



## **TÁC ĐỘNG CỦA BIẾN ĐỘNG DÒNG TIỀN ĐẾN ĐÒN BẨY TÀI CHÍNH: NGHIÊN CỨU THỰC NGHIỆM TẠI VIỆT NAM**

Huỳnh Thị Cẩm Hà<sup>1</sup>

<sup>1</sup>Trường Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh

### **Thông tin chung:**

Ngày nhận bài: 04/05/2020

Ngày nhận kết quả bình duyệt:  
19/10/2020

Ngày chấp nhận đăng:  
03/2022

### **Title:**

*The impact of cash flow volatility on financial leverage: an empirical study in Vietnam*

### **Keywords:**

*Cash flow volatility, financial leverage, operating cash flow*

### **Từ khóa:**

*Biến động dòng tiền, đòn bẩy tài chính, dòng tiền hoạt động*

### **ABSTRACT**

*This study investigates the impact of cash flow volatility on financial leverage and investigates this relationship between cash flow volatility and the use of financial leverage is driven by firms with the levels in operating cash flow. Through the data of 169 firms listed on the Vietnam stock market (2014-2018) and the GLS estimation methodology, the result of this study shows that higher volatility of cash flows results in lower financial leverage levels. When this study sorts firms into quartiles based on their operating cash flows and this paper finds that firms with the lowest operating cash flow decrease their use of financial leverage in the face of increasing the risk of cash flow volatility. Besides, industry financial leverage, firm size, profitability and market to book ratio are factors which impact on the financial leverage of firms.*

### **TÓM TẮT**

*Bài viết nghiên cứu tác động của biến động dòng tiền đến đòn bẩy tài chính, đồng thời nghiên cứu mối liên hệ này ở các cấp độ dòng tiền hoạt động. Thông qua dữ liệu của 169 công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam (2014 – 2018) và phương pháp ước lượng GLS, kết quả bài viết cho thấy các công ty thực hiện việc giảm đòn bẩy tài chính khi có sự gia tăng trong biến động dòng tiền. Khi các công ty được phân loại dựa trên dòng tiền hoạt động, những doanh nghiệp ở nhóm phân vị có dòng tiền hoạt động thấp nhất có xu hướng giảm mạnh đòn bẩy tài chính khi biến động rủi ro dòng tiền gia tăng. Ngoài ra, đòn bẩy tài chính của ngành, quy mô doanh nghiệp, khả năng sinh lợi và tỷ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách cũng là các yếu tố ảnh hưởng đến đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp.*

## **1. GIỚI THIỆU**

Quá trình toàn cầu hóa đã đưa Việt Nam hội nhập sâu rộng với kinh tế khu vực và thế giới. Đây là điều kiện tạo ra nhiều cơ hội cho các doanh nghiệp Việt Nam tiếp cận với thị trường vốn quốc tế nhưng cũng không kém phần thách thức khi các công ty chịu áp lực từ các đối thủ cạnh tranh trong

và ngoài nước, chịu cú sốc từ các cuộc khủng hoảng tài chính thế giới. Do vậy, doanh nghiệp Việt Nam rất dễ đối mặt với những khó khăn như: rủi ro bất ổn dòng tiền, khan hiếm về nguồn tài trợ, hạn chế nhiều cơ hội đầu tư. Bates và cs. (2009) cho rằng khi doanh nghiệp gặp bất ổn dòng tiền thường dẫn đến sự thiếu hụt tiền mặt trong quá trình hoạt động. Khi đó, doanh nghiệp có nhu

cầu tìm nguồn tài trợ từ bên ngoài để giải quyết khó khăn tài chính. Harris và Roark (2019) tìm thấy rủi ro biến động của dòng tiền càng cao thì càng làm gia tăng tài trợ bên ngoài từ việc sử dụng đòn bẩy tài chính. Nhóm tác giả này cũng tìm thấy ở những nhóm doanh nghiệp có dòng tiền hoạt động ở mức thấp thì việc sử dụng nợ càng gia tăng khi tính bất ổn của dòng tiền tăng cao. Nhiều nghiên cứu khác cũng cho thấy biến động dòng tiền là yếu tố quan trọng mà nhà quản trị tài chính cân nhắc khi đưa ra quyết định lựa chọn nguồn tài trợ (Graham & Harvey, 2001; Brounen và cs., 2004; Lee và cs., 2014; Keefe & Yaghoubi, 2016; Memon và cs., 2018). Tuy nhiên, các nghiên cứu này được thực hiện ở các nền kinh tế phát triển.

Tại Việt Nam, các nghiên cứu về biến động dòng tiền là không mới, tuy nhiên phần lớn các tác giả tập trung vào biến động dòng tiền ở các điều kiện hạn chế tài chính hoặc trong mối quan hệ với việc nắm giữ tiền mặt. Hướng nghiên cứu khai thác chủ đề giữa biến động dòng tiền và cấu trúc vốn doanh nghiệp chưa được khai thác nhiều. Vì vậy, mục tiêu của bài viết nhằm nghiên cứu ảnh hưởng của biến động dòng tiền đến việc sử dụng đòn bẩy tài chính của công ty, đồng thời mở rộng nghiên cứu mối liên hệ này ở các nhóm phân loại cấp độ dòng tiền hoạt động khác nhau của doanh nghiệp. Kết quả đạt được sẽ có ích cho nhà quản trị tài chính trong quá trình điều hành các quyết định tài chính ở doanh nghiệp. Để thực hiện mục tiêu, bài viết khảo sát mẫu dữ liệu của 169 công ty phi tài chính niêm yết trên thị trường Việt Nam, thời gian nghiên cứu từ 2014-2018.

## **2. CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ CÁC NGHIÊN CỨU THỰC NGHIỆM**

### **2.1 Cơ sở lý thuyết**

Nghiên cứu về cấu trúc vốn tập trung nhiều vào hai quan điểm truyền thống: Lý thuyết đánh đổi và lý thuyết trật tự phân hạng. Cả hai lý thuyết này chi phối nhiều trong các thảo luận lựa chọn nguồn tài trợ trong cấu trúc vốn doanh nghiệp. Lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn giải thích mối quan hệ của cấu trúc vốn với yếu tố thuế (Modigliani & Miller, 1963). Lý thuyết này giải thích vì sao công ty thường tài trợ một phần nợ vay trong cấu trúc vốn. Thuật ngữ đòn bẩy tài chính (financial

leverage) cho thấy được tỷ trọng hay tỷ lệ nợ trong cấu trúc các nguồn tài trợ (cấu trúc vốn) mà doanh nghiệp sử dụng. Trong khi đó, lý thuyết trật tự phân hạng (Myers, 1984) đề cập đến thứ tự ưu tiên các nguồn tài trợ mà doanh nghiệp sử dụng, nguồn tài trợ nội bộ từ lợi nhuận giữ lại được ưu tiên sử dụng trước, sau đó mới đến tài trợ bên ngoài từ nợ vay rồi mới đến phát hành thêm vốn cổ phần. Tuy nhiên, Frank và Goyal (2008) cho rằng cả hai lý thuyết cấu trúc vốn này vẫn chưa đưa ra mô hình nhằm hỗ trợ trong việc xác định các yếu tố có ảnh hưởng trong việc lựa chọn cấu trúc vốn doanh nghiệp. Trên cơ sở kế thừa các lý thuyết cấu trúc vốn, các nghiên cứu sau này mở rộng tìm kiếm các yếu tố ảnh hưởng đến quyết định lựa chọn nguồn tài trợ trong cấu trúc vốn doanh nghiệp.

### **2.2 Các nghiên cứu về biến động dòng tiền và đòn bẩy tài chính**

Nghiên cứu của Frank và Goyal (2009) tìm thấy yếu tố đòn bẩy tài chính ngành, tài sản cố định hữu hình, quy mô doanh nghiệp, lạm phát kỳ vọng tác động cùng chiều đến việc sử dụng đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp; ngược lại tỷ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách, lợi nhuận công ty làm giảm việc sử dụng đòn bẩy tài chính ở các công ty tại Mỹ. Ngoài ra, Frank và Goyal (2009) lập luận rằng lý thuyết đánh đổi với ngụ ý mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính sẽ suy giảm khi biến động dòng tiền tăng lên nhằm cân bằng giữa lợi ích mang lại từ việc sử dụng nợ (như tấm chắn thuế từ lãi vay) và các chi phí liên quan đến việc sử dụng nợ (như chi phí kiệt quệ tài chính, chi phí phá sản). Nhiều bài viết sau này kế thừa Frank và Goyal (2009) để phát triển các mô hình nghiên cứu các yếu tố ảnh hưởng đến việc sử dụng đòn bẩy tài chính.

Bên cạnh đó, nhiều nghiên cứu chứng minh biến động dòng tiền là yếu tố quan trọng mà nhà quản trị tài chính cân nhắc khi đưa ra quyết định lựa chọn nguồn tài trợ (Graham & Harvey, 2001; Brounen và cs., 2004; Lee và cs., 2014; Keefe & Yaghoubi, 2016; Memon và cs., 2017; Harris & Roark, 2019). Biến động dòng tiền được thể hiện qua sự biến động lượng tiền mặt của dòng tiền hoạt động doanh nghiệp. Biến động dòng tiền đo lường rủi ro thiếu hụt nguồn tiền trong quá trình hoạt động doanh nghiệp.

Keefe và Yaghoubi (2016) nghiên cứu mối liên hệ giữa biến động dòng tiền với mức độ sử dụng nợ ở các kỳ hạn khác nhau ở các công ty Mỹ từ 1974 đến 2012. Nhóm tác giả tìm thấy sự biến động của dòng tiền dẫn đến việc các công ty giảm dùng nợ dài hạn; đặc biệt là khoản nợ có kỳ hạn trên 10 năm, nhưng gia tăng sử dụng các khoản nợ ngắn hạn. Tương tự, Memon và cs. (2017) khi nghiên cứu ảnh hưởng của biến động dòng tiền đến mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính và kỳ hạn nợ của 2.235 công ty Trung Quốc từ 1997 đến 2015. Kết quả tìm được cho thấy, sự biến động dòng tiền càng cao dẫn đến mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính thấp hơn. Bởi vì khi biến động dòng tiền tăng lên sẽ làm tăng nguy cơ doanh nghiệp đối mặt với khó khăn tài chính, giảm giá trị lợi thế tẩm chắn thuế từ nợ. Bên cạnh đó, kết quả còn tìm thấy, với bất kỳ cấu trúc sở hữu nào thì khi đối mặt với biến động dòng tiền, các công ty sẽ tăng cường sử dụng nợ có kỳ hạn ngắn hơn và giảm bớt sử dụng nợ dài hạn.

Ngược lại, Harris và Roark (2019) tìm thấy tác động cùng chiều của biến động dòng tiền đến việc sử dụng đòn bẩy tài chính ở các công ty tại Mỹ trong giai đoạn 1960-2016, điều này có nghĩa biến động dòng tiền gia tăng đã tác động đến sự gia tăng sử dụng đòn bẩy tài chính. Tương tự, Bates và cs. (2009) cho rằng khi có sự gia tăng trong biến động dòng tiền thì các công ty ở thị trường Mỹ có xu hướng gia tăng nắm giữ tiền mặt hơn và các công ty này phát hành nợ để gia tăng tiền mặt nắm giữ.

Tuy vẫn còn nhiều mâu thuẫn ở các kết quả nghiên cứu, song không thể phủ nhận sự biến động dòng tiền đóng vai trò quan trọng trong quyết định tài chính của doanh nghiệp. Do đó, thống nhất với Keefe và Yaghoubi (2016), đặc biệt là của Memon và cs. (2017) trên một thị trường có nhiều điểm tương đồng với Việt Nam là Trung Quốc, bài viết đề xuất mối liên hệ ngược chiều giữa biến động dòng tiền với đòn bẩy tài chính. Do đó, giả thuyết H1 được xuất như sau:

*H1: Biến động dòng tiền có tác động ngược chiều đến đòn bẩy tài chính.*

Bên cạnh đó, Harris và Roark (2019) cho rằng sự khác biệt về lượng tiền mặt hay dòng tiền hoạt động duy trì trong doanh nghiệp có ảnh hưởng

đến mối liên hệ giữa biến động dòng tiền và quyết định tỷ lệ nợ trong cấu trúc vốn doanh nghiệp. Bằng việc kiểm định mối liên hệ này khi phân loại dòng tiền hoạt động của các doanh nghiệp theo tứ phân vị từ thấp đến cao, nhóm tác giả tìm thấy ở hai nhóm phân vị đầu có mức dòng tiền thấp nhất thì việc sử dụng đòn bẩy tài chính càng gia tăng khi mức độ biến động của dòng tiền càng lớn. Kết quả của Huang và Ritter (2016) cũng cho thấy các công ty dự kiến hết tiền vào cuối năm tài chính có khả năng phát hành nợ cao gấp 11 lần so với các công ty không dự kiến hết tiền mặt. Tuy nhiên, nghiên cứu về chi phí sử dụng nợ của Minton và Schrand (1999) lại cho thấy rằng biến động dòng tiền có mối tương quan ngược chiều với chi phí sử dụng nợ. Điều này cho thấy các công ty khi phải đối mặt với biến động dòng tiền ở mức cao sẽ giảm mức đòn bẩy tài chính để họ có thể giảm thiểu chi phí sử dụng nợ. Nghiên cứu của Keefe và Yaghoubi (2016), Memon và cs. (2017) có cùng lập luận với Minton và Schrand (1999) khi cho rằng một khi doanh nghiệp đang ở mức thiếu hụt nguồn tiền cao, các công ty sẽ hạn chế sử dụng nguồn tài trợ từ nợ. Thống nhất với Keefe và Yaghoubi (2016), Memon và cs. (2017), khi nghiên cứu ở các công ty Việt Nam bài viết kỳ vọng những doanh nghiệp có dòng tiền hoạt động ở mức thấp nhất thì đòn bẩy tài chính có mối liên hệ ngược chiều với biến động dòng tiền. Do đó, giả thuyết H2 được xuất như sau:

*H2: Mối liên hệ ngược chiều giữa đòn bẩy tài chính và biến động dòng tiền là lớn nhất ở các doanh nghiệp có dòng tiền hoạt động thấp nhất.*

### **3. DỮ LIỆU VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU**

#### **3.1 Dữ liệu nghiên cứu**

Bài viết sử dụng dữ liệu của các công ty phi tài chính được niêm yết tại Việt Nam, thời gian nghiên cứu từ năm 2014 -2018. Các công ty được sắp xếp và phân loại theo hệ thống phân nhóm ngành tiêu chuẩn ICB (Industry Classification Benchmark). Bài viết loại ra các công ty thiếu nhiều dữ liệu quan sát của 5 năm từ trước 2014 nhằm đảm bảo đủ số quan sát khi tính dữ liệu biến động dòng tiền, nên mẫu cuối cùng là dữ liệu bảng cho 169 công ty. Dữ liệu thị trường doanh nghiệp, dữ liệu tài chính công ty đã kiểm toán được lấy từ

nguồn vietstock.vn. Số liệu lạm phát được lấy từ IFS (International Financial Statistics) của IMF. Ngoài ra để giảm bớt tác động của giá trị ngoại lai, các dữ liệu được lược bớt giá trị ở mức 5% (winsorized) ở mỗi đuôi phân phối.

### 3.2 Mô hình và phương pháp nghiên cứu

Bài viết kế thừa mô hình nghiên cứu của Frank và Goyal (2009), Harris và Roark (2019) nhằm nghiên cứu ảnh hưởng của biến động dòng tiền đến đòn bẩy tài chính, đồng thời mở rộng nghiên cứu mối liên hệ này ở các nhóm phân loại mức độ dòng tiền hoạt động của các công ty Việt Nam. Các bước nghiên cứu được tiến hành như sau:

*Bước 1: Kiểm định tác động của biến động dòng tiền đến đòn bẩy tài chính*

$$\text{Lev}_{i,t} = \beta_1 + \beta_2 \text{CFV}_{i,t} + \beta_3 \text{INDTDM}_{i,t} + \beta_4 \text{MB}_{i,t} + \beta_5 \text{TANG}_{i,t} + \beta_6 \text{PROF}_{i,t} + \beta_7 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_8 \text{INFL}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Trong đó: Biến Lev: đại diện cho đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp, được đo lường theo hai cách: đòn bẩy tài chính theo giá trị sổ sách (BL) và theo giá trị thị trường (ML). Trong đó, BL được tính bằng tổng nợ chia tổng tài sản, ML là tổng nợ chia giá trị thị trường của tổng tài sản.

CFV: biến đại diện cho biến động dòng tiền, rủi ro dòng tiền của doanh nghiệp. Bài viết dựa trên nghiên cứu của Harris và Roark (2019) khi tính toán biến CFV. Biến CFV được tính bằng độ lệch chuẩn của dòng tiền hoạt động trên tổng tài sản của 5 năm trước đó theo từng ngành. Đầu tiên ứng với mỗi ngành; đối với mỗi công ty theo từng năm tác giả tính độ lệch chuẩn của dòng tiền hoạt động trên tổng tài sản của 5 năm trước đó (t-1, t-2, t-3, t-4 và t-5). Sau đó, bài viết tính trung bình độ lệch chuẩn dòng tiền trên tổng tài sản của các công ty trong ngành. Ngoài ra, mô hình còn có các biến kiểm soát:

INDTDM: là đòn bẩy tài chính của ngành, được đo lường bằng trung bình đòn bẩy tài chính theo giá trị sổ sách của các công ty trong cùng ngành ở mỗi năm. Theo lý thuyết đánh đổi và nghiên cứu của Frank và Royal (2009) cho rằng có sự khác nhau mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính giữa các ngành, các doanh nghiệp của những ngành có mức nợ trung bình cao sẽ có xu hướng tài trợ nợ ở mức cao. Bằng chứng tìm thấy của Frank và

Royal (2009) với hàm ý nhà quản trị tài chính có thể sử dụng đòn bẩy tài chính ngành như một tiêu chuẩn khi họ xem xét lựa chọn đòn bẩy tài chính của công ty. Nghiên cứu của Hovakimian và cs. (2001), Flannery và Rangan (2006), Harris và Roark (2019) cũng tìm thấy đòn bẩy tài chính của ngành có tác động cùng chiều đến đòn bẩy tài chính của công ty.

MB: là tỷ số giữa giá trị thị trường chia giá trị sổ sách của tổng tài sản, đại diện cho cơ hội tăng trưởng của doanh nghiệp. Theo lý thuyết đánh đổi, lý thuyết định thời điểm thị trường và nghiên cứu của Flannery và Rangan (2006), Frank và Royal (2009), Cook và Tang (2010), Harris và Roark (2019) thì MB cao sẽ làm các công ty giảm tài trợ từ nợ vì công ty khai thác việc định giá sai vốn cổ phần khi phát hành vốn mới. Ngược lại, lý thuyết trật tự phân hạng hàm ý các công ty với nhiều cơ hội đầu tư nên tích lũy thêm nợ theo thời gian, do đó cơ hội tăng trưởng có mối quan hệ cùng chiều với đòn bẩy tài chính.

TANG: là tỷ số tài sản cố định hữu hình trên tổng tài sản. Frank và Royal (2009), Cook và Tang (2010), Harris và Roark (2019) cho thấy yếu tố này có ảnh hưởng cùng chiều đến đòn bẩy tài chính. Bởi vì các công ty có tài sản cố định hữu hình cao thường được đảm bảo bởi tài sản thế chấp, việc định giá thuận lợi hơn nên thường dễ phát hành nợ, giúp công ty giảm chi phí kiệt quệ tài chính và thiệt hại khi doanh nghiệp phá sản.

PROF: là thu nhập hoạt động trên tổng tài sản, biến số đo lường khả năng sinh lợi của doanh nghiệp. Có hai quan điểm trái ngược nhau đối với yếu tố này. Lý thuyết trật tự phân hạng và nghiên cứu của Flannery và Rangan (2006), Frank và Royal (2009), Cook và Tang (2010), Harris và Roark (2019) cho rằng với khả năng sinh lợi càng cao thì doanh nghiệp có xu hướng giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư nên hạn chế nhu cầu sử dụng nợ. Trong khi đó, lý thuyết đánh đổi lập luận ở những công ty có khả năng sinh lợi cao nên sử dụng nhiều nợ để khai thác lợi ích từ tấm chắn thuế.

SIZE: là logarit tự nhiên của tổng tài sản, biến số đại diện cho quy mô doanh nghiệp. Lý thuyết đánh đổi dự đoán các công ty quy mô lớn, lâu năm thường sử dụng nợ nhiều hơn trong cấu trúc

vốn vì với quy mô lớn, các công ty ít phải đối diện với rủi ro phá sản. Ngoài ra với danh tiếng lâu năm, công ty sẽ dễ dàng tiếp cận với thị trường nợ tốt hơn. Nghiên cứu của Frank và Royal (2009), Cook và Tang (2010), Harris và Roark (2019) cho thấy yếu tố quy mô doanh nghiệp có ảnh hưởng cùng chiều đến đòn bẩy tài chính công ty.

INFL: lạm phát, biến số đại diện cho yếu tố kinh tế vĩ mô của một nền kinh tế, được thể hiện qua sự thay đổi của chỉ số giá tiêu dùng. Frank và Royal (2009) cho rằng khi lạm phát tăng cao, doanh nghiệp có xu hướng sử dụng đòn bẩy tài chính cao hơn vì giá trị thực của lợi ích từ tấm chắn thuế từ nợ sẽ cao hơn khi lạm phát tăng cao. Nghiên cứu của Frank và Royal (2009), Harris và Roark (2019) tìm thấy lạm phát có ảnh hưởng cùng chiều đến đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp.

*Bước 2: Kiểm định ảnh hưởng của biến động dòng tiền đến đòn bẩy tài chính ở các nhóm phân vị khác nhau của dòng tiền hoạt động*

Bước này nhằm phân tích mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp khi có sự tác động của biến động rủi ro dòng tiền ở từng cấp độ dòng tiền hoạt động khác nhau. Để thực hiện, bài viết phân loại dòng tiền hoạt động của tất cả doanh nghiệp theo các tứ phân vị từ thấp đến cao, tương ứng với nhóm dòng tiền hoạt động thấp nhất đến cao nhất. Sự sắp xếp theo từng phân vị này cho phép dữ liệu các biến số của mỗi nhóm tứ phân vị có thể thay đổi theo năm dựa trên dòng tiền hoạt động của từng công ty trong mẫu. Sau đó, phương trình (1) được hồi quy một lần nữa ở từng phân vị khác nhau của dòng tiền hoạt động doanh nghiệp.

Các kiểm định ở bước 1 và bước 2 ở phương trình (1) được ước lượng bằng phương pháp hồi quy bình phương nhỏ nhất tổng quát GLS (Generalized Least Squares) để khắc phục hiện tượng phương sai thay đổi (kiểm định Wald), tự tương quan (kiểm định Wooldrige) trong mô hình. Dữ liệu được xử lý trên phần mềm Stata.

#### 4. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ THẢO LUẬN

##### 4.1 Thống kê mô tả các biến

Số liệu bảng 1 cho thấy các giá trị thống kê của đòn bẩy tài chính tính theo giá trị thị trường đều có xu hướng cao hơn đòn bẩy tài chính tính theo giá trị sổ sách. Đòn bẩy tài chính theo giá trị sổ sách và giá trị thị trường lần lượt được các doanh nghiệp trong mẫu sử dụng ở mức trung bình 43,1% và 45,6%. Ngoài ra, giá trị đòn bẩy tài chính tính theo giá trị sổ sách ít biến động hơn so với đòn bẩy tài chính theo giá trị thị trường. Số liệu thống kê còn cho thấy trung bình các ngành sử dụng 47,3% nguồn vốn từ nợ để tài trợ cho các hoạt động của doanh nghiệp. Trong khi đó, mức độ biến động dòng tiền dao động ở mức trung bình là 7,7%. Mô tả thống kê của các biến kiểm soát cho thấy mức độ phù hợp giữa giá trị trung bình và giá trị trung vị, phù hợp với phân bố của phân phối chuẩn.

Bảng 2 trình bày thống kê mô tả của bốn phân vị căn cứ trên dòng tiền hoạt động của doanh nghiệp. Số liệu cũng cho thấy khi xét ở từng tứ phân vị thì đòn bẩy tài chính theo giá trị thị trường đều vẫn có xu hướng cao hơn đòn bẩy tài chính theo giá trị sổ sách. Ngoài ra, biến động dòng tiền có xu hướng giảm dần khi dòng tiền hoạt động có chiều hướng gia tăng.

**Bảng 1. Thống kê mô tả dữ liệu các biến**

Biến số	Số quan sát	Trung bình	Trung vị	Độ lệch chuẩn	Nhỏ nhất	Lớn nhất
BL	845	0,431	0,447	0,209	0,079	0,738
ML	845	0,456	0,448	0,252	0,070	0,824
CFV	845	0,077	0,073	0,016	0,047	0,107
INDTDM	845	0,473	0,463	0,086	0,339	0,582
MB	845	1,039	0,983	0,345	0,471	1,690

Biến số	Số quan sát	Trung bình	Trung vị	Độ lệch chuẩn	Nhỏ nhất	Lớn nhất
TANG	845	0,220	0,161	0,200	0,001	0,903
PROF	845	0,196	0,169	0,128	0,023	0,415
SIZE	845	26,770	26,655	1,356	24,284	28,893
INFL	845	0,032	0,035	0,013	0,009	0,047

Nguồn: Số liệu tính toán của tác giả trên Stata. Ghi chú: BL và ML lần lượt là đòn bẩy tài chính theo giá trị sổ sách và theo giá trị thị trường. CFV, INDTDM, MB, TANG, PROF, SIZE và INFL lần lượt là biến động dòng tiền, đòn bẩy tài chính ngành, cơ hội tăng trưởng, tài sản cố định hữu hình trên tổng tài sản, khả năng sinh lợi, quy mô doanh nghiệp và lạm phát.

**Bảng 2. Thống kê mô tả của tứ phân vị theo dòng tiền hoạt động của công ty**

Biến số	Tứ phân vị thứ nhất (dòng tiền thấp nhất)		Tứ phân vị thứ hai (dòng tiền)		Tứ phân vị thứ ba (dòng tiền)		Tứ phân vị thứ tư (dòng tiền cao nhất)	
	Trung bình	Trung vị	Trung bình	Trung vị	Trung bình	Trung vị	Trung bình	Trung vị
BL	0,431	0,454	0,438	0,468	0,430	0,432	0,426	0,439
ML	0,459	0,464	0,478	0,468	0,447	0,446	0,440	0,430
CFV	0,079	0,076	0,077	0,073	0,077	0,073	0,073	0,071
INDTDM	0,470	0,469	0,469	0,462	0,473	0,463	0,479	0,469
MB	1,053	1,000	0,988	0,935	1,058	1,002	1,058	0,995
TANG	0,202	0,151	0,226	0,176	0,202	0,150	0,247	0,175
PROF	0,178	0,160	0,192	0,163	0,214	0,192	0,200	0,167
SIZE	26,650	26,585	26,523	26,241	26,698	26,730	27,209	27,564
INFL	0,033	0,035	0,031	0,035	0,031	0,035	0,032	0,035

Nguồn: Số liệu tính toán của tác giả trên Stata.

#### 4.2 Kết quả kiểm định tác động của biến động dòng tiền đến đòn bẩy tài chính

Bảng 3 trình bày kết quả tác động của biến động dòng tiền đến đòn bẩy tài chính của công ty, trong đó đòn bẩy tài chính được tính toán theo giá trị thị trường ở cột (1) và đòn bẩy tài chính theo giá trị sổ sách ở cột (2). Kết quả cho thấy hệ số hồi của CFV ở cột (1) và (2) đều âm, có ý nghĩa thống kê với giá trị lần lượt là -0,598 và -0,362; có mối liên hệ ngược chiều với đòn bẩy tài chính. Điều này cho thấy mức độ tài trợ nợ trong cấu trúc vốn của doanh nghiệp suy giảm khi rủi ro biến động dòng tiền của công ty gia tăng. Kết quả phù hợp với giả thuyết H1 của bài viết và đồng nhất Keefe

và Yaghoubi (2016), Memon và cs. (2017). Từ kết quả này cho thấy khi dòng tiền bất ổn, các công ty Việt Nam e ngại rủi ro khi phải đối mặt với những khó khăn về kiệt quệ tài chính, điều này khiến các công ty Việt Nam có xu hướng giảm tỷ lệ sử dụng nợ trong cấu trúc vốn doanh nghiệp. Việc điều chỉnh giảm tỷ lệ nợ như là cách doanh nghiệp ngăn ngừa khả năng rủi ro do thiếu hụt nguồn tiền khi không đủ khả năng chi trả các nghĩa vụ tài chính hiện hành.

Ngoài ra, bài viết cũng tìm thấy ý nghĩa thống kê của các biến kiểm soát trong mô hình. Ở cả hai cột bảng 3, hệ số biến INDTDM và SIZE đều dương, có tác động cùng chiều đến đòn bẩy tài

chính. Đồng nhất với Frank và Goyal (2009), Harris và Roark (2019), bài viết cho rằng các công ty sử dụng đòn bẩy tài chính của ngành như là thông tin tham khảo để điều chỉnh đòn bẩy tài chính hiện tại của doanh nghiệp. Bên cạnh đó biến SIZE có hệ số dương, với hàm ý các công ty có quy mô càng lớn thì càng có xu hướng tăng sử dụng nợ trong cấu trúc vốn. Doanh nghiệp có quy mô lớn thường dễ dàng tiếp cận nguồn vốn trên thị trường tài chính hơn so với các công ty có quy mô nhỏ. Kết quả phù hợp với luận điểm của lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn, Frank và Goyal (2009), Harris và Roark (2019).

Trong khi đó, yếu tố khả năng sinh lợi của doanh nghiệp (PROF) được tìm thấy có ảnh hưởng ngược chiều đến đòn bẩy tài chính ở cả hai cách đo lường. Kết quả này phù hợp với lý thuyết trật

tự phân hạng và nghiên cứu của Flannery và Rangan (2006), Frank và Goyal (2009), Cook và Tang (2010), Harris và Roark (2019). Với hiệu quả hoạt động cao, các công ty có xu hướng giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư, do vậy hạn chế sử dụng nguồn tài trợ bên ngoài từ nợ, chính sách này làm giảm đòn bẩy tài chính trong cấu trúc vốn. Hệ số biến cơ hội tăng trưởng (MB) ở cột (1) và (2) có giá trị lần lượt -0,324 và 0,062. Kết quả của biến MB ở cột (1) ủng hộ lý thuyết đánh đổi và nghiên cứu Flannery và Rangan (2006), Frank và Goyal (2009), Cook và Tang (2010), Harris và Roark (2019). Trong khi đó, kết quả biến MB ở cột (2) ủng hộ quan điểm của lý thuyết trật tự phân hạng. Tuy nhiên, bài viết không tìm thấy bằng chứng về ảnh hưởng của lạm phát đến việc sử dụng đòn bẩy tài chính.

**Bảng 3. Kết quả kiểm định tác động của biến động dòng tiền đến đòn bẩy tài chính**

Biến số	ML (Market Leverage)	BL (Book Leverage)
	(1)	(2)
CFV	<b>-0,598***</b> (0,143)	<b>-0,362*</b> (0,212)
INDTDM	<b>0,649***</b> (0,063)	<b>0,577***</b> (0,067)
MB	<b>-0,324***</b> (0,013)	<b>0,062***</b> (0,011)
TANG	<b>-0,066***</b> (0,025)	<b>-0,033</b> (0,025)
PROF	<b>-0,336***</b> (0,039)	<b>-0,338***</b> (0,041)
SIZE	<b>0,031***</b> (0,005)	<b>0,030***</b> (0,005)
INFL	<b>0,146</b> (0,143)	<b>0,165</b> (0,129)
_cons	<b>-0,216*</b> (0,127)	<b>-0,598***</b> (0,126)
Số quan sát	845	845
Wald chi2	1493,630***	481,70***

Biến số	ML (Market Leverage)	BL (Book Leverage)
	(1)	(2)
VIF	1,28	1,28
Wald test	Chi2 (169) = 2.90E+05	Chi2 (169) = 6.90E+05
	Prob>chi2 = 0.000	Prob>chi2 = 0.000
Wooldridge test	F(1,168) = 9,055	F(1,168) = 9,693
	Prob>F = 0,003	Prob>F = 0,0022

Nguồn: Số liệu tính toán của tác giả trên Stata. Ghi chú: Sai số chuẩn trong (.), \*, \*\* và \*\*\* tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.

### 4.3 Kết quả kiểm định tác động của biến động dòng tiền đến đòn bẩy tài chính ở từng tứ phân vị

Bảng 4 trình bày kết quả ảnh hưởng của biến động dòng tiền đến đòn bẩy tài chính ở từng tứ phân vị của dòng tiền hoạt động. Khi phân vị ở từng cấp độ dòng tiền hoạt động từ thấp đến cao theo bốn nhóm phân vị, bài viết chỉ tìm thấy hệ số của biến CFV có ý nghĩa thống kê ở tứ phân vị thứ nhất (nhóm dòng tiền hoạt động có giá trị thấp nhất). Hệ số biến CFV ở cột (1) và (2) lần lượt là -1,816 và -1,817; có tác động ngược chiều đến đòn bẩy tài chính, ở cả hai cách đo lường đòn bẩy tài chính. Kết quả tìm thấy phù hợp với giả thuyết H2 và nghiên cứu trước đây của Minton và Schrand (1999), Keefe và Yaghoubi (2016), Memon và cộng sự (2017). Ngoài ra, hệ số hồi quy của biến CFV ở cột (1) và (2) ở bảng 4 có giá trị lớn hơn ba lần so với kết quả ở bảng 1. Kết quả cho thấy các công ty phản ứng mạnh với sự gia tăng trong rủi ro biến động dòng tiền bằng cách giảm đòn bẩy tài chính trong cấu trúc vốn doanh nghiệp, nhưng là chỉ khi dòng tiền hoạt động của doanh nghiệp này ở mức thấp nhất.

Trong khi đó, ở ba mức phân vị dòng tiền hoạt động còn lại, mối liên hệ giữa biến động dòng tiền và đòn bẩy tài chính không có ý nghĩa thống kê, các doanh nghiệp ở ba mức dòng tiền hoạt động còn lại không có sự thay đổi đòn bẩy tài chính để phản ứng với sự gia tăng trong biến động dòng tiền. Như vậy các tình trạng, cấp độ khác nhau của dòng tiền được doanh nghiệp cân nhắc trong quá trình thay đổi đòn bẩy tài chính. Điều này cho thấy, các công ty điều chỉnh lại tỷ lệ nợ sử dụng

trong cơ cấu vốn như là cách phản ứng khi đối mặt với rủi ro dòng tiền, doanh nghiệp e rằng dòng tiền không có khả năng đáp ứng các nghĩa vụ tài chính từ nợ vay, khả năng thiếu hụt tiền mặt sẽ tăng nhanh trong trường hợp này. Bên cạnh đó, việc điều chỉnh giảm đòn bẩy tài chính ở mức thấp hơn giúp doanh nghiệp giảm chi phí sử dụng nợ vay.

Các biến kiểm soát còn lại (trừ biến INFL) tìm thấy có ý nghĩa thống kê ở hầu hết các phân vị của dòng tiền hoạt động. Biến INDTDM và SIZE được tìm thấy có tác động cùng chiều ở tất cả các phân vị, đồng nhất với kết quả ở mẫu tổng thể ở bảng 3. Điều này cho thấy đòn bẩy tài chính của các công ty sẽ có xu hướng điều chỉnh tăng khi đòn bẩy tài chính của ngành thay đổi theo chiều hướng tăng dần. Tương tự thì ở các cấp độ dòng tiền hoạt động thì quy mô doanh nghiệp càng lớn thì doanh nghiệp có xu hướng gia tăng sử dụng đòn bẩy tài chính, phù hợp với kết quả của Harris và Roark (2019). Hệ số biến PROF ở bốn phân vị cột (1) đến cột (8) đều có giá trị âm, cho thấy khả năng sinh lợi của doanh nghiệp càng cao khiến doanh nghiệp có xu hướng giảm đòn bẩy tài chính. Hệ số biến TANG có tác động ngược chiều đến đòn bẩy tài chính ở ba phân vị đầu của dòng tiền hoạt động. Khác với kết quả của mẫu tổng thể, bài viết tìm thấy yếu tố lạm phát (biến INFL) có ý nghĩa thống kê, tác động cùng chiều đến đòn bẩy tài chính khi doanh nghiệp có dòng tiền hoạt động ở mức cao (ở các phân vị thứ ba và thứ tư).



**Bảng 4. Kết quả kiểm định tác động của biến động dòng tiền đến đòn bẩy tài chính ở từng tứ phân vị**

Biến số	Tứ phân vị thứ nhất (dòng tiền thấp nhất)		Tứ phân vị thứ hai dòng tiền		Tứ phân vị thứ ba dòng tiền		Tứ phân vị thứ tư (dòng tiền cao nhất)	
	ML (Market Leverage)	BL (Book Leverage)	ML (Market Leverage)	BL (Book Leverage)	ML (Market Leverage)	BL (Book Leverage)	ML (Market Leverage)	BL (Book Leverage)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
CFV	<b>-1,816***</b> (0,342)	<b>-1,817***</b> (0,413)	<b>0,154</b> (0,394)	<b>0,134</b> (0,451)	<b>-0,246</b> (0,236)	<b>0,173</b> (0,445)	<b>0,373</b> (0,466)	<b>0,994</b> (0,438)
INDTDM	<b>0,376***</b> (0,071)	<b>0,371***</b> (0,069)	<b>0,757***</b> (0,077)	<b>0,916***</b> (0,090)	<b>0,392***</b> (0,088)	<b>0,379***</b> (0,076)	<b>0,759***</b> (0,072)	<b>0,736***</b> (0,083)
MB	<b>-0,335***</b> (0,016)	<b>0,025*</b> (0,015)	<b>-0,371***</b> (0,024)	<b>-0,028</b> (0,031)	<b>-0,290***</b> (0,021)	<b>0,066***</b> (0,023)	<b>-0,423***</b> (0,020)	<b>-0,105***</b> (0,021)
TANG	<b>-0,333***</b> (0,029)	<b>-0,278***</b> (0,026)	<b>-0,117***</b> (0,030)	<b>-0,064**</b> (0,032)	<b>0,020</b> (0,019)	<b>0,083***</b> (0,028)	<b>-0,023</b> (0,025)	<b>-0,002</b> (0,026)
PROF	<b>-0,574***</b> (0,054)	<b>-0,666***</b> (0,053)	<b>-0,216***</b> (0,063)	<b>-0,132*</b> (0,070)	<b>-0,449***</b> (0,050)	<b>-0,463***</b> (0,060)	<b>-0,282***</b> (0,052)	<b>-0,302***</b> (0,058)
SIZE	<b>0,016***</b> (0,004)	<b>0,015***</b> (0,004)	<b>0,052***</b> (0,007)	<b>0,058***</b> (0,008)	<b>0,028***</b> (0,004)	<b>0,026***</b> (0,004)	<b>0,031***</b> (0,005)	<b>0,053***</b> (0,005)
INFL	<b>-0,289</b> (0,367)	<b>-0,314</b> (0,502)	<b>0,293</b> (0,364)	<b>0,601</b> (0,453)	<b>0,816**</b> (0,370)	<b>0,975*</b> (0,542)	<b>0,261</b> (0,401)	<b>0,819*</b> (0,475)
_cons	<b>0,539***</b>	<b>0,150</b>	<b>-0,837***</b>	<b>-1,494***</b>	<b>-0,077</b>	<b>-0,476***</b>	<b>-0,284**</b>	<b>-1,307***</b>

Biến số	Tứ phân vị thứ nhất (dòng tiền thấp nhất)		Tứ phân vị thứ hai dòng tiền		Tứ phân vị thứ ba dòng tiền		Tứ phân vị thứ tư (dòng tiền cao nhất)	
	ML (Market Leverage)	BL (Book Leverage)	ML (Market Leverage)	BL (Book Leverage)	ML (Market Leverage)	BL (Book Leverage)	ML (Market Leverage)	BL (Book Leverage)
	(0,126)	(0,139)	(0,206)	(0,216)	(0,076)	(0,131)	(0,133)	(0,134)
Số quan sát	212	212	211	211	211	211	211	211
VIF	1.41	1.41	1.32	1.32	1.41	1.41	1.25	1.25
Wald chi2	3209.01***	2591.73***	1474.13***	967.36***	2424.72***	339.81***	1724.13***	516.01***
Wald test	Chi2 (80) = 3.50E+05	Chi2 (80) = 1.50E+06	Chi2 (75) = 25800.6	Chi2 (75) = 1.90E+05	Chi2 (79) = 1.20E+32	Chi2 (79) = 49549.6	Chi2 (63) = 1.70E+32	Chi2 (63) = 8.6E+31
	Prob = 0,000	Prob = 0,000	Prob = 0,000	Prob = 0,000	Prob = 0,000	Prob = 0,000	Prob = 0,000	Prob = 0,000
Wooldrige test	F(1,26) =17,653	F(1,26) =31,318	F(1,33) = 0,783	F(1,33) = 2,486	F(1,32) = 8,535	F(1,32) = 9,658	F(1,35) = 38,658	F(1,35) = 41,498
	Prob = 0,0003	Prob = 0,000	Prob = 0,382	Prob = 0,124	Prob = 0,0063	Prob = 0,0039	Prob = 0,000	Prob = 0,000

Nguồn: Số liệu tính toán của tác giả trên Stata. Ghi chú: Sai số chuẩn trong (.), \*, \*\* và \*\*\* tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.

## KẾT LUẬN VÀ KIẾN NGHỊ

Mục tiêu của bài viết nhằm làm rõ những ảnh hưởng của biến động dòng tiền đến đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp. Trong đó, đòn bẩy tài chính được đo lường theo giá trị thị trường và theo giá trị sổ sách. Để thực hiện mục tiêu nghiên cứu, tác giả thực hiện trên cơ sở dữ liệu bảng của 169 các công ty phi tài chính trên thị trường chứng khoán Việt Nam, thời gian nghiên cứu từ 2014 đến 2018. Dữ liệu được ước lượng bằng phương pháp GLS. Bài viết tìm thấy các bằng chứng thực nghiệm sau:

Thứ nhất, sự gia tăng biến động trong dòng tiền khiến các công ty có xu hướng giảm mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính trong cấu trúc vốn. Biến động dòng tiền đi kèm với rủi ro trong thanh khoản, đặc biệt là việc thiếu hụt tiền mặt cũng như việc doanh nghiệp đối mặt với nguy cơ khó khăn, kiệt quệ tài chính. Điều này khiến doanh nghiệp hạn chế sử dụng nợ trong cấu trúc vốn doanh nghiệp.

Thứ hai, khi công ty được phân loại dựa trên dòng tiền hoạt động, những doanh nghiệp ở nhóm phân vị có dòng tiền hoạt động thấp nhất có xu hướng rõ nhất khi giảm mạnh đòn bẩy tài chính trong cấu trúc vốn một khi biến động rủi ro dòng tiền gia tăng. Như vậy cấp độ, tình trạng khác nhau của dòng tiền hoạt động được doanh nghiệp cân nhắc trong quá trình điều chỉnh đòn bẩy tài chính.

Thứ ba, bài viết cũng tìm thấy yếu tố đòn bẩy tài chính của ngành, quy mô doanh nghiệp, khả năng sinh lợi là các yếu tố ảnh hưởng nhiều nhất đến việc điều chỉnh đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp. Trong khi đó, yếu tố cơ hội tăng trưởng có ảnh hưởng khác nhau đến đòn bẩy tài chính ở hai cách đo lường đòn bẩy tài chính.

Bằng chứng thực nghiệm của bài viết cho thấy sự tồn tại của biến động dòng tiền đến quyết định đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp. Kết quả tìm được là cơ sở khoa học quan trọng đối với nhà quản trị tài chính trong quá trình điều hành chính sách tài trợ công ty. Mặc dù sử dụng nguồn tài trợ từ nợ giúp công ty tận dụng lợi ích tấm chắn thuế

từ lãi vay. Tuy nhiên, bất lợi sẽ xảy ra khi dòng tiền doanh nghiệp bất ổn không đủ chi trả các nghĩa vụ tài chính hiện tại. Do vậy, để hạn chế những tác động của biến động rủi ro dòng tiền, công ty cần phải dự đoán dòng tiền bằng cách xây dựng và phát triển các mô hình dự báo dòng tiền. Việc dự báo sẽ giúp công ty nhìn nhận những thay đổi thu chi, từ đó xác định dòng tiền nắm giữ tối ưu. Ngoài ra, việc tham khảo đòn bẩy tài chính ngành giúp công ty có thêm kênh thông tin tham khảo trong quá trình hoạch định tỷ trọng các nguồn tài trợ phù hợp trong cấu trúc vốn doanh nghiệp. Bên cạnh đó, công ty cần lựa chọn các đối tác bền vững cho các nguồn tài trợ, cũng như các đối tác kinh doanh tin cậy để hạn chế những bất ổn trong dòng tiền doanh nghiệp.

## TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Bates, T. W., Kahle, K. M., & Stulz, R. M. (2009). Why Do U.S. Firms Hold So Much More Cash than They Used To? *The Journal of Finance*, 64(5), 1985-2021.
- Brounen, D., de Jong, A., & Koedijk, K. (2004). Corporate finance in Europe: Confronting theory with practice. *Financial Management*, 33(4), 71-101.
- Cook, D. O., & Tang, T. (2010). Macroeconomic conditions and capital structure adjustment speed. *Journal of Corporate Finance*, 16, 73-87.
- Flannery, M. J., & Rangan, K. P. (2006). Partial adjustment toward target capital structures. *Journal of Financial Economics*, 79(3), 469-506.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2008). Chapter 12 - Trade-Off and Pecking Order Theories of Debt. *Handbook of Empirical Corporate Finance (Handbooks in Finance)*, 2, 135-202.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important? *Financial Management*, 38(1), 1-37.

- Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2001). The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, 60(2), 187-243.
- Harris, C., & Roark, S. (2019). Cash flow risk and capital structure decisions. *Finance Research Letters*, 29, 393-397.
- Hovakimian, A., Opler, T., & Titman, S. (2001). The Debt-Equity choice. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36(1), 1-24.
- Huang, R., & Ritter, J. R. (2016). Corporate cash shortfalls and financing decisions. *Working Paper*, 1-62.
- Keefe, M. O., & Yaghoubi, M. (2016). The influence of cash flow volatility on capital structure and the use of debt of different maturities. *Journal of Corporate Finance*, 38, 18-36.
- Lee, H., Oh, S., & Park, K. (2014). How do capital structure policies of emerging markets differ from those of developed economies? Survey evidence from Korea. *Emerging Markets Finance and Trade*, 50(2), 34-72.
- Memon, Z. A., Chen, Y., Tauni, M. Z., & Ali, H. (2018). The impact of cash flow volatility on firm leverage and debt maturity structure: evidence from China. *China Finance Review International*, 8(1), 69-91.
- Minton, B. A., & Schrand, C. (1999). The impact of cash flow volatility on discretionary investment and the costs of debt and equity financing. *Journal of Financial Economics*, 54(3), 423-460.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *American Economic Review*, 53(3), 433-443.
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575-592.