

TÁC ĐỘNG CỦA BẤT ĐỊNH KINH TẾ ĐẾN XU HƯỚNG NẢM GIỮ
TIỀN MẶT TẠI DOANH NGHIỆP VIỆT NAM

Nguyễn Thành Công¹

Trường Kinh tế Phenikaa, Đại học Phenikaa, Hà Nội, Việt Nam

Nguyễn Tuấn Phong

Trường Kinh tế Phenikaa, Đại học Phenikaa, Hà Nội, Việt Nam

Ngày nhận: 13/05/2025; Ngày hoàn thành biên tập: 30/07/2025; Ngày duyệt đăng: 16/11/2025

DOI: <https://doi.org/10.38203/jiem.vi.052025.1291>

Tóm tắt: Nghiên cứu này phân tích tác động của bất định kinh tế trong nước và toàn cầu đến xu hướng nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp Việt Nam. Dữ liệu từ 752 doanh nghiệp niêm yết giai đoạn 2005-2022 được phân tích bằng phương pháp bình phương nhỏ nhất (OLS) và phương pháp tổng quát thời điểm (GMM). Nghiên cứu phát hiện bất định kinh tế trong nước và toàn cầu nâng cao tỷ lệ tiền mặt của các doanh nghiệp tại Việt Nam, phản ánh động cơ phòng ngừa của doanh nghiệp trước các rủi ro tiềm ẩn của bất định kinh tế. Bất định kinh tế toàn cầu thể hiện ảnh hưởng rõ rệt hơn đến tỷ lệ tiền mặt của các doanh nghiệp tại Việt Nam so với bất định kinh tế trong nước. Bất định kinh tế ở các quốc gia đối tác xuất khẩu cho thấy các hiệu ứng mạnh mẽ hơn đến các doanh nghiệp tại Việt Nam so với bất định kinh tế ở các quốc gia đối tác nhập khẩu. Bên cạnh đó, các doanh nghiệp càng nhỏ thì càng có xu thế đảm bảo mức độ tích trữ tiền mặt cao khi bất định kinh tế leo thang. Từ đó, bài viết đưa ra một số hàm ý chính sách về đa dạng hóa thị trường xuất khẩu, hỗ trợ doanh nghiệp nhỏ và công bố thông tin.

Từ khóa: Bất định kinh tế, Bất định kinh tế trong nước, Bất định kinh tế toàn cầu, Chính sách nắm giữ tiền mặt

THE IMPACT OF ECONOMIC UNCERTAINTY ON CORPORATE CASH HOLDINGS IN VIETNAM

Abstract: This study analyzes the impact of economic uncertainty in Vietnam and globally on the cash holdings of Vietnamese firms. Ordinary Least Squares (OLS) with multidimensional fixed-effects and Generalized Method of Moments (GMM) models were employed to analyze data from 752 listed companies from 2005 to 2022. Findings indicate that both domestic and global economic uncertainty increase the cash holdings of Vietnamese firms, reflecting a precautionary motive in response to future risks. Global economic uncertainty has a stronger effect on cash holdings than domestic economic uncertainty. Moreover, economic uncertainty in export partner countries has a greater impact on Vietnamese firms than economic uncertainty in

¹ Tác giả liên hệ, Email: cong.nguyenthanh@phenikaa-uni.edu.vn

import partner countries. Additionally, smaller firms tend to hold more cash when economic uncertainty increases. On this basis, the paper offers several implications regarding export market diversification, support for small enterprises, and information disclosure.

Keywords: Economic Uncertainty, Domestic Economic Uncertainty, Global Economic Uncertainty, Cash Holdings Policy

1. Giới thiệu

Việc gia nhập WTO năm 2007 đánh dấu quá trình hội nhập kinh tế quốc tế một cách sâu rộng của Việt Nam. Mặc dù là một quốc gia thuộc nhóm nền kinh tế có quy mô không lớn nhưng nền kinh tế Việt Nam lại có độ mở cao. Điều này là một nhân tố trọng yếu đóng góp vào quá trình tăng trưởng kinh tế của Việt Nam. Tuy nhiên, nhân tố đó cũng làm cho nền kinh tế phụ thuộc hơn vào các hoạt động giao thương với nước ngoài và dễ bị ảnh hưởng tiêu cực bởi sự bất định về kinh tế và chính trị trên toàn cầu. Trong hai thập kỷ vừa qua, thế giới chứng kiến nhiều sự kiện kinh tế và địa chính trị toàn cầu làm leo thang mức độ bất định kinh tế như sự kiện khủng hoảng tài chính toàn cầu, Anh rời khỏi liên minh EU, bầu cử Tổng thống Hoa Kỳ, chiến tranh thương mại giữa Hoa Kỳ và Trung Quốc, Covid-19, xung đột giữa Nga và Ukraine, hay gần đây hơn là những biến động trong chính sách thuế quan của Hoa Kỳ. Mặc dù nhiều nghiên cứu phát hiện ra rằng bất định kinh tế định hình phần nào hành vi của các doanh nghiệp trong việc đưa ra lựa chọn và điều chỉnh các quyết sách tài chính (Julio & Yook, 2012; Kang & cộng sự, 2014; Nguyen & Phan, 2017), các nghiên cứu xem xét ảnh hưởng của bất định kinh tế toàn cầu đến các quyết định nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp tại Việt Nam vẫn còn rất hạn chế. Điều này phản ánh khoảng trống nghiên cứu quan trọng trong bối cảnh hội nhập hiện nay của Việt Nam. Do vậy, mục tiêu của nghiên cứu này là làm rõ ảnh hưởng của bất định kinh tế trong nước và toàn cầu đến khuynh hướng nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp Việt Nam.

Hướng đi này hỗ trợ các nhà hoạch định chính sách và người điều hành doanh nghiệp nhằm giúp hiểu rõ hơn về quyết định nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp trong môi trường bất định kinh tế trong nước và toàn cầu leo thang. Nghiên cứu về tỷ trọng tiền mặt của các doanh nghiệp mang lại ý nghĩa quan trọng vì đây là một trong những quyết định tài chính có sức nặng lớn nhất đối với các doanh nghiệp. Các doanh nghiệp luôn muốn duy trì mức độ tích trữ tiền mặt tối ưu. Theo đó, việc duy trì lượng tiền mặt nhiều hơn mức cần thiết hỗ trợ các doanh nghiệp giảm thiểu rủi ro tài chính nhưng cũng làm cho doanh nghiệp có ít nguồn lực phục vụ mục đích phát triển và đầu tư vào các dự án. Trong khi đó, việc duy trì lượng tiền mặt ít hơn mức cần thiết gây ra khó khăn cho các doanh nghiệp trong việc đảm bảo hoạt động liên tục hàng ngày cũng như đáp ứng các nghĩa vụ thanh toán. Kết quả của nghiên cứu này được kỳ vọng cung cấp bằng chứng thực nghiệm về sự thay đổi mức độ nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp tại Việt Nam khi bất định kinh tế leo thang.

Xét tới khuynh hướng nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp tại Việt Nam, Tran & cộng sự (2024) phát hiện rằng các kết nối chính trị có ảnh hưởng đến mối quan hệ giữa bất định kinh tế toàn cầu và tỷ trọng tiền mặt của các doanh nghiệp tại Việt Nam. Khác với Tran & cộng sự (2024), nghiên cứu này trực tiếp phân tích cụ thể bất định kinh tế ảnh hưởng như thế nào đến tỷ trọng tiền mặt của các doanh nghiệp tại Việt Nam. Sự khác biệt cũng như những giá trị bổ sung của kết quả nghiên cứu này phản ánh thông qua ba khía cạnh sau đây. *Thứ nhất*, không giống nghiên cứu của Tran &

cộng sự (2024) là chỉ đề cập đến bất định kinh tế toàn cầu, xem xét trên khía cạnh nguồn gốc của bất định kinh tế, nghiên cứu này không chỉ tập trung vào bất định kinh tế xuất phát từ Việt Nam mà còn bất định kinh tế xuất phát trên toàn cầu để mang lại một đánh giá bao quát hơn về mối quan hệ giữa bất định kinh tế và quyết định nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp tại Việt Nam. *Thứ hai*, nghiên cứu này xem xét tác động của bất định kinh tế ở các quốc gia đối tác thương mại trọng yếu của Việt Nam nhằm xác định đối tác nào ảnh hưởng lớn nhất đến khuynh hướng duy trì tích trữ tiền mặt của các doanh nghiệp Việt Nam. *Thứ ba*, nghiên cứu này đi sâu vào các doanh nghiệp có quy mô khác nhau để làm rõ tác động của bất định kinh tế đến quyết định nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp theo từng nhóm.

Nhiều nghiên cứu trước đây đã xem xét đến bất định chính sách kinh tế ảnh hưởng thế nào đến sự thay đổi trong chính sách nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp. Cụ thể, Li (2019) và Ghol & cộng sự (2023) chỉ ra rằng bất định chính sách kinh tế tăng cao khiến các doanh nghiệp nâng cao lượng tiền mặt nắm giữ, trong đó quyết định này chủ yếu đến từ động cơ phòng ngừa (Huy & cộng sự, 2023; Gulen & Ion, 2016). Cụ thể, doanh nghiệp nâng cao tỷ lệ dự trữ tiền mặt nhằm phòng ngừa các kịch bản không mong muốn tiềm ẩn có thể xảy ra trong tương lai (Goodell & cộng sự, 2021). Tuy nhiên, cần phân biệt giữa khái niệm bất định chính sách kinh tế và khái niệm bất định kinh tế. Bất định chính sách kinh tế ám chỉ việc các thành phần tham gia thị trường không thể đánh giá và dự đoán được sự thay đổi chính sách kinh tế và ảnh hưởng của các thay đổi đó đối với nền kinh tế (Nguyen, 2021). Bất định kinh tế không chỉ bao hàm các bất định chính sách kinh tế mà còn bao hàm các bất định về kinh tế nói chung. Từ đó, bất định chính sách kinh tế chỉ là một thành phần của bất định kinh tế. Nghiên cứu về tác động của bất định kinh tế có tính bao quát hơn thay vì chỉ tập trung vào khía cạnh bất định về chính sách kinh tế.

Cấu trúc của bài viết gồm 5 phần. Sau phần giới thiệu, Phần 2 cung cấp cơ sở lý thuyết một cách toàn diện về mối quan hệ giữa bất định kinh tế và khuynh hướng nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp, đồng thời đưa ra các giả thuyết nghiên cứu cho doanh nghiệp tại Việt Nam. Tiếp đó, Phần 3 mô tả dữ liệu và mô hình nghiên cứu. Phần 4 thảo luận các kết quả nghiên cứu và các phân tích liên quan. Cuối cùng, Phần 5 đưa ra các hàm ý chính sách và kết luận.

2. Tổng quan nghiên cứu và phát triển giả thuyết nghiên cứu

Mối quan hệ giữa bất định kinh tế và việc thay đổi lượng tiền mặt nắm giữ của các doanh nghiệp có thể được giải thích bởi các lý thuyết khác nhau và chưa có sự nhất quán trong các nghiên cứu trước đây.

Trước hết, lý thuyết quyền chọn thực cho rằng sự bất định làm tăng giá trị của việc chờ đợi và trì hoãn các khoản đầu tư. Trong môi trường bất định, doanh nghiệp thường lựa chọn việc lùi thời điểm thực hiện các khoản chi tiêu sử dụng nguồn vốn lớn như các dự án đầu tư để có thêm thông tin trước khi triển khai thực hiện. Điều này phát sinh từ việc nhiều dự án đầu tư có tính chất khó có thể trì hoãn hay đảo ngược một khi đã triển khai thực hiện hoặc chỉ có thể đảo ngược được trong phạm vi hạn chế đồng thời đi kèm chi phí tốn kém như chi phí pháp lý, chi phí hủy hợp đồng, chi phí sa thải nhân sự, chi phí phá bỏ dự án, các chi phí chìm khác và sự tổn hại về mặt uy tín và thương hiệu (Nguyen, 2022). Nhiều nghiên cứu trước đây cho thấy việc doanh

nghiệp thường lựa chọn lùi thời điểm thực hiện đầu tư để tránh các rủi ro khi bất định kinh tế tăng cao (Julio & Yook, 2012; Gulen & Ion, 2016), từ đó khiến lượng tiền mặt nắm giữ gia tăng.

Mặt khác, các doanh nghiệp cho thấy khuynh hướng duy trì tích trữ tiền mặt khi bất định kinh tế leo thang bắt nguồn từ động cơ phòng ngừa. Cụ thể, nâng cao mức độ nắm giữ tiền mặt là một giải pháp hiệu quả nhằm phòng ngừa những cú sốc kinh tế tiêu cực tiềm ẩn, bao gồm chi phí huy động tăng cao và rủi ro thiếu hụt thanh khoản trong thời kỳ bất định (Han & Qiu, 2007; Li, 2019; Ghol & cộng sự, 2023). Lý thuyết động cơ phòng ngừa của Keynes (1937) giải thích hiện tượng này, trong đó cho rằng các hộ gia đình và các doanh nghiệp thường duy trì lượng tiền mặt đủ để trang trải các giao dịch và chi phí phát sinh bất ngờ. Ngoài ra, môi trường bất định kinh tế thường làm trầm trọng hóa mức độ bất cân xứng thông tin và các rào cản tài chính, từ đó làm cho chi phí huy động tăng lên (Ashraf & Shen, 2019; Berger & cộng sự, 2020). Trong bối cảnh đó, việc gia tăng lượng tiền mặt giúp các doanh nghiệp trở nên linh hoạt hơn trong vận hành và tạo điều kiện cho các doanh nghiệp khai thác các cơ hội đầu tư khi sự bất định suy giảm (Goodell & cộng sự, 2021). Các doanh nghiệp trong trạng thái hạn chế tài chính, đặc biệt là các doanh nghiệp nhỏ đối mặt nhiều khó khăn trong việc huy động vốn, có xu thế nâng cao lượng tiền mặt một cách mạnh mẽ hơn khi bất định kinh tế leo thang (Han & Qiu, 2007). Dựa trên các yếu tố đã nêu, giả thuyết nghiên cứu được đề xuất như sau:

H1: Bất định kinh tế trong nước làm tăng tỷ lệ tiền mặt của doanh nghiệp.

Bên cạnh đó, lý thuyết về chi phí đại diện ám chỉ việc doanh nghiệp duy trì tỷ lệ tiền mặt dồi dào có thể dẫn đến mâu thuẫn lợi ích phát sinh giữa người điều hành và người sở hữu vốn. Theo đó, người điều hành có thể thực hiện quyết định phục vụ mục đích cá nhân thay vì lợi ích của người sở hữu vốn như thực hiện các khoản chi tiêu lãng phí, đầu tư quá mức vào các dự án không hiệu quả, hay trục lợi từ dòng tiền nhàn rỗi. Sự bất định kinh tế có thể khuếch đại mức độ nghiêm trọng của vấn đề chi phí đại diện do sự phức tạp và biến động của môi trường kinh tế khiến người sở hữu vốn gặp nhiều cản trở trong việc giám sát quyết định của người điều hành, đặc biệt trong trường hợp người điều hành chủ động không minh bạch thông tin bất lợi nhằm thao túng các báo cáo quan trọng (Nguyen, 2022). Dưới góc nhìn này, có thể kỳ vọng quan hệ nghịch chiều giữa bất định kinh tế và lượng tiền mặt nắm giữ của các doanh nghiệp do người sở hữu vốn yêu cầu người điều hành điều chỉnh giảm lượng tiền mặt bằng cách gia tăng chi trả cổ tức hoặc mua lại cổ phiếu khi bất định kinh tế leo thang (Attig & cộng sự, 2021; Li & cộng sự, 2024). Quan điểm này thể hiện mối liên hệ mật thiết ở các quốc gia có khung đảm bảo quyền lợi của nhà đầu tư và cách thức quản trị doanh nghiệp yếu kém. Nhiều quan điểm cho thấy doanh nghiệp thường đẩy mạnh chi trả cổ tức khi bất định chính sách kinh tế leo thang nhằm hạn chế mức độ nghiêm trọng của vấn đề chi phí đại diện (Attig & cộng sự, 2021; Li & cộng sự, 2024; Nguyen & cộng sự, 2024). Dựa trên các yếu tố đã nêu, giả thuyết nghiên cứu được đề xuất như sau:

H2: Bất định kinh tế trong nước làm giảm tỷ lệ tiền mặt của doanh nghiệp.

Mặc dù các nghiên cứu nêu trên chỉ ra rằng bất định kinh tế trong nước ảnh hưởng đến khuynh hướng nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp, bất định kinh tế toàn cầu cũng được ghi nhận là có ảnh hưởng đến quyết định nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp

trong nước. Sự gia tăng bất định kinh tế ở các nền kinh tế lớn như Hoa Kỳ, Châu Âu, hay Trung Quốc cũng có khả năng lan tỏa sang Việt Nam và tác động đến các doanh nghiệp trong nước. Cho & cộng sự (2023) nhận định rằng bất định kinh tế từ Hoa Kỳ và Châu Âu lan truyền mạnh mẽ và gây ra các phản ứng không mong muốn đến các quốc gia Châu Á, trong đó mức độ tác động phụ thuộc vào mức độ mở cửa của nền kinh tế (Cong & Quynh, 2023). Với đặc điểm là quốc gia có độ mở của nền kinh tế cao và phụ thuộc nhiều vào hoạt động xuất nhập khẩu, Việt Nam có thể chịu nhiều rủi ro hơn trước các biến động kinh tế trên toàn cầu. Dựa trên cơ sở lý thuyết về động cơ phòng ngừa, sự lan truyền rủi ro này có thể khiến doanh nghiệp Việt Nam, đặc biệt là các doanh nghiệp xuất khẩu, nâng cao lượng tiền mặt nhằm tăng cường khả năng chống chịu trước các rủi ro có thể xảy ra trong tương lai. Dựa trên các yếu tố đã nêu, giả thuyết nghiên cứu được đề xuất như sau:

H3: Bất định kinh tế toàn cầu làm tăng tỷ lệ tiền mặt của doanh nghiệp tại Việt Nam.

3. Dữ liệu và mô hình nghiên cứu

3.1 Dữ liệu và các biến

Để có thể làm rõ ảnh hưởng của bất định kinh tế đến lượng tiền mặt nắm giữ của doanh nghiệp tại Việt Nam, nghiên cứu này sử dụng dữ liệu từ 752 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trong giai đoạn 2005-2022. Các doanh nghiệp tài chính và tiện ích không được xét đến vì sự khác biệt trong cấu trúc tài chính và cũng chịu nhiều quy định chặt chẽ ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính so với doanh nghiệp thông thường (Nguyen & Phan, 2017; Nguyen & cộng sự, 2019). Các doanh nghiệp có dữ liệu ít hơn ba năm liên tục cũng không được xét. Số liệu về bất định kinh tế trong nước, toàn cầu, và các đối tác thương mại chủ chốt của Việt Nam được thu thập dựa trên bộ chỉ số WUI của Ahir & cộng sự (2022). Chỉ số WUI được đo lường bằng cách đếm tần suất của từ “bất định” trong các báo cáo quốc gia hàng quý EIU. Các báo cáo này căn cứ vào đánh giá của các chuyên gia tại các quốc gia tương ứng về các yếu tố chính trị, kinh tế và tài chính. Các báo cáo này được chuẩn hoá, do vậy tính chất nhất quán và chính xác có mức độ đảm bảo cao.

Bên cạnh các biến nghiên cứu chính, các biến kiểm soát về doanh nghiệp và vĩ mô được bổ sung nhằm kiểm soát tác động của các yếu tố này đến tỷ lệ lượng tiền mặt nắm giữ của các doanh nghiệp (Li, 2019; Phan & cộng sự, 2019; Tran & cộng sự, 2024). Thông tin của các biến về doanh nghiệp đến từ cơ sở dữ liệu Thomson Reuters Datastream. Thông tin của các biến kinh tế vĩ mô đến từ nền tảng WDI. Vì dữ liệu về doanh nghiệp có độ nhiễu cao, các quan sát nằm ngoài phân vị thứ nhất và 99 không được xét đến nhằm hạn chế ảnh hưởng của các điểm dữ liệu ngoại lai. Để dễ dàng đo lường mức độ tác động của các chỉ số bất định kinh tế, nghiên cứu này chuẩn hóa dữ liệu các biến bất định kinh tế và phân tích các hệ số hồi quy liên quan dưới dạng sự tăng lên của một độ lệch chuẩn của các biến bất định.

Nguồn dữ liệu và định nghĩa của các biến nghiên cứu thể hiện trong Bảng 1. Bảng 2 báo cáo thống kê cơ bản của các biến nghiên cứu được sử dụng. Nhìn chung, tỷ trọng tiền mặt bình quân của các doanh nghiệp tại Việt Nam là 4,576%. Việt Nam có mức độ bất định kinh tế nhỏ hơn so với mức bình quân của thế giới cũng như so với các đối tác thương mại quan trọng như Nhật Bản, Trung Quốc, Hoa Kỳ, và Hàn Quốc.

Bảng 1. Mô tả các biến và nguồn dữ liệu

Các biến	Định nghĩa	Nguồn
Biến phụ thuộc		
Cash	Tỷ lệ tiền mặt của doanh nghiệp trên tổng tài sản	Thomson Reuters
Biến giải thích chính		
Uncertainty_VN	Chỉ số bất định kinh tế tại Việt Nam	Ahir & cộng sự (2022)
Uncertainty_US	Chỉ số bất định kinh tế tại Hoa Kỳ	Ahir & cộng sự (2022)
Uncertainty_China	Chỉ số bất định kinh tế tại Trung Quốc	Ahir & cộng sự (2022)
Uncertainty_Japan	Chỉ số bất định kinh tế tại Nhật Bản	Ahir & cộng sự (2022)
Uncertainty_Korea	Chỉ số bất định kinh tế tại Hàn Quốc	Ahir & cộng sự (2022)
Uncertainty_Global	Chỉ số bất định kinh tế toàn cầu	Ahir & cộng sự (2022)
Biến kiểm soát		
Size	Tổng tài sản của doanh nghiệp dưới dạng logarit	Thomson Reuters
Revenue_growth	Tỷ lệ tăng trưởng tổng doanh thu	Thomson Reuters
Profitability	Tỷ suất sinh lời được tính dựa trên tỷ lệ lợi nhuận trên tổng tài sản	Thomson Reuters
Leverage	Tỷ lệ vay nợ được tính dựa trên tỷ lệ nợ trên tổng tài sản	Thomson Reuters
Tangibility	Tỷ lệ tài sản cố định hữu hình trên tổng tài sản	WDI

Bảng 1. Mô tả các biến và nguồn dữ liệu (tiếp theo)

GDP_growth	Tỷ lệ tăng trưởng GDP hàng năm	WDI
Credit_growth	Tỷ lệ tăng trưởng tín dụng hàng năm của Việt Nam	WDI
Inflation	Tỷ lệ lạm phát hàng năm của Việt Nam	WDI

Nguồn: Tổng hợp của nhóm tác giả

Bảng 2. Thống kê mô tả

Tên biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
Cash	8.951	4,576	5,247	0,045	31,025
Uncertainty_VN	8.951	0,031	0,024	0,000	0,086
Uncertainty_Global	8.951	0,073	0,014	0,044	0,091
Uncertainty_China	8.951	0,055	0,037	0,000	0,121
Uncertainty_US	8.951	0,080	0,037	0,023	0,161
Uncertainty_Japan	8.951	0,056	0,036	0,000	0,134
Uncertainty_Korea	8.951	0,059	0,037	0,017	0,153
Size	8.951	27,008	1,558	23,604	31,287
Revenue_growth	8.951	24,381	90,103	-86,693	
Profitability	8.951	5,908	8,325	-24,899	35,689
Leverage	8.951	23,237	19,716	0,000	79,058
Tangibility	8.951	44,926	24,465	-27,662	95,602
GDP_growth	8.951	5,957	1,553	2,562	7,547
Credit_growth	8.951	4,523	9,534	-12,552	31,029
Inflation	8.951	5,981	5,355	0,631	23,115

Nguồn: Tổng hợp của nhóm tác giả

3.2 Mô hình và phương pháp nghiên cứu

Để đánh giá mối liên hệ giữa bất định kinh tế và mức độ nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp tại Việt Nam, dựa trên Li (2019) và Phan & cộng sự (2019), nghiên cứu này phát triển mô hình nghiên cứu như sau:

$$Cash_{i,t} = \alpha + \beta Uncertainty_{t-1} + \gamma Firm_{i,t-1} + \theta Macro_{t-1} + \rho_i + \varepsilon_{i,t}$$

trong đó, i và t lần lượt là doanh nghiệp và năm; $Cash$ đại diện cho mức độ tiền mặt của doanh nghiệp tại Việt Nam; $Uncertainty$ đại diện cho các chỉ số liên quan đến bất định kinh tế ở Việt Nam, toàn cầu, và các quốc gia đối tác thương mại; $Firm$ bao gồm các biến kiểm soát đến doanh nghiệp, $Macroeconomic$ bao gồm biến kiểm soát kinh tế vĩ mô; β , γ , θ là các hệ số hồi quy; phản ánh tác động cố định của doanh nghiệp (Firm FE) hoặc tác động cố định của ngành (Industry FE); ε là sai số thông thường. Độ trễ một năm được sử dụng cho các biến giải thích để giảm thiểu vấn đề nội sinh. Các biến bất định kinh tế đều thay đổi theo năm, do vậy không thể kiểm soát tác động cố định của thời gian. Thay vào đó, sai số chuẩn được phân cụm (*cluster*) hai chiều theo doanh nghiệp và năm trong xuyên suốt bài viết nhằm cùng lúc khắc phục tương quan chéo trong sai số giữa các doanh nghiệp trong cùng một năm và tương quan giữa các sai số của cùng một doanh nghiệp qua các năm. Do vậy, sai số chuẩn sẽ ít sai lệch hơn.

Phương pháp Bình phương nhỏ nhất (OLS) được sử dụng để ước lượng Phương trình (1) nhằm kiểm soát tác động cố định một cách hiệu quả hơn bằng cách không làm giảm các bậc tự do như mô hình FE thông thường. Để khắc phục vấn đề nội sinh và xác nhận lại kết quả nghiên cứu chính của mô hình OLS với đa tác động cố định, nghiên cứu sử dụng mô hình GMM hệ thống. Hệ số tương quan giữa các biến độc lập trong Bảng 3 tương đối thấp (nhỏ hơn |0,4|) cho thấy rằng mô hình không tồn tại sai lệch do đa cộng tuyến nghiêm trọng gây ra. Sai số chuẩn được phân cụm (*clustering*) hai chiều theo doanh nghiệp và năm (Firm & Year) hoặc chỉ phân cụm theo doanh nghiệp (Firm).

4. Kết quả nghiên cứu

4.1 Bất định kinh tế và tỷ trọng tiền mặt của doanh nghiệp tại Việt Nam

Bảng 4 trình bày kết quả nghiên cứu chính. Nghiên cứu này sử dụng hồi quy SUR (Seemingly Unrelated Regression) nhằm đảm bảo việc so sánh hệ số hồi quy giữa các mô hình là hợp lệ. Kiểm soát các yếu tố về doanh nghiệp, Mô hình (1) cho thấy bất định kinh tế trong nước nâng mức độ tích trữ tiền mặt của các doanh nghiệp Việt Nam lên cao hơn. Tính chất nhất quán được đảm bảo khi các yếu tố kiểm soát kinh tế vĩ mô bổ sung trong Mô hình (2). Các kết quả cũng không thay đổi khi kiểm soát tác động cố định theo ngành và phân cụm sai số chuẩn theo doanh nghiệp trong Mô hình (3). Phát hiện này phù hợp với lý thuyết động cơ phòng ngừa, phản ánh khuynh hướng nâng cao tỷ lệ tiền mặt trong môi trường bất định kinh tế leo thang để có thể bảo vệ khả năng hoạt động liên của doanh nghiệp tục trước các cú sốc kinh tế tiềm ẩn (Han & Qiu, 2007; Nguyen, 2021). Kết quả nghiên cứu ủng hộ lý thuyết quyền chọn thực cho rằng doanh nghiệp lựa chọn lùi thời điểm thực hiện đầu tư trong bối cảnh nền kinh tế xuất hiện sự bất định gia tăng nhằm hạn chế các kịch bản không mong muốn phát sinh sau khi triển khai thực hiện các dự án, đặc biệt là các dự án đầu

Bảng 3. Ma trận hệ số tương quan

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
(1) Cash	1										
(2) Uncertainty_VN	0,01	1									
(3) Uncertainty_Global	-0,15	-0,44	1								
(4) Size	-0,17	-0,08	0,21	1							
(5) Revenue_growth	0,02	0,04	-0,08	0,01	1						
(6) Profitability	0,24	0,06	-0,20	-0,03	0,12	1					
(7) Leverage	-0,22	0,02	-0,03	0,30	-0,03	-0,34	1				
(8) Tangibility	0,16	-0,01	0,00	-0,28	-0,01	0,40	-0,37	1			
(9) GDP_growth	0,04	-0,05	-0,13	-0,05	0,04	0,05	0,02	0,00	1		
(10) Credit_growth	0,11	-0,16	0,03	-0,02	0,02	0,05	-0,01	0,01	-0,10	1	
(11) Inflation	0,05	0,26	-0,34	-0,16	0,03	0,11	0,03	0,00	0,02	-0,36	1

Nguồn: Tổng hợp của nhóm tác giả

tư có tính chất khó có thể đảo ngược một khi đã triển khai thực hiện. Do vậy, kết quả nghiên cứu xác nhận giả thuyết H1 và bác bỏ giả thuyết H2.

Xét về mặt độ lớn, Mô hình (2) cho thấy khi giữ nguyên các yếu tố khác không đổi, bất định kinh tế trong nước tăng lên một độ lệch chuẩn, tương ứng với mức tăng gần 70,6% (0,024/0,034) làm gia tăng tỷ lệ tiền mặt của các doanh nghiệp lên 0,11% (được tính bằng cách nhân mức tăng bất định kinh tế 0,706 với hệ số ước lượng của biến độc lập là 0,155). Vì tỷ trọng tiền mặt bình quân của các doanh nghiệp Việt Nam là 4,576%, tác động này tương ứng với mức tăng trên 2,4% (0,11/0,4576). Kết quả này cho thấy mức độ nhạy cảm không cao của các doanh nghiệp trước các bất định kinh tế trong nước.

Đối với bất định kinh tế toàn cầu, Mô hình (4) và (5) cho thấy các doanh nghiệp Việt Nam nâng cao lượng tiền mặt nắm giữ trong bối cảnh bất định toàn cầu gia tăng. Tuy nhiên, mức độ tác động mạnh hơn đáng kể hơn khi so sánh với phản ứng trước bất định kinh tế trong nước, do vậy hoàn toàn phù hợp với giả thuyết H3. Về mặt độ lớn, khi bất định kinh tế toàn cầu tăng khoảng 19,2% (0,014/0,073), tỷ lệ tiền mặt của các doanh nghiệp Việt Nam tăng lên gần 0,11% (được tính bằng cách nhân mức tăng của chỉ số bất định kinh tế 0,192 với hệ số ước lượng của biến độc lập là 0,556). Tác động này tương ứng với mức tăng trên 2,4% so với mức tiền mặt bình quân của các doanh nghiệp Việt Nam là 4,576%. Phát hiện này có thể lý giải bởi thực tế rằng sự phụ thuộc của Việt Nam vào hoạt động xuất nhập khẩu khiến các doanh nghiệp trong nước chịu ảnh hưởng không nhỏ bởi bất định kinh tế toàn cầu, thậm chí là nhiều hơn so với bất định kinh tế trong nước.

Bảng 4. Bất định kinh tế và tỷ trọng tiền mặt của doanh nghiệp Việt Nam

	Việt Nam (1)	Việt Nam (2)	Toàn cầu (3)	Toàn cầu (4)	Toàn cầu (5)
Uncertainty_ VN	0,184*** (0,0426)	0,155*** (0,0424)	0,171*** (0,0591)		
Uncertainty_ Global				0,221*** (0,0740)	0,556*** (0,0885)
Size	-1,367*** (0,0981)	-1,380*** (0,102)	-0,426*** (0,0377)	-1,088*** (0,106)	-0,334*** (0,0733)
Revenue_ growth	0,00103* (0,000534)	0,00112** (0,000526)	-0,000376 (0,000605)	0,000952* (0,000520)	-0,000722 (0,000653)

Bảng 4. Bất định kinh tế và tỷ trọng tiền mặt của doanh nghiệp Việt Nam
(tiếp theo)

	Việt Nam (1)	Việt Nam (2)	Toàn cầu (3)	Toàn cầu (4)	Toàn cầu (5)
Profitability	0,0544*** (0,00934)	0,0636*** (0,00960)	0,0958*** (0,00822)	0,0506*** (0,00983)	0,0802*** (0,0120)
Leverage		-0,0292*** (0,00570)	-0,0497*** (0,00420)	-0,0333*** (0,00565)	-0,0528*** (0,00865)
Tangibility	-0,0121** (0,00507)	-0,0110** (0,00501)	-0,0242*** (0,00359)	-0,00922* (0,00500)	-0,0223*** (0,00665)
GDP_growth		-0,0354 (0,0280)	0,0389 (0,0333)	0,0366 (0,0305)	0,113*** (0,0330)
Credit_growth		0,0512*** (0,00610)	0,0573*** (0,00687)	0,0576*** (0,00634)	0,0655*** (0,00667)
Inflation		-0,0180* (0,00962)	0,0231** (0,0102)	-0,0495*** (0,0105)	-0,0444*** (0,0116)
Constant	42,45*** (2,681)	42,73*** (2,822)	17,18*** (1,091)	34,90*** (2,935)	15,06*** (2,074)
Số quan sát	8.951	8.951	8.953	8.951	8.953
R ²	0,459	0,466	0,160	0,468	0,170
Firm FE	Có	Có	Không	Có	Không
Industry FE	Không	Không	Có	Không	Có
Clustering	Firm & Year	Firm & Year	Firm	Firm & Year	Firm

Chú thích: ***, **, * biểu thị mức ý nghĩa thống kê tương ứng 1%, 5% và 10%.

Nguồn: Tổng hợp của nhóm tác giả

4.2 Bất định kinh tế tại các quốc gia đối tác thương mại

Các bằng chứng nêu trên cho thấy bất định kinh tế toàn cầu thể hiện các hiệu ứng mạnh mẽ hơn đến tỷ trọng tiền mặt của các doanh nghiệp Việt Nam. Bảng 5 báo cáo ảnh hưởng của bất định kinh tế tại Nhật Bản, Hoa Kỳ, Trung Quốc và Hàn Quốc đến mức độ tích trữ tiền mặt của các doanh nghiệp Việt Nam đề mang lại một đánh giá bao quát hơn về tác động đến từ các quốc gia đối tác thương mại lớn. Nghiên cứu áp dụng hồi quy SUR nhằm đảm bảo việc so sánh hệ số hồi quy giữa các mô hình là hợp lệ. Báo cáo của Tổng cục Hải quan năm 2022 cho thấy các đối tác thương mại quan trọng này có tổng kim ngạch xuất nhập khẩu lớn nhất với Việt Nam. Hệ số hồi quy của các biến bất định kinh tế ở các quốc gia đối tác chủ chốt của Việt Nam là dương và có ý nghĩa về mặt thống kê, phản ánh bất định kinh tế tại các nước bạn hàng thương mại nâng cao lượng tiền mặt nắm giữ của các doanh nghiệp tại Việt Nam. Trong đó, bất định kinh tế tại Nhật Bản và Hàn Quốc cho thấy các tác động nhỏ hơn đến tỷ trọng tiền mặt của doanh nghiệp tại Việt Nam so với bất định kinh tế tại Trung Quốc và Hoa Kỳ. Mặc dù Hàn Quốc và Nhật Bản đều là quốc gia bạn hàng xuất khẩu và nhập khẩu của Việt Nam, tổng kim ngạch xuất/nhập khẩu giữa Việt Nam và hai quốc gia này nhỏ hơn so với Hoa Kỳ và Trung Quốc. Do vậy, bất định kinh tế xuất phát từ Nhật Bản và Hàn Quốc không có tác động lớn đến mức độ nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp tại Việt Nam.

Trong số các đối tác thương mại, bất định kinh tế tại Hoa Kỳ thể hiện ảnh hưởng lớn nhất đến mức tiền mặt của doanh nghiệp tại Việt Nam. Nguyên nhân đến từ việc Hoa Kỳ là thị trường ghi nhận mức thặng dư thương mại lớn nhất cũng như hiện đang là đối tác xuất khẩu quan trọng nhất của Việt Nam. Bất định kinh tế tại Hoa Kỳ không chỉ ảnh hưởng tiêu cực đến tổng cầu nội địa mà còn lan truyền đến các doanh nghiệp tại Việt Nam. Ngoài ra, với vị thế kinh tế đặc biệt của Hoa Kỳ trong nền kinh tế toàn cầu, các bất định kinh tế tại Hoa Kỳ cũng ảnh hưởng tiêu cực đến các quốc gia/khu vực khác tại Châu Á, Châu Mỹ và Châu Âu (Cho & cộng sự, 2023) và chi phối gián tiếp hoạt động xuất khẩu của Việt Nam đến các khu vực này. Do vậy, các doanh nghiệp Việt Nam cũng thu hẹp hoạt động và nâng cao mức độ tích trữ tiền mặt của nhằm phòng ngừa các kịch bản không mong muốn diễn ra trong tương lai.

Mô hình (1) trong Bảng 4 cho thấy rằng tác động của bất định kinh tế tại Trung Quốc đến mức độ tích trữ tiền mặt của các doanh nghiệp Việt Nam nhỏ hơn rõ rệt so với trường hợp của Hoa Kỳ. Đối với Việt Nam, Trung Quốc là đối tác nhập khẩu lớn nhất và đồng thời là thị trường ghi nhận mức thâm hụt thương mại cao nhất. Tuy nhiên, hoạt động xuất khẩu của Việt Nam sang Trung Quốc không lớn như Hoa Kỳ. Trong khi đó, bất định kinh tế tại Trung Quốc không ảnh hưởng lớn đến hoạt động xuất khẩu của Trung Quốc sang Việt Nam.

Bảng 5. Bất định kinh tế tại các quốc gia đối tác thương mại của Việt Nam

	Trung Quốc (1)	Hoa Kỳ (2)	Nhật Bản (3)	Hàn Quốc (4)
Uncertainty_China	0,167**			

Bảng 5. Bất định kinh tế tại các quốc gia đối tác thương mại của Việt Nam (tiếp theo)

	Trung Quốc (1)	Hoa Kỳ (2)	Nhật Bản (3)	Hàn Quốc (4)
	(0,0598)			
Uncertainty_US		0,288** (0,0618)		
Uncertainty_Japan			0,157*** (0,0599)	
Uncertainty_Korea				0,111*** (0,0368)
Size	-1,302*** (0,100)	-1,318*** (0,0984)	-1,313*** (0,0981)	-1,369*** (0,100)
Revenue_growth	0,00102* (0,000522)	0,00101* (0,000524)	0,000957* (0,000526)	0,00107** (0,000526)
Profitability	0,0597*** (0,00957)	0,0602*** (0,00955)	0,0596*** (0,00956)	0,0625*** (0,00956)
Leverage	-0,0311*** (0,00564)	-0,0308*** (0,00563)	-0,0304*** (0,00563)	-0,0295*** (0,00566)
Tangibility	-0,0110** (0,00501)	-0,0110** (0,00501)	-0,0106** (0,00501)	-0,0111** (0,00502)
GDP_growth	-0,0458 (0,0296)	-0,0206 (0,0276)	-0,0550* (0,0296)	-0,0342 (0,0282)
Credit_growth	0,0518*** (0,00612)	0,0521*** (0,00612)	0,0542*** (0,00627)	0,0518*** (0,00613)

Bảng 5. Bất định kinh tế tại các quốc gia đối tác thương mại của Việt Nam (tiếp theo)

	Trung Quốc (1)	Hoa Kỳ (2)	Nhật Bản (3)	Hàn Quốc (4)
Inflation	-0,0300*** (0,0101)	-0,0259*** (0,00975)	0,00118 (0,0124)	-0,0241** (0,00966)
Constant	40,84*** (2,772)	41,10*** (2,738)	40,96*** (2,731)	42,48*** (2,790)
Số quan sát	8,951	8,951	8,951	8,951
R ²	0,466	0,466	0,466	0,466
Firm FE	Có	Có	Có	Có
Clustering	Firm & Year	Firm & Year	Firm & Year	Firm & Year

*Chú thích: ***, **, * biểu thị mức ý nghĩa thống kê tương ứng 1%, 5% và 10%.*

Nguồn: Tổng hợp của nhóm tác giả

4.3 Sự khác biệt giữa các doanh nghiệp lớn, vừa và nhỏ

Mặc dù bất định kinh tế trong nước hay toàn cầu đều làm tăng mức độ tích trữ tiền mặt của các doanh nghiệp Việt Nam, các doanh nghiệp có quy mô khác nhau có thể không phản ứng nhất quán. Cụ thể, các doanh nghiệp có quy càng nhỏ thì càng gặp nhiều trở ngại trong việc huy động vốn và thường phải đối mặt với chi phí huy động cao. Kết quả là nhóm doanh nghiệp này thường đẩy mạnh tích trữ tiền mặt khi bất định kinh tế leo thang (Han & Qiu, 2007). Bằng cách phân loại mẫu nghiên cứu thành bốn nhóm, bao gồm nhóm doanh nghiệp lớn với doanh thu bình quân trên 300 tỷ/năm, doanh nghiệp vừa với doanh thu trong khoảng 100-300 tỷ/năm, doanh nghiệp nhỏ với doanh thu hơn 100 tỷ/năm và doanh nghiệp vừa và nhỏ với doanh thu nhỏ hơn 300 tỷ/năm, Bảng 6 báo cáo tác động của bất định kinh tế tại Việt Nam (Phần A) và toàn cầu (Phần B) đến tỷ lệ tiền mặt tại các nhóm doanh nghiệp khác nhau. Nghiên cứu áp dụng hồi quy SUR nhằm đảm bảo việc so sánh hệ số hồi quy giữa các mô hình là hợp lệ. Kết quả các biến kiểm soát không được báo cáo nhằm tăng cường tính trực quan của kết quả. Kết quả hồi quy một lần nữa khẳng định, ở Việt Nam, bất định kinh tế trong nước và toàn cầu nâng cao tỷ trọng tiền mặt của doanh nghiệp với quy mô khác nhau.

Kết quả của Phần A và Phần B của Bảng 5 đều xác nhận rằng doanh nghiệp quy mô càng nhỏ thì càng tăng cường mức độ nắm giữ tiền mặt khi bất định kinh tế trong nước và toàn cầu leo thang. Xu thế này phản ánh các doanh nghiệp lớn phản ứng hạn

Bảng 6. Bất định kinh tế và tỷ trọng tiền mặt của doanh nghiệp: vai trò của quy mô doanh nghiệp

	Lớn DT > 300 tỷ (1)	Vừa 100-300 tỷ (2)	Nhỏ DT < 100 tỷ (3)	Vừa và nhỏ DT < 300 tỷ (4)
Phần A				
<i>Uncertainty_VN</i>	0,130* (0,0734)	0,269** (0,121)	0,421*** (0,122)	0,326*** (0,0826)
Biến kiểm soát	Có	Có	Có	Có
Số quan sát	5.251	1.946	1.586	3.606
R ²	0,499	0,554	0,504	0,484
Clustering	Firm & Year	Firm & Year	Firm & Year	Firm & Year
Phần B				
<i>Uncertainty_Global</i>	0,278*** (0,101)	0,361** (0,156)	0,445*** (0,106)	0,416*** (0,134)
Biến kiểm soát	Có	Có	Có	Có
Số quan sát	5.251	1.946	1.586	3.606
R ²	0,500	0,553	0,502	0,484
Clustering	Firm & Year	Firm & Year	Firm & Year	Firm & Year

*Chú thích: ***, **, * biểu thị mức ý nghĩa tương ứng 1%, 5% và 10%.*

Nguồn: Tổng hợp của nhóm tác giả

chế hơn trước bất định kinh tế so với doanh nghiệp nhỏ. Nguyên nhân có thể đến từ việc động cơ phòng ngừa của các doanh nghiệp nhỏ cao hơn so với các doanh nghiệp lớn vì các doanh nghiệp này đối mặt nhiều rào cản tham gia các kênh huy động vốn trong môi trường bất định kinh tế leo thang hoặc phải lựa chọn huy động với lãi suất cao (Han & Qiu, 2007; Nguyen & Thuy, 2023). Ngoài ra, nhóm doanh nghiệp quy mô nhỏ thường có sản phẩm ít đa dạng và phụ thuộc chủ yếu vào một số nhà cung cấp lớn, từ đó khiến cho các doanh nghiệp này khó đa dạng hóa rủi ro khi bất định kinh tế tăng cao (Goodell & cộng sự, 2021). Thêm vào đó, các doanh nghiệp nhỏ cũng thường thiếu hệ thống quản lý rủi ro bài bản và kinh nghiệm xử lý khủng hoảng (Nguyen & Thuy, 2024). Do vậy, nhóm doanh nghiệp quy mô càng nhỏ thì động cơ tích trữ tiền mặt càng mạnh mẽ để có thể bảo vệ khả năng hoạt động liên tục trước các cú sốc kinh tế tiềm ẩn.

4.4 Giải quyết vấn đề nội sinh

Mặc dù mô hình nghiên cứu có thể không bị ảnh hưởng bởi vấn đề nhân quả ngược vì tỷ lệ tiền mặt của doanh nghiệp tại Việt Nam không phải là yếu tố tác động đến bất định kinh tế trong nước hay toàn cầu, kết quả hồi quy vẫn có thể bị sai lệch do vấn đề nội sinh như mối quan hệ phức tạp giữa các biến độc lập và vấn đề bỏ sót biến. Để khắc phục vấn đề biến nội sinh, nghiên cứu này sử dụng mô hình hồi quy GMM hệ thống (Two-Step System Generalized Method of Moments). Biến độ trễ (một năm) của biến phụ thuộc (*L.Cash*), biến bất định kinh tế trong nước và toàn cầu, và các biến liên quan đến doanh nghiệp được xem xét là biến nội sinh. Các biến kinh tế vĩ mô được xem xét với vai trò biến ngoại sinh. Cách tiếp cận này phù hợp với cấu trúc dữ liệu với số doanh nghiệp (*N*) lớn hơn rất nhiều so với số năm (*T*).

Bảng 7 trình bày kết quả của Phương trình (1) sử dụng mô hình hồi quy GMM hệ thống. Hệ số AR(2) báo cáo kết quả kiểm định Arellano-Bond về tự tương quan bậc 2 của phần dư, trong đó cho thấy không có dấu hiệu của hiện tượng tự tương quan bậc 2. Do vậy việc sử dụng biến độ trễ làm công cụ là hợp lệ trong mô hình. Giá trị p-value lớn hơn 0,1 của kiểm định Hansen không thể bác bỏ giả thuyết không (null) rằng các biến công cụ là ngoại sinh và mô hình GMM được xác định là đúng. Kết quả kiểm định cho thấy các biến công cụ được dùng trong mô hình GMM là hợp lệ. Hệ số hồi quy của biến *L.Cash* là dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% xác nhận sự cần thiết sử dụng mô hình hồi quy động như GMM. Tương tự, hệ số hồi quy của hai biến bất định kinh tế trong nước và toàn cầu cho thấy các doanh nghiệp Việt Nam nâng cao lượng tiền mặt năm giữ khi bất định kinh tế leo thang. Ngoài ra, tác động của bất định kinh tế toàn cầu đến tỷ lệ tiền mặt của các doanh nghiệp Việt Nam thể hiện hiệu ứng rõ rệt hơn so với bất định kinh tế trong nước. Các phát hiện này xác nhận các kết luận nêu trên không có dấu hiệu sai lệch nghiêm trọng do vấn đề nội sinh

Bảng 7. Bất định kinh tế và tỷ trọng tiền mặt của doanh nghiệp: mô hình GMM

	Việt Nam	Toàn cầu
	(1)	(2)
L.Cash	0,446***	0,434***

Bảng 7. Bất định kinh tế và tỷ trọng tiền mặt của doanh nghiệp: mô hình GMM
(tiếp theo)

	Việt Nam	Toàn cầu
	(1)	(2)
	(0,0329)	(0,0345)
Uncertainty_VN	0,0955**	
	(0,0414)	
Uncertainty_Global		0,211**
		(0,0881)
Size	-0,697***	-0,546***
	(0,115)	(0,112)
Revenue_growth	0,00114	0,000285
	(0,00134)	(0,00132)
Profitability	0,0370**	0,0235
	(0,0164)	(0,0168)
Leverage	-0,00316	-0,00767
	(0,00494)	(0,00505)
Tangibility	-0,00564	-0,00319
	(0,00489)	(0,00489)
GDP_growth	-0,0386	0,00446
	(0,0252)	(0,0271)
Credit_growth	0,0470***	0,0496***
	(0,00653)	(0,00667)
Inflation	-0,00632	-0,0208**

Bảng 7. Bất định kinh tế và tỷ trọng tiền mặt của doanh nghiệp: mô hình GMM
(tiếp theo)

	Việt Nam	Toàn cầu
	(1)	(2)
	(0,00957)	(0,0103)
Constant	21,43***	17,43***
	(3,269)	(3,177)
Số quan sát	8.867	8.867
Số doanh nghiệp	752	752
Số biến công cụ	699	699
AR(1)	0,001	0,002
AR(2)	0,189	0,205
Hansen J	0,417	0,339

*Chú thích: (): Sai số chuẩn mạnh; ***, **, * biểu thị mức ý nghĩa thống kê tương ứng 1%, 5% và 10%.*

Nguồn: Tổng hợp của nhóm tác giả

5. Kết luận

Nghiên cứu này làm rõ tác động của bất định kinh tế, bao gồm bất định kinh tế xuất phát từ trong nước và bất định kinh tế trên toàn cầu đến tỷ trọng tiền mặt của doanh nghiệp tại Việt Nam. Bất định kinh tế trong nước và toàn cầu nâng cao tỷ lệ tiền mặt của các doanh nghiệp Việt Nam, phù hợp với lý thuyết động cơ phòng ngừa và quyền chọn thực. Mặc dù vậy, bất định kinh tế toàn cầu cho thấy ảnh hưởng mạnh mẽ hơn so với bất định kinh tế trong nước. Bất định kinh tế tại các quốc gia đối tác thương mại chủ chốt của Việt Nam cũng làm tăng mức độ nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp tại Việt Nam. Cụ thể, bất định tại các nước bạn hàng xuất khẩu, điển hình như Hoa Kỳ, ảnh hưởng rõ rệt hơn đến tỷ lệ tiền mặt của các doanh nghiệp Việt Nam so với quốc gia đối tác nhập khẩu như Trung Quốc. Động cơ phòng ngừa của doanh nghiệp nhỏ mạnh hơn doanh nghiệp vừa và lớn khiến doanh nghiệp nhỏ có xu hướng nâng mức tiền mặt dự trữ cao hơn khi bất định kinh tế trong nước hoặc toàn cầu leo thang.

Các phát hiện trong nghiên cứu này cung cấp một số gợi ý về mặt chính sách như sau. Một là, các doanh nghiệp Việt Nam nên đa dạng hóa thị trường xuất khẩu

đề hạn chế tác động của việc phụ thuộc và bị ảnh hưởng lớn bởi một thị trường xuất khẩu, cụ thể là Hoa Kỳ. Hai là, cơ quan quản lý nhà nước cần cung cấp các chính sách hỗ trợ các doanh nghiệp vừa và nhỏ trong giai đoạn bất định kinh tế leo thang như các gói vay lãi suất thấp và thực hiện các chính sách an toàn vĩ mô một cách kịp thời. Thứ ba, các nhà hoạch định chính sách nên tăng cường chia sẻ thông tin về định hướng chính sách kinh tế trong để giảm thiểu bất định kinh tế trong nước.

Chưa xem xét đến các nhóm ngành chịu tác động lớn nhất bởi bất định kinh tế trong nước và toàn cầu là một điểm còn hạn chế trong nghiên cứu này. Các nghiên cứu trong tương lai có thể tập trung vào một nhóm ngành cụ thể hoặc so sánh giữa các nhóm ngành để đưa ra các chính sách cụ thể đối với từng nhóm ngành tại Việt Nam.

Tài liệu tham khảo

- Ahir, H., Bloom, N. & Furceri, D. (2022), “The world uncertainty index”, NBER Working Paper Series No. 29763.
- Ashraf, B.N. & Shen, Y. (2019), “Economic policy uncertainty and banks’ loan pricing”, *Journal of Financial Stability*, Vol. 44, 100695.
- Attig, N., El Ghouli, S., Guedhami, O. & Zheng, X. (2021), “Dividends and economic policy uncertainty: international evidence”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 66, 101785.
- Berger, A.N., Guedhami, O., Kim, H.H. & Li, X. (2020), “Economic policy uncertainty and bank liquidity hoarding”, *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 49, 100893.
- Bermpei, T., Kalyvas, A. & Nguyen, T.C. (2018), “Does institutional quality condition the effect of bank regulations and supervision on bank stability? Evidence from emerging and developing economies”, *International Review of Financial Analysis*, Vol. 59, pp. 255-275.
- Cho, D., Kim, H. & Lee, K.W. (2023), “Dynamic spillovers of economic policy uncertainty across the US, Europe, and East Asia”, *Global Economic Review*, Vol. 52, pp. 187-201.
- Cong, N.T. & Quynh, T.T. (2023), “Tác động của mức độ mở cửa thị trường đến xác suất xảy ra khủng hoảng tài chính”, *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, Vol. 314, pp. 13-23.
- Ghol, S.E., Guedhami, O., Mansi, S. & Wang, H. (2023), “Economic policy uncertainty, institutional environments, and corporate cash holdings”, *Research in International Business and Finance*, Vol. 65, 101887.

- Goodell, J.W., Goyal, A. & Urquhart, A. (2021), “Uncertainty of uncertainty and firms cash holdings”, *Journal of Financial Stability*, Vol. 56, 100922.
- Gulen, H. & Ion, M. (2016), “Policy uncertainty and corporate investment”, *Review of Financial Studies*, Vol. 29 No. 3, pp. 523-564.
- Han, S. & Qiu, J. (2007), “Corporate precautionary cash holdings”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 13 No. 1, pp. 43-57.
- Huy, H.V., Cong, N.T. & Phuong, N.T.N. (2023), “Bảo hiểm thất nghiệp và xu hướng nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp”, *Kinh tế & Phát triển*, Vol. 310 No. 2, pp. 12-22.
- Julio, B. & Yook, Y. (2012), “Political uncertainty and corporate investment cycles”, *Journal of Finance*, Vol. 67 No. 1, pp. 45-83.
- Kang, W., Lee, K. & Ratti, R.A. (2014), “Economic policy uncertainty and firm-level investment”, *Journal of Macroeconomics*, Vol. 39, pp. 42-53.
- Keynes, J.M. (1937), “The general theory of employment”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 51 No. 2, pp. 209-223.
- Li, C., Zhao, L. & Zhang, Y. (2024), “Economic policy uncertainty and cash dividend policy: evidence from China”, *Humanities and Social Sciences Communications*, Vol. 11, 542.
- Li, X. (2019), “Economic policy uncertainty and corporate cash policy: international evidence”, *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 38 No. 6, 106694.
- Nguyen, H.N. & Phan, H.V. (2017), “Policy uncertainty and mergers and acquisitions”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 52 No. 2, pp. 613-644.
- Nguyen, T.C. (2021), “Economic policy uncertainty and bank stability: Does bank regulation and supervision matter in major European economies?”, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, Vol. 74, 101387.
- Nguyen, T.C. (2022), “Economic policy uncertainty: the probability and duration of economic recessions in major European Union countries”, *Research in International Business and Finance*, Vol. 62, 101701.
- Nguyen, T.C. & Thuy, T.H. (2023), “Geopolitical risk and the cost of bank loans”, *Finance Research Letters*, Vol. 54, 103812.

- Nguyen, T.C. & Thuy, T.H. (2024), “Bank wholesale funding in an era of rising geopolitical risk”, *World Economy*, Vol. 47 No. 11, pp. 4306-4330.
- Nguyen, T.C., Thuy, T.H. & Ngo, V.T. (2024), “The quality of political signals and corporate payouts”, *Applied Economics Letters*, 2383253
- Phan, H.V., Nguyen, N.H., Nguyen, H.T. & Hedge, S. (2019), “Policy uncertainty and firm cash holdings”, *Journal of Business Research*, Vol. 95, pp. 71-82.
- Tran, L.T.H., Tu, T.T.K. & To, B.C.N. (2024), “Uncertainty and cash holdings: the moderating role of political connections”, *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 20, pp. 1218-1243.