và các khoản tương đương tiền nhiều hơn các công ty đã niêm yết bởi vì các công ty đã niêm yết ít bị ảnh hưởng bởi tình trạng bất cân xứng thông tin. Hơn nữa, nếu tất cả các công ty đã niêm yết không bị ảnh hưởng bởi tình trạng bất cân xứng thông tin (hoặc là không đáng kể), các công ty đã niêm yết có thể sẽ không thực hiện bất kì chính sách nắm giữ tiền mặt nào.

Thứ ba, khi chủ nợ và các cổ đông không có lợi ích chung sẽ dẫn đến vấn đề đại diện, từ đó ảnh hưởng đến quyết định đầu tư của các công ty mà cụ thể là làm gia tăng tình trạng đầu tư dưới mức. Điều này thường xảy ra trong trường hợp các công ty có sử dụng đòn bẩy tài chính vì các công ty có mức độ đòn bẩy tài chính cao trong cấu trúc vốn có thể sẽ không thực hiện các cơ hội đầu tư cho dù đó là các cơ hội đầu tư có khả năng sinh lợi bởi vì mức sinh lợi đến từ các cơ hội đầu tư này sẽ phải chia sẻ với các chủ nợ (Myers, 1977). Tuy nhiên, nếu cơ hội đầu tư tiềm năng là rất có giá trị, mức sinh lợi thu được từ cơ hội đầu tư này cao hơn nhiều so với chi phí của việc nắm giữ tiền mặt, các công ty sẽ có xu hướng tích lũy tiền mặt để thực hiện các cơ hội đầu tư tiềm năng này. Theo đó, nghiên cứu kì vọng đối với các công ty chưa niêm yết có cấu trúc vốn thiên về sử dụng đòn bẩy tài chính cao sẽ nắm giữ đủ tiền mặt để đáp ứng cho các cơ hội đầu tư và giảm thiểu rủi ro kiệt quệ tài chính. Đối với các công ty đã niêm yết có cấu trúc vốn thiên về sử dụng đòn bẩy tài chính cao sẽ không theo đuổi một chính sách nắm giữ tiền mặt nào cả.

Từ các lí do được trình bày ở trên, nghiên cứu đưa ra hai giả thuyết chính là:

Giả thuyết 1: Có mối tương quan dương giữa dòng tiền và độ nhạy cảm trong lượng tiền mặt được nắm giữ ở các công ty bị hạn chế tài chính.

Giả thuyết 2: Không có mối tương quan dương hoặc có mối tương quan dương nhưng yếu hơn giữa dòng tiền và độ nhạy cảm trong lượng tiền mặt được nắm giữ ở các công ty không bị hạn chế tài chính.

Với các giả thuyết và các biến trên, tác giả xây dựng các mô hình nghiên cứu sau:

Mô hình 1 – Mô hình cơ sở

$$\Delta CASH_HOLDINH_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SIZE_{i,t} + \beta_2 GROWTH_{i,t} + \beta_3 CASH_FLOW_{i,t} + n_i + n_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Mô hình 2 – Mô hình mở rộng

$$\Delta CASH_HOLDINH_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SIZE_{i,t} + \beta_2 GROWTH_{i,t} + \beta_3 CASH_FLOW_{i,t} + \beta_4 NET_WC_{i,t-1} + \beta_5 CAPEX_{i,t-1} + \beta_6 LEVERAGE_{i,t-1} + \beta_7 DEBT_MATURITY_{i,t-1} + n_i + n_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Trong đó,

$i = 1, \dots, n$ là chỉ số cho công ty;

$t = 1, \dots, t$ đại diện cho thời gian;

n_i : Sai số theo không gian hay theo cá nhân;

n_t : Sai số theo chuỗi thời gian; và

ε_{it} : Sai số ngẫu nhiên theo không gian và chuỗi thời gian kết hợp.

Sau khi thực hiện tất cả các kiểm định cần thiết như đa cộng tuyến, phương sai thay đổi, tự tương quan, tác giả hồi quy hai mô hình trên lần lượt theo phương pháp hiệu ứng cố định (FEM), hiệu ứng ngẫu nhiên (REM), đồng thời sử dụng kiểm định Hausman để lựa chọn phương pháp hồi quy thích hợp. Bên cạnh đó, nghiên cứu còn sử dụng phương pháp GMM hệ thống để khắc phục hiện tượng nội sinh trong mô hình. Ngoài ra, để kiểm tra tính vững của nghiên cứu, tác giả lần lượt kiểm định các mô hình trên với các chỉ tiêu đo lường hạn chế tài chính khác nhau như quy mô (SIZE), cơ hội tăng trưởng (GROWTH), khủng hoảng kinh tế (MACRO)...

4. Kết quả nghiên cứu

Bảng 3

Mô tả thống kê cho hai mẫu con: Nhóm công ty chưa niêm yết và nhóm công ty đã niêm yết

	Đặc điểm nhóm công ty	Mức ý nghĩa	Giá trị trung vị	Mức tiêu chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất	Skewness	Kurtosis
ACASH_HOLDING	Chưa niêm yết	0,0087	0	0,0632	−0,1692	0,2181	0,589	4,573
	Đã niêm yết	0,0086	0	0,0625	−0,2269	0,2112	0,257	5,611
SIZE	Chưa niêm yết	25,2214	26,293	5,5687	0	31,551	−3,996	18,33
	Đã niêm yết	25,3985	26,333	5,2964	0	32,136	−4,194	20,41
GROWTH	Chưa niêm yết	0,1167	0,0753	0,3771	−0,8694	1,8859	0,913	5,522
	Đã niêm yết	−0,1212	0,0403	0,9450	−3,8458	4,4178	−0,833	7,348
CASH_FLOW	Chưa niêm yết	0,0839	0,0555	0,1781	−0,2877	0,9516	1,558	7,479
	Đã niêm yết	0,0623	0,0415	0,2724	−0,9431	2,4811	1,987	16,63
NET_WC	Chưa niêm yết	0,0438	0,0334	0,3624	−1,7352	1,4625	−0,048	4,771
	Đã niêm yết	0,0527	0,0388	0,3272	−1,4565	0,9974	−0,235	4,038
CAPEX	Chưa niêm yết	0,0323	0,0041	0,0674	0	0,6231	4,147	26,56
	Đã niêm yết	0,0414	0,0082	0,0837	0	0,9506	4,289	29,65
LEVERAGE	Chưa niêm yết	0,4477	0,4573	0,2693	0	1,9811	0,245	3,490
	Đã niêm yết	0,4416	0,4514	0,2729	0	2,5569	0,165	3,226
DEBT_MATURITY	Chưa niêm yết	0,8104	0,9759	0,2984	0	1	−1,672	4,594
	Đã niêm yết	0,8082	0,9712	0,2981	0	1	−1,659	4,546

Bảng 3 cho thấy các công ty đã niêm yết và các công ty chưa niêm yết khác nhau ở một số đặc điểm. Các công ty chưa niêm yết có sự tăng trưởng về doanh thu bán hàng cao hơn so với các công ty đã niêm yết. Mức độ đòn bẩy tài chính mà các công ty chưa niêm yết sử dụng để tài trợ cao hơn so với các công ty đã niêm yết, tỉ lệ nợ trung bình trên tổng tài sản của các công ty chưa niêm yết là 44,77% trong khi tỉ lệ nợ trung bình trên tổng tài sản của các công ty đã niêm yết là 44,16%. Các công ty chưa niêm yết phụ thuộc vào nợ ngắn hạn nhiều hơn so với các công ty đã niêm yết, điều này thể hiện ở biến DEBT_MATURITY với giá trị trung bình của nhóm các công ty chưa niêm yết là

81,04% trong khi giá trị trung bình của nhóm các công ty đã niêm yết là 80,82%.

Bảng 4

Hệ số tương quan và chỉ số VIF của nhóm các công ty chưa niêm yết

	Δ CASH_ HOLDING	SIZE	GROWTH	CASH_FLOW	NET_WC	CAPEX	LEVER-AGE	DEBT_ MATURITY
Δ CASH_ HOLDING	1,0000							
SIZE	-0,0418	1,0000						
GROWTH	0,0170	0,0433	1,0000					
CASH_FLOW	0,0703	0,0748	0,0831	1,0000				
NET_WC	-0,0155	0,0235	-0,1246	0,1319	1,0000			
CAPEX	-0,0861	0,1140	0,0278	0,0620	0,0609	1,0000		
LEVERAGE	-0,0113	0,4065	-0,0751	-0,1632	-0,2610	0,0642	1,0000	
DEBT_ MATURITY	0,0374	0,3701	0,0437	0,0627	-0,1814	-0,1009	0,1858	1,0000
VIF		1,17	1,04	1,07	1,19	1,04	1,28	1,11

Bảng 5

Hệ số tương quan và chỉ số VIF của nhóm các công ty đã niêm yết

	Δ CASH_ HOLDING	SIZE	GROWTH	CASH_FLOW	NET_WC	CAPEX	LEVER-AGE	DEBT_ MATURITY
Δ CASH_ HOLDING	1,0000							
SIZE	0,0178	1,0000						
GROWTH	-0,0496	0,0395	1,0000					
CASH_ FLOW	0,0534	0,0617	-0,0213	1,0000				

	Δ CASH_ HOLDING	SIZE	GROWTH	CASH_FLOW	NET_WC	CAPEX	LEVER-AGE	DEBT_ MATURITY
FLOW								
NET_WC	0,0178	0,0304	-0,1198	0,0476	1,0000			
CAPEX	0,0061	0,0969	-0,0267	0,0301	0,0480	1,0000		
LEVERAGE	-0,0189	0,3789	-0,0417	-0,1090	-0,2862	0,0147	1,0000	
DEBT_ MATURITY	0,0047	0,3933	0,0476	-0,0226	-0,1328	-0,0746	0,1389	1,0000
VIF		1,35	1,03	1,03	1,18	1,03	1,34	1,16

Tác giả đã tính toán ma trận tương quan cho cả hai mẫu con là nhóm các công ty đã niêm yết và nhóm các công ty chưa niêm yết. Bên cạnh đó, tác giả còn thực hiện kiểm định hiện tượng đa cộng tuyến của các biến trong mô hình bằng cách sử dụng chỉ số VIF (Variance Inflation Factor). Các kết quả được trình bày trong Bảng 4 và Bảng 5 cho thấy giá trị VIF là thấp nên có thể kết luận là không có hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến xem xét.

4.1. Kết quả hồi quy mô hình 1

Bảng 6

Kết quả hồi quy mô hình cơ sở – mô hình 1

Biến	Nhóm công ty chưa niêm yết	Nhóm công ty đã niêm yết
SIZE _{it}	-0,0009 (0,168)	0,0002 (0,394)
GROWTH _{it}	0,0022 (0,684)	-0,0033*** (0,011)
CASH_FLOW _{it}	0,0267** (0,033)	0,0123*** (0,008)
Số quan sát	932	2.704

R ² within	0,0059	0,0065
Kiểm định Wald	4,56 (0,033)	3,37 (0,0537)
Kiểm định Hausman	1,65 (0,6486)	3,31 (0,3468)

Ghi chú: Số trong ngoặc là giá trị p-value.

******, ******* lần lượt tương đương với các mức ý nghĩa thống kê 5% và 1%

Kết quả Bảng 6 cho thấy lượng tiền mặt mà các công ty nắm giữ có tương quan dương với dòng tiền hoạt động trong cả hai trường hợp nhóm công ty chưa niêm yết và nhóm công ty đã niêm yết. Như vậy, khi dòng tiền hoạt động có sự gia tăng, nhóm các công ty chưa niêm yết và nhóm các công ty đã niêm yết đều gia tăng lượng tiền mặt nắm giữ, thể hiện ở hệ số hồi quy lần lượt là 0,0267 và 0,0123 (với mức ý nghĩa là 5% và 1%). Tuy nhiên, kết quả hồi quy cho thấy nhóm các công ty chưa niêm yết có hệ số của biến CASH_FLOW dương và cao hơn so với nhóm các công ty đã niêm yết. Kết quả này chứng minh khi dòng tiền hoạt động có sự gia tăng, các công ty chưa niêm yết sẽ gia tăng lượng tiền mặt nắm giữ nhiều hơn các công ty đã niêm yết. Như vậy, đúng như kì vọng của tác giả, các công ty bị hạn chế tài chính thường có khuynh hướng nắm giữ tiền mặt nhiều hơn từ dòng tiền tạo ra so với các công ty không bị hạn chế tài chính, điều này đã làm sáng tỏ chiến lược quản trị tiền mặt khác nhau giữa các công ty Việt Nam trong bối cảnh khó khăn tài chính.

4.2. Kết quả hồi quy mô hình 2

Trong ước lượng mô hình 2, khi kiểm định cho thấy có hiện tượng nội sinh giữa các biến đại diện cho quyết định đầu tư và quyết định tài trợ, do đó, tác giả sử dụng cách tiếp cận có sử dụng biến công cụ để xử lí hiện tượng này. Cụ thể, tác giả sử dụng phương pháp GMM hệ thống, trong đó sử dụng các biến hồi quy nội sinh bao gồm NET_WC, CAPEX, LEVERAGE và DEBT_MATURITY với độ trễ 2–6, và các biến hồi quy ngoại sinh bao gồm SIZE, GROWTH và CASH_FLOW như là các biến công cụ trong mô hình 2. Tính hợp lí của các biến công cụ sử dụng trong mô hình này được đánh giá thông qua kiểm định Hansen và Arellano-Bond (AR).

Bảng 7

Kết quả hồi quy mô hình 2

Biến	Nhóm công ty chưa niêm yết	Nhóm công ty đã niêm yết
SIZE _{it}	−0,0016 (0,109)	−0,0001 (0,857)
GROWTH _{it}	−0,0074 (0,309)	−0,0033** (0,024)
CASH_FLOW _{it}	0,0361* (0,088)	0,0093 (0,139)
NET_WC _{it−1}	−0,0275 (0,155)	−0,0082 (0,169)
CAPEX _{it−1}	−0,0501 (0,314)	−0,0135 (0,202)
LEVERAGE _{it−1}	−0,01127 (0,579)	0,0070 (0,500)
DEBT_MATURIT _{it−1}	−0,0123 (0,663)	0,0071 (0,507)
Số quan sát	703	2378
Kiểm định AR(2)	1,21 (0,228)	1,74 (0,083)
Kiểm định Hansen	68,97 (0,703)	64,49 (0,115)

Ghi chú: Số trong ngoặc là giá trị p-value.

*, **, *** lần lượt tương đương với các mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%

Kết quả p-value của kiểm định Hansen và AR trong Bảng 7 cho thấy mô hình sử dụng là phù hợp (p-value đều lớn hơn 0,05).

Hệ số ước lượng về độ nhạy cảm của lượng tiền mặt được nắm giữ của các công ty dưới tác động của dòng tiền được trình bày trong Bảng 7 tương tự như các kết quả tìm được trong Bảng 6. Như vậy, với việc đưa thêm các biến kiểm soát đại diện cho quyết định đầu tư (NET_WC và CAPEX) và các biến kiểm soát đại diện cho quyết định tài trợ

(LEVERAGE và DEBT_MATURITY), kết quả hồi quy cho thấy hệ số hồi quy đối với biến dòng tiền (CASH_FLOW) là dương và có ý nghĩa thống kê đối với nhóm công ty chưa niêm yết nhưng không có ý nghĩa thống kê đối với các công ty đã niêm yết. Tuy nhiên, các kết quả về mặt kinh tế đối với nhóm các công ty đã niêm yết tương tự đối với nhóm công ty chưa niêm yết, tức là hệ số hồi quy dương. Những phát hiện trên đây là phù hợp với kì vọng của nhóm nghiên cứu và xác nhận quan điểm cho rằng có sự khác biệt về chính sách nắm giữ tiền mặt giữa các công ty bị hạn chế tài chính và các công ty không bị hạn chế tài chính.

4.3. Kiểm định tính vững của kết quả nghiên cứu

Để xác minh tính vững của các bằng chứng thực nghiệm được trình bày ở phần 4.1. và 4.2., tác giả thực hiện ba cách kiểm tra khác dựa trên mô hình 1.

- *Thứ nhất*, chia mẫu nghiên cứu thành các mẫu con theo hai tiêu chí:

(1) Theo quy mô (SIZE): Các công ty được xem là các công ty bị hạn chế tài chính là các công ty có tổng tài sản nhỏ hơn giá trị trung vị (Median) của mẫu (có quy mô nhỏ); các công ty có tổng tài sản lớn hơn trung vị của mẫu (có quy mô lớn) được xem là không bị hạn chế tài chính.

(2) Theo cơ hội tăng trưởng (GROWTH): Các công ty có tốc độ tăng trưởng doanh số cao hơn tốc độ tăng trưởng trung bình của mẫu (có cơ hội tăng trưởng cao) được xem là các công ty bị hạn chế tài chính; ngược lại, các công ty có cơ hội tăng trưởng thấp được xem là các công ty không bị hạn chế tài chính.

Kết quả hồi quy trình bày trong Bảng 8 cho thấy hệ số hồi quy của biến CASH_FLOW trong các công ty có quy mô nhỏ dương và cao hơn so với các công ty có quy mô lớn. Điều này cho thấy các công ty bị hạn chế tài chính thường có xu hướng gia tăng nắm giữ nhiều tiền mặt hơn các công ty không bị hạn chế tài chính khi dòng tiền hoạt động của công ty có sự gia tăng. Kết quả này ủng hộ cho các nghiên cứu trước đây khi cho rằng các công ty bị hạn chế tài chính có xu hướng theo đuổi chính sách nắm giữ tiền mặt nhiều hơn, như đã được ghi nhận trong nghiên cứu của Almeida và cộng sự (2004); Han và Qiu (2007); Riddick và Whited (2009); Denis và Sibilkov (2009). Kết quả này một lần nữa khẳng định kết luận trên đây của tác giả rằng các công ty bị hạn chế tài chính có xu hướng nắm giữ tiền mặt nhiều hơn khi dòng tiền bị biến động nhiều hơn.

Bảng 8

Kết quả hồi quy cho hai mẫu con: Nhóm công ty có quy mô nhỏ và nhóm công ty có quy mô lớn

Biến	Nhóm công ty có quy mô nhỏ	Nhóm công ty có quy mô lớn
SIZE _{it}	–0,0001 (0,835)	–0,0008 (0,587)
GROWTH _{it}	–0,0023 (0,248)	–0,0032** (0,039)
CASH_FLOW _{it}	0,0143*** (0,005)	0,0138* (0,095)
Số quan sát	1.691	1.945
R ² within	0,0088	0,0042
Kiểm định Wald	9,2 (0,0268)	7,37 (0,0609)
Kiểm định Hausman	4,25 (0,2353)	0,48 (0,9223)

Ghi chú: Số trong ngoặc là giá trị p-value.

*, **, *** lần lượt tương đương với các mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%

Khi phân loại các công ty theo tiêu chí cơ hội tăng trưởng, các công ty có cơ hội tăng trưởng cao được xếp vào nhóm các công ty bị hạn chế tài chính và các công ty có cơ hội tăng trưởng thấp được xếp vào nhóm các công ty không bị hạn chế tài chính. Kết quả hồi quy trong Bảng 9 cho thấy hệ số hồi quy của biến CASH_FLOW đều dương và có ý nghĩa thống kê cho cả 2 nhóm công ty. Như vậy, khi dòng tiền hoạt động có sự gia tăng thì tất cả các công ty đều gia tăng lượng tiền mặt nắm giữ. Tuy nhiên, khác với kết quả hồi quy được tìm thấy ở mô hình cơ sở trong phần 4.1. và kết quả khi phân loại công ty theo quy mô, kết quả trong Bảng 9 lại cho thấy các công ty có cơ hội tăng trưởng thấp có xu hướng gia tăng lượng tiền mặt nắm giữ nhiều hơn khi dòng tiền hoạt động tăng so với các công ty có cơ hội tăng trưởng cao. Bên cạnh đó, kiểm định Wald đối với nhóm công ty có cơ hội tăng trưởng cao có p-value > 0,05, điều này cho thấy hệ số hồi quy của các biến trong mô hình này không có ý nghĩa thống kê cao.

Bảng 9

Kết quả hồi quy cho hai mẫu con: Nhóm công ty có cơ hội tăng trưởng thấp và nhóm công ty có cơ hội tăng trưởng cao

Biến	Nhóm công ty có cơ hội tăng trưởng thấp	Nhóm công ty có cơ hội tăng trưởng cao
SIZE _{it}	0,0000 (0,901)	0,0003 (0,741)
GROWTH _{it}	−0,0037** (0,047)	−0,0003 (0,925)
CASH_FLOW _{it}	0,0158** (0,025)	0,0129** (0,017)
Số quan sát	1.818	1.818
R ² within	0,0129	0,0046
Kiểm định Wald	10,17 (0,0172)	5,88 (0,1174)
Kiểm định Hausman	6,18 (0,1031)	1,73 (0,6314)

Ghi chú: Số trong ngoặc là giá trị p-value.

*, **, *** lần lượt tương đương với các mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%

Thứ hai, tác giả cho rằng sẽ có sự khác biệt trong chính sách nắm giữ tiền mặt giữa các công ty bị hạn chế tài chính và các công ty không bị hạn chế tài chính khi nền kinh tế vĩ mô đang trong tình trạng suy thoái vì trong thời kì kinh tế suy thoái khả năng các công ty bị hạn chế tài chính sẽ tăng lên khi đối mặt với những hạn chế về tiền tệ. Để xác minh quan điểm này, tác giả đã thêm một biến mới gọi là MACRO_{2008–2010} vào mô hình cơ sở. Đây là một biến giả thời gian, bằng 1 nếu đó là năm 2008, 2009, 2010 và bằng 0 cho các năm còn lại. Bảng 10 trình bày các kết quả kiểm định.

Bảng 10

Kết quả hồi quy mô hình cơ bản có tính đến giai đoạn khủng hoảng

Biến	Nhóm công ty chưa niêm yết	Nhóm công ty đã niêm yết
SIZE _{it}	−0,0006 (0,369)	0,0002 (0,446)
GROWTH _{it}	−0,0013 (0,810)	−0,0031** (0,017)
CASH_FLOW _{it}	0,0419** (0,014)	0,01768*** (0,010)
MACRO _{2008–2010}	0,0205*** (0,000)	−0,001758 (0,508)
MACRO _{2008–2010} .CASH_FLOW	−0,0416* (0,092)	−0,009102 (0,327)
Số quan sát	932	2.704
R ² within	0,0214	0,0078
Kiểm định Wald	24,09 (0,0002)	16,60 (0,0053)
Kiểm định Hausman	6,84 (0,2326)	5,47 (0,3617)

Ghi chú: Số trong ngoặc là giá trị p-value.

*, **, *** lần lượt tương đương với các mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%

Như đã được trình bày trong Bảng 10, biến tương tác MACRO_{2008–2010}.CASH_FLOW cho thấy một tác động âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 10% cho nhóm các công ty chưa niêm yết. Kết quả này có thể là do sự suy giảm trong dòng tiền hoạt động của các công ty trong thời kỳ suy thoái. Nói cách khác, không phải là vì các công ty có ít nhu cầu về tiền mặt hơn trong các giai đoạn mở rộng mà vì các công ty thực hiện cắt giảm một cách tự nhiên vị thế tiền mặt của mình để đáp ứng cho các chi phí hoạt động tổng thể của công ty. Phần còn lại của hồi quy về cơ bản vẫn giống như trước.

Cuối cùng, tác giả xem xét đến một đặc điểm kỹ thuật thay thế mô hình cơ sở liên

quan đến biến $GROWTH^2$. Ước lượng sẽ được tác giả kiểm tra bằng cách đo lường tác động của cơ hội tăng trưởng đến sự thay đổi trong lượng tiền mặt được các công ty nắm giữ khi xảy ra sự biến động trong dòng tiền thông qua một đại diện khác liên quan đến cơ hội đầu tư trong tương lai và hiện tại. Cụ thể, tác giả thay thế biến $GROWTH$ bằng biến $GROWTH_2$ được đo lường bằng tỉ lệ chi tiêu vốn trong tương lai trên chi tiêu vốn hiện nay, đó là $(CAPEX_{t+1} + CAPEX_{t+2}) / 2CAPEX_t$. Các kết quả hồi quy của mô hình được trình bày trong Bảng 11.

Bảng 11

Kết quả hồi quy của mô hình cơ sở sử dụng biến tăng trưởng thay thế

Biến	Nhóm công ty chưa niêm yết	Nhóm công ty đã niêm yết
$SIZE_{it}$	0,0005 (0,580)	0,0010 (0,358)
$GROWTH_2_{it}$	$-4,74,10^{-7}$ (0,910)	$-1,74,10^{-8}$ (0,770)
$CASH_FLOW_{it}$	0,0331* (0,056)	0,0060 (0,294)
Số quan sát	459	1.465
R^2 within	0,0046	0,0003
Kiểm định Wald	3,62 (0,0572)	1,51 (0,2198)
Kiểm định Hausman	5,47 (0,1407)	2,75 (0,2529)

Ghi chú: Số trong ngoặc là giá trị p-value.

*, **, *** lần lượt tương đương với các mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%

Kết quả hồi quy mô hình cơ sở khi sử dụng biến $GROWTH$ thay thế được trình bày trong Bảng 11. Kết quả cho thấy kết luận từ mô hình 1 vẫn được giữ vững. Khi thay thế biến đại diện cho tăng trưởng, ở các công ty chưa niêm yết có sự gia tăng lượng tiền mặt nắm giữ khi dòng tiền hoạt động có sự gia tăng (Biến $CASH_FLOW$ bằng 0,0331 và có ý nghĩa thống kê ở mức 10%).

Như vậy, nhìn chung, kết quả hồi quy cho thấy hạn chế tài chính có ảnh hưởng đến sự thay đổi trong lượng tiền mặt mà các công ty Việt Nam nắm giữ dưới tác động của dòng tiền. Theo đó, các công ty chưa niêm yết do phải đối mặt với nhiều khó khăn hơn trong việc tiếp cận với thị trường vốn so với các công ty đã niêm yết khi huy động các nguồn tài

² Biến này đã được tác giả đo lường với kì vọng rằng xu hướng tăng trưởng trong doanh thu bán hàng của công ty có liên quan với cơ hội tăng trưởng và cơ hội đầu tư.

trợ bên ngoài nên sẽ có xu hướng nắm giữ tiền mặt nhiều hơn từ dòng tiền tạo ra của công ty trong khi các công ty đã niêm yết thì không. Bên cạnh đó, kết quả từ các kiểm định bổ sung đề gia tăng tính vững vẫn tiếp tục ủng hộ kết quả nghiên cứu của tác giả trừ trường hợp phân loại công ty hạn chế tài chính theo tiêu chí cơ hội tăng trưởng. Những kết quả hồi quy và kiểm định cho thấy kết quả nghiên cứu ở Việt Nam nói chung tương đồng với kết quả nghiên cứu của López-Gracia và Sogorb-Mira (2015). Từ đó, tác giả hi vọng rằng kết quả của nghiên cứu sẽ góp phần bổ sung vào hệ thống lí thuyết và nâng cao tính thực tiễn của các bằng chứng thực nghiệm trên thế giới, để từ đó khẳng định vai trò quan trọng của việc hoạch định chiến lược tài chính, trong đó, bao gồm chiến lược quản trị tiền mặt cho các doanh nghiệp trong bối cảnh nền kinh tế phải đối mặt với các bất ổn như hiện nay.

5. Kết luận

Kết quả nghiên cứu cho thấy ở Việt Nam, các công ty chưa niêm yết có xu hướng nắm giữ nhiều tiền mặt hơn từ dòng tiền hoạt động mà công ty tạo ra, xuất phát từ việc ý thức được những khó khăn mà công ty có thể phải đối mặt trong tương lai khi tìm kiếm nguồn tài trợ cho nhu cầu đầu tư và đồng thời cũng nhằm mục đích ngăn chặn nguy cơ vỡ nợ có thể xảy ra. Ngược lại, các công ty đã niêm yết dường như không quan tâm đến việc nắm giữ tiền mặt bởi vì các công ty này không phải đối mặt với các rào cản tài chính trong tương lai. Kết quả nghiên cứu có tính vững và không thay đổi sau khi tác giả thực hiện một số thay đổi trong mô hình cơ sở.

Nhìn chung, các kết quả thu được của tác giả ủng hộ quan điểm cho rằng các công ty có thể giảm thiểu những tác động bất lợi của hạn chế tài chính bằng cách áp dụng chính sách nắm giữ tiền mặt nhiều hơn, động cơ phòng ngừa đối với việc nắm giữ tiền mặt là một yếu tố quyết định quan trọng cho nhu cầu về tiền mặt của một công ty. Trong khi, động cơ nắm giữ tiền mặt của các công ty còn là do ảnh hưởng của các yếu tố khác như chi phí sử dụng vốn của nguồn tài trợ bên ngoài, sự biến động trong thu nhập, khả năng sinh lợi của tài sản, quy mô và các cơ hội tăng trưởng của công ty (Keynes, 1936; Jensen, 1986; Kim & cộng sự, 1998; Opler & cộng sự, 1999; Pinkowitz & Williamson, 2001; Ferreira & Vilela, 2004; Ferreira & Vilela, 2004; Al-Najjar & Belghitar, 2011).

Điểm mới của nghiên cứu này là tác giả đã sử dụng một cách tiếp cận mới khi xem xét ảnh hưởng của dòng tiền đến sự thay đổi trong lượng tiền mặt được nắm giữ của các công ty trong bối cảnh bị hạn chế tài chính. Bên cạnh đó, nghiên cứu này phân loại các công ty theo tiêu chuẩn thị trường mà cụ thể các công ty chưa niêm yết được xem là các

công ty bị hạn chế tài chính, các công ty đã niêm yết là các công ty không bị hạn chế tài chính thay vì phân loại theo các tiêu chuẩn truyền thống như theo quy mô, cơ hội tăng trưởng, tỉ lệ chi trả cổ tức... Các phát hiện của nghiên cứu sẽ rất hữu ích cho các nhà quản trị công ty vì từ các bằng chứng mà nghiên cứu trung ra từ việc nắm giữ tiền mặt là tốn kém, các công ty bị hạn chế tài chính hay các công ty chưa niêm yết cần phải cân nhắc giữa chi phí và lợi ích của việc nắm giữ tiền mặt để đưa ra các quyết định hiệu quả. Các nhà quản trị công ty chưa niêm yết cũng cần phải so sánh chi phí của các hạn chế tài chính mà công ty gặp phải khi chưa niêm yết và các lợi ích rỗng của việc được niêm yết trên thị trường chứng khoán nơi mà các công ty sẽ không còn bị hạn chế tài chính để nhận được các lợi ích mà công ty chỉ có thể nhận được khi đã niêm yết trên thị trường chứng khoán. Thực tế cho thấy các công ty bị hạn chế tài chính nắm giữ tiền mặt tương đối nhiều, do đó, trong chính sách tài chính của công ty, các nhà quản trị công ty cần quan tâm đến các chiến lược đầu tư nguồn tiền này vào các tài sản thanh khoản và có khả năng sinh lợi. Ngoài ra, bởi vì các CEO có xu hướng nắm giữ tiền mặt như một phương tiện để bảo vệ công việc của mình, nên họ có thể sẽ bị giám sát bởi các cơ chế quản lý công ty để tránh tình trạng đầu tư quá mức. Trong khi đó, các công ty đã niêm yết do không bị hạn chế tài chính nên có thể sử dụng dòng tiền tạo ra một cách linh hoạt hơn bởi vì các công ty này không bị hạn chế trong việc gia tăng tiền mặt khi cần thiết.

Trong bối cảnh Việt Nam, nghiên cứu này sẽ cung cấp bằng chứng đầu tiên giúp các doanh nghiệp Việt Nam hiểu rõ hơn ảnh hưởng của hạn chế tài chính đến mối quan hệ giữa sự thay đổi trong lượng tiền mặt nắm giữ và dòng tiền của các doanh nghiệp, từ đó, giúp cho ban quản trị doanh nghiệp thấy được việc xác định lượng tiền mặt dự trữ hợp lý cho doanh nghiệp là rất quan trọng trong bối cảnh tình hình khủng hoảng như hiện tại và nhận thấy được tầm quan trọng của việc xây dựng các chính sách quản trị tiền mặt hiệu quả. Với lập luận chứng minh được rằng có sự khác nhau trong hành vi nắm giữ tiền mặt giữa các công ty đã niêm yết và các công ty chưa niêm yết, nghiên cứu góp phần hỗ trợ cho nhà quản trị doanh nghiệp hoạch định được những chiến lược hiệu quả trong quản trị tiền mặt, cũng như giúp các doanh nghiệp hiểu rõ hơn ảnh hưởng của hạn chế tài chính đến mối quan hệ giữa dòng tiền và sự thay đổi trong lượng tiền mặt được nắm giữ của các doanh nghiệp. Từ đó, ban quản trị doanh nghiệp có thể linh hoạt trong việc hoạch định các quyết định tài chính để gia tăng giá trị cho doanh nghiệp từ lượng tiền mặt được nắm giữ tại quỹ cũng như xây dựng được những chiến lược quản trị tài chính phù hợp nhằm tối đa hoá giá trị doanh nghiệp. Nghiên cứu có thể được xem như là một kiểm định bổ sung cho các nghiên cứu nền tảng trước đây mà phần lớn đều chỉ

ngiên cứu ở các công ty ở Mỹ như: Almeida và cộng sự (2004), Han và Qiu (2007) và Deniss và Sibilkov (2010); hoặc chỉ nghiên cứu cho các công ty ở Tây Ban Nha, như: Nghiên cứu của José López–Gracia và Francisco Sogorb–Mira (2015)■

Tài liệu tham khảo

- Almeida, H., Campello, M., & Weisbach, M. S. (2004). The cash flow sensitivity of cash. *The Journal of Finance*, 59(4), 1777–1804.
- Almeida, H., & Campello, M. (2007). Financial constraints, asset tangibility, and corporate investment. *The Review of Financial Studies*, 20(5), 1429–1460.
- Almeida, H., & Campello, M. (2010). Financing frictions and the substitution between internal and external funds. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45(3), 589–622.
- Al-Najjar, B., & Belghitar, Y. (2011). Corporate cash holdings and dividend payments: Evidence from simultaneous analysis. *Managerial and decision Economics*, 32(4), 231–241.
- Altinkılıç, O., & Hansen, R. S. (2000). Are there economies of scale in underwriting fees? Evidence of rising external financing costs. *The Review of Financial Studies*, 13(1), 191–218.
- Audretsch, D. B., & Elston, J. A. (2002). Does firm size matter? Evidence on the impact of liquidity constraints on firm investment behavior in Germany. *International Journal of Industrial Organization*, 20(1), 1–17.
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2008). Financing patterns around the world: Are small firms different?. *The Journal of Financial Economics*, 89(3), 467–487.
- Blundell, R., Bond, S., Devereux, M., & Schiantarelli, F. (1992). Investment and Tobin's Q: Evidence from company panel data. *Journal of Econometrics*, 51(1–2), 233–257.
- Bond, S., Elston, J. A., Mairesse, J., & Mulkay, B. (2003). Financial factors and investment in Belgium, France, Germany, and the United Kingdom: A comparison using company panel data. *The Review of Economics and Statistics*, 85(1), 153–165.
- Carreira, C. & Silva, F. (2010). No deep pockets: Some stylized empirical results on firms' financial constraints. *The Journal of Economics Surveys*, 24(4), 731–753.
- Chapman, D. R., Junor, C. W., & Stegman, T. R. (1996). Cash flow constraints and firm's investment behavior. *The Applied Economics*, 28(8), 1037–1047.
- Chen, S. S., & Wang, Y. (2012). Financial constraints and share repurchases. *The Journal of Financial Economics*, 105(5), 311–331.
- Chirinko, R. S. (1993). Business fixed investment spending: Modelling strategies, empirical results, and policy implications. *Journal of Economic Literature*, 31(4), 1875–1911.
- Denis, D. J. & Sibilkov, V. (2009). Financial constraints, investment, and the value of cash holdings. *Review of Financial Studies*, 23(1), 247–269.

- Duchin, R. (2010). Cash holdings and corporate diversification. *The Journal of Finance*, 65(3), 955–992.
- Fazzari, S. M., Hubbard, R. G., & Petersen, B. C. (1988). Financing constraints and corporate investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1998(1), 141–195.
- Ferreira, M. A., & Vilela A. S. (2004). Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries. *European Financial Management*, 10(2), 295–319.
- Foley, C. F., Hartzell, J. Titman, S., & Twite, G. (2007). Why do firms hold so much cash? A tax-based explanation. *Journal of Financial Economics*, 86(3), 579–607.
- Frésard, L., & Salva, C. (2010). The value of excess cash and corporate governance: Evidence from US cross-listings. *Journal of Financial Economics*, 98(2), 359–384.
- Gomes, J. F., Yaron, A., & Zhang, L. (2006). Asset pricing implications of firms' financing constraints. *Review of Financial Studies*, 19(4), 1321–1356.
- Guariglia, A. (2008). Internal financial constraints, external financial constraints, and investment choice: Evidence from a panel of UK firms. *Journal of Banking & Finance*, 32(9), 1795–1809.
- Hadlock, C. J. (1998). Ownership, liquidity, and investment. *RAND Journal of Economics*, 29, 487–508.
- Han, S., & Qiu J. (2007). Corporate precautionary cash holdings. *Journal of Corporate Finance*, 13(1), 43–57.
- Hovakimian, A., & Hovakimian G. (2009). Cash Flow Sensitivity of Investment. *European Financial Management*, 15(1), 47–65.
- Haushalter, D., Klasa, S., & Maxwell, W. F. (2007). The influence of product market dynamics on a firm's cash holdings and hedging behavior. *Journal of Financial Economics*, 84(3), 797–825.
- Hayashi, F. (1982). Tobin's marginal q and average q: A neoclassical interpretation. *Econometrica*, 50(1), 213–224.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323–329.
- Kadapakkam, P.-R, Kumar, P. C., & Riddick, L. A. (1998). The impact of cash flows and firm size on investment: The international evidence. *Journal of Banking & Finance*, 22(3), 293–320.
- Kaplan, S. N., & Zingales, L. (1997). Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints? *Quarterly Journal of Economics*, 112(1), 169–215.
- Keynes, J. M. (1936). *The general theory of employment, interest, and money*. London: Macmillan.
- Korajczyk, R. A., & Levy, A. (2003). Capital structure Choice: Macroeconomic Conditions and Financial Constraints. *Journal of Financial Economics*, 68(1), 1–30.
- Kim, C.-S., Mauer, D. C., & Sherman, A. E. (1998). The determinants of corporate liquidity: Theory and evidence. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 33(03), 335–359.
- Lee, I., Lochhead, S., Ritter, J., & Zhao. Q. (1996). The costs of raising capital. *Journal of Financial Research*, 19(1), 59–74.

- López-Gracia, J., & Sogorb-Mira, F. (2014). Sensitivity of external resources to cash flow under financial constraints. *International Business Review*, 23(5), 920–930.
- López-Gracia, J., & Sogorb-Mira, F. (2015). Financial constraints and cash–cash flow sensitivity. *Applied Economics*, 47(10), 1037–1049.
- Lotti, F., & Marcucci J. (2007). Revisiting the empirical evidence on firms' money demand. *Journal of Economics and Business*, 59(1), 51–73.
- Love, I. (2003). Financial development and financing constraints: International evidence from the structural investment model. *Review of Financial Studies*, 16(3), 765–791.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147–175.
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *Journal of Finance*, 39(3), 574–592.
- Opler, T., Pinkowitz, L., & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of financial economics*, 52(1), 3–46.
- Pál, R., & Ferrando, A. (2010). Financing constraints and firms' cash policy in the euro area. *The European Journal of Finance*, 16(2), 153–171.
- Pinkowitz, L., & Williamson, R. (2001). Bank power and cash holdings: Evidence from Japan. *Review of Financial Studies*, 14(4), 1059–1082.
- Riddick, L. A., & Whited, T. M. (2009). The corporate propensity to save. *The Journal of Finance* 64(4), 1729–1766.
- Savignac, F. (2009). Impact of financial constraints on innovation: What can be learned from a direct measure? *Economics of Innovation and New Technology*, 17(6), 553–569.
- Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfection information. *The American Economic Review*, 71(3), 393–410.
- Stulz, R. M. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, 26(1), 3–27.
- Whited, T. M. (1992). Debt, liquidity constraints, and corporate investment: Evidence from panel data. *Journal of Finance*, 47(4), 1425–1460.
- Whited, T., & Wu, G. (2006). Financial constraints risk. *Review of Financial Studies*, 19(2), 33–72.