

TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ - LUẬT ĐHQG -TPHCM
KHOA TÀI CHÍNH – NGÂN HÀNG



ĐỒ ÁN CUỐI KỲ

MÔN HỌC: Gói Phần Mềm Ứng Dụng Cho Tài Chính II

**PHÂN TÍCH TÁC ĐỘNG CỦA CÁC YẾU TỐ TÀI CHÍNH ĐẾN
TÍNH LINH HOẠT CỦA CÁC CÔNG TY PHI TÀI CHÍNH TẠI
VIỆT NAM**

GIẢNG VIÊN HƯỚNG DẪN : ThS. Ngô Phú Thanh
MÃ HỌC PHẦN : 232CN0901
SINH VIÊN THỰC HIỆN : Nguyễn Quốc Huy
MSSV : K214142068

Thành phố Hồ Chí Minh, tháng 6 năm 2024

Mục Lục

TÓM TẮT.....	3
I. Tổng quan về tình hình nghiên cứu	3
1.1. Cơ sở lý luận.....	3
1.1.1. Khái niệm về linh hoạt tài chính	3
1.2. Thực trạng nghiên cứu	4
1.2.1. Nghiên cứu ở các nước khác.....	4
1.2.2. Nghiên cứu ở Việt Nam	5
II. Trực quan hóa dữ liệu và mô hình nghiên cứu	5
2.1. Thống kê mô tả và trực quan hóa dữ liệu	5
2.1.1. Thống kê mô tả	6
2.1.2. Trực quan hóa dữ liệu	9
2.2. Mô hình nghiên cứu	13
III. Kết quả và đánh giá.....	15
3.1. Kết quả mô hình.....	15
3.2. Đánh giá và nhận xét	17
IV. Kết luận và ý nghĩa.....	19
Tài liệu tham khảo.....	19

TÓM TẮT

Trong bài nghiên cứu này, chúng ta sẽ phân tích tác động của các yếu tố tài chính đến sự linh hoạt tài chính của các công ty phi tài chính tại Việt Nam bằng cách sử dụng bộ dữ liệu về báo cáo tài chính của 826 công ty phi tài chính được niêm yết trên các sàn chứng khoán tại Việt Nam được trích xuất từ cơ sở dữ liệu của UEL. Trong bài nghiên cứu này sẽ sử dụng các thước đo Leverage (Tổng nợ chia theo tổng tài sản), Cash (Tiền và các khoản tương đương tiền trên tổng tài sản), Tax (Tổng số thuế phải nộp trên tổng tài sản),... để đo lường tính linh hoạt tài chính. Bài báo cáo này sẽ nghiên cứu tính linh hoạt của các doanh nghiệp phi tài chính tại Việt Nam khi chưa có Covid 19 (từ năm 2008 đến 2019: giai đoạn trước Covid), khi có tác động của Covid 19 (2020 đến 2021: giai đoạn trong Covid) và sau khi có tác động của Covid (2022 đến 2023). Kết quả chỉ ra rằng các yếu tố tài chính có tác động đối với tính linh hoạt tài chính tại các công ty kể cả khi có tác động của Covid.

Từ khóa: Linh hoạt tài chính, đại dịch Covid, các công ty phi tài chính

I. Tổng quan về tình hình nghiên cứu

1.1. Cơ sở lý luận

1.1.1. Khái niệm về linh hoạt tài chính

Tính linh hoạt tài chính đề cập đến khả năng của một công ty phản ứng kịp thời và tối đa hóa giá trị trước những thay đổi bất ngờ trong dòng tiền hoặc cơ hội đầu tư của công ty. Khái niệm linh hoạt tài chính không phải là mới. Tuy nhiên, cho đến gần đây, những cân nhắc về tính linh hoạt vẫn chưa được coi là yếu tố quyết định hàng đầu của chính sách tài chính doanh nghiệp. ([Denis, D. J. \(2011\)](#))

Theo [Gamba và Triantis \(2008\)](#) phát triển mô hình lý thuyết để nghiên cứu giá trị của tính linh hoạt tài chính. Do đó, họ định nghĩa tính linh hoạt tài chính là “khả năng một công ty tiếp cận và cơ cấu lại nguồn tài chính của mình với chi phí thấp” (tr. 2263) và cho rằng tính linh hoạt tài chính có giá trị đối với các công ty vì nó giảm thiểu tình trạng đầu tư dưới mức do thiếu cơ hội tài chính và thậm chí tránh được khó khăn tài chính.

Linh hoạt tài chính được đo lường theo nhiều thước đo khác nhau. Cụ thể trong nghiên cứu này sử dụng kết hợp hai chỉ số linh hoạt tiền mặt (Cash flexibility - CF) và linh hoạt nợ (Deb flexibility - DF) để đo lường linh hoạt tài chính (FF) của các CTCP phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Thước đo FF trong nghiên cứu này được kế thừa từ các nghiên cứu của Al-Slehat (2019), Arslan-Ayaydin et al. (2014), Teng et al. (2021).

$$\mathbf{FF = CF + DF}$$

Trong đó:

FF: Linh hoạt tài chính

CF: Linh hoạt tiền mặt: thể hiện khả năng sử dụng các nguồn vốn nội bộ của công ty và được tính theo công thức: $CF = \frac{\text{Tiền và các khoản tương đương tiền}}{\text{Tổng tài sản}}$

DF: Linh hoạt nợ: đề cập đến khả năng doanh nghiệp có được nguồn vốn bên ngoài và được tính theo công thức: $DF = 1 - \frac{\text{Nợ phải trả}}{\text{Tổng tài sản}}$

1.2. Thực trạng nghiên cứu

1.2.1. Nghiên cứu ở các nước khác

Chủ đề nghiên cứu xoay quanh về sự linh hoạt tài chính khá phổ biến và đa dạng trong những năm gần đây đặc biệt là từ giai đoạn COVID19 xuất hiện. Các nghiên cứu này đã làm rõ phần nào những tác động các yếu tố tài chính đến sự linh hoạt tài chính của các doanh nghiệp.

Theo nghiên cứu của tác giả [Fliers, P. T. \(2019\)](#) tính linh hoạt tài chính, được đo bằng khả năng sử dụng nợ chưa sử dụng của công ty và chi phí điều chỉnh cơ cấu vốn, là một cân nhắc quan trọng đối với các công ty khi thiết lập chính sách điều hòa cổ tức. Cụ thể hơn, tác giả cho thấy rằng các công ty khai thác khả năng nợ chưa sử dụng của mình để chi trả cổ tức.

Theo nghiên cứu của nhóm tác giả [Yung, K., Li, D. D., & Jian, Y. \(2015\)](#). Nhóm tác giả cho rằng phân tích những thay đổi trong việc nắm giữ tiền mặt và thấy rằng những thay đổi trong việc nắm giữ tiền mặt sẽ cao hơn nếu các cổ đông cho rằng tính linh hoạt tài chính mang lại nhiều giá trị hơn.

Theo nghiên cứu của nhóm tác giả [Chao, C. H., & Huang, C. J. \(2022\)](#). Biến độc lập Leverage (tỷ lệ đòn bẩy) và biến phụ thuộc là lợi nhuận trên tài sản (ROA) để điều tra hiệu suất hoạt động sau khi mua lại cổ phần thực tế có tính đến tính linh hoạt tài chính của doanh nghiệp được đưa vào mô hình hồi quy để thấy được tác động của tính linh hoạt tài chính đối với hiệu quả hoạt động.

Theo nghiên cứu của tác giả [Denis, D. J. \(2011\)](#) tập trung chủ yếu vào vai trò của dự trữ tiền mặt của doanh nghiệp trong việc mang lại sự linh hoạt về tài chính. Ngoài ra (hoặc ngoài ra), tính linh hoạt có thể đạt được thông qua chính sách cơ cấu vốn của công ty hoặc chính sách thanh toán của công ty.

Theo nghiên cứu của nhóm tác giả [Chortareas, G., & Noikokyris, E. \(2021\)](#), nhóm tác giả đã sử dụng nhiều thước đo để đưa vào mô hình trong đó có thước đo ROA (lợi nhuận trên tài sản) đo lường khả năng sinh lời của một công ty.

Theo nghiên cứu của nhóm tác giả [Gregory, R. P. \(2020\)](#) các thước đo Leverage (tỷ lệ đòn bẩy), Cash (Tiền và các khoản tương đương tiền trên tổng tài sản), Tangibility (tài sản cố định trên tổng tài sản) đều được đưa vào mô hình của nghiên cứu để thấy được tính linh hoạt tài chính. Nghiên cứu cho thấy tính linh hoạt tài chính làm giảm xác suất vỡ nợ ước tính và tính linh hoạt tài chính không ảnh hưởng đến đầu tư vốn ngay lập tức. Tác động chính của tính linh hoạt tài chính trong việc tăng giá trị doanh nghiệp có thể nằm ở các cơ hội tăng trưởng trong tương lai trong phạm vi dài hơn.

Theo những nghiên cứu mới nhất về tính linh hoạt tài chính, nhóm tác giả [Naseer, M. M., Khan, M. A., Bagh, T., Guo, Y., & Zhu, X. \(2024\)](#) các công ty có tính linh hoạt lớn hơn được trang bị tốt hơn để ứng phó và giảm thiểu rủi ro liên quan đến biến đổi khí hậu, điều này giúp nâng cao hiệu suất ESG và có tác động thuận lợi đến giá trị công ty. Nó khuyến nghị các doanh nghiệp ưu tiên quản lý rủi ro khí hậu và nỗ lực duy trì tài chính của họ linh hoạt để ứng phó với các khả năng và khó khăn do biến đổi khí hậu mang lại. Tiếp đó, trong nghiên cứu của tác giả [Liu, Z. \(2024\)](#) tính linh hoạt tài chính càng cao thì mức độ ưu tiên đầu tư vật chất càng thấp. Rủi ro hoạt động có thể giảm thiểu đáng kể tác động tiêu cực của tính linh hoạt tài chính đối với sở thích đầu tư vật chất của công ty và ảnh hưởng này chủ yếu được quan sát thấy ở các doanh nghiệp vừa và nhỏ. các công ty nên đánh giá và quản lý tính linh hoạt tài chính của mình một cách hợp lý đồng thời tránh nắm giữ quá nhiều tiền mặt và nguồn lực thanh khoản dẫn đến đầu tư không đủ.

1.2.2. Nghiên cứu ở Việt Nam

Theo nghiên cứu của nhóm tác giả [Nguyen, Q. K., & Dang, V. C. \(2023\)](#) cho thấy tính linh hoạt về tài chính đã giảm thiểu tác động của cuộc khủng hoảng COVID-19 đối với rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu. Những phát hiện này mang lại ý nghĩa quan trọng cho các cơ quan quản lý, cổ đông và nhà đầu tư của công ty để ứng phó với những cuộc khủng hoảng tương tự trong tương lai.

Nghiên cứu sử dụng các thước đo Cash, Tang, ROA, LEV để đưa vào mô hình nghiên cứu, bài báo cũng cho thấy mối liên hệ tiêu cực đáng kể giữa tính linh hoạt tài chính và SPCR trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Các công ty có mức độ linh hoạt tài chính cao hơn có xác suất sụp đổ giá cổ phiếu thấp hơn, cho thấy vai trò quan trọng của tính linh hoạt tài chính trong việc bảo vệ giá trị công ty và lợi ích của nhà đầu tư. Hơn nữa, kết quả của chúng tôi đã chứng minh rằng tính linh hoạt tài chính làm giảm tác động tích cực của COVID-19 đối với SPCR, cho thấy rằng các công ty có tính linh hoạt tài chính cao hơn sẽ có vị thế tốt hơn để chống chọi với những thách thức do đại dịch gây ra.

II. Trực quan hóa dữ liệu và mô hình nghiên cứu

2.1. Thống kê mô tả và trực quan hóa dữ liệu

2.1.1. Thống kê mô tả

Bảng 2a. Bảng thống kê mô tả các biến trước Covid

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
FF	6657	0.5003	0.8215	-35.6519	1.8419
Cash	6657	0.0792	0.0919	0.0000	0.9437
Tax	6657	0.0128	0.0161	-0.0697	0.4552
Tang	6657	0.2647	0.2322	-0.1334	4.7526
ROA	6657	0.0388	0.3365	-24.2047	0.8085
LEV	6657	0.2815	0.4662	0.0000	18.4596

Bảng 2b. Bảng thống kê mô tả các biến trong Covid

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
FF	1404	0.4413	1.7396	-55.8648	1.5600
Cash	1404	0.0691	0.0834	0.0001	0.7274
Tax	1404	0.0101	0.0116	-0.0140	0.1059
Tang	1404	0.2495	0.2288	0.0000	0.9873
ROA	1404	0.0333	0.1319	-3.3503	0.7295
LEV	1404	0.2841	0.7410	0.0000	20.5236

Bảng 2c. Bảng thống kê mô tả các biến sau Covid

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
FF	1396	0.4044	3.5966	-103.5699	1.6832
Cash	1396	0.0725	0.0925	0.0000	0.8551
Tax	1396	0.0111	0.0144	-0.0101	0.1637
Tang	1396	0.2330	0.2135	0.0000	0.9547
ROA	1396	0.0175	0.4156	-10.4900	1.2158
LEV	1396	0.2899	1.2129	0.0000	31.5125

Bảng 3a. Ma trận tương quan giữa các biến trước Covid

	FF	Cash	Tax	Tang	ROA	LEV
FF	1.0000					
Cash	0.2105	1.0000				
Tax	0.1597	0.3286	1.0000			
Tang	-0.0651	-0.1462	-0.0650	1.0000		
ROA	0.3579	0.0941	0.1333	-0.0015	1.0000	
LEV	-0.9207	-0.1385	-0.1568	0.1774	-0.2279	1.0000

Bảng 3b. Ma trận tương quan giữa các biến trong Covid

	FF	Cash	Tax	Tang	ROA	LEV
FF	1.0000					
Cash	0.1044	1.0000				
Tax	0.1126	0.3403	1.0000			
Tang	-0.0441	-0.1203	-0.0562	1.0000		
ROA	0.7107	0.2002	0.4548	-0.0116	1.0000	
LEV	-0.9453	-0.0971	-0.1277	0.1100	-0.6165	1.0000

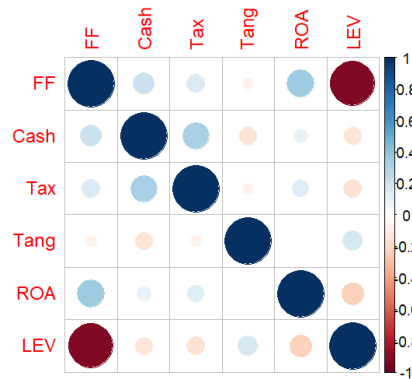
Bảng 3c. Ma trận tương quan giữa các biến sau Covid

	FF	Cash	Tax	Tang	ROA	LEV
FF	1.0000					
Cash	0.0573	1.0000				
Tax	0.0716	0.4182	1.0000			
Tang	-0.0816	-0.0964	-0.0045	1.0000		
ROA	0.7357	0.0863	0.1915	-0.0206	1.0000	
LEV	-0.9708	-0.0669	-0.0895	0.1134	-0.6749	1.0000

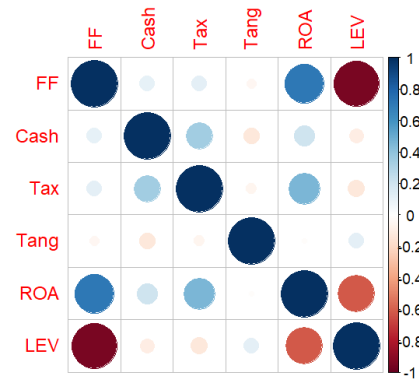
Nhận xét: Nghiên cứu này sử dụng kết quả ma trận tương quan để nghiên cứu mối quan hệ của các chỉ số tài chính và tính linh hoạt tài chính. Nhìn chung hệ số cao nhất (0,7357) thể hiện mối quan hệ giữa ROA (tỷ số lợi nhuận trên tài sản sau Covid) và biến phụ thuộc

FF (lĩnh hoạt tài chính sau Covid). Trong khi đó, ngoại trừ Tang và LEV, tất cả các biến chính khác đều tích cực và có mối tương quan đáng kể với tính lĩnh hoạt tài chính.

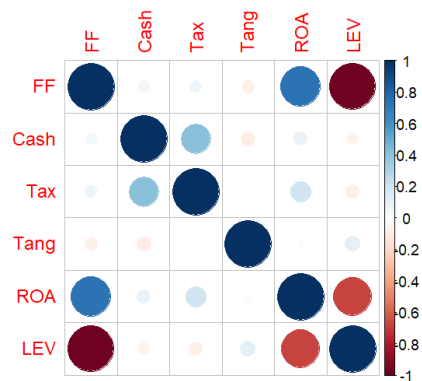
2.1.2. Trục quan hóa dữ liệu



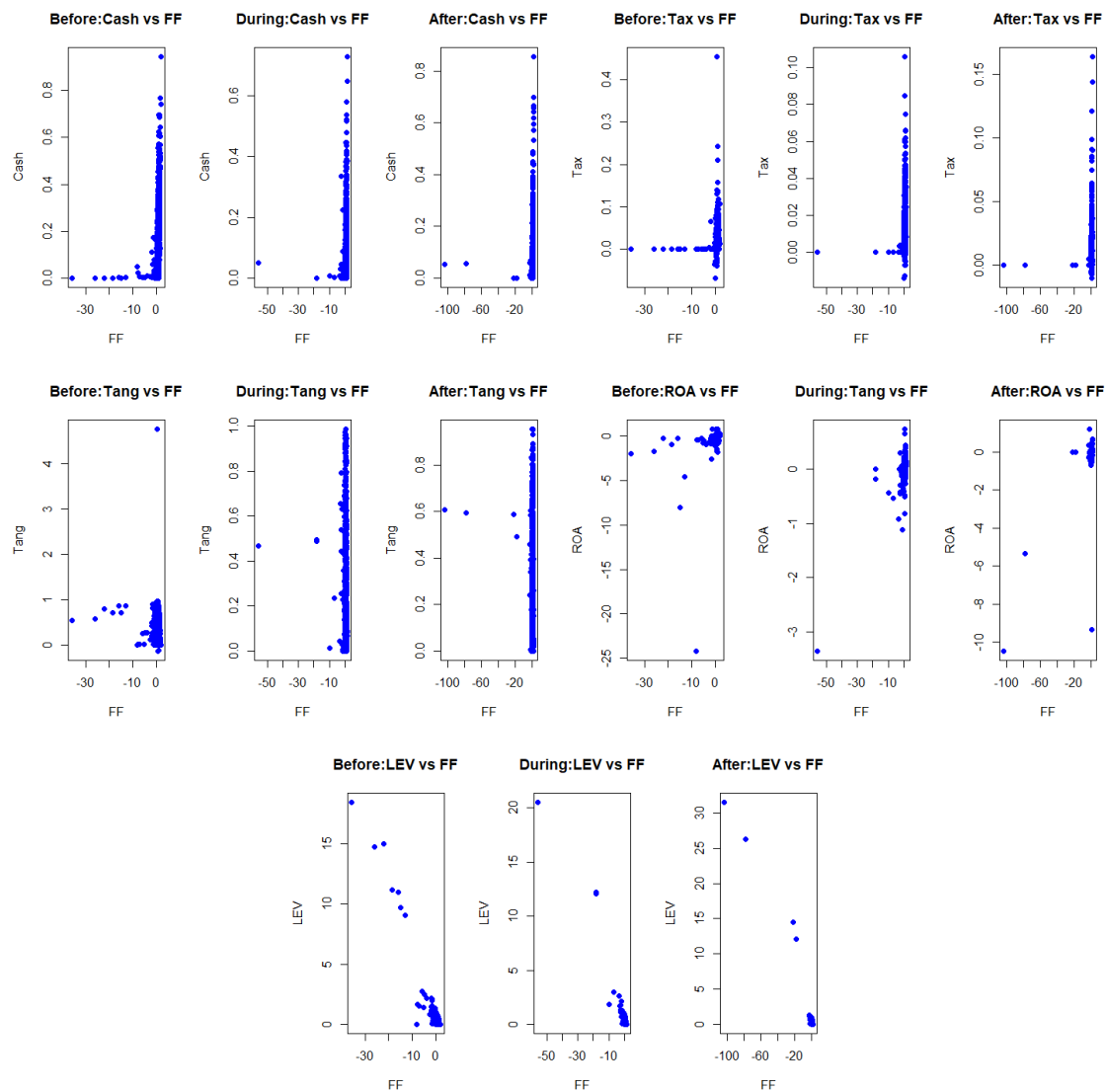
Hình 1.1 Ma trận tương quan giữa các biến trước Covid



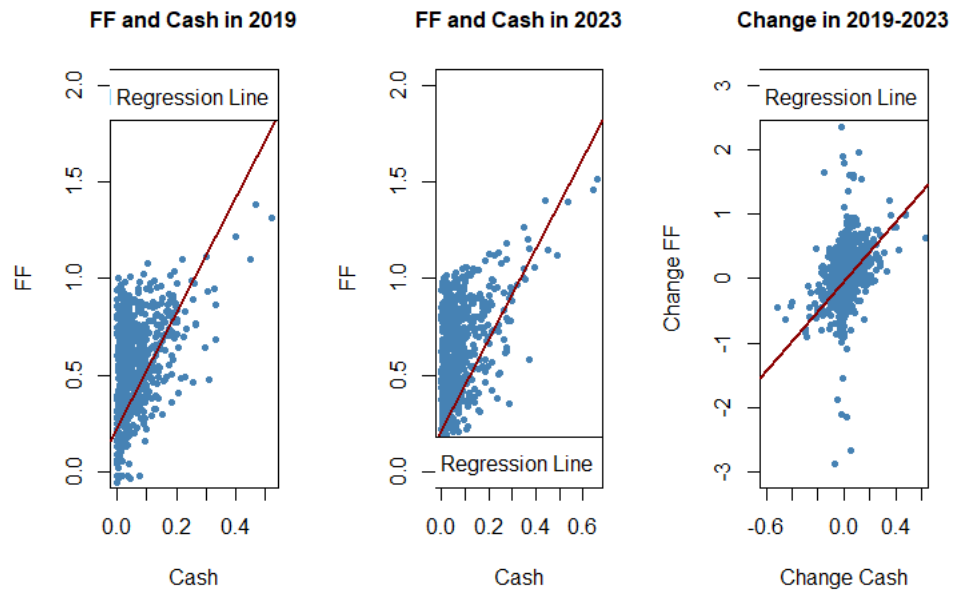
Hình 1.2 Ma trận tương quan giữa các biến trong Covid



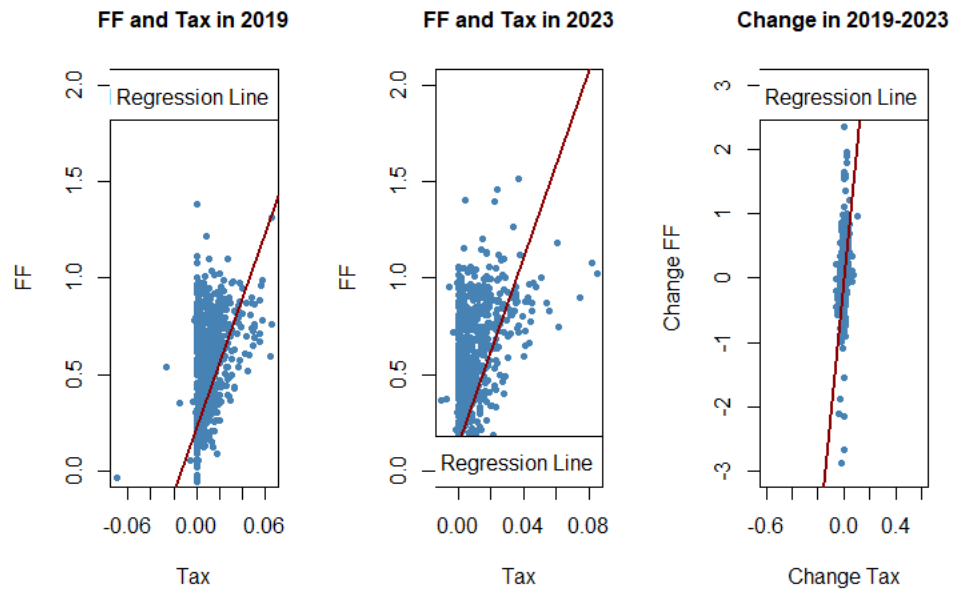
Hình 1.3 Ma trận tương quan giữa các biến sau Covid



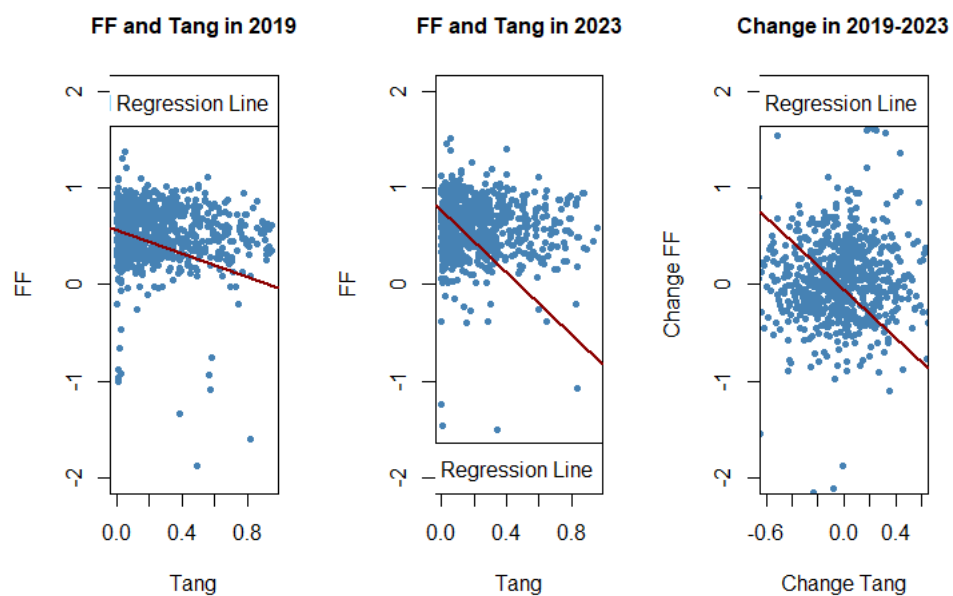
Hình 2. Đồ thị phân tán giữa các biến trước, trong và sau Covid



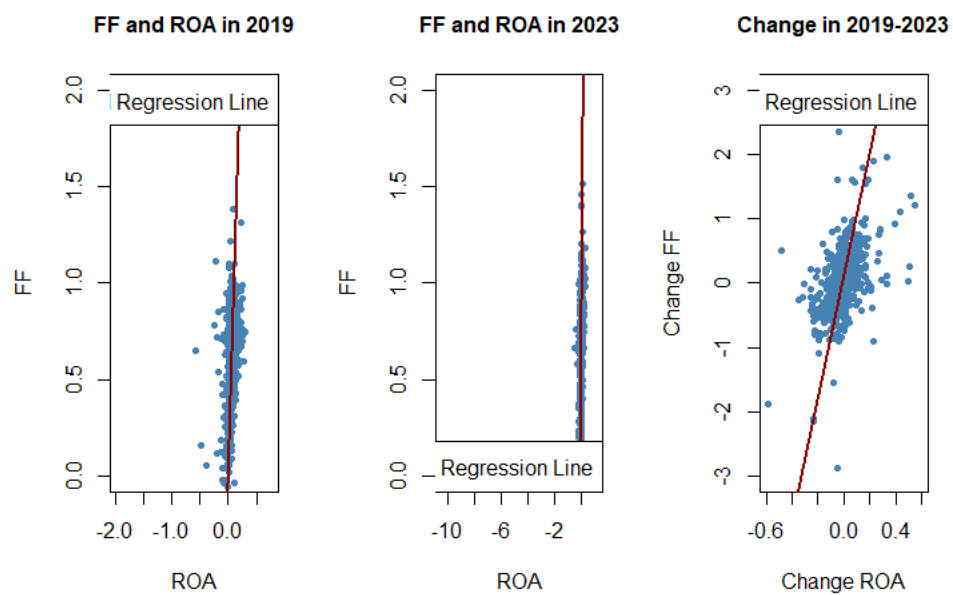
Hình 3.1. Đồ thị hồi quy ước tính giữa FF và Cash năm 2019 và năm 2023



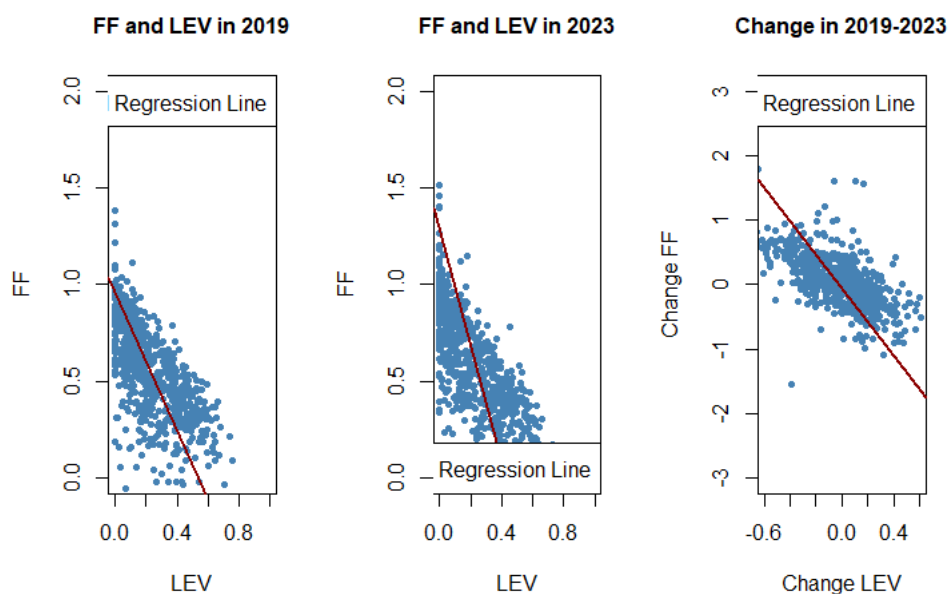
Hình 3.2. Đồ thị hồi quy ước tính giữa FF và Tax năm 2019 và năm 2023



Hình 3.3. Đồ thị hồi quy ước tính giữa FF và Tang năm 2019 và năm 2023



Hình 3.4. Đồ thị hồi quy ước tính giữa FF và ROA năm 2019 và năm 2023



Hình 3.5. Đồ thị hồi quy ước tính giữa FF và LEV năm 2019 và năm 2023

2.2. Mô hình nghiên cứu

$$FF_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 * CASH_{i,t} + \beta_2 * TAX_{i,t} + \beta_3 * TANG_{i,t} + \beta_4 * ROA_{i,t} + \beta_5 * LEV_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Đầu tiên là mô hình hồi quy Pooled OLS, sau đó là hồi quy với mô hình hiệu ứng tác động cố định (Fixed effects model - FEM) và cuối cùng là hồi quy với mô hình hiệu ứng ngẫu nhiên (Random effects model - REM).

Mô hình 1: Trước khi có tác động của Covid

Mô hình 2: Khi có tác động của Covid

Mô hình 3: Sau khi có tác động của Covid

Bảng 1. Nguồn dữ liệu và định nghĩa biến

Phân loại biến		Mô tả biến và đơn vị	Cơ sở lý thuyết	Nguồn dữ liệu
Biến phụ thuộc	FF	FF = CF +DF CF: Linh hoạt tiền mặt DF: Linh hoạt nợ	Denis, D. J. (2011); Gamba và Triantis (2008)	Cơ sở dữ liệu UEL
	Cash	Tiền và các khoản tương đương tiền trên tổng tài sản	Nguyen, Q. K., & Dang, V. C. (2023); Yung, K., Li, D. D., & Jian, Y. (2015); Fliers, P. T. (2019).	Cơ sở dữ liệu UEL
	Tax	Tổng số thuế phải nộp trên tổng tài sản	Yung, K., Li, D. D., & Jian, Y. (2015)	Cơ sở dữ liệu UEL
	Tang	Tài sản cố định trên tổng tài sản	Nguyen, Q. K., & Dang, V. C. (2023); Fliers, P. T. (2019)	Cơ sở dữ liệu UEL
	ROA	Thu nhập ròng trên tổng tài sản	Nguyen, Q. K., & Dang, V. C. (2023); Chao, C. H., & Huang, C. J. (2022)	Cơ sở dữ liệu UEL
	LEV	Tổng nợ chia theo tổng tài sản	Nguyen, Q. K., & Dang, V. C. (2023); Fliers, P. T. (2019); Yung, K., Li, D. D., & Jian, Y. (2015); Chao, C. H., & Huang, C. J. (2022)	Cơ sở dữ liệu UEL

III. Kết quả và đánh giá

3.1. Kết quả mô hình

Table 2: Linear Regression Models (Before COVID-19)

	<i>Dependent variable:</i>			
	FF			
	<i>OLS</i>		<i>panel linear</i>	
	OLS	FEM		REM
Cash	0.861*** (0.051)	0.806*** (0.068)		0.818*** (0.068)
Tax	-1.292** (0.514)	-1.355** (0.627)		-1.364** (0.618)
Tang	0.377*** (0.037)	0.333*** (0.053)		0.346*** (0.052)
ROA	0.362*** (0.028)	0.349*** (0.033)		0.350*** (0.033)
LEV	-1.580*** (0.100)	-1.564*** (0.122)		-1.576*** (0.128)
Constant	0.780*** (0.028)			0.790*** (0.035)
Observations	6,657	6,657		6,657
R ²	0.888	0.892		0.893
Adjusted R ²	0.888	0.882		0.893
Residual Std. Error	0.276 (df = 6651)			
F Statistic	10,505.370*** (df = 5; 6651)	10,029.920*** (df = 5; 6074)		55,642.590***

Note:

*p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01

Table 3: Linear Regression Models (During COVID-19)

	<i>Dependent variable:</i>		
	FF		
	<i>OLS</i>	<i>panel linear</i>	
	OLS	FEM	REM
Cash	0.362* (0.185)	0.383* (0.219)	0.366* (0.214)
Tax	-17.138*** (4.860)	-17.489*** (5.082)	-17.226*** (5.178)
Tang	0.322*** (0.056)	0.354*** (0.076)	0.332*** (0.071)
ROA	3.536*** (1.022)	3.588*** (1.133)	3.545*** (1.132)
LEV	-1.872*** (0.179)	-1.886*** (0.226)	-1.878*** (0.225)
Constant	0.923*** (0.060)		0.925*** (0.068)
Observations	1,404	1,404	1,404
R ²	0.932	0.935	0.933
Adjusted R ²	0.931	0.929	0.933
Residual Std. Error	0.456 (df = 1398)		
F Statistic	3,806.924*** (df = 5; 1398)	3,696.298*** (df = 5; 1276)	19,371.440***

Note:

*p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01

Table 4: Linear Regression Models (After COVID-19)

	<i>Dependent variable:</i>		
	FF		
	<i>OLS</i>	<i>panel linear</i>	
	OLS	FEM	REM
Cash	0.123 (0.153)	0.197 (0.210)	0.142 (0.210)
Tax	-9.329** (3.877)	-9.304** (4.060)	-9.311** (4.060)
Tang	0.347*** (0.078)	0.331*** (0.118)	0.343*** (0.118)
ROA	1.336 (1.024)	1.286 (1.077)	1.322 (1.077)
LEV	-2.586*** (0.322)	-2.604*** (0.402)	-2.591*** (0.402)
Constant	1.144*** (0.070)		1.145
Observations	1,396	1,396	1,396
R ²	0.956	0.955	0.956
Adjusted R ²	0.956	0.951	0.956
Residual Std. Error	0.756 (df = 1390)		
F Statistic	6,038.542*** (df = 5; 1390)	5,412.607*** (df = 5; 1269)	29,990.650***

Note:

*p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01

3.2. Đánh giá và nhận xét

Theo kết quả phân tích (Bảng 2), ta có nhận nhận định như sau:

Kết quả phân tích hồi quy dữ liệu cho thấy tất cả các biến đều có ý nghĩa thống kê khi chưa có tác động của Covid, các hệ số R² hiệu chỉnh - phản ánh mức độ phù hợp của mô hình lần lượt là 0.888, 0.882, 0.892, tức mô hình nghiên cứu Pooled OLS có thể giải thích được 88,8% so với thực tế trong khi đó, mô hình FEM chỉ giải thích được 88,2% và mô hình REM giải thích được 89,2%.

Có thể thấy, trong cả 3 mô hình nghiên cứu: Pooled OLS, FEM và REM, có thể thấy hầu hết các biến đều có tác động tích cực đối với biến phụ thuộc FF, những phát hiện này giống với nghiên cứu của [Nguyen, Q. K., & Dang, V. C. \(2023\)](#); [Yung, K., Li, D. D., & Jian, Y. \(2015\)](#). Ngoài ra, biến độc lập LEV tác động tiêu cực đến biến phụ thuộc FF, phát hiện này phù hợp với kết quả của [Nguyen, Q. K., & Dang, V. C. \(2023\)](#); [Chao, C. H., & Huang, C. J. \(2022\)](#). Điều này có thể lý giải như sau: Sử dụng đòn bẩy tài chính (Leverage) có thể tạo ra một mức độ nợ lớn hơn so với khả năng tài chính của tổ

chức. Điều này có thể làm giảm linh hoạt tài chính, khiến tổ chức gặp khó khăn trong việc đáp ứng các yêu cầu tài chính khác nhau, như trả nợ, chi trả các khoản phải thu, hoặc đầu tư vào các cơ hội mới.

Việc thiếu mối quan hệ tích cực giữa Tax và FF phát hiện này phù hợp với kết quả của [Yung, K., Li, D. D., & Jian, Y. \(2015\)](#) có thể do một số lý do sau:

- Khi doanh nghiệp phải nộp một khoản thuế lớn có thể gây ra áp lực tài chính và giới hạn tính linh hoạt của doanh nghiệp trong việc sử dụng tài sản để đáp ứng các nhu cầu khác nhau, chẳng hạn như đầu tư mới, mở rộng hoặc thanh toán các khoản nợ.
- Nó có thể làm giảm khả năng mở rộng hoặc đầu tư vào các dự án mới, ảnh hưởng đến sự phát triển và tăng trưởng của doanh nghiệp.
- Nó gây ra áp lực tài chính và làm giảm khả năng thanh toán các khoản nợ hoặc chi trả các khoản phải trả khác. Điều này có thể dẫn đến tình trạng thiếu hụt tiền mặt và khó khăn trong quản lý tài chính của doanh nghiệp.

Theo kết quả phân tích (Bảng 3), ta có nhận nhận định như sau:

Kết quả phân tích hồi quy dữ liệu cho thấy tất cả các biến đều có ý nghĩa thống kê khi có tác động của Covid, các hệ số R^2 hiệu chỉnh - phản ánh mức độ phù hợp của mô hình lần lượt là 0.931, 0.929, 0.933, tức mô hình nghiên cứu Pooled OLS có thể giải thích được 91,1% so với thực tế trong khi đó, mô hình FEM chỉ giải thích được 92,9% và mô hình REM giải thích được 93,3%.

Hoàn toàn có thể thấy trong cả 3 mô hình nghiên cứu hồi quy Pooled OLS, FEM, REM giống với kết quả mô hình hồi quy ở [Bảng 2](#), cho dù đang trong giai đoạn Covid.

Theo kết quả phân tích (Bảng 4), ta có nhận nhận định như sau:

Kết quả phân tích hồi quy dữ liệu cho thấy tất cả các biến đều có ý nghĩa thống kê khi có tác động của Covid, các hệ số R^2 hiệu chỉnh - phản ánh mức độ phù hợp của mô hình lần lượt là 0.956, 0.931, 0.956, tức mô hình nghiên cứu Pooled OLS có thể giải thích được 95,6% so với thực tế trong khi đó, mô hình FEM chỉ giải thích được 93,1% và mô hình REM giải thích được 95,6%.

Hoàn toàn có thể thấy trong cả 3 mô hình nghiên cứu hồi quy Pooled OLS, FEM, REM khá giống với kết quả mô hình hồi quy ở [Bảng 2](#). Điểm khác biệt duy nhất là tác động của Covid đã cho thấy sự thiếu tương tác giữa biến độc lập Cash, ROA với biến độc lập FF, khi không có ý nghĩa thống kê trong các mô hình. Điều này có thể nói lên tiền và các khoản tương đương tiền và thu nhập ròng chưa hoàn toàn đủ cơ sở để tin cậy để đưa vào mô hình đánh giá sau khi có tác động của Covid.

Việc thiếu ý nghĩa thống kê giữa biến độc lập Cash với biến phụ thuộc FF trong mô hình có thể lý giải như sau:

- Trong quá trình hồi phục sau đại dịch đã buộc các công ty phải thay đổi cách họ quản lý và sử dụng tiền mặt. Các công ty có thể đã ưu tiên giữ nhiều tiền mặt hơn để tăng khả năng chống chịu và thanh khoản.
- Các công ty có thể đã chuyển sang sử dụng nhiều nguồn vốn nợ hơn, như vay ngân hàng, để tăng thanh khoản thay vì sử dụng tiền mặt.
- Hạn chế về dữ liệu: Kích thước mẫu quá nhỏ, không đủ để tạo ra kết quả thống kê có ý nghĩa.

Việc thiếu ý nghĩa thống kê giữa biến độc lập ROA với biến phụ thuộc FF trong mô hình có thể lý giải như sau:

- Trong thời kỳ hồi phục sau đại dịch, các công ty có thể đã ưu tiên tăng cường khả năng chống chịu và thanh khoản thay vì tối ưu hóa hiệu quả tài sản (ROA). Việc này có thể làm suy giảm mối quan hệ giữa ROA và linh hoạt tài chính (FF) mà các công ty trước đây đã thể hiện.
- Hạn chế về dữ liệu: Kích thước mẫu quá nhỏ, không đủ để tạo ra kết quả thống kê có ý nghĩa.

IV. Kết luận và ý nghĩa

Trên cơ sở mẫu nghiên cứu 826 CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam giai đoạn từ năm 2008 đến năm 2023, nghiên cứu đã chứng minh được tác động của các yếu tố tài chính đến tính linh hoạt của các công ty phi tài chính tại Việt Nam. Kết quả nghiên cứu cho thấy các công ty cần quan tâm nhiều hơn đến quản lý tính linh hoạt tài chính, đặc biệt trong giai đoạn có tác động của Covid và hồi phục sau Covid với ảnh hưởng của các cú sốc tiêu cực. Hơn nữa, khi xác định mức độ linh hoạt tài chính, các công ty cũng cần quan tâm đến tổng số thuế và nợ vì các yếu tố này làm giảm tác động của linh hoạt tài chính đến giá trị công ty. Tuy nhiên, hạn chế trong bài nghiên cứu là chưa so sánh mức độ ảnh hưởng của linh hoạt tài chính trước, trong và sau thời kỳ Covid 19 với các biến điều tiết hoặc kiểm soát là yếu tố ngành.

Tài liệu tham khảo

- [1] Fliers, P. T. (2019). What is the relation between financial flexibility and dividend smoothing?. *Journal of international money and finance*, 92, 98-111.
- [2] Yung, K., Li, D. D., & Jian, Y. (2015). The value of corporate financial flexibility in emerging countries. *Journal of Multinational Financial Management*, 32, 25-41.
- [3] Chao, C. H., & Huang, C. J. (2022). Firm performance following actual share repurchases: Effects of investment crowding out and financial flexibility. *Pacific-Basin Finance Journal*, 73, 101738.
- [4] Denis, D. J. (2011). Financial flexibility and corporate liquidity. *Journal of corporate finance*, 17(3), 667-674.
- [5] Chortareas, G., & Noikokyris, E. (2021). Investment, firm-specific uncertainty, and financial flexibility. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 192, 25-35.

- [6] Gregory, R. P. (2020). Political risk and financial flexibility in BRICS countries. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 78, 166-174.
- [7] Naseer, M. M., Khan, M. A., Bagh, T., Guo, Y., & Zhu, X. (2024). Firm climate change risk and financial flexibility: Drivers of ESG performance and firm value. *Borsa Istanbul Review*, 24(1), 106-117.
- [8] Liu, Z. (2024). Financial flexibility and enterprise entity investment preferences. *Finance Research Letters*, 105700.
- [9] Gamba, A., & Triantis, A. (2008). The value of financial flexibility. *The journal of finance*, 63(5), 2263-2296.
- [10] Nguyen, Q. K., & Dang, V. C. (2023). Does the financial flexibility prevent stock price crash risk during COVID-19 crisis? Evidence from the Vietnamese stock market. *Heliyon* 9 (11).
- [11] Al-Slehat, Z. A. F. (2019). The impact of the financial flexibility on the performance: An empirical study on a sample of Jordanian services sector firms in period (2010–2017). *International Journal of Business and Management* 14, 1-11.
- [12] Arslan-Ayaydin, Ö., Florackis, C., & Ozkan, A. (2014). Financial flexibility, corporate investment and performance: Evidence from financial crises. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 42, 211-250.
- [13] Teng, X., Chang, B.-G., & Wu, K.-S. (2021). The Role of Financial Flexibility on Enterprise Sustainable Development during the COVID-19 Crisis—A Consideration of Tangible Assets. *Sustainability* 13,1245.
- [14] Thuỷ, C. T. T. (2024). Ảnh hưởng của linh hoạt tài chính đến giá trị các công ty cổ phần phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.