

Tác động của quản trị lợi nhuận đến mức nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam

Nguyễn Thanh Liêm^{1,*}, Cao Thị Miên Thùy^{1,2}, Ngô Phú Thanh¹



Use your smartphone to scan this QR code and download this article

TÓM TẮT

Nghiên cứu về tác động của quản trị lợi nhuận đến mức nắm giữ tiền của doanh nghiệp ghi nhận những kết quả không thống nhất. Trong nghiên cứu này, chúng tôi xem xét ảnh hưởng của quản trị lợi nhuận đến mức tiền mặt nắm giữ của các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2011-2019. Kết quả cho thấy tác động ngược chiều của quản trị lợi nhuận lên nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp. Chúng tôi tiếp tục đi sâu phân tích cho thấy tác động này đặc biệt tồn tại đối với nhóm doanh nghiệp được xem là có chi phí người đại diện cao. Đây là bằng chứng cho thấy tương quan ngược chiều này xuất phát từ việc quản trị lợi nhuận làm giảm chất lượng báo cáo. Kết quả này vẫn vững với nhiều phương pháp tiếp cận để xử lý vấn đề nội sinh và các khuyết tật của mô hình, cũng như với hai thước đo chi phí người đại diện. Nghiên cứu này cung cấp hàm ý chính là quản trị lợi nhuận làm tăng bất cân xứng thông tin, khiến việc giữ nhiều tiền mặt trở nên không phù hợp, vì điều này sẽ khiến cho chi phí người đại diện tăng nhiều. Do đó, nghiên cứu này có những đóng góp quan trọng về mặt thực tiễn đối với các nhà đầu tư và cả các nhà hoạch định chính sách, cũng như về mặt lý thuyết: quản trị lợi nhuận là một chỉ báo quan trọng cho chính sách nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp.

Từ khoá: quản trị lợi nhuận, nắm giữ tiền mặt, chi phí người đại diện, Việt Nam

GIỚI THIỆU

Chính sách nắm giữ tiền mặt có vai trò quan trọng trong quản trị doanh nghiệp. Mức nắm giữ tiền mặt hợp lý đảm bảo cho công ty có đủ nguồn lực cần thiết để duy trì hoạt động sản xuất kinh doanh, phục vụ mục đích dự phòng và thanh khoản. Tuy nhiên, việc nắm giữ tiền mặt quá nhiều sẽ làm phát sinh chi phí cơ hội, giảm khả năng sinh lời của doanh nghiệp.

Nhiều nghiên cứu đã chỉ ra một số nhân tố ảnh hưởng đến quyết định nắm giữ tiền của doanh nghiệp¹⁻⁵. Tuy nhiên, rất ít nghiên cứu nói về tác động của quản trị lợi nhuận đến mức nắm giữ tiền mặt⁶. Các nghiên cứu trước cho thấy chất lượng báo cáo tài chính (BCTC) cao hơn góp phần làm giảm bất cân xứng thông tin giữa nhà quản lý và các bên liên quan của doanh nghiệp⁷⁻¹¹. Việc giảm bất cân xứng thông tin giúp doanh nghiệp giải quyết các xung đột về lợi ích kinh tế giữa các bên liên quan và hạn chế các rủi ro tiềm ẩn. Ngược lại, chất lượng BCTC kém làm tăng sự không chắc chắn về sức khỏe tài chính của doanh nghiệp, gây nghi ngờ về hành vi quản trị lợi nhuận mang tính cơ hội của các nhà quản lý. Các nghiên cứu trước cung cấp bằng chứng nhất quán rằng hành vi quản trị lợi nhuận dẫn đến chất lượng BCTC của doanh nghiệp bị sụt giảm nghiêm trọng⁸⁻¹². Dựa vào những nghiên cứu trên, về mặt lý thuyết lẫn thực nghiệm ta có thể kỳ

vọng có mối liên hệ giữa quản trị lợi nhuận đến mức nắm giữ tiền của doanh nghiệp (thông qua tác động tới chất lượng BCTC và môi trường thông tin). Tuy nhiên, cho đến nay có rất ít nghiên cứu xem xét tác động của quản trị lợi nhuận đến mức nắm giữ tiền⁶.

Đã có khá nhiều nghiên cứu liên quan đến hoạt động quản trị lợi nhuận và chất lượng BCTC tại Việt Nam^{13,14}, nhưng các nghiên cứu để cập mới quan hệ giữa quản trị lợi nhuận và nắm giữ tiền là rất hạn chế. Mối liên hệ giữa các quyết định của nhà quản lý liên quan đến việc quản trị lợi nhuận và nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp được xem xét trong nghiên cứu của Khuong, Liem⁶. Các tác giả tìm thấy bằng chứng cho thấy quản trị lợi nhuận dựa trên dồn tích và quản trị lợi nhuận thông qua các hoạt động thực tế có ảnh hưởng đến mức nắm giữ tiền mặt của các công ty năng lượng niêm yết tại Việt Nam. Tuy nhiên, các tác giả chỉ sử dụng mẫu nghiên cứu nhỏ và giới hạn ở một ngành riêng biệt (ngành năng lượng).

Nghiên cứu này kế thừa và mở rộng nghiên cứu của Khuong, Liem⁶ với các đóng góp đáng chú ý sau. Thứ nhất, thay vì chỉ tập trung vào các doanh nghiệp ngành năng lượng, chúng tôi mở rộng mẫu nghiên cứu với các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết tại Việt Nam để tăng cường tính khái quát của các phát hiện từ nghiên cứu. Thứ hai, chúng tôi phân tích tác

¹Trường Đại học Kinh tế - Luật, VNU-HCM, Việt Nam

²Trường Cao đẳng Công Thương, TP. HCM, Việt Nam

Liên hệ

Nguyễn Thanh Liêm, Trường Đại học Kinh tế - Luật, VNU-HCM, Việt Nam

Email: liemnt@uel.edu.vn

Lịch sử

- Ngày nhận: 06/02/2021
- Ngày chấp nhận: 15/6/2021
- Ngày đăng: 05/7/2021

DOI: 10.32508/stdjelm.v5i3.770



Bản quyền

© ĐHQG TP.HCM. Đây là bài báo công bố mở được phát hành theo các điều khoản của the Creative Commons Attribution 4.0 International license.



Trích dẫn bài báo này: Liêm N T, Thùy C T M, Thanh N P. Tác động của quản trị lợi nhuận đến mức nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam. *Sci. Tech. Dev. J. - Eco. Law Manag.*; 5(3):1699-1708.

động của quản trị lợi nhuận đến mức tiền mặt nắm giữ đối với nhóm doanh nghiệp có ít và có nhiều chi phí người đại diện. Tổng hợp từ lý thuyết và thực nghiệm, chúng tôi cho rằng có hai khả năng gây ra tương quan ngược chiều giữa quản trị lợi nhuận và mức nắm giữ tiền. Một, dồn tích làm tăng chất lượng BCTC và giảm bất cân xứng thông tin như Khuong, Liem⁶ lập luận. Tuy nhiên, tương quan ngược chiều này cũng có thể xảy ra ngay cả khi quản trị lợi nhuận làm giảm chất lượng BCTC. Chúng tôi đã đi sâu phân tích và tìm thấy bằng chứng ủng hộ khả năng thứ hai này. Kết quả cho thấy quản trị lợi nhuận khiến chất lượng thông tin về lợi nhuận không được đảm bảo, làm tăng chi phí người đại diện, buộc doanh nghiệp giảm lượng tiền nắm giữ. Các kết quả nghiên cứu này đóng góp vào lý luận và thực tiễn quản lý tại Việt Nam, cũng như các quốc gia đang phát triển.

Bố cục của bài viết được trình bày như sau: Phần 2 trình bày cơ sở lý thuyết và lược khảo các nghiên cứu trước đó. Phần 3 thảo luận về dữ liệu mẫu, mô hình và phương pháp nghiên cứu. Phần 4 bình luận về kết quả nghiên cứu. Phần 5 kết luận và đưa ra hàm ý chính sách.

TỔNG QUAN CÁC NGHIÊN CỨU LIÊN QUAN VÀ GIẢ THUYẾT NGHIÊN CỨU

Quản trị lợi nhuận có thể ảnh hưởng đến quyết định nắm giữ tiền mặt của công ty vì những lý do liên quan đến sự bất cân xứng thông tin, chi phí người đại diện và chi phí tài trợ bên ngoài theo hai hướng trái ngược nhau.

Một mặt, chất lượng BCTC tốt sẽ làm giảm chênh lệch thông tin giữa công ty và các nhà đầu tư bên ngoài¹⁵, nhờ đó giúp các chi phí phát sinh khi tiếp cận các nguồn tài trợ bên ngoài trở nên rẻ hơn¹⁶. Chất lượng BCTC cao hơn giúp củng cố lòng tin của các cổ đông đối với động cơ báo cáo lợi nhuận của nhà quản lý, tạo điều kiện làm giảm chi phí giám sát của cổ đông, giúp các kế hoạch kinh doanh được thực hiện^{9,10,17}, tăng khả năng công ty tiếp cận nguồn tài trợ bên ngoài, nhờ đó giảm nhu cầu sử dụng tiền mặt cho mục đích dự phòng^{18,19}.

Theo Mikkelsen and Partch²⁰, Opler, Pinkowitz²¹, nắm giữ tiền mặt ở mức cao đóng vai trò như một cơ chế phòng ngừa đối với sự không chắc chắn về dòng tiền trong tương lai, đặc biệt là khi biến động dòng tiền lớn. Nếu doanh nghiệp không dự trữ đủ tiền mặt để khắc phục tình trạng thiếu vốn, đầu tư dưới mức có thể xảy ra, gây thiệt hại cho doanh nghiệp. Tuy nhiên, giữ nhiều tiền làm tăng chi phí cơ hội và hạn chế khả năng đầu tư vào các lĩnh vực có lợi nhuận cao. Vì vậy, trừ khi chất lượng BCTC của doanh nghiệp tốt

và đủ để duy trì lòng tin của các đối tượng bên ngoài về động cơ giữ tiền mặt (nghĩa là có khả năng xử lý chi phí người đại diện), thì doanh nghiệp không nên giữ nhiều tiền mặt. Một số nghiên cứu đã khẳng định lập luận này khi ghi nhận mối quan hệ cùng chiều giữa bất cân xứng thông tin và lượng tiền mặt nắm giữ^{18,22,23}. Các khoản dồn tích (sản phẩm của hành vi quản trị lợi nhuận) được cho là làm giảm chất lượng BCTC và gây khó khăn trong việc dự đoán về dòng tiền trong tương lai. Vì vậy, có thể kỳ vọng về mối tương quan cùng chiều giữa các khoản dồn tích và mức nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp.

Tuy nhiên, các khoản dồn tích không phải luôn khiến cho các BCTC có chất lượng thấp. Trong một số trường hợp, nếu được xử lý đúng cách và với động cơ đúng đắn, các khoản dồn tích có thể đóng một vai trò quan trọng trong việc giảm bớt vấn đề bất cân xứng thông tin. Theo Arya, Glover²⁴, các công ty có thể sử dụng các khoản dồn tích để phát tín hiệu về giá trị thực của mình cho các nhà đầu tư. Linck, Netter²⁵ nhận thấy rằng các khoản dồn tích làm giảm bất cân xứng thông tin, qua đó giúp nâng cao giá trị doanh nghiệp. Như vậy, các khoản dồn tích có thể mang lại lợi ích cho doanh nghiệp, làm giảm thiểu tình trạng bất cân xứng thông tin và giúp doanh nghiệp thoát khỏi những hạn chế tài chính và tiếp cận thị trường vốn với các điều khoản thuận lợi hơn. Vì vậy, có thể đưa ra giả thuyết là các công ty sẽ có ít động cơ tích trữ tiền mặt để phòng hơn khi có mức dồn tích cao hơn.

Mặt khác, tương quan ngược chiều giữa các khoản dồn tích (sản phẩm của quản trị lợi nhuận) và mức nắm giữ tiền mặt có thể xảy ra khi dồn tích làm giảm chất lượng BCTC. Khi dồn tích làm giảm chất lượng báo cáo lợi nhuận và tăng bất cân xứng thông tin, việc giữ tiền nhiều có thể làm tăng mạnh chi phí người đại diện¹⁹. BCTC có chất lượng tốt tạo lòng tin của các đối tượng bên ngoài^{10,11}, nên BCTC chất lượng thấp sẽ làm tăng sự hoài nghi về động cơ giữ tiền của doanh nghiệp.

Tóm lại, tác động của quản trị lợi nhuận đến mức giữ tiền có thể là cùng chiều hay ngược chiều. Tại Việt Nam, Khuong, Liem⁶ đã thực hiện nghiên cứu về tác động của quản trị lợi nhuận dồn tích đến mức nắm giữ tiền mặt. Kết quả cho thấy có tác động ngược chiều của quản trị lợi nhuận đến mức nắm giữ tiền. Thống nhất với nghiên cứu này cho bối cảnh nghiên cứu tại Việt Nam, chúng tôi đặt ra giả thuyết như sau:

Giả thuyết H1: Quản trị lợi nhuận dồn tích tác động ngược chiều lên mức nắm giữ tiền mặt.

Như trên, tương quan ngược chiều giữa quản trị lợi nhuận dồn tích và mức nắm giữ tiền (nếu có) có thể xuất phát từ việc quản trị lợi nhuận làm tăng cũng như

giảm chất lượng báo cáo lợi nhuận. Theo lý thuyết chi phí người đại diện, các nhà quản lý doanh nghiệp có thể phục vụ lợi ích bản thân thông qua tích trữ nhiều tiền, dẫn đến các mâu thuẫn giữa người chủ - người đại diện²⁶⁻²⁹. Ngoài ra, dư thừa tiền mặt vừa làm tăng chi phí đại diện nhưng lại không tạo ra lợi ích tài chính²⁷. Nếu bản thân chi phí người đại diện của doanh nghiệp đã cao, và doanh nghiệp tiếp tục thực hiện hành vi quản trị lợi nhuận thì các nhà đầu tư càng không tin tưởng vào BCTC và đánh giá thấp việc giữ nhiều tiền của doanh nghiệp. Do đó, nhằm hạn chế chi phí người đại diện để tránh làm giảm hiệu quả hoạt động cũng như giá trị của doanh nghiệp, các giám đốc sẽ hạn chế giữ tiền mặt.

Trong khi đó, nếu quản trị lợi nhuận làm tăng chất lượng BCTC, thì tương tác của quản trị lợi nhuận và chi phí người đại diện sẽ mang hệ số dương vì quản trị lợi nhuận tạo điều kiện cho các nhà đầu tư bên ngoài hiểu động cơ nắm giữ tiền, từ đó không còn đánh giá tiêu cực đối với việc doanh nghiệp nắm giữ nhiều tiền. Thống nhất với những nghiên cứu trước về tác động tiêu cực của quản trị lợi nhuận dồn tích làm giảm chất lượng BCTC và làm tăng bất cân xứng thông tin, chúng tôi đặt ra giả thuyết như sau:

Giả thuyết H2: Quản trị lợi nhuận có tác động tiêu cực hơn đến mức nắm giữ tiền mặt khi doanh nghiệp có chi phí người đại diện cao hơn.

DỮ LIỆU MẪU, MÔ HÌNH VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Mô hình nghiên cứu

Dựa trên các nghiên cứu trước đó của Khuong, Liem⁶, Opler, Pinkowitz²¹, Anand, Thenmozhi³⁰, Guizani³¹, chúng tôi đề xuất mô hình tĩnh (1) và động (2) như sau:

$$CASH_{it} = \beta_0 + \beta_1 AEM_{i,t-1} + \beta_2 TANG_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 CFOA_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 GROW_{it} + \beta_7 BIG4_{it} + INDUSTRY_DUM_i + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$CASH_{it} = \delta_0 + \delta_1 CASH_{i,t-1} + \delta_2 AEM_{it} + \delta_3 TANG_{it} + \delta_4 SIZE_{it} + \delta_5 CFOA_{it} + \delta_6 LEV_{it} + \delta_7 GROW_{it} + \delta_8 BIG4_{it} + INDUSTRY_DUM_i + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Trong đó:

CASH là biến phụ thuộc, đại diện cho mức nắm giữ tiền của doanh nghiệp, được đo bằng tỷ số của tiền và các khoản đầu tư ngắn hạn trên tổng tài sản.

AEM là biến giải thích, đại diện cho quản trị lợi nhuận doanh nghiệp, được tính toán theo mô hình của Jones (1991) được điều chỉnh bởi Dechow, Sloan³². Các bước đo lường các khoản dồn tích cụ thể được trình bày ở phụ lục.

Các biến kiểm soát được đưa vào mô hình kế thừa nghiên cứu của Khuong, Liem⁶, Opler, Pinkowitz²¹.

Cụ thể, TANG, SIZE, CFOA, LEV, GROW, BIG4 lần lượt là các biến kiểm soát cho tài sản hữu hình, quy mô doanh nghiệp, dòng tiền hoạt động, đòn bẩy tài chính, tăng trưởng và chất lượng kiểm toán. TANG được đo lường bằng tỷ số giữa tài sản cố định hữu hình và tổng tài sản. SIZE được tính toán bằng cách lấy logarit của tổng tài sản. CFOA là tỷ số giữa dòng tiền hoạt động và tổng tài sản. LEV đại diện cho hệ số của tổng nợ phải trả trên tổng tài sản. GROW đại diện cho yếu tố cơ hội tăng trưởng, được tính bằng chỉ số thị giá trên thư giá của cổ phiếu. BIG4 là biến nhị phân, nhận giá trị 1 nếu các đơn vị kiểm toán được chọn thuộc nhóm Big4 (PricewaterhouseCoopers, Ernst & Young, KPMG và Deloitte) và ngược lại sẽ nhận giá trị 0. Mô hình (2) bổ sung biến trễ của biến AEM dựa vào nghiên cứu của Anand, Thenmozhi³⁰ và Guizani³¹. Ngoài ra, các biến kiểm soát ngành được đưa vào mô hình ở dạng vector INDUSTRY_DUM. Đây là các biến giả ngành, nhận giá trị bằng 1 nếu doanh nghiệp thuộc một trong các ngành năng lượng, nguyên vật liệu, công nghiệp, hàng tiêu dùng không thiết yếu, hàng tiêu dùng thiết yếu, chăm sóc sức khỏe, công nghệ thông tin và dịch vụ viễn thông. Các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu được chia theo chuẩn phân ngành của Thomson Reuters.

Dữ liệu nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng bảng không cân bằng để tổng hợp dữ liệu của 463 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn 2011-2019. Việc loại trừ các doanh nghiệp ngành tài chính vì đặc điểm báo cáo kế toán cũng như đặc điểm hoạt động của các doanh nghiệp này khác biệt nhiều so với các doanh nghiệp ngành khác. Sau khi loại trừ các doanh nghiệp tài chính, mẫu nghiên cứu sau cùng bao gồm 2.847 quan sát. Các dữ liệu thứ cấp được thu thập từ BCTC của các doanh nghiệp niêm yết phục vụ nghiên cứu này, và được cung cấp bởi Thomson Reuter EIKON.

Phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng phương pháp ước lượng dữ liệu bảng là mô hình ảnh hưởng cố định (Fixed effects model) để kiểm soát cho các đặc điểm riêng của doanh nghiệp. Đây là phương pháp tiếp cận phổ biến cho dữ liệu bảng. Phương pháp này được sử dụng để ước lượng mô hình tĩnh (1). Trong mô hình (1), để giảm khả năng nội sinh giữa mức nắm giữ tiền mặt và quản trị lợi nhuận, tác giả sử dụng biến quản trị lợi nhuận (AEM) bị trễ một kỳ.

Nghiên cứu sử dụng bổ sung phương pháp ước lượng System Generalized Method of Moments (System GMM) vì các mô hình hồi quy truyền thống (phương

pháp bình phương bé nhất - OLS, mô hình ảnh hưởng cố định - FEM, mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên - REM) chưa xử lý triệt để các vấn đề về nội sinh. Nghiên cứu này sử dụng mô hình bảng động (mô hình 2), thống nhất với Guizani³¹ và Anand, Thenmozhi³⁰ trong đó cho rằng các doanh nghiệp về bản chất sẽ có mức giữ tiền mục tiêu, do đó sẽ muốn điều chỉnh về mức mục tiêu này nếu có chênh lệch với thực tế. Theo Guizani³¹, Anand, Thenmozhi³⁰ cũng như Roodman³³, các vấn đề nội sinh xảy ra do thiếu biến và sử dụng mô hình động đều được xử lý tốt thông qua mô hình System GMM, bằng việc sử dụng các biến công cụ được xây dựng từ chính các biến giải thích trong mô hình. Phương pháp GMM cũng cung cấp kết quả ước lượng đáng tin cậy khi xảy ra các hiện tượng tự tương quan và phương sai thay đổi vốn thường gặp với dữ liệu bảng³³. Ngoài việc sử dụng hai mô hình tĩnh (ước lượng bằng mô hình FEM) và động (ước lượng bằng mô hình System GMM), nghiên cứu sử dụng thêm hai thước đo khác của chi phí người đại diện để đảm bảo tính vững của kết quả.

KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ THẢO LUẬN

Thống kê mô tả

Bảng 1 dưới đây trình bày thống kê mô tả về các biến nghiên cứu. Thứ tự các cột trong bảng lần lượt là tên biến, số quan sát, giá trị trung bình, độ lệch chuẩn, giá trị bé nhất và giá trị lớn nhất. Từ Bảng 1, ta nhận thấy giá trị trung bình của biến CASH là 4,8% tài sản, nghĩa là trung bình doanh nghiệp giữ mức tiền và tài sản tương đương tiền ở mức gần 5% tổng tài sản. Biến giải thích quản trị lợi nhuận nhận giá trị trung bình là -0,001, và có cả giá trị âm và dương, cho thấy có doanh nghiệp thực hiện quản trị lợi nhuận theo hướng giảm và tăng thu nhập. TANG nhận giá trị trung bình là 0,265, tương ứng với trung bình 26,5% tài sản của doanh nghiệp là tài sản cố định hữu hình. CFOA có giá trị trung bình là 0,06, cho thấy dòng tiền hoạt động đạt khoảng 6% tổng tài sản của doanh nghiệp. Giá trị trung bình của LEV là 0,233, nghĩa là tổng nợ chiếm gần một phần tư giá trị tổng tài sản. GROW có giá trị trung bình là 1,44, thể hiện thị trường đánh giá tiềm năng tăng trưởng của doanh nghiệp tương đối tốt. Cuối cùng, giá trị trung bình của biến BIG4 chỉ khoảng 25% số lượng doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu lựa chọn công ty kiểm toán thuộc nhóm Big4.

Ma trận tương quan

Bảng 2 trình bày ma trận hệ số tương quan giữa các biến nghiên cứu. Nhìn vào Bảng 2 ta thấy, các biến

nghiên cứu AEM_Jones, LEV, GROWTH, TANG, SIZE có tương quan nghịch biến và có ý nghĩa thống kê ở mức 5%, trong khi biến CFOA và BIG4 có tương quan đồng biến với CASH. Đặc biệt hệ số tương quan âm -0,0849 và có ý nghĩa thống kê của AEM_Jones và CASH hàm ý có thể có mối quan hệ ngược chiều giữa quản trị lợi nhuận và mức nắm giữ tiền của doanh nghiệp. Đồng thời, Bảng 2 gợi ý không xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến nghiêm trọng trong mô hình bởi vì không có hệ số tương quan cặp nào có giá trị tuyệt đối lớn hơn 0.9³⁴.

Thảo luận kết quả hồi quy

Bảng 3 trình bày kết quả hồi quy theo mô hình ảnh hưởng cố định (Fixed effects model) và hồi quy System GMM. Đối với kết quả của mô hình ảnh hưởng cố định, chúng tôi sử dụng biến trễ một kỳ của biến giải thích chính là AEM để xử lý nội sinh. Kết quả cho thấy biến AEM có hệ số âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 5%. Ngoài ra, Bảng 3 trình bày kết quả hồi quy System GMM để kiểm tra tính vững. Các kiểm định về tính xác định quá mức Hansen và tự tương quan bậc hai đều thỏa do có p-value lớn hơn 10%³³. Đồng thời, biến trễ của biến phụ thuộc có ý nghĩa thống kê, cho thấy mô hình động được sử dụng là phù hợp, và kết quả ước lượng đáng tin cậy. Kết quả cho thấy biến AEM vẫn có hệ số âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 5%.

Kết quả trên cung cấp bằng chứng ủng hộ giả thuyết H1 về tác động ngược chiều giữa biến quản trị lợi nhuận đến nắm giữ tiền mặt, và cũng thống nhất với ghi nhận của Khuong, Liem⁶ đối với mẫu gồm các doanh nghiệp ngành năng lượng tại Việt Nam. Tuy nhiên, như đã thảo luận ở trên, tương quan ngược chiều giữa hai yếu tố này có thể do hai khả năng khác nhau về tác động của quản trị lợi nhuận dồn tích đến mức nắm giữ tiền mặt.

Một, nếu quản trị lợi nhuận dồn tích xuất phát từ thiện chí cung cấp thông tin có giá trị giúp dự báo thu nhập tốt, từ đó làm tăng chất lượng BCTC, giảm bất cân xứng thông tin, thì doanh nghiệp có thể tiếp cận vốn bên ngoài dễ dàng hơn. Khi đó, doanh nghiệp không cần trữ nhiều tiền mặt, như Linck, Netter²⁵ đã chỉ ra. Hai, nếu quản trị lợi nhuận xuất phát từ hành vi cơ hội của giám đốc/cổ đông (theo khung phân tích chi phí người đại diện): quản trị lợi nhuận làm giảm chất lượng BCTC, làm tăng bất cân xứng thông tin và chi phí người đại diện. Giữ tiền mặt nhiều sẽ càng làm tăng chi phí người đại diện, nên doanh nghiệp sẽ có ít động cơ để giữ lại tiền mặt nhiều. Tóm lại, tương quan ngược chiều giữa quản trị lợi nhuận và nắm giữ tiền mặt có thể xuất phát từ cả hai khả năng là quản trị

Bảng 1: Thống kê mô tả

Biến	Số quan sát	Trung bình	Sai số	Min	Max
CASH	2,847	0.048	0.051	0.000	0.569
AEM	2,847	-0.001	0.153	-1.711	2.020
SIZE	2,847	27.128	1.520	23.330	31.991
TANG	2,847	0.265	0.216	0.000	0.966
CFOA	2,847	0.060	0.135	-0.696	1.903
LEV	2,847	0.233	0.192	0.000	0.798
GROW	2,847	1.444	1.099	0.077	18.193
BIG4	2,847	0.245	0.430	0.000	1.000

Nguồn: tính toán của nhóm tác giả từ phần mềm STATA

Bảng 2: Ma trận tương quan

Biến	CASH	AEM	SIZE	TANG	CFOA	LEV	GROW
CASH	1.0000						
AEM	-0.0849*	1.0000					
SIZE	-0.1729*	0.0849*	1.0000				
TANG	-0.2055*	-0.1203*	0.1791*	1.0000			
CFOA	0.1038*	-0.7466*	-0.0297	0.1830*	1.0000		
LEV	-0.2412*	0.0448*	0.4006*	0.2747*	-0.2035*	1.0000	
GROW	-0.1345*	-0.0654*	-0.1002*	-0.0271	-0.1759*	0.0951*	1.0000
BIG4	0.0083	0.0059	0.4624*	0.0382*	0.0402*	0.0233	-0.1623*

* thể hiện có ý nghĩa thống kê ở mức 5%. Nguồn: nhóm tác giả tính toán sử dụng phần mềm STATA.

lợi nhuận làm tăng (khả năng thứ nhất) hay làm giảm (khả năng thứ hai) chất lượng BCTC.

Trong nghiên cứu này, chúng tôi đi sâu tìm hiểu khả năng tác động ngược chiều có phải do quản trị lợi nhuận vẫn để chi phí người đại diện hay không. Nếu chi phí người đại diện đã cao thì hành vi quản trị lợi nhuận có thể làm giảm nhu cầu giữ tiền mặt. Điều này là do nếu chi phí người đại diện đã cao, mà giám đốc thực hiện thêm hành vi quản trị lợi nhuận thì doanh nghiệp càng khó tiếp cận với vốn bên ngoài, vì các nhà đầu tư càng không tin vào BCTC và đánh giá thấp việc giữ nhiều tiền của doanh nghiệp. Tóm lại, để tránh làm tăng chi phí người đại diện nhằm đảm bảo hiệu quả và giá trị của doanh nghiệp, doanh nghiệp nếu chi phí đại diện cao mà có hành vi quản trị lợi nhuận dồn tích sẽ càng phải giảm lượng tiền nắm giữ.

Hai thước đo cho chi phí người đại diện được sử dụng trong nghiên cứu này để đảm bảo tính vững của kết quả. Thước đo thứ nhất là tỷ lệ doanh nghiệp trả cổ tức: nếu doanh nghiệp chi trả cổ tức càng cao, chi phí người đại diện sẽ thấp hơn. Chi trả cổ tức là cơ chế để thống nhất lợi ích của cổ đông và giám đốc³⁵⁻³⁷. Lý

thuyết người đại diện cho rằng chính sách cổ tức do chi phí người đại diện ảnh hưởng, xuất phát từ sự khác biệt giữa sở hữu và quản lý³⁸, bằng cách làm giảm số tiền mà nhà quản lý có thể sử dụng tùy ý³⁹.

Thước đo thứ hai là tỷ lệ sở hữu của giám đốc trong công ty (đo bằng tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của giám đốc trên tổng số cổ phiếu của doanh nghiệp): nếu giám đốc sở hữu nhiều cổ phiếu của công ty hơn, lợi ích của giám đốc có thể được xem là cùng với lợi ích của các cổ đông khác, nhờ đó sẽ giảm chi phí người đại diện⁴⁰⁻⁴². Thống nhất với lập luận trên, Rashid⁴³ cung cấp bằng chứng cho thấy sở hữu giám đốc cao làm giảm chi phí người đại diện.

Bảng 4 trình bày kết quả ước lượng sử dụng mô hình ảnh hưởng cố định, có khắc phục nội sinh bằng cách sử dụng biến trễ của AEM. Kết quả cho thấy quản trị lợi nhuận có hệ số âm và chỉ có ý nghĩa thống kê đối với nhóm doanh nghiệp được xem là có nhiều chi phí đại diện, cụ thể là nhóm có tỷ lệ chi trả cổ tức thấp và nhóm có tỷ lệ sở hữu của giám đốc thấp. Điều này hàm ý rằng khi chi phí người đại diện đã cao, nếu sử dụng thêm quản trị lợi nhuận và giữ tiền nhiều có thể

Bảng 3: Kết quả hồi quy sử dụng Fixed Effects và System GMM

	Fixed effects	System GMM
L.CASH		0.273*** (0.025)
L.AEM	-0.014** (0.006)	
AEM		-0.015** (0.008)
TANG	-0.052*** (0.012)	-0.043*** (0.009)
CFOA	0.04*** (0.007)	0.021** (0.009)
LEV	-0.029*** (0.010)	-0.007 (0.009)
GROW	-0.003** (0.001)	-0.003*** (0.001)
BIG4	0.000 (0.005)	0.007 (0.005)
SIZE		-0.003*** (0.001)
Hệ số chặn	0.071*** (0.004)	0.127*** (0.027)
Biến giả ngành	Có	Có
R2	0.044	
Số quan sát	2390	2504
AR2 test – p-value		0.175
Hansen test – p-value		0.360
Số biến công cụ		124

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

Nguồn: tính toán của nhóm tác giả sử dụng phần mềm STATA. Số trong ngoặc là sai số.

khuyến giá trị/hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp bị giảm sút. Kết quả này thống nhất với giả thuyết H2, nghĩa là nếu doanh nghiệp được cho là có chi phí đại diện cao, hành vi quản trị lợi nhuận sẽ làm tăng bất cân xứng thông tin và chi phí đại diện hơn nữa, khiến cho việc giữ nhiều tiền là không tối ưu. Kết quả này giúp khẳng định tác động của quản trị lợi nhuận đến chất lượng BCTC của các công ty niêm yết ở Việt Nam mang tính tiêu cực.

KẾT LUẬN VÀ HÀM Ý CHÍNH SÁCH

Quản trị lợi nhuận và tác động của nó đến chất lượng BCTC doanh nghiệp đã thu được nhiều sự quan tâm của giới nghiên cứu và các nhà quản lý, nhà đầu tư. Việc nghiên cứu quản trị lợi nhuận có nhiều ý nghĩa ở những thị trường đang phát triển, và được kỳ vọng sẽ mang đến nhiều hàm ý quản trị và đầu tư quan trọng. Sử dụng mẫu gồm các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam từ 2011 đến 2019 cùng với các phương pháp ước lượng cho dữ liệu bảng, nghiên cứu này kiểm định các giả thuyết về tác động của quản trị lợi nhuận đến mức

Bảng 4: Hồi quy theo nhóm doanh nghiệp phân theo chi phí đại diện

	Low dividend yield	High dividend yield	Low managerial ownership	High managerial ownership
L.AEM	-0.033** (0.017)	-0.009 (0.011)	-0.024* (0.014)	-0.008 (0.011)
TANG	-0.068** (0.032)	-0.046*** (0.017)	-0.030* (0.018)	-0.066*** (0.023)
CFOA	0.083*** (0.028)	0.028* (0.015)	0.052** (0.021)	0.038** (0.018)
LEV	-0.011 (0.021)	-0.032* (0.017)	-0.019 (0.015)	-0.047** (0.022)
GROW	0.001 (0.002)	-0.003 (0.003)	-0.001 (0.002)	-0.004* (0.002)
BIG4	-0.004 (0.006)	-0.002 (0.009)	-0.006 (0.009)	0.005 (0.006)
Hệ số chặn	0.068*** (0.009)	0.068*** (0.007)	0.057*** (0.008)	0.081*** (0.009)
Biến giả ngành	yes	yes	yes	yes
R2	0.068	0.037	0.037	0.06
Số quan sát	951	1439	1132	1258
F test – p value	0.000	0.000	0.000	0.000

Nguồn: nhóm tác giả tính toán sử dụng phần mềm STATA. *, **, *** thể hiện ý nghĩa thống kê 10%, 5%, và 1%. Số trong ngoặc là sai số.

nắm giữ tiền mặt.

Kết quả nghiên cứu cho thấy quản trị lợi nhuận có tác động ngược chiều đến nắm giữ tiền mặt. Tuy nhiên, theo chúng tôi, tác động ngược chiều này có thể diễn giải dưới khía cạnh tích cực hay tiêu cực của quản trị lợi nhuận đối với chất lượng thông tin. Nghiên cứu này đóng góp thông qua cung cấp bằng chứng về tác động tiêu cực của quản trị lợi nhuận bằng cách phân tích mối quan hệ giữa quản trị lợi nhuận và mức nắm giữ tiền mặt ở hai nhóm doanh nghiệp được cho là có chi phí người đại diện cao và thấp. Kết quả hồi quy cho thấy, tác động ngược chiều của quản trị lợi nhuận đến nắm giữ tiền mặt chỉ xuất hiện với nhóm doanh nghiệp có chi phí người đại diện cao. Như vậy, nếu doanh nghiệp đang có những cơ chế quản trị không phù hợp và làm tăng chi phí người đại diện, thì hành vi quản trị lợi nhuận sẽ làm tăng bất cân xứng thông tin nhiều, dẫn đến giữ nhiều tiền sẽ gây hại cho giá trị doanh nghiệp.

Kết quả của nghiên cứu này có ý nghĩa đối với các nhà nghiên cứu, các nhà đầu tư và cả các nhà hoạch định chính sách với hàm ý rằng quản trị lợi nhuận là

một chỉ báo quan trọng cho chính sách nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp. Nghiên cứu chỉ rõ quản trị lợi nhuận dồn tích có tác động tiêu cực làm giảm chất lượng thông tin từ BCTC, do đó cần có những cơ chế quản trị từ bên trong doanh nghiệp, và những chế tài từ cơ quan quản lý nhà nước.

Các nghiên cứu tiếp theo có thể mở rộng khám phá mối quan hệ giữa quản trị lợi nhuận và nắm giữ tiền mặt dưới ảnh hưởng kiểm soát của các cơ chế quản trị doanh nghiệp bên trong và bên ngoài do có liên quan đến chi phí đại diện hoặc sự bất cân xứng thông tin.

LỜI CẢM ƠN

Nghiên cứu được tài trợ bởi Đại học Quốc gia Thành phố Hồ Chí Minh (ĐHQG-HCM) trong khuôn khổ đề tài mã số C2020-34-03.

DANH MỤC TỪ VIẾT TẮT

BCTC: Báo cáo tài chính

FEM: Mô hình ảnh hưởng cố định

System GMM: Phương pháp hồi quy System Generalized Method of Moments

TUYÊN BỐ XUNG ĐỘT LỢI ÍCH

Nhóm tác giả xin cam đoan rằng không có bất kì xung đột lợi ích nào trong công bố bài báo

TUYÊN BỐ ĐÓNG GÓP CỦA CÁC TÁC GIẢ

Tác giả Nguyễn Thanh Liêm chịu trách nhiệm nội dung: tổng quan nghiên cứu, định lượng, bình luận kết quả.

Tác giả Cao Thị Miên Thùy chịu trách nhiệm nội dung: giới thiệu, bình luận kết quả.

Tác giả Ngô Phú Thanh chịu trách nhiệm nội dung: Kết luận và hàm ý.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Al-Najjar B, Clark E. Corporate governance and cash holdings in MENA: Evidence from internal and external governance practices. *Research in International Business and Finance*. 2017;39:1-12; Available from: <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.07.030>.
- Bates TW, Kahle KM, Stulz RM. Why do US firms hold so much more cash than they used to? *The Journal of Finance*. 2009;64(5):1985-2021; Available from: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2009.01492.x>.
- Chen JZ, Shane PB. Changes in cash: persistence and pricing implications. *Journal of Accounting Research*. 2014;52(3):599-634; Available from: <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12050>.
- Chen RR, El Ghoul S, Guedhami O, Nash R. State ownership and corporate cash holdings. *Journal of financial and quantitative analysis*. 2018;53(5):2293-334; Available from: <https://doi.org/10.1017/S0022109018000236>.
- Harford J, Mansi SA, Maxwell WF. Corporate governance and firm cash holdings in the US. *Journal of financial economics*. 2008;87(3):535-55; Available from: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.04.002>.
- Khuong NV, Liem NT, Minh MTH. Earnings management and cash holdings: Evidence from energy firms in Vietnam. *Journal of International Studies*. 2020;13(1); Available from: <https://doi.org/10.14254/2071-8330.2020/13-1/16>.
- Leuz C, Verrecchia RE. The economic consequences of increased disclosure. *Journal of accounting research*. 2000;91-124; Available from: <https://doi.org/10.2307/2672910>.
- Bushman RM, Smith AJ. Financial accounting information and corporate governance. *Journal of accounting and Economics*. 2001;32(1-3):237-333; Available from: [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00027-1](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00027-1).
- Francis J, LaFond R, Olsson P, Schipper K. The market pricing of accruals quality. *Journal of accounting and economics*. 2005;39(2):295-327; Available from: <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.06.003>.
- Francis JR. What do we know about audit quality? *The British accounting review*. 2004;36(4):345-68; Available from: <https://doi.org/10.1016/j.bar.2004.09.003>.
- Francis JR. A framework for understanding and researching audit quality. *Auditing: A journal of practice & theory*. 2011;30(2):125-52; Available from: <https://doi.org/10.2308/ajpt-50006>.
- Balakrishnan K, Blouin JL, Guay WR. Does tax aggressiveness reduce financial reporting transparency? : Wharton School, University of Pennsylvania; 2011; Available from: <https://doi.org/10.2139/ssrn.1792783>.
- Nhi DP, Hien NT. Board independence and earnings management-a study of listed companies on Ho Chi Minh stock exchange. *Science & Technology Development Journal-Economics-Law and Management*. 2019;3(SI):S97-S105; Available from: <https://doi.org/10.32508/stdjelm.v3iSI.613>.
- Thuan PQ. Financial reporting quality in enterprises in Vietnam. *Science & Technology Development Journal-Economics-Law and Management*. 2019;3(2):143-52; Available from: <https://doi.org/10.32508/stdjelm.v3i2.551>.
- Mansali H, Derouiche I, Jemai K. Accruals quality, financial constraints, and corporate cash holdings. *Managerial Finance*. 2019; Available from: <https://doi.org/10.1108/MF-12-2018-0621>.
- Easley D, O'hara M. Information and the cost of capital. *The Journal of Finance*. 2004;59(4):1553-83; Available from: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00672.x>.
- Verdi RS. Financial reporting quality and investment efficiency. Available at SSRN 930922. 2006; Available from: <https://doi.org/10.2139/ssrn.930922>.
- García-Teruel PJ, Martínez-Solano P, Sánchez-Ballesta JP. Accruals quality and corporate cash holdings. *Accounting & Finance*. 2009;49(1):95-115; Available from: <https://doi.org/10.1111/j.1467-629X.2008.00276.x>.
- Sun Q, Yung K, Rahman H. Earnings quality and corporate cash holdings. *Accounting & Finance*. 2012;52(2):543-71; Available from: <https://doi.org/10.1111/j.1467-629X.2010.00394.x>.
- Mikkelsen WH, Partch MM. Do persistent large cash reserves hinder performance? *Journal of financial and quantitative analysis*. 2003;275-94; Available from: <https://doi.org/10.2307/4126751>.
- Opler T, Pinkowitz L, Stulz R, Williamson R. The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of financial economics*. 1999;52(1):3-46; Available from: [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(99\)00003-3](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00003-3).
- Ferreira MA, Vilela AS. Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries. *European financial management*. 2004;10(2):295-319; Available from: <https://doi.org/10.1111/j.1354-7798.2004.00251.x>.
- Ozkan A, Ozkan N. Corporate cash holdings: An empirical investigation of UK companies. *Journal of banking & finance*. 2004;28(9):2103-34; Available from: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2003.08.003>.
- Arya A, Glover JC, Sunder S. Are unmanaged earnings always better for shareholders? *Accounting horizons*. 2003;17:111-6; Available from: <https://doi.org/10.2308/acch.2003.17.s-1.111>.
- Linck JS, Netter J, Shu T. Can managers use discretionary accruals to ease financial constraints? Evidence from discretionary accruals prior to investment. *The Accounting Review*. 2013;88(6):2117-43; Available from: <https://doi.org/10.2308/accr-50537>.
- Harford J. Corporate cash reserves and acquisitions. *The Journal of Finance*. 1999;54(6):1969-97; Available from: <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00179>.
- Jensen MC. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*. 1986;76(2):323-9;.
- Jensen MC, Meckling WH, Holderness CG. Analysis of alternative standing doctrines. *International Review of Law and Economics*. 1986;6(2):205-16; Available from: [https://doi.org/10.1016/0144-8188\(86\)90004-9](https://doi.org/10.1016/0144-8188(86)90004-9).
- Myers SC, Rajan RG. The paradox of liquidity. *The Quarterly Journal of Economics*. 1998;113(3):733-71; Available from: <https://doi.org/10.1162/00335539855739>.
- Anand L, Thenmozhi M, Varaiya N, Bhadhuri S. Impact of macroeconomic factors on cash holdings?: A dynamic panel model. *Journal of Emerging Market Finance*. 2018;17(1_suppl):S27-S53; Available from: <https://doi.org/10.1177/0972652717751536>.
- Guizani M. The financial determinants of corporate cash holdings in an oil rich country: Evidence from Kingdom of Saudi Arabia. *Borsa Istanbul Review*. 2017;17(3):133-43; Available from: <https://doi.org/10.1016/j.bir.2017.05.003>.
- Dechow PM, Sloan RG, Sweeney AP. Detecting earnings management. *Accounting review*. 1995:193-225;.

33. Roodman D. How to do xtabond2: An introduction to difference and system GMM in Stata. *The stata journal*. 2009;9(1):86-136; Available from: <https://doi.org/10.1177/1536867X0900900106>.
34. Tabachnick BG, Fidell LS. *Using multivariate statistics*. Northridge, Cal: Harper Collins. 1996;.
35. La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, Vishny RW. Agency problems and dividend policies around the world. *The journal of finance*. 2000;55(1):1-33; Available from: <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00199>.
36. Lozano MB, Caltabiano S. Cross institutional cash and dividend policies: focusing on Brazilian firms. *Applied Economics*. 2015;47(3):239-54; Available from: <https://doi.org/10.1080/00036846.2014.967516>.
37. Rozeff MS. Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *Journal of financial Research*. 1982;5(3):249-59; Available from: <https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.1982.tb00299.x>.
38. Ouma OP. The relationship between dividend payout and firm performance: A study of listed companies in Kenya. *European scientific journal*. 2012;8(9);
39. Jensen MC, Meckling WH. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*. 1976;3(4):305-60; Available from: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X).
40. Core JE, Holthausen RW, Larcker DF. Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of financial economics*. 1999;51(3):371-406; Available from: [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(98\)00058-0](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00058-0).
41. Jensen MC. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *the Journal of Finance*. 1993;48(3):831-80; Available from: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb04022.x>.
42. Linck JS, Netter JM, Yang T. The determinants of board structure. *Journal of financial economics*. 2008;87(2):308-28; Available from: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.03.004>.
43. Rashid A. Managerial ownership and agency cost: evidence from Bangladesh. *Journal of business ethics*. 2016;137(3):609-21; Available from: <https://doi.org/10.1007/s10551-015-2570-z>.