
TÁC ĐỘNG PHI TUYẾN TÍNH CỦA MỨC NẮM GIỮ TIỀN MẶT ĐẾN HIỆU QUẢ TÀI CHÍNH VÀ MỘT SỐ HÀM Ý QUẢN TRỊ

Nguyễn Văn Chiến

Trường đại học Thủ Dầu Một

Email: chiennv@tdmu.edu.vn

Mã bài báo: JED-2771

Ngày nhận: 14/12/2025

Ngày nhận bản sửa: 22/01/2026

Ngày duyệt đăng: 30/01/2026

DOI: 10.33301/JED.VI.2771

Tóm tắt:

Mục tiêu của nghiên cứu nhằm làm rõ ảnh hưởng của nắm giữ tiền mặt đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Nghiên cứu được thực hiện tại các doanh nghiệp có quy mô nhỏ và vừa niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Phương pháp nghiên cứu sử dụng phân tích định lượng với các mô hình hồi quy dữ liệu bảng OLS, FEM và REM. Khả năng xảy ra hiện tượng nội sinh được kiểm định thông qua kiểm định Durbin – Wu – Hausman và hồi quy GMM. Đồng thời, nghiên cứu xem xét mối quan hệ phụ thuộc lẫn nhau giữa các doanh nghiệp thông qua sai số chuẩn Driscoll–Kraay. Kết quả chỉ ra có mối quan hệ theo hình chữ U ngược giữa nắm giữ tiền mặt và hiệu quả tài chính doanh nghiệp. Nghiên cứu cũng cho rằng doanh nghiệp gia tăng nợ vay trong cấu trúc vốn có khả năng ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả tài chính.

Từ khóa: Tiền mặt, hiệu quả tài chính, phi tuyến tính, Việt Nam.

Mã JEL: O16, P33.

The nonlinear impact of cash holdings on financial performance and some managerial implications

Abstract:

This study is to clarify the impact of cash holdings on corporate financial performance. The research was conducted on small and medium-sized enterprises (SMEs) listed on the Vietnamese stock market, using quantitative regression analysis on panel data by OLS, FEM, and REM, along with analysis of endogeneity through Durbin-Wu-Hausman testing, GMM regression analysis, and the existence of interdependence between businesses through the Driscoll-Kraay standard errors. The results revealed an inverted U-shaped relationship between cash holdings and corporate financial performance. The study also suggested that increasing debt in the capital structure is likely to impact financial performance negatively.

Keywords: Cash, financial performance, nonlinear, Vietnam.

JEL Codes: O16, P33.

1. Đặt vấn đề

Doanh nghiệp là một thực thể quan trọng trong nền kinh tế, đóng góp vai trò vào phát triển kinh tế - xã hội địa phương, khu vực và quốc gia. Phát triển doanh nghiệp, trong đó gia tăng số lượng và chất lượng doanh nghiệp, trở nên cần thiết nhằm gia tăng mức đóng góp của doanh nghiệp vào nền kinh tế. Do đó, các quốc gia luôn có các chính sách phù hợp, thúc đẩy khởi nghiệp và đổi mới sáng tạo, ưu tiên phát triển doanh nghiệp trong nền kinh tế.

Đối với doanh nghiệp, hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp luôn chịu tác động bởi các nhân tố, đặc biệt là nhóm nhân tố vi mô thuộc về nội bộ doanh nghiệp như chất lượng nguồn nhân lực, cấu trúc vốn, quản trị khả năng thanh toán hoặc chính sách tiền mặt. Đặc biệt, doanh nghiệp luôn phải duy trì số dư tiền mặt đảm bảo khả năng thanh toán các khoản nợ tới hạn, đảm bảo sự ổn định về tài chính, kiểm soát dòng tiền và giảm thiểu rủi ro, giúp doanh nghiệp hoạt động hiệu quả và an toàn về tài chính.

Các nghiên cứu trước đều cho rằng việc đảm bảo nắm giữ tiền mặt chịu ảnh hưởng của nhiều nhân tố, có thể là nhân tố về nguồn vốn như được khẳng định bởi công trình của Nkansah (2025), Nassim & cộng sự (2025) hoặc nhân tố quản trị, cho rằng có thể có ảnh hưởng tới hiệu quả tài chính (Lückerath-Rovers, 2013). Hơn nữa, Banjade & Diltz (2022), Yun & cộng sự (2021), Yilmaz & Samour (2024) đều khẳng định mối quan hệ giữa nắm giữ tiền mặt và hiệu quả tài chính và cho rằng mối quan hệ này tùy thuộc vào từng điều kiện của doanh nghiệp. Trong nước, đã có một số nghiên cứu cũng cho kết quả tương đối khác biệt, như trường hợp nghiên cứu của Trần Mạnh Hà (2023) cho rằng tồn tại tác động phi tuyến của tiền mặt và hiệu quả hoạt động, tuy vậy nghiên cứu chưa xét khả năng xảy ra hiện tượng tính nội sinh của biến số, là hiện tượng có khả năng xảy ra rất cao trong mô hình ước lượng. Một nghiên cứu khác, Phan Trần Minh Hưng (2022), cũng cho rằng có mối quan hệ tích cực giữa nắm giữ tiền mặt và hiệu quả tài chính doanh nghiệp. Tuy vậy, nghiên cứu của tác giả chưa đánh giá được khả năng xảy ra tác động phi tuyến giữa nhân tố này. Do đó, tính mới của nghiên cứu làm rõ mối quan hệ phi tuyến tính giữa nắm giữ tiền mặt và hiệu quả tài chính, đồng thời đánh giá được khả năng xảy ra hiện tượng nội sinh trong mô hình ước lượng. Đồng thời, nghiên cứu được thực hiện tại doanh nghiệp sản xuất, là nhóm ngành có nhu cầu vốn lưu động. Trong đó, có tiền mặt cao, doanh nghiệp luôn phải thực hiện các giải pháp nhằm hài hòa khả năng hoạt động ổn định, đáp ứng khả năng thanh toán các khoản nợ đến hạn như mua nguyên vật liệu, công nợ liên quan đến tiền lương và các khoản ngoài lương và thanh toán khác, đồng thời, phải đảm bảo duy trì khả năng tạo lợi nhuận đáp ứng yêu cầu cổ đông.

Nghiên cứu này được thực hiện nhằm đánh giá ảnh hưởng của mức nắm giữ tiền mặt đến hiệu quả tài chính, đặc biệt là nghiên cứu trường hợp các doanh nghiệp nhỏ và vừa niêm yết. Kể từ khi được thành lập từ năm 2000 chỉ với 2 doanh nghiệp niêm yết (REE và SAM) và tới nay đã có nhiều doanh nghiệp niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội, trong đó có nhiều doanh nghiệp vươn mình trở thành doanh nghiệp lớn, doanh nghiệp đầu đàn. Tuy vậy, thị trường chứng khoán cũng là nơi nhiều doanh nghiệp có quy mô nhỏ và vừa niêm yết, được coi là kênh huy động vốn, thúc đẩy sự minh bạch và tạo sự phát triển doanh nghiệp (Kinh tế Sài Gòn, 2024). Do đó, nghiên cứu này xác định ảnh hưởng của nắm giữ tiền mặt và hiệu quả tài chính của doanh nghiệp, đặc biệt là khả năng xảy ra hiện tượng phi tuyến tính của doanh nghiệp niêm yết, từ đó đề xuất hàm ý quản trị nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp trong khả năng quản trị tiền mặt đáp ứng hiệu quả sản xuất kinh doanh. Đóng góp lý luận của bài viết nhằm làm rõ mối quan hệ giữa duy trì tiền mặt thanh khoản cao và hiệu quả tài chính của doanh nghiệp, vừa đảm bảo hài hòa, vừa đáp ứng yêu cầu của cổ đông, nhà đầu tư.

2. Tổng quan nghiên cứu và giả thuyết nghiên cứu

Tác động của mức nắm giữ tiền mặt đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp có thể được giải thích thông qua các lý thuyết đánh đổi (Trade-off theory) hoặc lý thuyết chi phí đại diện (Agency theory). Lý thuyết đánh đổi giải thích doanh nghiệp sẽ lựa chọn nguồn vốn nào để tài trợ cho hoạt động của doanh nghiệp nhằm cân bằng chi phí và lợi ích. Phần lớn các trường hợp kiệt quệ tài chính dẫn tới doanh nghiệp rơi vào tình trạng phá sản, hoặc doanh nghiệp không đủ tài sản có tính thanh khoản cao có thể đáp ứng được yêu cầu thanh toán cho đối tác, công nợ, do đó doanh nghiệp cần cân đối giữa nợ vay và nguồn vốn tự có. Lý thuyết đánh

đổi giải thích được các khác biệt trong cấu trúc vốn trong nhiều ngành, doanh nghiệp trong ngành công nghệ cao nhiều tài sản vô hình thường ít sử dụng nợ, các doanh nghiệp trong ngành sản xuất sở hữu nhiều tài sản hữu hình thường sử dụng nợ cao và đòi hỏi duy trì tiền mặt cao để đáp ứng khả năng thanh toán. Một lý thuyết khác, lý thuyết chi phí đại diện giải thích phát sinh chi phí do mâu thuẫn giữa lợi ích của chủ sở hữu và người đại diện, là các chi phí giám sát, chi phí cam kết của người quản lý.

Đã có một số nghiên cứu khẳng định mối quan hệ giữa nắm giữ tiền mặt và hiệu quả tài chính, tiêu biểu là Lim & Jeong (2025) nghiên cứu tại doanh nghiệp ngành công nghệ thông tin, Stavropoulos & Zounta (2025) tại các doanh nghiệp ngành dịch vụ, Alnori & Bugshan (2022) hoặc Yun & cộng sự (2021) và các nghiên cứu khác. Các công trình đều cho rằng tồn tại mối quan hệ tuyến tính giữa nắm giữ tiền mặt và hiệu quả tài chính, thường được đại diện chi tiêu bằng tỷ suất sinh lời.

Cụ thể, Lim & Jeong (2025) tìm hiểu mối quan hệ giữa nắm giữ tiền mặt và hiệu quả tài chính của doanh nghiệp ngành công nghệ thông tin dựa trên 21.051 doanh nghiệp thu thập từ báo cáo tài chính trong giai đoạn 2004 đến 2023 và cho rằng có khả năng tồn tại mối quan hệ tác động đồng biến giữa mức nắm giữ tiền mặt và hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Nghĩa là khi gia tăng mức nắm giữ tiền mặt, có khả năng giúp doanh nghiệp có khả năng đảm bảo mức độ ổn định tài chính cao hơn và do đó cải thiện hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Ngược lại, doanh nghiệp duy trì mức tiền mặt thấp có khả năng không đảm bảo hoạt động hiệu quả, doanh nghiệp có thể rơi vào mất khả năng thanh toán tiền mặt, ảnh hưởng tới phát triển bền vững. Nghiên cứu của Stavropoulos & Zounta (2025) tại các doanh nghiệp ngành dịch vụ trong ngành nghỉ dưỡng, giáo dục, chăm sóc sức khỏe và công nghệ. Nghiên cứu trên 343 doanh nghiệp và cho rằng vòng quay tiền mặt có tác động tích cực đến hiệu quả tài chính doanh nghiệp, được đo lường bằng tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản, hàm ý rằng doanh nghiệp có vòng quay tiền mặt dài hơn có hiệu quả tài chính cao hơn. Kết quả nghiên cứu khẳng định tính hiệu quả của quản trị dòng tiền trong doanh nghiệp, cụ thể, doanh nghiệp có khả năng luân chuyển dòng tiền chậm hơn có khả năng đạt được hiệu quả cao hơn.

Cho rằng sự phát triển của kinh tế Trung Quốc có sự đóng góp không nhỏ từ sự lớn mạnh của các doanh nghiệp nước này, trong đó nhiều doanh nghiệp đã vươn lên trở thành công ty đa quốc gia có vị trí chiến lược không chỉ tại Trung Quốc mà còn cả quy mô toàn cầu. Habib & cộng sự (2022) cho rằng có mối quan hệ tích cực giữa vốn hoạt động và hiệu quả tài chính tại doanh nghiệp ít có hạn chế về tài chính, và ngược lại, có mối quan hệ tiêu cực giữa vốn hoạt động và hiệu quả tài chính tại doanh nghiệp bị hạn chế về tài chính. Yun & cộng sự (2021) khẳng định mối quan hệ giữa lượng tiền mặt nắm giữ và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp có thể chịu ảnh hưởng bởi yếu tố đặc thù doanh nghiệp và đặc điểm của doanh nghiệp, sở hữu gia đình và mức độ tập trung sở hữu. Do đó, mối quan hệ giữa nắm giữ tiền mặt và hiệu quả doanh nghiệp là khác nhau và tùy thuộc vào từng doanh nghiệp cụ thể. Nghiên cứu trường hợp điển hình tại doanh nghiệp Trung Quốc, tác giả cho rằng nắm giữ tiền mặt có khả năng cải thiện hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp có quản trị doanh nghiệp mạnh. Hơn nữa, sở hữu gia đình và mức độ tập trung sở hữu có ảnh hưởng tiêu cực đến mối quan hệ nắm giữ tiền mặt và hiệu quả tài chính doanh nghiệp, trong khi sở hữu nhà nước điều chỉnh tích cực mối quan hệ này.

Một nghiên cứu của Alnori & Bugshan (2022) về vai trò của nắm giữ tiền mặt đối với hiệu quả của công ty khi tuân thủ và không tuân thủ luật Shariah tại các công ty phi tài chính niêm yết trên 6 thị trường niêm yết thuộc các nước hợp tác vùng vịnh (GCC) từ năm 2005 đến 2019. Đo lường hiệu quả của công ty thông qua giá trị sổ sách và thị trường như lợi nhuận trên tổng tài sản, lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu, lợi nhuận trước thuế và lãi vay trên tổng tài sản và Tobin's Q và sử dụng mô hình hiệu ứng cố định và mô men tổng quát hệ thống, nghiên cứu cho rằng mối quan hệ giữa nắm giữ tiền mặt và hiệu quả công ty là khác nhau giữa các công ty tuân thủ và không tuân thủ theo luật Shariah. Nắm giữ tiền mặt có mối quan hệ tích cực với hiệu quả công ty tuân thủ theo luật Shariah, nhưng dự trữ tiền mặt không liên quan đáng kể đến hiệu quả của công ty truyền thống. Có thể khẳng định các công ty tuân thủ luật Shariah phụ thuộc nhiều hơn vào tiền mặt nắm giữ để tránh các nguồn tài chính bên ngoài tốn kém và ít khả dụng nhằm đáp ứng nhu cầu kinh doanh và đạt hiệu quả tài chính. Tuy vậy, giá trị của nắm giữ tiền mặt ít quan trọng hơn đối với các công ty không tuân thủ luật Shariah khi lựa chọn tài chính bên ngoài ít bị hạn chế hơn so với các công ty tuân thủ.

Yilmaz & Samour (2024) tìm hiểu 536 công ty phi tài chính giai đoạn 2006 đến 2020 tại 11 quốc gia Bắc Phi và Trung Đông thông qua phân tích tác động cố định và ngẫu nhiên. Kết quả nghiên cứu cho rằng tồn tại mối quan hệ tuyến tính giữa lượng nắm giữ tiền mặt và hiệu quả tài chính doanh nghiệp, đặc biệt kết quả nghiên cứu này được ghi nhận khi hiệu quả tài chính được đo lường thông qua ROA hoặc ROE, nhưng không có bằng chứng về tác động khi hiệu quả tài chính được đo lường thông qua tỷ suất lợi nhuận trước thuế và lãi vay.

Cho rằng doanh nghiệp luôn phải duy trì tiền mặt phù hợp với hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp, đặc biệt trong thời kỳ khủng hoảng, đã yêu cầu doanh nghiệp phải nắm giữ tiền mặt nhiều hơn vì lý do phòng ngừa. Kumar & Symss (2024) thực hiện tổng quan các tài liệu từ năm 1984 đến 2024 và cho rằng tồn tại mối quan hệ giữa nắm giữ tiền mặt và hiệu quả doanh nghiệp, và xa hơn là ảnh hưởng tới giá trị doanh nghiệp. Hơn nữa, lạm phát thúc đẩy điều chỉnh các chiến lược nắm giữ tiền mặt ở cấp độ vĩ mô. Thực vậy, trong khủng hoảng, lãi suất thấp hơn so với trước khủng hoảng và từ đó dẫn tới việc nắm giữ tiền mặt cao hơn. Đồng thời, rủi ro địa chính trị ảnh hưởng tiêu cực đến nắm giữ tiền mặt, như đại dịch COVID thúc đẩy doanh nghiệp gia tăng dự trữ tiền mặt, các cú sốc chiến tranh gia tăng bất ổn nền kinh tế, thị trường gia tăng mức dự trữ tiền mặt. Ngược lại, đa dạng hóa địa lý làm giảm nhu cầu tiền mặt phòng ngừa, do đó danh mục đầu tư địa lý được đa dạng hóa tốt hơn giúp ứng phó với các tình huống khó khăn về tài chính, doanh nghiệp hoạt động ổn định hơn, làm giảm nhu cầu dự trữ tiền mặt.

Một nghiên cứu khác tại Ý, La Rocca & Cambrea (2019) cho rằng lượng tiền mặt nắm giữ chịu ảnh hưởng bởi các đặc điểm riêng từng công ty và chịu ảnh hưởng của các yếu tố liên quan đến bối cảnh thể chế. Trường hợp tại Ai Cập, Ali & cộng sự (2024) thông qua phân tích bình phương tối thiểu gộp và ước lượng GMM hệ thống hai bước để kiểm định tính nội sinh của mô hình nghiên cứu. Nghiên cứu cũng đồng thời kiểm tra tính vững của mô hình nghiên cứu thông qua hồi quy hiệu ứng cố định, kết quả nghiên cứu cho rằng có tác động tích cực của nắm giữ tiền mặt đến hiệu quả hoạt động của công ty, khẳng định chính sách duy trì nắm giữ tiền mặt có khả năng đáp ứng yêu cầu tiền mặt và thanh toán tại doanh nghiệp, do đó tạo lợi nhuận cho doanh nghiệp. Nghiên cứu cũng cho rằng các nhân tố thuộc về quản trị doanh nghiệp như quy mô hội đồng quản trị, đa dạng giới trong hội đồng quản trị và tần suất họp hội đồng quản trị có tác động tích cực đến hiệu quả tài chính doanh nghiệp, đồng nghĩa với gia tăng tính hiệu quả hoạt động của hội đồng quản trị có tác động tích cực đến lợi nhuận doanh nghiệp.

Đã có một số nghiên cứu quốc tế cho rằng có thể tồn tại mối quan hệ phi tuyến tính hình chữ U ngược giữa nắm giữ tiền mặt và hiệu quả tài chính doanh nghiệp, như được thảo luận trong nghiên cứu của Banjade & Diltz (2022). Nghiên cứu cho rằng tiền mặt tại công ty bao gồm tiền mặt hoặc tài sản có khả năng chuyển đổi nhanh chóng thành tiền mặt. Động cơ nắm giữ tiền mặt nhằm đáp ứng các giao dịch hàng ngày, phòng ngừa sự bất ổn và đầu tư, đầu cơ vào các cơ hội tạo hiệu quả tài chính. Banjade & Diltz (2022) khẳng định khi công ty duy trì số dư tiền mặt có thể làm cho tiền mặt không tạo lợi nhuận và thể hiện kém hiệu quả, nhưng tình trạng thiếu hụt tiền mặt có thể gây hiệu quả, làm lỡ kế hoạch kinh doanh và công ty có thể buộc phải đi vay với lãi suất cao. Nghiên cứu cũng cho rằng giá trị công ty tăng lên khi lượng tiền mặt hiện có đạt đến mức độ nhất định và doanh nghiệp có thể duy trì lượng tiền mặt ở mức tối ưu, giúp doanh nghiệp đạt hiệu quả kinh tế cao. Banjade & Diltz (2022) cho rằng các công ty chi tiêu nhiều hơn cho hoạt động nghiên cứu và phát triển; họ cần nắm giữ tiền mặt nhiều hơn so với các công ty ít chi tiêu cho hoạt động nghiên cứu và phát triển. Yilmaz & Samour (2024) cũng cho rằng có khả năng tồn tại mức nắm giữ tiền mặt tối ưu giúp doanh nghiệp có khả năng đạt được hiệu quả hoạt động cao khi doanh nghiệp vừa hài hòa duy trì lượng nắm giữ tiền mặt đáp ứng hoạt động kinh doanh và vừa đảm bảo hiệu quả tài chính. Ngoài ra, các điều kiện kinh tế vĩ mô cũng có ảnh hưởng tới chính sách nắm giữ tiền mặt tại công ty.

Đã có một số nghiên cứu tại Việt Nam cho rằng tồn tại tác động tuyến tính dương giữa nắm giữ tiền mặt và hiệu quả tài chính, như nghiên cứu của Phan Trần Minh Hưng (2022) khẳng định vai trò của nắm giữ tiền mặt trong việc cải thiện hoạt động của doanh nghiệp. Nghiên cứu của Trần Mạnh Hà (2023) cho rằng có tác động tích cực của nắm giữ tiền mặt và hiệu quả tài chính của doanh nghiệp trong ngành năng lượng nhiệt điện trong giai đoạn 2013 đến 2021, do đó, gia tăng nắm giữ tiền mặt giúp doanh nghiệp ổn định sản

xuất và phát triển.

Từ tổng quan nghiên cứu, có thể thấy nghiên cứu trong và ngoài nước đều khẳng định tác động tích cực giữa nắm giữ tiền mặt và hiệu quả tài chính. Gia tăng nắm giữ tiền mặt cải thiện hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Tuy vậy, Banjade & Diltz (2022) và Yilmaz & Samour (2024) cho rằng nắm giữ tiền mặt tốt cho hoạt động của doanh nghiệp, nhưng doanh nghiệp duy trì tỉ lệ tiền mặt cao trong tổng tài sản có khả năng không đạt được lợi nhuận tối ưu. Do đó, doanh nghiệp nên duy trì tỷ lệ nắm giữ tiền mặt tối ưu giữa khả năng thanh toán và khả năng tạo lợi nhuận, hay có thể khẳng định có khả năng xảy ra tác động phi tuyến tính giữa nắm giữ tiền mặt và hiệu quả tài chính. Theo đó, giả thuyết nghiên cứu được đưa ra như sau:

Giả thuyết: Tồn tại tác động phi tuyến tích hình chữ U ngược giữa tỷ lệ nắm giữ tiền mặt và hiệu quả tài chính.

3. Phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu được thu thập từ doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán, là doanh nghiệp trong ngành sản xuất được niêm yết trong giai đoạn 2013 đến 2023. Các số liệu được thu thập từ báo cáo tài chính hàng năm đã được kiểm toán.

Dựa trên các nghiên cứu trước Banjade & Diltz (2022), Yun & cộng sự (2021), Yilmaz & Samour (2024) và mở rộng phát triển mô hình nhằm xác định tác động phi tuyến tính, mô hình hồi quy được trình bày như sau:

$$FP_{it} = \beta_0 + \beta_1 * CASH_{it} + \beta_2 * LEV_{it} + \beta_3 * SIZE_{it} + \beta_4 * LIQ_{it} + \beta_5 * BOD_{it} + \beta_6 * WOMEN_{it} + \beta_7 * FINANCE_{it} + u_{it}$$

Ngoài ra, để đánh giá tác động phi tuyến tính, phương trình hồi quy có dạng như sau:

$$FP_{it} = \beta_0 + \beta_1 * CASH_{it} + \beta'_1 * CASHSQ_{it} + \beta_2 * LEV_{it} + \beta_3 * SIZE_{it} + \beta_4 * LIQ_{it} + \beta_5 * BOD_{it} + \beta_6 * WOMEN_{it} + \beta_7 * FINANCE_{it} + u_{it}$$

Trong đó:

FP là biến đo lường hiệu quả tài chính của doanh nghiệp, có thể đo lường thông qua tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản (ROA) hoặc tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu (ROE), được đề xuất bởi nghiên cứu của Phan Trần Minh Hưng (2022) và Ali & cộng sự (2024);

CASH là biến đo lường tỷ lệ tiền mặt và tương đương tiền trong tài sản của doanh nghiệp, được đề xuất bởi Suherman & cộng sự (2021), Ali & cộng sự (2024);

LEV là hệ số nợ của doanh nghiệp, đo lường bằng tỷ lệ nợ trong tổng nguồn vốn của doanh nghiệp, được đề xuất bởi Trần Mạnh Hà (2023);

SIZE là quy mô của doanh nghiệp, đo lường bằng logarithm cơ số 10 của tổng tài sản của doanh nghiệp, được đề xuất bởi Trần Mạnh Hà (2023);

LIQ là hệ số khả năng thanh toán hiện hành, đo lường bằng tổng tài sản ngắn hạn so với nợ ngắn hạn được đề xuất bởi Nguyen & Huynh (2023);

BOD, đo lường quy mô hội đồng quản trị, bằng số thành viên tham gia hội đồng quản trị doanh nghiệp, được đề xuất bởi Ali & cộng sự (2024);

WOMEN, đo lường tỷ lệ nữ tham gia hội đồng quản trị, được đề xuất bởi Nguyen & Huynh (2023);

FINANCE, đo lường tỷ lệ thành viên hội đồng quản trị có trình độ kinh tế, tài chính, kế toán, được phát triển bởi tác giả;

CASHSQ, là biến số phản ánh tác động phi tuyến tính của tỷ lệ nắm giữ tiền mặt;

Về phương pháp nghiên cứu: nghiên cứu này sử dụng phương pháp định lượng, thực hiện phân tích trên dữ liệu bảng bằng các kỹ thuật phân tích bao gồm hồi quy bình phương tối thiểu gộp (OLS), mô hình tác

động cố định (FEM) và mô hình tác động ngẫu nhiên (REM). Nghiên cứu cũng đồng thời đánh giá khả năng xảy ra hiện tượng nội sinh. Trong trường hợp tồn tại hiện tượng nội sinh, nghiên cứu thực hiện hồi quy GMM nhằm có kết quả phù hợp hơn.

Ngoài ra, nghiên cứu sử dụng phân tích hồi quy theo sai số chuẩn Driscoll-Kraay có ưu điểm trong phân tích dữ liệu bảng, đặc biệt là khi có hiện tượng tương quan chuỗi và tự tương quan, giúp mô hình trở nên vững và tin cậy hơn. Đồng thời, kết quả hồi quy theo sai số chuẩn Driscoll-Kraay là cơ sở đánh giá tính vững của kết quả nghiên cứu.

4. Kết quả nghiên cứu và Thảo luận

4.1. Thống kê mô tả

Bảng 1 trình bày kết quả thống kê mô tả của nghiên cứu và cho thấy tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản và vốn chủ sở hữu đạt bình quân 4,80% và 10,3%, phản ánh mức hiệu quả tài chính tương đối cao của doanh nghiệp trên sàn niêm yết. Tỷ lệ tiền mặt trên tổng tài sản duy trì ở mức 8,42% và có doanh nghiệp duy trì mức tiền mặt cao lên tới 52,2%, nhưng xuất hiện doanh nghiệp có thời điểm không duy trì tiền mặt. Về hệ số nợ, hệ số này đạt giá trị bình quân 0,479, cho thấy doanh nghiệp huy động 47,9% nợ và 52,1% là vốn chủ sở hữu trong cơ cấu vốn. Về khả năng thanh toán, hệ số này đạt 2,40 và cao hơn 1, cho thấy doanh nghiệp có khả năng đảm bảo khả năng thanh toán. Số thành viên hội đồng quản trị bình quân là 5,4 người/doanh nghiệp, có số thành viên tối thiểu là 3 và số thành viên tối đa là 11. Tỷ lệ nữ trong hội đồng quản trị là 18,2% và có 52,2% số thành viên hội đồng quản trị có trình độ kinh tế, tài chính hoặc kế toán.

Bảng 1. Thống kê mô tả các biến

Biến	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
ROA	0,048	0,078	-0,460	0,348
ROE	0,103	0,141	-0,984	1,065
CASH	0,084	0,090	0	0,522
LEV	0,479	0,253	0,007	1,000
SIZE	12,021	0,848	10,310	14,936
LIQ	2,401	2,159	0,153	14,207
BOD	5,435	1,327	3	11
WOMEN	0,182	0,182	0	1,00
FINANCE	0,522	0,252	0	1,00

4.2. Phân tích tương quan

Kết quả phân tích tương quan cho thấy các cặp biến độc lập có mức độ tương quan không quá cao, hệ số tương quan lớn nhất 0,346 cho cặp biến SIZE và LEV và nhỏ hơn 0,8 nên không có khả năng xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến (Bảng 2).

Bảng 2. Ma trận tương quan

Biến	ROA	ROE	CASH	LEV	SIZE	LIQ	BOD	WOMEN	FINANCE
ROA	1,000								
ROE	0,726	1,000							
CASH	0,196	0,159	1,000						
LEV	-0,133	-0,162	-0,154	1,000					
SIZE	-0,124	-0,069	-0,231	0,345	1,000				
LIQ	0,057	-0,075	0,090	-0,609	-0,177	1,000			
BOD	0,064	0,047	0,054	0,054	0,152	-0,127	1,000		
WOMEN	-0,019	-0,124	-0,037	-0,277	-0,176	0,181	-0,080	1,000	
FINANCE	-0,008	0,007	0,061	-0,090	-0,017	0,106	0,045	-0,099	1,000

4.3. Kết quả hồi quy

Bảng 3 trình bày kết quả hồi quy với biến phụ thuộc ROA. Kết quả hồi quy thực hiện kiểm định F nhằm lựa chọn giữa hồi quy OLS và FEM, kiểm định Hausman để lựa chọn giữa FEM và REM, và cho thấy kiểm

Bảng 3. Kết quả hồi quy, Biến phụ thuộc: ROA

Biến	OLS	FEM	REM	GLS	OLS	FEM	REM	GLS
CASH	0,136*** (0,001)	0,145*** (0,001)	0,145*** (0,000)	0,136*** (0,000)	0,287*** (0,005)	0,179 (0,121)	0,212** (0,048)	0,287*** (0,005)
CASHSQ					-0,440 (0,113)	-0,090 (0,755)	-0,184 (0,505)	-0,440* (0,089)
LEV	-0,039* (0,051)	-0,065** (0,033)	-0,046* (0,060)	-0,039** (0,049)	-0,035* (0,080)	-0,064** (0,037)	-0,044* (0,074)	-0,035* (0,076)
SIZE	-0,008 (0,149)	0,022** (0,046)	0,004 (0,544)	-0,008 (0,145)	-0,007 (0,172)	0,022** (0,044)	0,004 (0,559)	-0,007 (0,167)
LIQ	-0,001 (0,742)	0,004** (0,027)	0,003 (0,124)	-0,001 (0,740)	-0,001 (0,753)	0,004** (0,026)	0,003 (0,131)	-0,001 (0,751)
BOD	0,004 (0,134)	-0,001 (0,992)	0,001 (0,652)	0,004 (0,130)	0,004 (0,136)	0,001 (0,993)	0,001 (0,621)	0,004 (0,132)
WOMEN	-0,023 (0,255)	-0,016 (0,541)	-0,017 (0,453)	-0,023 (0,251)	-0,023 (0,254)	-0,017 (0,528)	-0,017 (0,437)	-0,023 (0,249)
FINANCE	-0,011 (0,414)	0,027 (0,117)	0,006 (0,667)	-0,011 (0,410)	-0,012 (0,388)	0,027 (0,115)	0,005 (0,703)	-0,012 (0,383)
Tung độ gốc	0,136** (0,042)	-0,227* (0,095)	-0,014 (0,872)	0,136** (0,040)	0,124* (0,066)	-0,234* (0,090)	-0,016 (0,859)	0,124* (0,063)
Kiểm định F	F(40,440) = 4,830 Prob > F = 0,000				F(40,439) = 4,740 Prob > F = 0,000			
Kiểm định Hausman	chi2(7) = 22,280 Prob>chi2 = 0,002				chi2(8) = 31,470 Prob>chi2 = 0,001			
Kiểm định Wald cho phương sai thay đổi	chi2 (41) = 26159,550 Prob>chi2 = 0,000				chi2 (41) = 27082,600 Prob>chi2 = 0,000			
Kiểm định Wooldridge cho tự tương quan	F(1, 40) = 6,288 Prob > F = 0,016				F(1, 40) = 6,506 Prob > F = 0,014			

Ghi chú: Giá trị trong ngoặc là p-value.

định F là phù hợp. Đồng thời, mô hình nghiên cứu xảy ra hiện tượng tự tương quan và phương sai thay đổi, do đó, hồi quy FGLS được lựa chọn. Kết quả nghiên cứu cho thấy tồn tại mối quan hệ phi tuyến tính giữa nắm giữ tiền mặt và hiệu quả tài chính doanh nghiệp. Có tác động âm giữa hệ số nợ và hiệu quả tài chính. Các tác động giữa khả năng thanh toán LIQ, quy mô doanh nghiệp SIZE, nhân tố quản trị (BOD, WOMEN và FINANCE) chưa có ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính.

Bảng 4 trình bày kết quả hồi quy với biến phụ thuộc ROE. Tương tự như kết quả tại Bảng 3, kết quả nghiên cứu cũng khẳng định tồn tại mối quan hệ phi tuyến tính giữa nắm giữ tiền mặt và hiệu quả tài chính doanh nghiệp. Có tác động âm giữa hệ số nợ và hiệu quả tài chính. Các tác động giữa khả năng thanh toán LIQ, quy mô doanh nghiệp SIZE, nhân tố quản trị (BOD và FINANCE) chưa có ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính. Tuy vậy, có tác động âm giữa tham gia của nữ trong hội đồng quản trị và hiệu quả tài chính.

Bảng 5 là kết quả kiểm định Durbin – Wu – Hausman cho thấy có biến SIZE, LIQ, FINANCE là biến nội sinh, còn các biến còn lại là ngoại sinh.

Bảng 6 kết quả kiểm định khẳng định SIZE là biến nội sinh, còn các biến CASH, CASHSQ, LEV, LIQ, BOD, WOMEN, FINANCE là biến ngoại sinh.

Bảng 7 trình bày kết quả hồi quy theo GMM và đồng thời phân tích tính vững của kết quả nghiên cứu qua hồi quy sai số chuẩn Driscoll-Kraay nhằm đánh giá mối quan hệ phụ thuộc giữa các doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Kết quả nghiên cứu cũng khẳng định tác động phi tuyến giữa nắm giữ tiền mặt và hiệu quả tài chính, đồng thời, tác động âm giữa hệ số nợ và hiệu quả tài chính. Bên cạnh đó, tồn tại tác động âm giữa biến WOMEN và hiệu quả tài chính, cho thấy sự tham gia của nữ trong hội đồng quản trị có tác động âm đến hiệu quả tài chính.

Bảng 4. Kết quả hồi quy, Biến phụ thuộc: ROE

Biến	OLS	FEM	REM	GLS	OLS	FEM	REM	GLS
CASH	0,233*** (0,001)	0,176** (0,028)	0,205*** (0,005)	0,233*** (0,001)	0,465* (0,010)	0,160 (0,454)	0,315* (0,098)	0,465*** (0,009)
CASHSQ					-0,677 (0,162)	0,043 (0,936)	-0,309 (0,533)	-0,677* (0,057)
LEV	-0,140*** (0,000)	-0,164*** (0,004)	-0,147*** (0,000)	-0,140*** (0,000)	-0,145*** (0,000)	-0,164*** (0,004)	-0,150*** (0,000)	-0,145*** (0,000)
SIZE	-0,025*** (0,009)	-0,013 (0,533)	-0,020 (0,100)	-0,025*** (0,008)	-0,025** (0,011)	-0,013 (0,530)	-0,020 (0,106)	-0,025* (0,010)
LIQ	0,003 (0,341)	0,007* (0,060)	0,005 (0,124)	0,003 (0,337)	0,003 (0,334)	0,007* (0,061)	0,005 (0,122)	0,003 (0,329)
BOD	0,005 (0,316)	-0,010 (0,117)	-0,001 (0,734)	0,005 (0,312)	0,005 (0,320)	-0,010 (0,117)	-0,001 (0,756)	0,005 (0,315)
WOMEN	-0,061* (0,083)	-0,070 (0,158)	-0,067* (0,093)	-0,061* (0,080)	-0,061* (0,082)	-0,070 (0,161)	-0,067* (0,091)	-0,061* (0,079)
FINANCE	0,001 (0,982)	0,032 (0,305)	0,011 (0,661)	0,001 (0,982)	-0,001 (0,985)	0,032 (0,307)	0,011 (0,671)	-0,001 (0,985)
Tung độ gốc	0,292** (0,013)	0,192 (0,446)	0,262* (0,082)	0,292** (0,012)	0,272** (0,021)	0,195 (0,445)	0,251* (0,098)	0,272** (0,019)
Kiểm định F	F(40,440) = 2,980 Prob > F = 0,000				F(40,439) = 2,920 Prob > F = 0,000			
Kiểm định Hausman	chi2(7) = 12,700 Prob>chi2 = 0,079				chi2(8) = 14,660 Prob>chi2 = 0,066			
Kiểm định Wald cho phương sai thay đổi	chi2 (41) = 28998,22 Prob>chi2 = 0,000				chi2 (41) = 28741,16 Prob>chi2 = 0,000			
Kiểm định Wooldridge cho tự tương quan	F(1, 40) = 15,330 Prob > F = 0,001				F(1, 40) = 15,051 Prob > F = 0,001			

Ghi chú: Giá trị trong ngoặc là p-value.

Bảng 5. Kiểm định tính nội sinh, Biến phụ thuộc: ROA

Biến	Kiểm định Durbin – Wu – Hausman	Kết luận
CASH	Durbin (score) chi2(1) = 1,741 (p = 0,186) Wu-Hausman F(1,454) = 1,714 (p = 0,191)	Biến ngoại sinh
CASHSQ	Durbin (score) chi2(1) = 0,527 (p = 0,467) Wu-Hausman F(1,453) = 0,516 (p = 0,472)	Biến ngoại sinh
LEV	Durbin (score) chi2(1) = 1,247 (p = 0,264) Wu-Hausman F(1,454) = 1,226 (p = 0,268)	Biến ngoại sinh
SIZE	Durbin (score) chi2(1) = 37,894 (p = 0,000) Wu-Hausman F(1,454) = 40,469 (p = 0,000)	Biến nội sinh
LIQ	Durbin (score) chi2(1) = 6,965 (p = 0,008) Wu-Hausman F(1,454) = 6,934 (p = 0,008)	Biến nội sinh
BOD	Durbin (score) chi2(1) = 0,085 (p = 0,770) Wu-Hausman F(1,438) = 0,083 (p = 0,772)	Biến ngoại sinh
WOMEN	Durbin (score) chi2(1) = 0,001 (p = 0,972) Wu-Hausman F(1,438) = 0,001 (p = 0,972)	Biến ngoại sinh
FINANCE	Durbin (score) chi2(1) = 5,002 (p = 0,025) Wu-Hausman F(1,438) = 4,957 (p = 0,026)	Biến nội sinh

Ghi chú: Giá trị trong ngoặc là p-value.

4.4. Thảo luận

Từ kết quả phân tích hồi quy theo các phương pháp OLS, REM, FEM và GLS nhằm làm rõ tác động của các nhân tố đến hiệu quả tài chính được đo lường bằng ROA hoặc ROE, đồng thời phân tích khả năng xảy ra hiện tượng nội sinh của các biến số, và kiểm định tính vững qua mô hình hồi quy sai số chuẩn Driscoll-

Bảng 6. Kiểm định tính nội sinh, Biến phụ thuộc: ROE

Biến	Kiểm định Durbin – Wu – Hausman	Kết luận
CASH	Durbin (score) $\chi^2(1) = 0,261$ ($p = 0,609$) Wu-Hausman $F(1,453) = 0,255$ ($p = 0,613$)	Biến ngoại sinh
CASHSQ	Durbin (score) $\chi^2(1) = 0,172$ ($p = 0,677$) Wu-Hausman $F(1,453) = 0,16891$ ($p = 0,681$)	Biến ngoại sinh
LEV	Durbin (score) $\chi^2(1) = 1,804$ ($p = 0,179$) Wu-Hausman $F(1,454) = 1,776$ ($p = 0,183$)	Biến ngoại sinh
SIZE	Durbin (score) $\chi^2(1) = 23,094$ ($p = 0,000$) Wu-Hausman $F(1,454) = 23,834$ ($p = 0,000$)	Biến nội sinh
LIQ	Durbin (score) $\chi^2(1) = 1,751$ ($p = 0,185$) Wu-Hausman $F(1,454) = 1,724$ ($p = 0,189$)	Biến ngoại sinh
BOD	Durbin (score) $\chi^2(1) = 0,088$ ($p = 0,765$) Wu-Hausman $F(1,438) = 0,087$ ($p = 0,768$)	Biến ngoại sinh
WOMEN	Durbin (score) $\chi^2(1) = 0,008$ ($p = 0,925$) Wu-Hausman $F(1,438) = 0,008$ ($p = 0,926$)	Biến ngoại sinh
FINANCE	Durbin (score) $\chi^2(1) = 0,008$ ($p = 0,926$) Wu-Hausman $F(1,438) = 0,008$ ($p = 0,927$)	Biến ngoại sinh

Ghi chú: Giá trị trong ngoặc là p -value.

Bảng 7. Kết quả hồi quy theo GMM và Driscoll-Kraay

Biến	ROA GMM	ROA GMM	ROA Driscoll-Kraay	ROE GMM	ROE GMM	ROE Driscoll-Kraay
CASH	0,136*** (0,000)	0,287*** (0,005)	0,136*** (0,000)	0,233*** (0,001)	0,465*** (0,009)	0,233*** (0,000)
CASHSQ		-0,440* (0,089)			-0,677* (0,057)	
LEV	-0,039** (0,049)	-0,035* (0,076)	-0,039** (0,042)	0,140*** (0,000)	0,146*** (0,000)	0,140*** (0,003)
SIZE	-0,008 (0,145)	-0,007 (0,167)	-0,008* (0,056)	-0,025* (0,008)	-0,025*** (0,010)	-0,025*** (0,009)
LIQ	-0,001 (0,740)	-0,001 (0,751)	-0,001 (0,833)	0,003 (0,337)	0,003 (0,329)	0,003 (0,413)
BOD	0,004 (0,130)	0,004 (0,132)	0,004* (0,075)	0,005 (0,312)	0,005 (0,315)	0,005 (0,195)
WOMEN	-0,023 (0,251)	-0,023 (0,249)	-0,023 (0,430)	-0,061* (0,080)	-0,061* (0,079)	-0,061 (0,339)
FINANCE	-0,011 (0,410)	-0,012 (0,383)	-0,011 (0,533)	0,001 (0,982)	-0,001 (0,985)	0,001 (0,985)
Tung độ gốc	0,136* (0,040)	0,124* (0,063)	0,136** (0,015)	0,292** (0,012)	0,272** (0,019)	0,292** (0,013)

Ghi chú: Giá trị trong ngoặc là p -value.

Kraay, có thể thấy rằng tồn tại mối quan hệ phi tuyến tính giữa nắm giữ tiền mặt và hiệu quả tài chính doanh nghiệp và kết quả này tương đối vững. Trong điều kiện duy trì nắm giữ tiền mặt thấp, khi gia tăng nắm giữ tiền mặt giúp doanh nghiệp đạt được hiệu quả tài chính cao hơn. Ngược lại, trong điều kiện duy trì nắm giữ tiền mặt cao, tăng thêm mức nắm giữ tiền mặt làm giảm hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu này giải thích rằng doanh nghiệp nên duy trì mức nắm giữ tiền mặt tối ưu có thể tạo ra lợi ích cao nhất, như đã được khẳng định bởi nghiên cứu của Banjade & Diltz (2022), Yun & cộng sự (2021), Yilmaz & Samour (2024) đều khẳng định mối quan hệ đồng biến giữa nắm giữ tiền mặt và hiệu quả tài chính và tùy thuộc vào từng điều kiện của doanh nghiệp. Tuy vậy, khi doanh nghiệp duy trì nắm giữ tiền mặt nhiều, doanh nghiệp sẽ mất đi cơ hội tạo lợi nhuận do giữ tiền quá nhiều, có khả năng làm mất đi cơ hội kinh doanh của doanh nghiệp.

Kết quả cho thấy tác động âm của ảnh hưởng hệ số nợ đến hiệu quả tài chính, nghĩa là gia tăng nợ vay trong cấu trúc vốn của doanh nghiệp có khả năng làm giảm hiệu quả hoạt động kinh doanh, ngược lại, gia tăng nguồn vốn chủ sở hữu có thể giúp doanh nghiệp hoạt động hiệu quả hơn. Kết quả nghiên cứu này tương đồng với nghiên cứu của Nkansah (2025) tại các doanh nghiệp được phẩm sinh học tại Hoa Kỳ và châu Âu khi cho rằng nợ vay làm giảm hiệu quả tài chính của doanh nghiệp, đặc biệt gia tăng nợ vay quá nhiều trong cơ cấu vốn làm gia tăng khả năng xảy ra hiện tượng kiệt quệ tài chính, doanh nghiệp có thể rơi vào suy thoái nếu doanh thu không đảm bảo hòa vốn. Kết quả cũng tương tự như nghiên cứu của Nassim & cộng sự (2025) thực hiện tại 54 doanh nghiệp nông nghiệp nhỏ và vừa tại Ma Rốc trong giai đoạn 2017 đến 2022 cũng khẳng định gia tăng nguồn vốn chủ sở hữu giúp doanh nghiệp đầu tư mạnh vào tài sản cố định, tạo nền tảng cho tích lũy tài sản và định hướng phát triển dài hạn, do đó doanh nghiệp có thể đạt được hiệu quả cao hơn.

Kết quả nghiên cứu cũng cho thấy sự tham gia của nữ giới trong hội đồng quản trị có tác động âm đến hiệu quả tài chính. Nghĩa là chưa thấy được hiệu quả của nữ giới trong hội đồng quản trị đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu này trái ngược với Lückerath-Rovers (2013) khi nghiên cứu các công ty tại Hà Lan và cho rằng nữ giới tham gia hội đồng quản trị có tác động tích cực tới hiệu quả của doanh nghiệp. Nghiên cứu cho rằng văn hóa Hà Lan tương đối tạo ra sự bình đẳng giới cao giữa nữ giới và nam giới, và có nhiều nữ giới trong các hoạt động doanh nghiệp, sự tham gia của nữ giới tạo góc nhìn đa dạng cho hoạt động ra quyết định, quản trị rủi ro, xây dựng chiến lược cho hoạt động của doanh nghiệp. Tuy vậy, kết quả nghiên cứu này lại tương tự như kết quả của Ionascu & cộng sự (2018) tại trường hợp Romania, khi cho rằng sự tham gia của nữ giới chưa cải thiện hiệu quả quản trị doanh nghiệp. Tuy vậy, nghiên cứu cũng cho rằng Romania vẫn nên duy trì hành lang pháp lý khuyến khích sự tham gia của nữ trong quản trị doanh nghiệp, thúc đẩy bình đẳng giới và phát triển kinh tế hài hòa.

5. Kết luận

Doanh nghiệp có đóng góp vô cùng quan trọng vào phát triển kinh tế địa phương và đất nước, đòi hỏi doanh nghiệp hoạt động phải có hiệu quả tài chính. Để đáp ứng nhu cầu thanh toán, doanh nghiệp luôn đòi hỏi duy trì mức nắm giữ tiền mặt nhằm đáp ứng khả năng thanh toán các công nợ đến hạn tại doanh nghiệp. Nghiên cứu tại các doanh nghiệp có quy mô nhỏ và vừa niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, bằng phân tích định lượng hồi quy trên dữ liệu bảng và đồng thời phân tích khả năng xảy ra hiện tượng nội sinh và khả năng xảy ra mối quan hệ phụ thuộc lẫn nhau giữa các doanh nghiệp, kết quả nghiên cứu cho rằng tồn tại mối quan hệ tuyến tính theo hình chữ U ngược giữa nắm giữ tiền mặt và hiệu quả tài chính doanh nghiệp. Doanh nghiệp sử dụng phương án vốn bằng cách gia tăng nợ vay trong cấu trúc vốn có khả năng ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả tài chính.

Từ kết quả nghiên cứu trên, có một số hàm ý quản trị cho doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Việt Nam, một là, doanh nghiệp nên duy trì mức nắm giữ tiền mặt tối ưu nhằm giúp doanh nghiệp hài hòa lợi ích thanh toán công nợ và hiệu quả tài chính. Khi doanh nghiệp nắm giữ nhiều tiền mặt, khả năng thanh toán tăng lên nhưng có khả năng làm giảm hiệu quả tài chính, và ngược lại, doanh nghiệp nắm giữ ít tiền mặt thì không đảm bảo khả năng thanh toán đến hạn, có ảnh hưởng tới hoạt động kinh doanh. Hai là, doanh nghiệp nên gia tăng hiệu quả sử dụng nguồn tài trợ từ nợ vay, đồng thời kết hợp phương án sử dụng nguồn vốn chủ sở hữu nhằm tài trợ cho hoạt động của doanh nghiệp đạt hiệu quả.

Tuy nhiên, nghiên cứu này cũng có một số hạn chế. Một là, nghiên cứu mới thực hiện được tại doanh nghiệp sản xuất và chưa thực hiện được các loại hình doanh nghiệp khác như doanh nghiệp bán lẻ, doanh nghiệp dịch vụ, để từ đó so sánh mối quan hệ giữa duy trì tiền mặt thanh khoản cao và hiệu quả tài chính doanh nghiệp. Hai là, nghiên cứu chưa làm rõ được ảnh hưởng của nhân tố vĩ mô đến mối quan hệ giữa nắm giữ tiền mặt và hiệu quả tài chính, trong khi bất ổn kinh tế vĩ mô có khả năng làm gia tăng khả năng nắm giữ tài sản thanh khoản cao nhằm đáp ứng khả năng trả nợ và ảnh hưởng tới khả năng tạo thực hiện đầu tư tại doanh nghiệp.

Tài liệu tham khảo

- Ali, M.A.S., Aly, S.A.S., Abdelazim, S.I. & Metwally, A.B.M. (2024). Cash holdings, board governance characteristics, and Egyptian firms' performance. *Cogent Business & Management*, 11(1), 2302205. <https://doi.org/10.1080/23311975.2024.2302205>.
- Alnori, F. & Bugshan, A. (2022). Cash holdings and firm performance: empirical analysis from Shariah-compliant and conventional corporations. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 16(3), 498-515. <https://doi.org/10.1108/IMEFM-01-2022-0005>
- Banjade, D. & Diltz, J.D. (2022). Excess cash holdings and firm performance in new and old economy firms. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 86, 124-133. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.qref.2022.06.006>
- Habib, A., Khan, M.A., Popp, J. & Rákos, M. (2022). The Influence of operating capital and cash holding on firm profitability. *Economies*, 10(3), 69-79. <https://doi.org/10.3390/economies10030069>
- Ionascu, M., Ionascu, I., Sacarin, M. & Minu, M. (2018). Women on boards and financial performance: Evidence from a European emerging market. *Sustainability*, 10(5), 1644. <https://doi.org/10.3390/su10051644>
- Kinh tế Sài Gòn (2024). Nuôi nguồn hàng chất lượng để thị trường chứng khoán hấp dẫn hơn. <https://thesaigontimes.vn/nuoi-nguon-hang-chat-luong-de-thi-truong-chung-khoan-hap-dan-hon/>.
- Kumar, N. & Symss, J. (2024). Corporate cash holding and firm's performance in times of Ukraine war: a literature review and way forward. *Journal of Chinese Economic and Foreign Trade Studies*, 18(2), 155-175. <https://doi.org/10.1108/JCEFTS-10-2023-0053>
- La Rocca, M. & Cambrea, D.R. (2019). The effect of cash holdings on firm performance in large Italian companies. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 30(1), 30-59. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/jifm.12090>
- Lim, J. & Jeong, B.K. (2025). The impact of cash holding decisions on firm performance in the IT industry. *Journal of Risk and Financial Management*, 18(11), 625. <https://doi.org/10.3390/jrfm18110625>
- Lückerath-Rovers, M. (2013). Women on boards and firm performance. *Journal of Management & Governance*, 17(2), 491-509. <https://doi.org/10.1007/s10997-011-9186-1>
- Nassim, I., Nassim, S. & Moussa, A. (2025). Financial leverage and firm performance in Moroccan agricultural SMEs: Evidence of nonlinear dynamics. *International Journal of Financial Studies*, 13(3), 164. <https://doi.org/10.3390/ijfs13030164>
- Nguyen, V.C. & Huynh, T.N.T. (2023). Characteristics of the board of directors and corporate financial performance—Empirical evidence. *Economies*, 11(2), 53. <https://doi.org/10.3390/economies11020053>
- Nkansah, E. (2025). Effects of debt financing decisions on profitability: A comparison of the USA and Europe biopharmaceutical industry. *International Journal of Financial Studies*, 13(3), 130. <https://doi.org/10.3390/ijfs13030130>
- Phan Trần Minh Hưng (2022). Ảnh hưởng của nắm giữ tiền mặt đến hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam – cách tiếp cận mô hình động. *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, 300, 74-84. <https://js.ktpt.edu.vn/index.php/jed/article/view/593>
- Stavropoulos, A.S. & Zounta, S. (2025). Cash conversion cycle and profitability: Evidence from Greek service firms. *Journal of Risk and Financial Management*, 18(4), 208. <https://doi.org/10.3390/jrfm18040208>
- Suherman, S., Usman, B., Mahfirah, T.F. & Vesta, R. (2021). Do female executives and CEO tenure matter for corporate cash holdings? Insight from a Southeast Asian country. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 21(5), 939-960.
- Trần Mạnh Hà (2023). Ảnh hưởng của tỷ lệ nắm giữ tiền mặt tới hiệu quả hoạt động: Bằng chứng thực nghiệm từ các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Kinh tế, Luật và Ngân hàng*, 26(3), 52-60.
- Yilmaz, I. & Samour, A. (2024). The effect of cash holdings on financial performance: Evidence from Middle Eastern and North African countries. *Journal of Risk and Financial Management*, 17(2), 53. <https://doi.org/10.3390/jrfm17020053>
- Yun, J., Ahmad, H., Jebran, K. & Muhammad, S. (2021). Cash holdings and firm performance relationship: Do firm-specific factors matter?. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 34(1), 1283-1305. <https://doi.org/10.1080/1331677X.2020.1823241>