

# KINH NGHIỆM QUÂN NGŨ CỦA CEO VÀ NẮM GIỮ TIỀN MẶT DOANH NGHIỆP: BẰNG CHỨNG THỰC NGHIỆM TẠI VIỆT NAM

## CEO MILITARY EXPERIENCE AND CORPORATE CASH HOLDINGS: EMPIRICAL EVIDENCE FROM VIETNAM

Ngày nhận bài: 05/03/2025

Ngày nhận bản sửa: 08/06/2025

Ngày chấp nhận đăng: 13/07/2025

*Nguyễn Thanh Hương<sup>✉</sup>*

### TÓM TẮT

Nghiên cứu này sử dụng dữ liệu gồm 302 công ty phi tài chính niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) trong giai đoạn 2013-2021 để đánh giá ảnh hưởng của kinh nghiệm quân ngũ của CEO lên nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp tại thị trường Việt Nam. Kết quả nghiên cứu cho thấy các công ty được điều hành bởi các CEO từng có thời gian phục vụ quân ngũ nắm giữ tiền mặt thấp hơn các công ty còn lại. Độ tin cậy của kết quả nghiên cứu được củng cố qua việc áp dụng các phương pháp nghiên cứu khác nhau như phân tích hồi quy OLS, phương pháp ghép cặp điểm xu hướng (PSM), và phân tích loại bỏ ảnh hưởng của giai đoạn COVID-19. Nghiên cứu không chỉ bổ sung bằng chứng thực nghiệm về ảnh hưởng của đặc điểm cá nhân của nhà quản lý lên chính sách tài chính của doanh nghiệp, mà còn mang lại hàm ý quan trọng cho việc tuyển chọn, đào tạo và đánh giá lãnh đạo cấp cao.

**Từ khóa:** Kinh nghiệm quân ngũ của CEO; Nắm giữ tiền mặt; Việt Nam.

### ABSTRACT

This study employs data from 302 non-financial companies listed on the Ho Chi Minh City Stock Exchange (HOSE) during the 2013-2021 period to assess the impact of CEOs' military experience on corporate cash holdings in the Vietnamese market. The results indicate that firms led by CEOs with military experience hold less cash compared to their peers. The reliability of the findings is reinforced by employing various research methods, including OLS regression, propensity score matching (PSM), and a sub-sample analysis excluding the COVID period. The study not only adds empirical evidence on the influence of managers' personal characteristics on corporate financial policies but also provides important implications for the selection, training, and evaluation of top executives.

**Keywords:** CEO military experience; Cash holdings; Vietnam.

## 1. Giới thiệu

Trải nghiệm cá nhân trong quá khứ của nhà quản trị đóng vai trò quan trọng trong việc định hình phong cách lãnh đạo, từ đó ảnh hưởng đến các quyết định và kết quả hoạt động của doanh nghiệp (Bertrand và Schoar, 2003; Custódio và Metzger, 2014; Giannetti và cộng sự, 2015; Kaplan và cộng sự, 2012; Malmendier và cộng

sự, 2011). Trong số các yếu tố nền tảng, kinh nghiệm quân ngũ của CEO là một khía cạnh đặc biệt thu hút sự quan tâm của giới nghiên cứu do những tác động tiềm tàng đến các quyết định quan trọng của doanh nghiệp như nắm giữ tiền mặt, tài trợ và đầu tư (Benmelech và Frydman, 2015; Lin và cộng sự, 2021; Ullah và cộng sự, 2022).

Tại Việt Nam, kể từ sau thời kỳ Đổi mới, nhiều doanh nghiệp do các CEO có nền tảng quân sự điều hành đã đạt được những thành công đáng kể. Hiện có khoảng 7% các doanh nghiệp niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh do các CEO từng phục vụ quân ngũ lãnh đạo. Tỷ lệ này cao hơn so với Trung Quốc (4%) (Lin và cộng sự, 2021) và Mỹ (6%) (Benmelech và Frydman, 2015). Mặc dù vậy, các nghiên cứu thực nghiệm về tác động của kinh nghiệm quân ngũ đến hành vi quản trị của CEO trong bối cảnh Việt Nam còn rất hạn chế. Một trong số ít nghiên cứu hiện có, do Nguyen và Thi Thuy Nguyen (2024) thực hiện, đã bước đầu làm sáng tỏ mối quan hệ giữa kinh nghiệm tham gia quân ngũ và các quyết định quan trọng như đầu tư, tài trợ và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp.

Bên cạnh đó, sự không nhất quán trong kết quả nghiên cứu giữa các quốc gia cho thấy rằng ảnh hưởng của kinh nghiệm quân sự có thể mang tính đặc thù quốc gia, tùy thuộc vào văn hóa, nền tảng học vấn, hành vi đạo đức của nhà lãnh đạo cũng như hệ thống nghĩa vụ quân sự của từng nước (Lin và cộng sự, 2021). Đáng chú ý, chính sách nắm giữ tiền mặt, một trong những yếu tố thể hiện mức độ chấp nhận rủi ro và chiến lược thanh khoản của nhà quản trị, vẫn chưa được phân tích đầy đủ trong mối liên hệ với kinh nghiệm quân sự của CEO tại các thị trường mới nổi như Việt Nam.

Trong bối cảnh lịch sử đặc thù, quân đội nhân dân Việt Nam hình thành và phát triển qua nhiều giai đoạn chiến tranh kéo dài, trong điều kiện vật chất khan hiếm và môi trường đầy bất định (Vo, 2015). Điều này tạo nên một thể hệ lãnh đạo có khả năng chịu đựng áp lực cao, quyết đoán và linh hoạt trong sử dụng nguồn lực. Theo nghiên cứu của Nguyen và Thi Thuy Nguyen (2024), các CEO từng phục vụ quân đội tại Việt Nam thường sẵn sàng chấp nhận rủi ro cao hơn, thể hiện qua quyết định sử dụng vốn vay nhiều hơn để mở rộng đầu tư

nhằm tìm kiếm lợi nhuận cao. Chính đặc điểm này có thể là nguyên nhân dẫn đến xu hướng các CEO có nền tảng quân sự duy trì mức nắm giữ tiền mặt thấp hơn, phản ánh một chiến lược ưu tiên hiệu quả sử dụng vốn thay vì tích lũy tài sản để phòng ngừa rủi ro. Bên cạnh đó, các giá trị đạo đức được hình thành trong môi trường quân ngũ cũng có thể góp phần định hình hành vi quản trị minh bạch, hạn chế tư lợi và giảm động cơ tích trữ tiền mặt vì mục đích cá nhân, một trong những nguyên nhân gây ra xung đột lợi ích trong doanh nghiệp.

Nghiên cứu này được thực hiện nhằm đánh giá mối quan hệ giữa kinh nghiệm quân ngũ của CEO và chính sách nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp trong bối cảnh Việt Nam. Sử dụng dữ liệu của 302 công ty phi tài chính niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh trong giai đoạn 2013-2021, nghiên cứu cho thấy các doanh nghiệp do CEO từng tham gia quân đội lãnh đạo có xu hướng nắm giữ ít tiền mặt hơn so với các doanh nghiệp còn lại. Kết quả này được kiểm định bằng mô hình hồi quy OLS, phương pháp ghép cặp điểm xu hướng (PSM) và phân tích loại bỏ ảnh hưởng của giai đoạn COVID-19 để đảm bảo độ tin cậy và tính nhất quán của kết quả nghiên cứu.

Nghiên cứu này góp phần cung cấp bằng chứng thực nghiệm quan trọng tại một thị trường mới nổi, nơi mà các yếu tố thể chế, lịch sử quân sự và văn hóa quản trị mang nhiều nét đặc thù. Kết quả nghiên cứu cũng mang lại hàm ý thiết thực cho hoạt động tuyển chọn, đào tạo và đánh giá CEO tại Việt Nam, đặc biệt trong bối cảnh ngày càng có nhiều doanh nghiệp cân nhắc đến yếu tố xuất thân và trải nghiệm lãnh đạo quân đội như một tiêu chí đánh giá tiềm năng quản trị trong môi trường kinh doanh nhiều biến động.

Nội dung tiếp theo của bài báo được tổ chức như sau: Phần 2 giới thiệu tổng quan các nghiên cứu trước đây và đề xuất giả thuyết

ngiên cứu. Phần 3 trình bày phương pháp nghiên cứu được sử dụng. Phần 4 phân tích và thảo luận kết quả. Phần 5 đưa ra kết luận cùng những hàm ý quản trị.

## **2. Tổng quan nghiên cứu và phương pháp nghiên cứu**

### **2.1. Tổng quan nghiên cứu**

#### *2.1.1. Chính sách nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp*

Chính sách nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp chịu sự chi phối bởi bốn động cơ chính, bao gồm: động cơ giao dịch (transaction motive), động cơ phòng ngừa (precautionary motive), động cơ đại diện (agency motive), và động cơ thuế (tax motive).

Theo động cơ giao dịch, doanh nghiệp cần duy trì một lượng tiền mặt tối thiểu nhằm đảm bảo thanh khoản cho các giao dịch thường nhật và giảm thiểu chi phí chuyển đổi từ tài sản phi tiền mặt sang tiền mặt (Baumol, 1952; Keynes, 1937; Miller và Orr, 1966). Việc sẵn có tiền mặt giúp doanh nghiệp chủ động hơn trong vận hành, tránh bị gián đoạn do thiếu hụt vốn lưu động, giảm nguy cơ rơi vào khủng hoảng tài chính. Động cơ phòng ngừa tập trung vào việc phòng tránh các rủi ro phát sinh từ biến động dòng tiền hoặc khó khăn trong tiếp cận vốn bên ngoài. Việc tích trữ tiền mặt giúp doanh nghiệp không bỏ lỡ các cơ hội đầu tư tiềm năng mà không phụ thuộc vào nguồn vốn vay đắt đỏ (Bates và cộng sự, 2009; Campello và cộng sự, 2010). Động cơ đại diện bắt nguồn từ sự xung đột lợi ích giữa nhà quản trị và cổ đông. Theo Jensen (1986), các CEO có thể duy trì lượng tiền mặt vượt mức cần thiết nhằm củng cố quyền lực cá nhân hoặc theo đuổi các mục tiêu riêng, thay vì tối ưu hóa giá trị cổ đông. Cuối cùng, trong bối cảnh hoạt động xuyên quốc gia, các công ty đa quốc gia thường lựa chọn giữ lại lợi nhuận ở nước ngoài nhằm trì hoãn hoặc né

tránh nghĩa vụ thuế phát sinh khi chuyển lợi nhuận về nước (Foley và cộng sự, 2007).

Nhiều nghiên cứu thực nghiệm đã cung cấp bằng chứng hỗ trợ các động cơ kể trên. Chẳng hạn, nghiên cứu của Bates và cộng sự (2009) cho thấy các doanh nghiệp có dòng tiền biến động lớn và đầu tư vào R&D cao thường có xu hướng nắm giữ tiền mặt nhiều hơn nhằm phòng ngừa rủi ro. Opler và cộng sự (1999) chỉ ra rằng các công ty nhỏ, các công ty có cơ hội tăng trưởng mạnh và dòng tiền rủi ro cao thường nắm giữ lượng tiền mặt lớn hơn. Duchin (2010) cho thấy các doanh nghiệp nắm giữ nhiều tiền mặt bị ảnh hưởng ít hơn khi chi phí vốn tăng đột ngột. Gao và cộng sự (2013) bổ sung bằng chứng cho động cơ đại diện, khi chỉ ra rằng các công ty đại chúng nắm giữ nhiều tiền mặt hơn so với các công ty tư nhân, bởi vì công ty đại chúng có động cơ phòng ngừa thấp hơn nhưng lại đối mặt với xung đột đại diện cao hơn.

Bên cạnh đó, một số nghiên cứu khác kết hợp lý thuyết quản trị cấp cao (Upper echelons theory) (Hambrick và Mason, 1984) để xem xét ảnh hưởng của đặc điểm cá nhân của CEO đến chính sách tiền mặt của doanh nghiệp. Ví dụ, Orens và Reheul (2013) cho thấy các CEO lớn tuổi và ít kinh nghiệm đa ngành thường ưu tiên động cơ phòng ngừa hơn, và do đó có xu hướng nắm giữ nhiều tiền mặt hơn và ít chú trọng đến chi phí cơ hội của việc nắm giữ tiền mặt. Trong khi đó, Tong (2010) chỉ ra rằng CEO có xu hướng chấp nhận rủi ro cao sẽ giữ ít tiền mặt hơn. Zeng và Wang (2015) cho thấy các CEO nữ, do có xu hướng ngại rủi ro hơn, thường nắm giữ tiền mặt cao hơn nhằm phòng ngừa các rủi ro tiềm ẩn và ít quan tâm đến chi phí cơ hội của việc nắm giữ tiền mặt. Deshmukh và cộng sự (2021) cho thấy các CEO lạc quan thường giữ ít tiền mặt hơn để tài trợ cho cơ hội tăng trưởng của công ty.

### 2.1.2. Ảnh hưởng của kinh nghiệm quân ngũ của CEO đến quyết định và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp

Theo lý thuyết dấu ấn (Imprinting theory), những trải nghiệm trong quá khứ, đặc biệt là trong giai đoạn định hình nhân cách ở tuổi trưởng thành sớm, có thể tạo ra ảnh hưởng lâu dài đối với hành vi và phong cách ra quyết định của cá nhân, ngay cả khi họ đã rời khỏi môi trường đó (Marquis và Tilcsik, 2013; Milanov và Fernhaber, 2009). Khi những cá nhân này trở thành nhà lãnh đạo doanh nghiệp, dấu ấn từ các trải nghiệm trước đây, đặc biệt là từ môi trường quân đội, có thể tiếp tục ảnh hưởng đến phong cách lãnh đạo và các quyết định quản trị chiến lược (Benmelech và Frydman, 2015; Ullah và cộng sự, 2022; Zhang và cộng sự, 2022).

Môi trường quân đội được biết đến với việc truyền tải các giá trị như kỷ luật, đạo đức, lòng trung thành và tinh thần phụng sự - những yếu tố được cho là có tác động tích cực đến hành vi đạo đức và tinh thần trách nhiệm tổ chức của các cựu quân nhân khi trở thành CEO (Franke, 2001; Duffy, 2006). Nhiều nghiên cứu thực nghiệm đã chỉ ra rằng các CEO từng phục vụ quân ngũ ít có xu hướng liên quan đến các hành vi gian lận doanh nghiệp (Benmelech và Frydman, 2015), hành vi sai phạm tài chính (Koch-Bayram và Wernicke, 2018) hoặc né tránh thuế (Law và Mills, 2017) hơn các CEO còn lại. Doanh nghiệp dưới sự lãnh đạo của họ cũng thường có báo cáo tài chính dễ đọc, minh bạch hơn (Jha và cộng sự, 2024) và đặt lợi ích dài hạn của tập thể lên trên các mục tiêu cá nhân (Hernandez, 2008; Hernandez, 2012). Nghiên cứu Zhang và cộng sự (2022) còn cho thấy các nhà điều hành có kinh nghiệm quân ngũ ít tham gia vào các hoạt động gây ô nhiễm môi trường, và có xu hướng thúc đẩy đổi mới vì môi trường.

Bên cạnh đó, từ góc độ tâm lý và xã hội học, môi trường quân ngũ cũng được cho là

góp phần hình thành sự tự tin cao và xu hướng chấp nhận rủi ro ở các cựu quân nhân (Elder, 1986; Elder và Clipp, 1989; Elder và cộng sự, 1991; Wansink và cộng sự, 2008). Malmendier và cộng sự (2011) cho thấy các CEO có kinh nghiệm quân ngũ thường theo đuổi các chính sách táo bạo hơn, bao gồm cả việc sử dụng đòn bẩy tài chính cao hơn. Tại Việt Nam, nghiên cứu của Nguyen và Thi Thuy Nguyen (2024) cho thấy các doanh nghiệp do các CEO cựu quân nhân lãnh đạo vay dài hạn nhiều hơn và đầu tư nhiều hơn so với các doanh nghiệp còn lại.

Tuy nhiên, các nghiên cứu trước đây cũng chỉ ra rằng tác động của kinh nghiệm quân ngũ đến quyết định và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp không hoàn toàn nhất quán giữa các quốc gia. Ví dụ, nghiên cứu của Benmelech và Frydman (2015) tại Mỹ cho thấy các CEO từng phục vụ trong quân đội thường lựa chọn các chính sách bảo thủ hơn, đầu tư ít hơn và vay nợ thấp hơn so với các công ty còn lại. Nghiên cứu này không tìm ra được bằng chứng về tác động của kinh nghiệm quân ngũ đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp trong điều kiện bình thường. Tuy nhiên, trong giai đoạn khủng hoảng, các doanh nghiệp do những CEO này lãnh đạo lại hoạt động hiệu quả hơn các doanh nghiệp được dẫn dắt bởi các CEO chưa từng tham gia quân ngũ. Ngược lại, nghiên cứu của Lin và cộng sự (2021) tại Trung Quốc cho thấy các công ty có CEO từng phục vụ trong quân đội thường sử dụng đòn bẩy tài chính cao hơn và hoạt động kém hiệu quả hơn. Trong khi đó, tại Việt Nam, nghiên cứu của Nguyen và Thi Thuy Nguyen (2024) cho thấy các doanh nghiệp do các CEO từng nhập ngũ có hiệu quả hoạt động cao hơn. Ullah và cộng sự (2022) nghiên cứu thị trường Pakistan và cho thấy các doanh nghiệp do các CEO có nền tảng quân đội lãnh đạo có hiệu quả đầu tư cao hơn. Lin và cộng sự (2021) giải thích sự khác biệt này là

do tác động của kinh nghiệm quân sự có thể phụ thuộc vào đặc điểm văn hóa, nền tảng học vấn, chuẩn mực đạo đức của nhà lãnh đạo cũng như đặc thù của hệ thống nghĩa vụ quân sự của từng quốc gia. Do đó, tác động của kinh nghiệm quân sự cần được xem xét trong từng bối cảnh quốc gia cụ thể.

### 2.1.3. Ảnh hưởng của kinh nghiệm quân sự của CEO đến quyết định nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp

Một trong những khía cạnh cụ thể trong hành vi tài chính doanh nghiệp có thể chịu ảnh hưởng từ kinh nghiệm quân sự của CEO là chính sách nắm giữ tiền mặt. Theo nghiên cứu của Le và cộng sự (2024) tại thị trường Mỹ, các CEO từng phục vụ trong quân đội thường gắn với mức độ nắm giữ tiền mặt thấp hơn các CEO khác. Nguyên nhân được lý giải là do các CEO này thường theo đuổi chính sách tài chính và đầu tư thận trọng (Benmelech và Frydman, 2015), dẫn đến mức độ biến động lợi nhuận thấp hơn, từ đó giảm nhu cầu tích trữ tiền mặt nhằm mục tiêu phòng ngừa rủi ro.

Tuy nhiên, tại một quốc gia đang phát triển như Việt Nam, môi trường quân sự có thể tạo ra những dấu ấn khác biệt. Với bối cảnh lịch sử đặc thù, quân đội nhân dân Việt Nam hình thành và phát triển qua nhiều giai đoạn chiến tranh kéo dài, trong điều kiện vật chất khan hiếm và môi trường đầy bất định (Vo, 2015). Điều này có thể góp phần tạo nên một thế hệ lãnh đạo có khả năng chịu đựng áp lực cao, quyết đoán và linh hoạt trong sử dụng nguồn lực. Nghiên cứu của Nguyen và Thi Thuy Nguyen (2024) cho thấy các CEO cựu quân nhân tại Việt Nam có xu hướng vay dài hạn và đầu tư nhiều hơn, cho thấy khả năng chấp nhận rủi ro cao hơn trong điều hành tài chính doanh nghiệp. Từ góc nhìn này, kinh nghiệm quân sự tại Việt Nam có xu hướng không chú trọng đến động cơ phòng ngừa thông qua tích lũy tiền mặt, mà ngược lại, thúc đẩy các CEO tận

dụng dòng tiền để tài trợ cho các cơ hội đầu tư. Điều này hàm ý rằng các doanh nghiệp do CEO từng nhập ngũ điều hành có thể nắm giữ tiền mặt ở mức thấp hơn nhằm tối ưu hóa hiệu quả sử dụng vốn.

Bên cạnh đó, yếu tố đạo đức hình thành từ môi trường quân sự cũng góp phần tác động đến chính sách tiền mặt. Các nghiên cứu trước đây cho thấy môi trường quân đội đề cao sự trung thành, liêm chính và tinh thần phụng sự (Franke, 2001; Duffy, 2006). Theo lý thuyết dấu ấn, những giá trị này có thể được chuyển hóa thành hành vi quản trị minh bạch, tránh tư lợi (Hernandez, 2008; Hernandez, 2012), qua đó giúp giảm động cơ tích trữ tiền mặt nhằm phục vụ lợi ích cá nhân, vốn là một trong những nguyên nhân dẫn đến xung đột lợi ích trong doanh nghiệp (Jensen, 1986).

Từ các lập luận trên, nghiên cứu đưa ra giả thuyết về tác động của kinh nghiệm quân sự của CEO đến mức độ nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp tại thị trường Việt Nam:

*Giả thuyết 1: Các công ty được điều hành bởi các CEO từng có thời gian phục vụ quân sự nắm giữ tiền mặt thấp hơn các công ty còn lại.*

## 2.2. Phương pháp nghiên cứu

### 2.2.1. Dữ liệu và mẫu nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng mẫu khảo sát bao gồm các công ty phi tài chính niêm yết tại Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh trong khoảng thời gian từ 2013 đến 2021 và có dữ liệu báo cáo tài chính từ 3 năm trở lên. Dữ liệu tài chính được cung cấp bởi Compustat. Dữ liệu về kinh nghiệm quân sự và các đặc điểm khác của CEO được tác giả tự thu thập từ báo cáo thường niên của các công ty niêm yết.

### 2.2.2. Đo lường các biến nghiên cứu

- Biến độc lập

Kinh nghiệm quân sự của CEO (Military CEO) là biến nhị phân, nhận giá trị bằng 1 nếu

CEO đã từng có thời gian phục vụ quân ngũ, và bằng 0 nếu CEO chưa từng tham gia quân ngũ.

#### - Biến phụ thuộc

Kế thừa các nghiên cứu trước đó, nghiên cứu sử dụng hai biến đại diện cho lượng tiền mặt nắm giữ của doanh nghiệp làm biến phụ thuộc. Cụ thể, TOTAL CASH được đo bằng tỷ lệ giữa tiền và tương đương tiền trên tổng tài sản (Bates và cộng sự, 2009; Opler và cộng sự, 1999). CASH được xây dựng bằng cách chỉ sử dụng tiền trên tổng tài sản (Cardella và cộng sự, 2021; Duchin và cộng sự, 2017; Le và cộng sự, 2024).

#### - Biến kiểm soát

Nghiên cứu sử dụng các biến kiểm soát liên quan đến đặc điểm doanh nghiệp có thể ảnh hưởng đến sự biến động về lượng tiền mặt nắm giữ của doanh nghiệp đã được đề cập trong một số nghiên cứu trước đó (Opler và cộng sự, 1999; Nguyễn Văn Hà và cộng sự, 2022; Nguyễn Thanh Liêm và cộng sự, 2024), bao gồm: đầu tư của doanh nghiệp (CAPEX) được đo lường bằng tỷ lệ chi tiêu vốn trên tổng tài sản, quy mô doanh nghiệp (SIZE) được đo lường bằng logarit tự nhiên của tổng tài sản, dòng tiền doanh nghiệp (CF) được đo lường bằng tỷ lệ giữa dòng tiền kinh doanh trên tổng tài sản, vốn lưu động doanh nghiệp (NWC) được đo lường bằng chênh lệch giữa tài sản ngắn hạn và nợ ngắn hạn trên tổng tài sản, cơ hội tăng trưởng doanh nghiệp (GROWTH) được đo lường bằng tốc độ tăng trưởng doanh thu năm sau so với năm trước, đòn bẩy tài chính (LEV) được đo lường bằng tỷ lệ tổng nợ trên tổng tài sản. Nghiên cứu cũng kiểm soát ảnh hưởng của các yếu tố liên quan đến CEO, bao gồm tuổi của CEO (CEO age) và nhiệm kỳ của CEO tại doanh nghiệp (CEO tenure), được đo lường bằng số năm đảm nhiệm vị trí CEO tại công ty hiện tại.

#### 2.2.3. Mô hình nghiên cứu

Để đánh giá tác động của kinh nghiệm quân ngũ của CEO lên nắm giữ tiền mặt doanh nghiệp, nghiên cứu sử dụng mô hình nghiên cứu sau:

$$Y_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Military CEO}_{i,t} + \delta \text{Controls}_{i,t} + \vartheta_{ind} + \gamma_t + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Trong đó biến phụ thuộc  $Y_{i,t}$  đại diện cho tỷ lệ tiền mặt nắm giữ của công ty  $i$  trong năm  $t$ . Military CEO là kinh nghiệm quân ngũ của CEO. Controls là vector biến kiểm soát bao gồm đầu tư (CAPEX), quy mô (SIZE), dòng tiền hoạt động (CF), vốn lưu động (NWC), cơ hội tăng trưởng (GROWTH), đòn bẩy tài chính (LEV), tuổi của CEO (CEO age), và nhiệm kỳ của CEO (CEO tenure). Cách thức xây dựng các biến trong mô hình (1) đã được giới thiệu ở mục 2.2.2. Để hạn chế ảnh hưởng của các quan sát ngoại vi (outliers), các giá trị cực đoan (nhỏ hơn phân vị 1% và lớn hơn phân vị 99%) được thay bằng các quan sát ở phân vị 1% và phân vị 99% trong phân phối mẫu của mỗi biến liên tục.

### 3. Kết quả nghiên cứu

#### 3.1. Thống kê mô tả

Bảng 1 cung cấp thống kê mô tả các biến được sử dụng trong mẫu nghiên cứu thu thập trong giai đoạn 2013-2021. Kết quả cho thấy các công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh có tỷ lệ nắm giữ tiền mặt ở mức tương đối thấp. Cụ thể, tỷ lệ tiền mặt và các khoản tương đương tiền so với tổng tài sản đạt 13,6%, trong đó tiền mặt chiếm khoảng 7% tổng tài sản. Ngoài ra, biến kinh nghiệm quân ngũ có giá trị trung bình là 0,07, phản ánh thực tế rằng số lượng CEO từng phục vụ trong quân đội chiếm tỷ lệ rất nhỏ so với tổng số CEO đang điều hành các doanh nghiệp tại Việt Nam.

**Bảng 1.** Thông kê mô tả

Biến	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Trung vị	Giá trị lớn nhất
TOTAL CASH	2.148	6,97	7,66	0,01	4,47	70,27
CASH	2.148	13,56	13,65	0,02	8,97	84,91
Military CEO	2.148	0,07	0,25	0	0	1
CEO age	2.148	49,65	8,19	24	50	78
CEO tenure	2.148	5,69	5,33	0	4	29
CAPEX	2.148	4,73	6,17	0,00	2,40	32,28
SIZE	2.148	28,34	1,35	25,50	28,16	33,69
CF	2.148	5,98	11,18	-26,68	5,32	35,33
NWC	2.148	19,99	19,39	-20,82	17,47	71,27
GROWTH	2.148	17,67	57,50	-70,50	8,34	373,52
LEV	2.148	26,64	16,63	0,00	24,64	74,95

Nguồn: Tác giả tính toán

### 3.2. Kết quả hồi quy

Bảng 2 trình bày kết quả hồi quy OLS của mô hình (1) với hai biến phụ thuộc khác nhau dùng để đo lường lượng tiền mặt nắm giữ của doanh nghiệp. Kết quả cho thấy biến Military CEO đều có hệ số âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 5% với biến TOTAL CASH, và 1% với biến CASH. Điều này cho thấy rằng, khi các yếu tố khác không đổi, các công ty do CEO từng có kinh nghiệm quân ngũ lãnh đạo thường có tỷ lệ tiền mặt thấp hơn so với các công ty khác. Phát hiện này phù hợp với kết quả từ nghiên cứu của Nguyen và Thi Thuy Nguyen (2024), cho rằng các CEO có kinh nghiệm quân ngũ tại Việt Nam thường chấp nhận rủi ro cao hơn, thể hiện qua xu hướng sử dụng vốn vay nhiều hơn để mở rộng đầu tư nhằm tìm kiếm lợi nhuận cao. Chiến lược này phản ánh ưu tiên hiệu quả sử dụng vốn thay vì tích lũy tiền mặt để phòng ngừa rủi ro. Đồng thời, các giá trị đạo đức được hình thành trong môi trường quân đội cũng có thể góp phần định hình hành vi quản trị minh bạch, giảm tư lợi cá nhân (Hernandez, 2008; Hernandez, 2012) và hạn chế động cơ tích trữ tiền mặt không vì mục tiêu doanh nghiệp, từ đó giảm thiểu xung đột lợi ích.

**Bảng 2.** Ảnh hưởng của kinh nghiệm quân ngũ của CEO lên nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp

Biến	TOTAL CASH (1)	CASH (2)
Intercept	-9,17 (-1,61)	-10,10*** (-2,84)
Military CEO	-1,81** (-2,30)	-1,47*** (-3,01)
CEO age	0,01 (0,25)	0,02 (0,88)
CEO tenure	-0,12*** (-2,65)	-0,07** (-2,06)
CAPEX	-0,02 (-0,57)	0,02 (0,77)
SIZE	0,67*** (3,43)	0,49*** (3,87)
CF	0,30*** (11,74)	0,13*** (7,73)
NWC	0,30*** (16,74)	0,09*** (7,99)
GROWTH	-0,01** (-2,42)	-0,00 (-1,42)
LEV	-0,01 (-0,45)	-0,03** (-2,45)
R2 (%)	30,72	16,17

Biến cố định ngành	Có	Có
Biến cố định năm	Có	Có
Số quan sát	2.148	2.048

*Ghi chú: \*, \*\*, \*\*\* lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa thống kê 10%, 5%, và 1%, Giá trị thống kê t ở trong ngoặc đơn ().*

*Nguồn: Tác giả tính toán*

### 3.3. Kiểm định tính vững của mô hình

#### 3.3.1. Loại bỏ ảnh hưởng của giai đoạn đại dịch COVID-19

**Bảng 3.** Loại bỏ ảnh hưởng của giai đoạn đại dịch COVID-19

Biến	TOTAL CASH (1)	CASH (2)
Intercept	-8,81 (-1,39)	-14,53*** (-3,36)
Military CEO	-1,99** (-2,39)	-1,41*** (-2,72)
CEO age	-0,00 (-0,07)	0,03 (0,92)
CEO tenure	-0,13** (-2,39)	-0,08** (-1,99)
CAPEX	-0,00 (-0,02)	0,02 (0,93)
SIZE	0,63*** (2,86)	0,64*** (4,00)
CF	0,29*** (10,23)	0,13*** (6,79)
NWC	0,31*** (14,69)	0,10*** (7,18)
GROWTH	-0,01** (-2,21)	-0,00 (-1,22)
LEV	-0,01 (-0,66)	-0,04** (-2,54)
R2 (%)	32,11	17,98
Biến cố định ngành	Có	Có
Biến cố định năm	Có	Có
Số quan sát	1.633	1.633

*Ghi chú: \*, \*\*, \*\*\* lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa thống kê 10%, 5%, và 1%. Giá trị thống kê t ở trong ngoặc đơn ().*

*Nguồn: Tác giả tính toán.*

Nhằm kiểm soát ảnh hưởng tiềm tàng của đại dịch COVID-19 đến mối quan hệ giữa kinh nghiệm quân ngũ của CEO và quyết định nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp, những quan sát ghi nhận trong 2 năm xảy ra đại dịch (2020-2021) được loại bỏ ra khỏi mẫu nghiên cứu.

Kết quả chạy lại mô hình cho mẫu quan sát giai đoạn 2013-2019 cho thấy hoàn toàn nhất quán với kết quả đã tìm thấy ở Bảng 2: trong giai đoạn trước đại dịch này, các công ty được lãnh đạo bởi các CEO có kinh nghiệm tham gia quân ngũ có xu hướng nắm giữ tiền mặt thấp hơn các công ty được lãnh đạo bởi các CEO chưa từng tham gia quân ngũ.

#### 3.3.2. Sử dụng phương pháp ghép cặp điểm xu hướng (PSM - Propensity Score Matching)

Việc các CEO có kinh nghiệm quân ngũ có thể lựa chọn làm việc tại các doanh nghiệp hoạt động trong ngành có xu hướng giữ ít tiền mặt hơn có thể dẫn đến sai lệch do tự lựa chọn (self-selection bias). Để khắc phục vấn đề này, nghiên cứu áp dụng phương pháp ghép cặp điểm xu hướng (PSM) của Rosenbaum và Rubin (1983). Hai nhóm công ty được lập ra: nhóm can thiệp do các CEO từng tham gia quân ngũ lãnh đạo (Military CEO = 1) và nhóm đối chứng do các CEO không có kinh nghiệm quân ngũ điều hành (Military CEO = 0). Hai nhóm này có những đặc điểm tương đồng về đầu tư (CAPEX), quy mô (SIZE), dòng tiền hoạt động (CF), vốn lưu động (NWC), cơ hội tăng trưởng (GROWTH), đòn bẩy tài chính (LEV), tuổi của CEO (CEO age) và nhiệm kỳ của CEO tại doanh nghiệp (CEO tenure).

Để thực hiện ghép cặp, mô hình logit được sử dụng để hồi quy biến Military CEO theo các yếu tố đã đề cập ở trên, từ đó ước tính điểm xu hướng (xác suất dự đoán) cho từng công ty. Sau đó, các công ty trong nhóm can thiệp được ghép với các công ty trong nhóm đối chứng có điểm xu hướng gần giống nhất. Để đảm bảo

Kích thước mẫu đủ lớn, mỗi công ty trong nhóm can thiệp được ghép với hai công ty trong nhóm đối chứng. Kết quả ghép cặp tạo ra 438 quan sát, bao gồm 146 quan sát thuộc nhóm can thiệp và 292 quan sát thuộc nhóm đối chứng.

**Bảng 4.** So sánh giá trị trung bình các biến trong mẫu trước và sau khi ghép cặp

Biến	Trước khi ghép cặp			Sau khi ghép cặp		
	(1)	(2)	Chênh lệch	(1)	(2)	Chênh lệch
CEO age	49,13	56,43	-7,29***	56,67	56,62	0,05
CEO tenure	5,38	8,00	-2,62***	7,82	8,07	-0,25
CAPEX	4,54	6,48	-1,94***	6,79	6,17	0,62
SIZE	28,34	28,28	0,06	28,26	28,28	-0,02
CF	5,58	8,46	-2,88***	9,04	8,15	0,89
NWC	20,07	20,91	-0,84	22,76	21,43	1,33
GROWTH	17,87	15,38	2,49	13,86	14,85	-0,998
LEV	26,58	26,53	0,05	26,29	26,47	-0,18

Ghi chú: \*, \*\*, \*\*\* lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa thống kê 10%, 5%, và 1%

Để đánh giá mức độ phù hợp của mẫu tạo thành sau khi ghép cặp, Bảng 4 so sánh giá trị trung bình các biến giữa nhóm đối chứng (Military CEO = 0) và nhóm can thiệp (Military CEO = 1) trước và sau khi ghép cặp. Cột (1) và (2) lần lượt thể hiện giá trị trung bình của các biến trong nhóm đối chứng và nhóm can thiệp. Kết quả cho thấy, trước khi ghép cặp, tồn tại sự khác biệt đáng kể về giá trị trung bình của các biến CEO age, CEO tenure, CAPEX và CF giữa hai nhóm. Tuy nhiên, sau khi ghép cặp, không còn sự khác biệt có ý nghĩa thống kê về giá trị trung bình của các biến giữa hai nhóm, cho thấy mẫu tạo thành sau khi ghép cặp hoàn toàn phù hợp để sử dụng cho phân tích tiếp theo.

Mô hình (1) được tiếp tục ước lượng lại trên mẫu đã ghép cặp. Bảng 5 trình bày kết quả, cho thấy rằng, tương tự như Bảng 2, các doanh nghiệp do CEO có kinh nghiệm quân ngũ lãnh đạo vẫn có tỷ lệ nắm giữ tiền mặt thấp hơn so với các doanh nghiệp còn lại. Phát hiện này khẳng định tính tin cậy của kết quả trước đó, đồng thời loại bỏ lo ngại về sai lệch do tự lựa chọn.

**Bảng 5.** Sử dụng phương pháp ghép cặp điểm xu hướng (PSM)

Biến	TOTAL	CASH
	(1)	(2)
Intercept	-23,03*	-6,82
	(-1,68)	(-0,82)
Military CEO	-2,17**	-1,45**
	(-2,29)	(-2,34)
CEO age	0,09	0,05
	(0,94)	(0,68)
CEO tenure	-0,07	0,01
	(-0,97)	(0,18)
CAPEX	-0,09	-0,13*
	(-1,00)	(-1,91)
SIZE	1,10**	0,37
	(2,47)	(1,46)
CF	0,26***	0,08**
	(4,88)	(2,08)
NWC	0,36***	0,07***
	(10,49)	(2,92)
GROWTH	-0,02	-0,00
	(-1,38)	(-0,13)
LEV	-0,02	-0,09***
	(-0,49)	(-3,72)
R2 (%)	44,43	23,31

Biến cố định ngành	Có	Có
Biến cố định năm	Có	Có
Số quan sát	438	438

*Ghi chú: \*, \*\*, \*\*\* lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa thống kê 10%, 5%, và 1%, Giá trị thống kê t ở trong ngoặc đơn ().*

*Nguồn: Tác giả tính toán*

#### 4. Kết luận

Nghiên cứu sử dụng mẫu gồm 302 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết tại Sàn Giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh trong giai đoạn 2013-2021 để đánh giá ảnh hưởng của kinh nghiệm quân ngũ của CEO đến mức độ nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu cho thấy tại thị trường Việt Nam, các công ty do CEO có kinh nghiệm quân ngũ thường nắm giữ ít tiền mặt hơn. Điều này có thể xuất phát từ khuynh hướng sẵn sàng chấp nhận rủi ro cao hơn và ưu tiên nguồn vốn vay để mở rộng đầu tư của nhóm CEO này tại thị trường Việt Nam (Nguyen và Thi Thuy Nguyen, 2024). Đồng thời, các giá trị đạo đức được hình thành trong môi trường quân đội cũng có thể góp phần định hình hành vi quản trị minh bạch, giảm tư lợi cá nhân và hạn chế động cơ tích trữ tiền mặt không vì mục tiêu doanh nghiệp, từ đó giảm thiểu xung đột lợi ích. Độ tin cậy của kết quả được củng cố thông qua việc áp dụng các phương pháp nghiên cứu đa dạng như phân tích hồi quy OLS, phương pháp ghép cặp điểm xu hướng (PSM) và phân tích loại bỏ ảnh hưởng của giai đoạn COVID-19.

Nghiên cứu này có những đóng góp quan trọng về học thuật và thực tiễn. Về học thuật, nghiên cứu cung cấp bằng chứng thực nghiệm về vai trò của kinh nghiệm quân ngũ của CEO trong các quyết định tài chính của doanh nghiệp tại Việt Nam - một chủ đề chưa được khai thác nhiều trong các nghiên cứu trước đây. Về thực tiễn, nghiên cứu đưa ra những hàm ý quan trọng. Cụ thể, các CEO từng tham gia quân ngũ tại Việt Nam có xu hướng ít ngại rủi ro hơn, dẫn đến quyết định nắm giữ tiền mặt thấp hơn các CEO không có kinh nghiệm này. Điều này có thể ảnh hưởng đến rủi ro thanh khoản của doanh nghiệp, và do đó, hội đồng quản trị cần cân nhắc yếu tố này khi bổ nhiệm CEO, đồng thời cần xây dựng cơ chế giám sát tài chính phù hợp. Nhà đầu tư cũng có thể cân nhắc đến rủi ro thanh khoản của doanh nghiệp khi đưa ra quyết định đầu tư.

Bên cạnh những đóng góp nhất định, nghiên cứu này vẫn tồn tại một số hạn chế. Thứ nhất, biến đo lường kinh nghiệm tham gia quân ngũ của CEO được xây dựng dưới dạng biến nhị phân, chưa phản ánh được thời gian tham gia quân ngũ. Thứ hai, do giới hạn về mặt thời gian và dữ liệu, một số biến kiểm soát quan trọng có khả năng ảnh hưởng đến quyết định nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp vẫn chưa được đưa vào mô hình. Cuối cùng, nghiên cứu cần thực hiện thêm một số phương pháp khác, ví dụ như sử dụng biến công cụ (IV) để kiểm tra tính vững của kết quả, điều này cần được xem xét trong các nghiên cứu tiếp theo.

#### TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Bates, T. W., Kahle, K. M., & Stulz, R. M. (2009). Why do US firms hold so much more cash than they used to?. *The Journal of Finance*, 64(5), 1985-2021. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2009.01492.x>
- Baumol, W. J. (1952). The transactions demand for cash: An inventory theoretic approach. *The Quarterly Journal of Economics*, 66(4), 545-556. <https://doi.org/10.2307/1882104>
- Benmelech, E., & Frydman, C. (2015). Military CEOs. *Journal of Financial Economics*, 117(1), 43-59. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.04.009>

- Bertrand, M., & Schoar, A. (2003). Managing with style: The effect of managers on firm policies. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(4), 1169-1208. <https://doi.org/10.1162/003355303322552775>
- Campello, M., Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2010). The real effects of financial constraints: Evidence from a financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 97(3), 470-487. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.02.009>
- Cardella, L., Fairhurst, D., & Klasa, S. (2021). What determines the composition of a firm's cash reserves?. *Journal of Corporate Finance*, 68, 101924. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101924>
- Custódio, C., & Metzger, D. (2014). Financial expert CEOs: CEO's work experience and firm's financial policies. *Journal of Financial Economics*, 114(1), 125-154. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.06.002>
- Deshmukh, S., Goel, A. M., & Howe, K. M. (2021). Do CEO beliefs affect corporate cash holdings?. *Journal of Corporate Finance*, 67, 101886. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101886>
- Duchin, R. (2010). Cash holdings and corporate diversification. *The Journal of Finance*, 65(3), 955-992. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2010.01558.x>
- Duchin, R., Gilbert, T., Harford, J., & Hrdlicka, C. (2017). Precautionary savings with risky assets: When cash is not cash. *The Journal of Finance*, 72(2), 793-852. <https://doi.org/10.1111/jofi.12490>
- Duffy, T. (2006). *Military experience & CEOs: Is there a link?* Korn/Ferry International and Economist Intelligence Unit.
- Elder, G. H. (1986). Military times and turning points in men's lives. *Developmental Psychology*, 22(2), 233-245. <https://doi.org/10.1037/0012-1649.22.2.233>
- Elder Jr, G. H., & Clipp, E. C. (1989). Combat experience and emotional health: Impairment and resilience in later life. *Journal of Personality*, 57(2), 311-341. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6494.1989.tb00485.x>
- Elder Jr, G. H., Gimbel, C., & Ivie, R. (1991). Turning points in life: The case of military service and war. *Military Psychology*, 3(4), 215-231. [https://doi.org/10.1207/s15327876mp0304\\_3](https://doi.org/10.1207/s15327876mp0304_3)
- Foley, C. F., Hartzell, J. C., Titman, S., & Twite, G. (2007). Why do firms hold so much cash? A tax-based explanation. *Journal of Financial Economics*, 86(3), 579-607. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.11.006>
- Franke, V. C. (2001). Generation X and the military: A comparison of attitudes and values between West Point cadets and college students. *Journal of Political & Military Sociology*, 92-119.
- Gao, H., Harford, J., & Li, K. (2013). Determinants of corporate cash policy: Insights from private firms. *Journal of Financial Economics*, 109(3), 623-639. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.04.008>
- Giannetti, M., Liao, G., & Yu, X. (2015). The brain gain of corporate boards: Evidence from China. *The Journal of Finance*, 70(4), 1629-1682. <https://doi.org/10.1111/jofi.12198>
- Hambrick, D. C., & Mason, P. A. (1984). Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. *Academy of Management Review*, 9(2), 193-206. <https://doi.org/10.5465/amr.1984.4277628>

- Hernandez, M. (2008). Promoting stewardship behavior in organizations: A leadership model. *Journal of Business Ethics*, 80(1), 121-128. <https://doi.org/10.1007/s10551-007-9440-2>
- Hernandez, M. (2012). Toward an understanding of the psychology of stewardship. *Academy of Management Review*, 37(2), 172-193. <https://doi.org/10.5465/amr.2010.0363>
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jha, A., Panta, H., & Sarkar, S. K. (2024). Ex-military CEOs and readability of financial reports. *Journal of Business Finance & Accounting*, 51(5-6), 1302-1336. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12743>
- Kaplan, S. N., Klebanov, M. M., & Sorensen, M. (2012). Which CEO characteristics and abilities matter?. *The Journal of Finance*, 67(3), 973-1007. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2012.01739.x>
- Keynes, J. M. (1937). The general theory of employment. *The Quarterly Journal of Economics*, 51(2), 209-223. <https://doi.org/10.2307/1882087>
- Koch-Bayram, I. F., & Wernicke, G. (2018). Drilled to obey? Ex-military CEOs and financial misconduct. *Strategic Management Journal*, 39(11), 2943-2964. <https://doi.org/10.1002/smj.2946>
- Law, K. K., & Mills, L. F. (2017). Military experience and corporate tax avoidance. *Review of Accounting Studies*, 22(1), 141-184. <https://doi.org/10.1007/s11142-016-9373-z>
- Le, N. H., Li, Z., & Ramsey, M. (2024). Military CEOs and firm dividends and cash holdings. *International Journal of Managerial Finance*, 20(3), 748-767. <https://doi.org/10.1108/IJMF-08-2022-0355>
- Lin, L., Nguyen, N. H., Young, M., & Zou, L. (2021). Military executives and corporate outcomes: Evidence from China. *Emerging Markets Review*, 49, 100765. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2020.100765>
- Malmendier, U., Tate, G., & Yan, J. (2011). Overconfidence and early-life experiences: the effect of managerial traits on corporate financial policies. *The Journal of Finance*, 66(5), 1687-1733. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2011.01685.x>
- Marquis, C., & Tilcsik, A. (2013). Imprinting: Toward a multilevel theory. *The Academy of Management Annals*, 7(1), 195-245. <https://doi.org/10.1080/19416520.2013.766076>
- Milanov, H., & Fernhaber, S. A. (2009). The impact of early imprinting on the evolution of new venture networks. *Journal of Business Venturing*, 24(1), 46-61. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2007.11.001>
- Miller, M. H., & Orr, D. (1966). A model of the demand for money by firms. *The Quarterly Journal of Economics*, 80(3), 413-435. <https://doi.org/10.2307/1880728>
- Nguyen, T. H., & Thi Thuy Nguyen, P. (2024). Can military-experienced CEOs improve corporate outcomes?. *Journal of Financial Reporting and Accounting*. <https://doi.org/10.1108/JFRA-04-2024-0224>
- Nguyễn Thanh Liêm, Lê Thị Hồng Thắm, & Nguyễn Lê Bảo Hân. (2024). Các nhân tố ảnh hưởng đến mức nắm giữ tiền mặt của công ty niêm yết tại Việt Nam: tác động điều tiết của hạn chế tài chính. *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, 320, 53-63. <https://doi.org/10.33301/JED.VI.1304>

- Nguyễn Văn Hà, Lê Tuấn Thành, Vũ Hương Giang, Trần Minh Thu, & Nguyễn Thị Yên. (2022). Mối quan hệ giữa trách nhiệm xã hội doanh nghiệp và nắm giữ tiền mặt: bằng chứng thực nghiệm tại Việt Nam. *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, 303, 24-33. <https://doi.org/10.33301/JED.VI.592>
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 52(1), 3-46. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(99\)00003-3](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00003-3)
- Orens, R., & Reheul, A. M. (2013). Do CEO demographics explain cash holdings in SMEs?. *European Management Journal*, 31(6), 549-563. <https://doi.org/10.1016/j.emj.2013.01.003>
- Rosenbaum, P. R., & Rubin, D. B. (1983). The central role of the propensity score in observational studies for causal effects. *Biometrika*, 70(1), 41-55. <https://doi.org/10.1093/biomet/70.1.41>
- Tong, Z. (2010). CEO risk incentives and corporate cash holdings. *Journal of Business Finance & Accounting*, 37(9-10), 1248-1280. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2010.02208.x>
- Ullah, I., Fang, H. X., Ur Rahman, M., & Iqbal, A. (2022). CEO military background and investment efficiency. *Emerging Markets Finance and Trade*, 58(4), 1089-1102. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2021.1937115>
- Vo, N. G. (2015). *People's war, people's army; the Viet Cong insurrection manual for underdeveloped countries*. Pickle Partners Publishing.
- Wansink, B., Payne, C. R., & Van Ittersum, K. (2008). Profiling the heroic leader: Empirical lessons from combat-decorated veterans of World War II. *The Leadership Quarterly*, 19(5), 547-555. <https://doi.org/10.1016/j.leaqua.2008.07.010>
- Zeng, S., & Wang, L. (2015). CEO gender and corporate cash holdings. Are female CEOs more conservative?. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 22(4), 449-474. <https://doi.org/10.1080/16081625.2014.1003568>
- Zhang, Z., Zhang, B., & Jia, M. (2022). The military imprint: The effect of executives' military experience on firm pollution and environmental innovation. *The Leadership Quarterly*, 33(2), 101562. <https://doi.org/10.1016/j.leaqua.2021.101562>