



Bất định ESG, nắm giữ tiền mặt, và ổn định tài chính của các công ty trên thị trường chứng khoán Việt Nam

NGUYỄN HỮU MẠNH ^a, NGUYỄN THÀNH CƯỜNG ^a, VƯƠNG THỊ HƯƠNG GIANG ^{b, *}

^a Trường Đại học Nha Trang

^b Trường Đại học Ngân hàng Thành phố Hồ Chí Minh

THÔNG TIN	TÓM TẮT
Ngày nhận: 01/3/2026 Ngày nhận lại: 5/4/2026 Duyệt đăng: 7/4/2026 Mã phân loại JEL: G30; G32; G34; Q56; D81. Từ khóa: Bất định ESG; Nắm giữ tiền mặt; Ổn định tài chính; Việt Nam. Keywords: ESG uncertainty; Cash holdings; Financial stability; Vietnam.	Nghiên cứu này xem xét tác động của sự bất định của các yếu tố môi trường, xã hội, và quản trị (Environmental, Social, and Governance – ESG) đến các quyết định nắm giữ tiền mặt và sự ổn định tài chính của các doanh nghiệp Việt Nam trong giai đoạn 2010–2024. Sử dụng dữ liệu bảng của các công ty trên các sàn giao dịch chứng khoán HOSE, HNX, và UPCOM tại Việt Nam và áp dụng các kỹ thuật kinh tế lượng khác nhau, nghiên cứu này cho thấy sự không chắc chắn về ESG càng cao thì lượng tiền mặt nắm giữ càng tăng trong khi sự ổn định tài chính giảm, ủng hộ động cơ phòng ngừa trong điều kiện bất ổn gia tăng. Kết quả cũng chỉ ra rằng tác động của bất định ESG là không đồng nhất giữa các doanh nghiệp trên ba sàn chứng khoán. Đáng chú ý, đối với các doanh nghiệp nhóm ngành trung lập, sự bất định về ESG tăng tác động ngược chiều đến quyết định nắm giữ tiền mặt, vì sự ổn định tài chính của họ không bị ảnh hưởng đáng kể bởi các cú sốc liên quan đến ESG. Nhìn chung, nghiên cứu này đã cung cấp bằng chứng thực nghiệm mới về vai trò của bất định ESG trong việc định hình các quyết định tài chính của doanh nghiệp tại thị trường mới nổi. Abstract This study examines the impact of Environmental, Social, and Governance (ESG) uncertainty on corporate cash holding decisions and financial stability among Vietnamese firms over the period 2010–2024. Using panel data of companies on the HOSE, HNX, and UPCOM

* Tác giả liên hệ.

Biên tập viên: Nguyễn Lương Tâm.

Email: manhh@ntu.edu.vn (Nguyễn Hữu Mạnh); cuongnt@ntu.edu.vn (Nguyễn Thành Cường); giangvth@hub.edu.vn (Vương Thị Hương Giang).

Trích dẫn bài viết: Nguyễn Hữu Mạnh, Nguyễn Thành Cường, & Vương Thị Hương Giang. (2026). Bất định ESG, nắm giữ tiền mặt và ổn định tài chính của các công ty trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế và Kinh doanh Châu Á*, 37(2), 123-140. <https://doi.org/10.24311/jabes/2026.37.02.8>

exchanges in Vietnam and applying various panel econometric techniques, the study finds that higher ESG uncertainty increases cash holdings while reducing financial stability, supporting the precautionary motive under heightened uncertainty. The results also indicate that the effects of ESG uncertainty are heterogeneous across the three stock exchanges. For firms in the neutral sector, ESG uncertainty negatively affects cash-holding decisions, as ESG-related shocks do not significantly influence their financial stability. Overall, the study provides novel empirical evidence on the role of ESG uncertainty in shaping corporate financial decisions in an emerging market.

1. Giới thiệu nghiên cứu

Các yếu tố môi trường, xã hội, và quản trị (Environmental, Social, and Governance – ESG) ngày càng đóng vai trò quan trọng trong các quyết định tài chính và đầu tư của doanh nghiệp ở cả thị trường phát triển và mới nổi (Friede và cộng sự, 2015; Krüger, 2015; Bolton & Kacperczyk, 2021). Nhiều nghiên cứu cho thấy hiệu quả ESG ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp, chi phí vốn, và các chính sách tài chính (Khan và cộng sự, 2016; Fatemi và cộng sự, 2018). Tuy nhiên, thông tin ESG thường thiếu nhất quán và minh bạch, dẫn đến sự không chắc chắn đáng kể trong đánh giá ESG (Berg và cộng sự, 2022a; Avramov và cộng sự, 2022). Mặc dù vậy, phần lớn nghiên cứu vẫn tập trung vào hiệu quả của ESG mà chưa xem xét vai trò của sự bất định ESG đối với các quyết định tài chính, đặc biệt là khía cạnh nắm giữ tiền mặt (NGTM) và ổn định tài chính (ÔĐTC), từ đó có thể dẫn đến đánh giá sai lệch rủi ro và phân bổ nguồn lực kém hiệu quả.

Bloom (2009) và Bernanke và Gertler (1989) chỉ ra rằng các cú sốc bất định từ môi trường vĩ mô làm gia tăng sự bất ổn định của doanh nghiệp và chi phí tài trợ. Theo lý thuyết thanh khoản, động cơ phòng ngừa thúc đẩy các doanh nghiệp NGTM để đối phó với rủi ro tương lai và chi phí tài trợ bên ngoài tăng cao (Keynes, 1936; Opler và cộng sự, 1999). Các bằng chứng thực nghiệm cho thấy các bất ổn kinh tế và chính sách làm gia tăng NGTM nhằm duy trì tính linh hoạt tài chính (Gilchrist và cộng sự, 2014; Vuong và cộng sự, 2023). Trong bối cảnh thực hành ESG, sự không chắc chắn làm gia tăng bất cân xứng thông tin (BCXTT), qua đó làm tăng chi phí vốn và hạn chế khả năng tiếp cận tài chính (Berg và cộng sự, 2022b; Avramov và cộng sự, 2022). Đồng thời, sự mơ hồ của thông tin ESG còn làm gia tăng rủi ro thanh khoản và các ràng buộc tài chính của doanh nghiệp (Li & Liu, 2025).

Bằng chứng về cách doanh nghiệp điều chỉnh chính sách NGTM để đối phó với bất định ESG (Environmental, Social, and Governance Uncertainty Index – ESGUI) vẫn còn hạn chế, phần lớn chỉ tập trung vào tác động của công bố ESG tại các thị trường lớn như Mỹ và Trung Quốc (Atif và cộng sự, 2022; Liu và cộng sự, 2023; Li và cộng sự, 2025). Tại Việt Nam, quy định về thực hành ESG đang dần triển khai trong các doanh nghiệp với cơ chế thực thi chưa đồng bộ (World Bank, 2022), dẫn đến mức độ bất định chính sách cao, mang đặc trưng kiểu Knightian¹ khó định lượng (Ilhan và cộng sự, 2021). Các nghiên cứu trong nước liên quan đến ESG, quyết định NGTM và ÔĐTC hiện có chủ yếu

¹ Knight (1921) đề cập khái niệm bất định (Uncertainty) liên quan đến khả năng không thể xác định hoặc gán xác suất đáng tin cậy cho các kịch bản tương lai.

tiếp cận theo các hướng chính: (1) tập trung vào hiệu quả công bố thông tin ESG (Loan và cộng sự, 2024; Pham và cộng sự, 2025; Nguyen và cộng sự, 2025), hoặc (2) chỉ xét các yếu tố truyền thống tác động lên các quyết định NGTM doanh nghiệp (Tran, 2020; Thai & Hoang, 2024), hoặc (3) các yếu tố truyền thống ảnh hưởng đến sự ổn định doanh nghiệp (Trinh và cộng sự, 2021; Le và cộng sự, 2024; Duong và cộng sự, 2026; Suu và cộng sự, 2026). Việc đánh giá rủi ro hệ thống phát sinh từ chính sự mơ hồ trong các chính sách phát triển bền vững (bất định ESG) hoàn toàn bị bỏ ngỏ. Ongan và cộng sự (2025) đã giới thiệu chỉ số bất ổn định bền vững mới dựa trên ESG cho 25 quốc gia trên toàn cầu, trong đó có Việt Nam. Do đó, cần thiết phải xem xét liệu các doanh nghiệp tại một quốc gia đang phát triển chưa có quy định về thực hành ESG như Việt Nam có gia tăng NGTM như một cơ chế phòng ngừa trước bất định về ESG và liệu bất định này có ảnh hưởng đến ÔĐTC của doanh nghiệp hay không.

Xuất phát từ những khoảng trống trên, nghiên cứu này sử dụng dữ liệu bảng của các doanh nghiệp trên ba sàn chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2010–2024 để phân tích tác động của bất định ESG đến việc NGTM và sự ÔĐTC. Kết quả cho thấy ESGUI làm tăng NGTM nhưng làm suy giảm ÔĐTC, phù hợp với động cơ phòng ngừa trong điều kiện bất ổn. Tác động này không đồng nhất giữa các doanh nghiệp niêm yết (DNNY) trên hai Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (Hochiminh Stock Exchange – HOSE) và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (Hanoi Stock Exchange – HNX); và chưa niêm yết (Unlisted Public Company Market – UPCOM), cũng như ở các nhóm ngành. Bằng cách chuyển trọng tâm từ hiệu quả sang ESGUI, nghiên cứu đóng góp vào tài liệu tài chính bền vững và cung cấp hàm ý cho doanh nghiệp tại các thị trường mới nổi.

Phần còn lại của bài viết được cấu trúc như sau: Phần 2 trình bày tổng quan lý thuyết và phát triển giả thuyết; Phần 3 mô tả mô hình và phương pháp; Phần 4 thảo luận kết quả thực nghiệm; và Phần 5 kết luận và hàm ý chính sách.

2. Cơ sở lý luận và xây dựng giả thuyết nghiên cứu

2.1. Cơ sở lý luận

ESGUI đề cập đến sự mơ hồ, khó dự đoán, và thiếu đồng thuận xung quanh các quy định liên quan đến ESG trong tương lai, các tiêu chuẩn công bố thông tin và kỳ vọng của các bên liên quan (Avramov và cộng sự, 2022). Ongan và cộng sự (2025) cho rằng ESGUI không phải là sự bất đồng về điểm số của từng doanh nghiệp, mà là sự mơ hồ và khó dự đoán trong các quy định, chính sách, và định hướng phát triển bền vững của chính phủ các quốc gia. Cụ thể, rủi ro thay đổi đột ngột trong các chính sách môi trường, quy định phát thải hay tiêu chuẩn xã hội tạo ra bất định kiểu Knightian – nghĩa là các doanh nghiệp không thể xác định hoặc ước lượng chính xác xác suất xảy ra của các cú sốc (Ilhan và cộng sự, 2021). Sự bất định vĩ mô này thắt chặt các điều kiện tài chính và làm suy giảm kỳ vọng của thị trường; từ đó, tác động trực tiếp đến cấu trúc thanh khoản và rủi ro kiệt quệ tài chính của doanh nghiệp. Nền tảng lý thuyết về việc NGTM của doanh nghiệp bắt nguồn từ động cơ phòng ngừa, được đề xuất ban đầu bởi Keynes (1936). Theo khuôn khổ này, các công ty duy trì dự trữ tiền mặt như một lớp đệm nhằm ứng phó với các cú sốc dòng tiền bất lợi và đảm bảo nguồn vốn nội bộ khi việc huy động vốn bên ngoài trở nên tốn kém hoặc khó khăn. Quan điểm này được củng cố bởi các bằng chứng thực nghiệm trong các nghiên cứu của Opler và cộng sự (1999) và Bates và cộng sự (2009), chứng minh rằng các công ty đối mặt với sự biến động dòng tiền cao hơn hoặc sự bất ổn kinh

tế vĩ mô có xu hướng tích lũy nhiều tiền mặt hơn. Trong bối cảnh thị trường vốn không hoàn hảo, đặc biệt là sự BCXTT và chi phí đại lý, việc huy động vốn bên ngoài thường đắt hơn so với nguồn vốn nội bộ (Myers & Majluf, 1984). Do đó, các công ty tăng cường NGTM để tránh khó khăn tài chính và bảo toàn khả năng đầu tư trong điều kiện bất ổn (Almeida và cộng sự, 2004).

Về khía cạnh ÔĐTC, giả thuyết bất ổn tài chính của Minsky (1986) nhấn mạnh rằng khả năng phục hồi của một doanh nghiệp không chỉ phụ thuộc vào lợi nhuận hiện tại mà còn bị tác động bởi khả năng chống chịu các cú sốc bên ngoài. Bằng chứng thực nghiệm từ các nghiên cứu gần đây cho thấy các cú sốc bất ổn làm gia tăng sự biến động của dòng tiền và thắt chặt các hạn chế tín dụng (Bloom, 2009; Gilchrist và cộng sự, 2014). Khi sự bất ổn gia tăng, các nhà đầu tư yêu cầu mức phí rủi ro cao hơn, điều này làm tăng chi phí vốn, giảm giá trị doanh nghiệp, và làm tăng khả năng gặp khó khăn tài chính (Pástor & Veronesi, 2013). Trong bối cảnh này, ESGUI có thể được xem như một nguồn rủi ro phi tài chính mới ảnh hưởng đến các chính sách tài chính và sự ổn định của doanh nghiệp thông qua các kênh truyền dẫn tương tự.

2.2. Xây dựng giả thuyết nghiên cứu

2.2.1. Sự không chắc chắn về ESG và nắm giữ tiền mặt

Nhóm tác giả cho rằng ESGUI sẽ khiến doanh nghiệp NGTM nhiều hơn, đặc biệt là tại các thị trường mới nổi như Việt Nam. Mỗi quan hệ này có thể được giải thích thông qua ba cơ chế chính. *Thứ nhất*, ESGUI làm tăng BCXTT, khiến nhà đầu tư khó đánh giá rủi ro và yêu cầu mức phí rủi ro cao hơn (Avramov và cộng sự, 2022). Tác động này nghiêm trọng hơn trong bối cảnh Việt Nam, nơi khung công bố ESG và thị trường tài chính xanh còn hạn chế. Do đó, chi phí tài trợ bên ngoài tăng lên, buộc doanh nghiệp dựa nhiều hơn vào nguồn vốn nội bộ (Denis & Sibilkov, 2010). *Thứ hai*, ESGUI làm gia tăng động cơ phòng ngừa trước các cú sốc chính sách và chi phí tuân thủ, đặc biệt trong bối cảnh chuyển đổi xanh. Bằng chứng cho thấy doanh nghiệp tại các thị trường mới nổi phản ứng với bất định chính sách bằng cách tăng tích lũy tiền mặt (Demir & Ersan, 2017; Feng và cộng sự, 2022; Vương và cộng sự, 2023; Aksoy-Hazır & Tan, 2023; Yang và cộng sự, 2024). *Thứ ba*, dưới góc độ quyền chọn thực, bất định làm gia tăng giá trị chờ đợi, khiến doanh nghiệp trì hoãn đầu tư. Tuy nhiên, để tận dụng các cơ hội trong tương lai, doanh nghiệp cần duy trì thanh khoản đủ lớn (Campello và cộng sự, 2010). Dựa trên các cơ chế trên, doanh nghiệp có xu hướng tích lũy tiền mặt như một chiến lược phòng ngừa khi ESGUI gia tăng. Giả thuyết nghiên cứu thứ nhất được xây dựng để làm sáng tỏ tác động của ESGUI đến quyết định NGTM của các công ty Việt Nam như sau:

Giả thuyết H₁: Bất định ESG tác động tích cực đến quyết định NGTM của các công ty tại Việt Nam.

2.2.2. Bất định ESG và sự ổn định tài chính

Mặc dù lượng tiền mặt dự trữ cao hơn có thể đóng vai trò như một lớp đệm, nhưng ESGUI dự kiến sẽ có tác động tiêu cực đến sự ÔĐTC của các công ty thông qua nhiều kênh khác nhau. *Thứ nhất*, ESGUI làm gia tăng BCXTT do sự thiếu đồng thuận trong đánh giá ESG (Berg và cộng sự, 2022a), khiến nhà đầu tư yêu cầu tỷ lệ chiết khấu cao hơn (Avramov và cộng sự, 2022). Điều này làm tăng chi phí vốn và suy giảm khả năng thanh toán. *Thứ hai*, sự không chắc chắn về ESG làm gia tăng rủi ro đuôi (Tail Risk) và biến động tài sản. Các cú sốc chính sách có thể tạo ra tổn thất cực đoan (rủi ro đuôi carbon) và tài sản mắc kẹt (Ilhan và cộng sự, 2021). Những rủi ro này khó phòng ngừa bằng các công cụ tài chính truyền thống, làm gia tăng biến động và rủi ro vỡ nợ (Bolton & Kacperczyk, 2021). *Thứ ba*, ESGUI có thể dẫn đến phân bổ nguồn lực kém hiệu quả do thiếu tín hiệu rõ ràng về đầu tư

bền vững. Kết quả gây đầu tư quá mức hoặc thiếu đầu tư, làm suy giảm hiệu quả, và lợi nhuận (Eccles và cộng sự, 2014), đặc biệt tại các thị trường đang phát triển với chất lượng thể chế còn hạn chế. Do đó, ESGUI đóng vai trò như một yếu tố gây bất ổn tài chính cho doanh nghiệp tại thị trường đang phát triển. Giả thuyết thứ hai tập trung làm sáng tỏ tác động của bất định ESG đến ÔĐTC như sau:

Giả thuyết H₂: Bất định ESG tác động tiêu cực đến ÔĐTC của các công ty tại Việt Nam.

3. Mô hình và phương pháp nghiên cứu

Để đảm bảo tính hợp lệ của mô hình, việc lựa chọn các biến kiểm soát cần tuân theo các nghiên cứu đi trước về NGTM của doanh nghiệp và sự ÔĐTC. Các nghiên cứu trước đây cho thấy các quyết định về thanh khoản của doanh nghiệp bị ảnh hưởng bởi các đặc điểm của doanh nghiệp như quy mô, đòn bẩy, tính hữu hình của tài sản, dòng tiền, lợi nhuận, và cơ hội tăng trưởng (Opler và cộng sự, 1999; Faulkender & Wang, 2006; Acharya và cộng sự, 2007; Jiang & Lie, 2016; Baker và cộng sự, 2016). Nghiên cứu này sử dụng Z-score (Altman, 1968) làm thước đo rủi ro mất khả năng thanh toán, một phương pháp được sử dụng rộng rãi trong các nghiên cứu trước đây (Trinh và cộng sự, 2021; Vương và cộng sự, 2024). Bài viết xây dựng hai mô hình sau để kiểm chứng tác động của ESGUI đến NGTM và ÔĐTC của doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

$$\begin{aligned} CASHHOLD_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 ESGUI_{i,t-1} + \alpha_2 SIZE_{i,t-1} + \alpha_3 LTD_{i,t-1} \\ & + \alpha_4 TANG_{i,t-1} + \alpha_5 CFO_{i,t-1} + \alpha_6 PROF_{i,t-1} \\ & + \alpha_7 TOBQ_{i,t-1} + \alpha_8 DIVPAYOUT_{i,t-1} + \alpha_9 INFLA_{t-1} \\ & + \alpha_{10} EF_{t-1} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (1)$$

$$\begin{aligned} ZSCORE_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 ESGUI_{i,t-1} + \beta_2 SIZE_{i,t-1} + \beta_3 PROF_{i,t-1} + \beta_4 LTD_{i,t-1} \\ & + \beta_5 TANG_{i,t-1} + \beta_6 CASHHOLD_{i,t-1} + u_{i,t} \end{aligned} \quad (2)$$

Trong đó, biến phụ thuộc gồm lượng tiền mặt nắm giữ (CASHHOLD), được đo bằng tỷ lệ tiền mặt và tương đương tiền trên tổng tài sản; và sự ÔĐTC, được đại diện bởi điểm Z (Altman, 1968). Biến giải thích chính là ESGUI, được đo bằng logarit tự nhiên của chỉ số bất định ESG hằng năm thu thập từ trang [web policyuncertainty.com](https://www.policyuncertainty.com)² (Ongan và cộng sự, 2025). Chỉ số này được xây dựng thông qua kỹ thuật khai phá văn bản (Text Mining) trên các Báo cáo Quốc gia hàng tháng của tổ chức Economist Intelligence Unit (EIU) nhằm đo lường tần suất xuất hiện đồng thời của các từ khóa liên quan đến ESG và các từ khóa chỉ sự bất định. ESGUI đại diện cho mức độ khó dự đoán trong các chính sách và quy định liên quan đến phát triển bền vững ở cấp độ vĩ mô. Các biến kiểm soát cấp độ doanh nghiệp bao gồm quy mô, đòn bẩy, tính hữu hình của tài sản, dòng tiền, lợi nhuận, cơ hội tăng trưởng, và tỷ lệ chi trả cổ tức; trong khi các biến vĩ mô gồm lạm phát và tự do kinh tế. Tất cả các biến giải thích được đưa vào với độ trễ nhằm giảm thiểu vấn đề nội sinh do quan hệ nhân quả ngược và tính đồng thời. Bảng 1 trình bày chi tiết định nghĩa, cách đo lường và nguồn dữ liệu của các biến. Các mô hình trên được ước lượng bằng hiệu ứng cố định (Fixed Effects Model – FEM), hiệu ứng ngẫu nhiên (Random Effects Model – REM) và bình phương tối thiểu tổng quát khả thi (Feasible Generalized Least Squares – FGLS) để kiểm soát phương sai không đồng

² Xem thêm tại https://www.policyuncertainty.com/sustainability_index.html

nhất và tự tương quan. FGLS được sử dụng làm phương pháp ước lượng chính do phù hợp với dữ liệu bảng lớn và không cân bằng.

Bảng 1.

Mô tả biến

Ký hiệu biến	Tên biến	Cách tính	Nguồn dữ liệu
CASHHOLD	Tỷ lệ NGTM	Tiền và các khoản tương đương tiền/Tổng tài sản	Vietstock
ZSCORE	Alman's ZSCORE Ổn định tài chính	$1,2X1+1,4X2+3,3X3+0,6X4+1,0X5$ Trong đó: $X_1 = \frac{\text{Vốn lưu động}}{\text{Tổng tài sản}};$ $X_2 = \frac{\text{Lợi nhuận giữ lại}}{\text{Tổng tài sản}};$ $X_3 = \frac{\text{Lợi nhuận trước thuế và lãi vay}}{\text{Tổng tài sản}};$ $X_4 = \frac{\text{Giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu}}{\text{Tổng nợ phải trả}};$ $X_5 = \frac{\text{Doanh thu bán hàng}}{\text{Tổng tài sản}}$	
ESGUI	Bất định ESG	Logarithm tự nhiên của chỉ số bất định ESG thường niên Việt Nam.	https://www.policyuncertainty.com/sustainability_index.html
SIZE	Quy mô doanh nghiệp	Logarithm tự nhiên của Tổng tài sản	Vietstock
LTD	Đòn bẩy tài chính	Tổng nợ dài hạn/Tổng tài sản	
TANG	Cấu trúc tài sản	Tài sản cố định/Tổng tài sản	
CFO	Dòng tiền hoạt động	Dòng tiền hoạt động/Tổng tài sản	
PROF	Tỷ suất sinh lợi	Lợi nhuận sau thuế/Tổng tài sản	
TOBQ	Tốc độ tăng trưởng	Tỷ số Tobin'Q	
DIVPAYOUT	Chi trả cổ tức	Cổ tức chi trả/Lợi nhuận sau thuế	
INFLA	Tỷ lệ lạm phát	Tốc độ tăng chỉ số giá tiêu dùng CPI (%) / 100	Worldbank
EF	Độ mở kinh tế	Độ mở kinh tế Việt Nam / 100	Heritage Foundation

4. Thảo luận kết quả nghiên cứu

4.1. Thống kê mô tả và phân tích tương quan

Bảng 2 trình bày số liệu thống kê mô tả cho toàn bộ mẫu trong nghiên cứu. Trung bình, các công ty trong mẫu nghiên cứu nắm giữ khoảng 14,61% tổng tài sản dưới dạng tiền mặt, cho thấy chính sách thanh khoản tương đối thận trọng so với các công ty ở các thị trường phát triển. Điểm Z trung bình đạt 3,2021; cho thấy mức độ ÔĐTC ở mức trung bình. Tuy nhiên, độ phân tán tương đối lớn phản ánh sự khác biệt đáng kể về điều kiện tài chính giữa các doanh nghiệp. Chỉ số ESGUI cho thấy sự biến động vừa phải trong suốt giai đoạn nghiên cứu, phù hợp với môi trường pháp lý và công bố thông tin ESG đang phát triển của Việt Nam. Bảng 3 trình bày ma trận tương quan. Sự không chắc chắn về ESG có tương quan yếu với cả NGTM và sự ÔĐTC; do đó, để đánh giá được tác động của chỉ số ESGUI đến hai biến này, cần tiếp tục thực hiện hồi quy đa biến và phân tích kết quả hồi quy. Hệ số tương quan giữa các biến kiểm soát vẫn nằm dưới ngưỡng thông thường, cho thấy hiện tượng đa cộng tuyến không phải là vấn đề đáng lo ngại trong các mô hình nghiên cứu.

Bảng 2.

Thống kê mô tả

Biến	Quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Nhỏ nhất	Lớn nhất
CASHHOLD	12.815	0,1461	0,2043	0,0007	0,9273
ZSCORE	12.815	3,2021	3,6619	-0,7540	23,4591
ESGUI	12.815	2,8064	0,3195	2,4255	3,3620
SIZE	12.815	27,1782	1,5866	23,7727	31,5756
LTD	12.815	0,0656	0,1132	0,0000	0,5502
TANG	12.815	0,2411	0,2223	0,0000	0,9012
CFO	12.815	0,0552	0,1377	-0,3787	0,5534
PROF	12.815	0,0515	0,0808	-0,2279	0,3611
TOBQ	12.815	0,9073	0,9075	0,0705	5,8089
DIVPAYOUT	11.450	0,6043	1,1366	0,0000	8,7300
INFLA	12.815	0,0406	0,0326	0,0063	0,1868
EF	12.815	0,5638	0,0455	0,4980	0,6280

Bảng 3.

Ma trận tương quan

Biến	CASHHOLD	ZSCORE	ESGUI	SIZE	LTD	TANG	CFO	PROF	TOBQ	DIVPAYOUT	INFLA	EF
CASHHOLD	1											
ZSCORE	0,0958*	1										
ESGUI	-0,0145	-0,0207	1									
SIZE	-0,1581*	-0,1907*	-0,0313*	1								
LTD	-0,1825*	-0,2586*	-0,0039	0,3336*	1							
TANG	-0,1589*	-0,0459*	-0,0082	0,0320*	0,4939*	1						
CFO	0,0720*	0,1770*	0,0051	-0,0578*	-0,022	0,2106*	1					
PROF	0,0790*	0,3791*	-0,0088	-0,0125	-0,1268*	0,0418*	0,3871*	1				
TOBQ	0,0113	0,2686*	-0,0735*	0,1076*	-0,0017	0,0245*	0,0466*	0,0509*	1			
DIVPAYOUT	0,0232	0,0123	-0,0159	-0,0540*	-0,0290*	0,0068	-0,0064	-0,1086*	-0,0077	1		
INFLA	-0,0569*	-0,0727*	0,2491*	-0,0540*	0,0397*	0,0536*	-0,0009	0,0596*	-0,1909*	0,0249*	1	
EF	0,0398*	0,1202*	-0,0239*	0,0976*	-0,0685*	-0,0689*	-0,0158	-0,0774*	0,3099*	-0,0066	-0,3772*	1

Ghi chú: (*) chỉ ra mức ý nghĩa 1%.

4.2. Bất định ESG và lượng tiền mặt nắm giữ của doanh nghiệp

Bảng 4 trình bày kết quả hồi quy kiểm tra tác động của chỉ số ESGUI đối với NGTM của doanh nghiệp. Hệ số dương và có ý nghĩa thống kê của biến ESGUI hỗ trợ giả thuyết H_1 và ủng hộ động cơ phòng ngừa của việc NGTM, theo đó, các công ty tích lũy các khoản dự trữ thanh khoản để đối phó với sự không chắc chắn gia tăng (Opler và cộng sự, 1999; Acharya và cộng sự, 2007). Trong bối cảnh sự chắc chắn liên quan đến thực thi quy định ESG, các công ty gia tăng NGTM để phòng ngừa các chi phí pháp lý tiềm tàng, rủi ro tuân thủ, và sự thay đổi trong tâm lý nhà đầu tư (Ilhan và cộng sự, 2021).

Đối với các biến kiểm soát, lợi nhuận có tác động tích cực đến sự ÔĐTC, trong khi đòn bẩy tài chính có tác động tiêu cực đáng kể. Kết quả này phù hợp với các bằng chứng thực nghiệm gần đây, cho thấy các doanh nghiệp có đòn bẩy cao dễ bị tổn thương hơn trước các cú sốc bất lợi và đối mặt với rủi ro kiệt quệ tài chính cao hơn, trong khi khả năng sinh lợi giúp củng cố nguồn lực tài chính nội bộ và nâng cao khả năng chống chịu tài chính (Acharya và cộng sự, 2012; Demerjian và cộng sự, 2020). Lượng tiền mặt nắm giữ có tác động tích cực và có ý nghĩa thống kê đến điểm Z trong mô hình FGLS, cho thấy dự trữ thanh khoản đóng vai trò như một “tấm đệm tài chính”, giúp doanh nghiệp hấp thụ các cú sốc bất lợi và giảm thiểu tác động tiêu cực của ESGUI đối với ÔĐTC doanh nghiệp (Almeida và cộng sự, 2004; Bates và cộng sự, 2009; Palazzo, 2012).

Bảng 4.

Tác động của bất định ESG đến nắm giữ tiền mặt doanh nghiệp

Hệ số	(1)	(2)	(3)
Biến phụ thuộc: CASHHOLD			
Hằng số	0,4233*** (0,0812)	0,2747*** (0,1053)	0,2818*** (0,0197)
Lag. ESGUI	0,0209*** (0,0035)	0,0221*** (0,0035)	0,0234*** (0,0024)
Lag. SIZE	-0,0108*** (0,0030)	-0,0058 (0,0039)	-0,0118*** (0,0004)
Lag. LTD	-0,0637*** (0,0197)	-0,0653*** (0,0208)	-0,0722*** (0,0063)
Lag. TANG	-0,0853*** (0,0145)	-0,0787*** (0,0161)	-0,0456*** (0,0034)
Lag. CFO	0,0360*** (0,0126)	0,0361*** (0,0127)	0,0829*** (0,0080)
Lag. PROF	0,1172*** (0,0342)	0,1260*** (0,0354)	0,1254*** (0,0152)
Lag. TOBQ	-0,0079*** (0,0028)	-0,0086*** (0,0029)	0,0011 (0,0010)
Lag. DIVPAYOUT	0,0000 (0,0009)	0,0000 (0,0009)	0,0011 (0,0007)

Lag. INFLA	-0,0267 (0,0412)	-0,0130 (0,0421)	-0,0577** (0,0251)
Lag. EF	-0,0042 (0,0383)	-0,0225 (0,0395)	0,1517*** (0,0184)
Số quan sát	10.339	10.339	10.339
R-squared	0,0322	0,0327	
Số Doanh nghiệp	1.213	1.213	1.213

Ghi chú: Sai số chuẩn mạnh nằm trong ngoặc đơn; ***: $p < 0,01$; **: $p < 0,05$; *: $p < 0,1$.

4.3. Bất định ESG và sự ổn định tài chính

Bảng 5 trình bày kết quả của mô hình ÔĐTC. Hệ số của biến ESGUI là âm và có ý nghĩa thống kê, xác nhận giả thuyết H2. Kết quả này cho thấy bất định ESG cao hơn làm suy giảm sự ÔĐTC của các công ty tại Việt Nam. Đáng chú ý, lợi nhuận có tác động tích cực đến sự ổn định, trong khi đòn bẩy tài chính làm suy giảm đáng kể sự ổn định này. Kết quả này phù hợp với các bằng chứng gần đây cho thấy các doanh nghiệp có đòn bẩy cao dễ bị tổn thương hơn trước các cú sốc bất lợi và đối mặt với rủi ro kiệt quệ tài chính cao hơn, trong khi khả năng sinh lợi giúp củng cố nguồn lực tài chính nội bộ và nâng cao khả năng chống chịu tài chính (Acharya và cộng sự, 2012; Demerjian và cộng sự, 2013; Drechsler và cộng sự, 2021).

Bảng 5.

Tác động của bất định ESG đến Ổn định tài chính doanh nghiệp

Hệ số	(1) REM	(2) FEM	(3) FGLS
	Biến phụ thuộc: ZSCORE		
Hằng số	6,6131*** (1,5712)	0,7029 (2,7739)	7,8363*** (0,2195)
Lag. ESGUI	-0,2974*** (0,1028)	-0,1916* (0,1068)	-0,3117*** (0,0344)
Lag. SIZE	-0,0901* (0,0536)	0,1238 (0,0984)	-0,1809*** (0,0069)
Lag. PROF	7,6271*** (0,6570)	6,1278*** (0,6937)	12,7257*** (0,1774)
Lag. LTD	-4,8998*** (0,5666)	-4,6333*** (0,6460)	-3,9772*** (0,1099)
Lag. TANG	-0,5798* (0,3473)	-1,3549*** (0,4396)	0,5079*** (0,0628)
Lag. CASHHOLD	0,1334	0,0606	0,5955***

	(0,3920)	(0,5262)	(0,0603)
Số quan sát	11.480	11.480	11.480
R-squared	0,0535	0,0568	
Số Doanh nghiệp	1.238	1.238	1.238

Ghi chú: Sai số chuẩn mạnh nằm trong ngoặc đơn; ***: $p < 0,01$; **: $p < 0,05$; *: $p < 0,1$.

4.4. Phân tích sự khác biệt giữa các Sàn giao dịch chứng khoán

Bảng 6 cho thấy sự khác biệt rõ rệt giữa các doanh nghiệp trên ba sàn chứng khoán tại Việt Nam. ESGUI làm gia tăng NGTM của các doanh nghiệp niêm yết trên hai sàn HOSE và HNX, nhưng lại làm giảm đối với các doanh nghiệp trên sàn UPCOM. Kết quả này phản ánh vai trò tiên phong của các DNNY trong việc tuân thủ và công bố ESG, khi họ chịu áp lực giám sát lớn hơn từ nhà đầu tư và cơ quan quản lý. Trong bối cảnh ESGUI gia tăng, các doanh nghiệp này có xu hướng tích lũy tiền mặt để phòng ngừa các chi phí tuân thủ và rủi ro liên quan. Ngược lại, các doanh nghiệp trên UPCOM, với mức độ giám sát thấp hơn, ít chịu áp lực thực hành quy định ESG, khiến cho tác động có thể không rõ rệt. Công ty UPCOM có tiêu chuẩn công bố thông tin, tính thanh khoản, và chất lượng quản trị doanh nghiệp thấp hơn so với DNNY tại HOSE và HNX. Do đó, khi đối mặt với bất định ESG, các DNNY tại HOSE/HNX có đủ năng lực tài chính để gia tăng dự trữ tiền mặt; trong khi các doanh nghiệp UPCOM có thể gặp khó khăn trong hoạt động tiếp cận tài trợ vốn bên ngoài với chi phí cao, tiền mặt chỉ đủ để duy trì hoạt động kinh doanh bình thường thay vì tăng dự trữ. Trên phương diện ÔĐTC, bất định ESG làm giảm đáng kể sự ổn định của các doanh nghiệp trên HOSE và HNX, trong khi tác động đối với công ty trên sàn UPCOM không có ý nghĩa thống kê, cho thấy các DNNY tiên phong thực hành các quy định ESG tại Việt Nam phải chịu đựng rủi ro tài chính đáng kể hơn.

4.5. Phân tích sự khác biệt giữa các nhóm ngành

Bảng 7 tiếp tục đánh giá các tác động cụ thể theo ba nhóm ngành. Kết quả ước lượng các doanh nghiệp Nhóm ngành phòng thủ (Chăm sóc sức khỏe, Tiện ích, và Tiêu dùng thiết yếu) được thể hiện trong Cột (1); Nhóm ngành Trung tính (Công nghệ thông tin và Dịch vụ viễn thông) trong Cột (2); Nhóm ngành chu kỳ (Bất động sản, Công nghiệp, Năng lượng, và Nguyên vật liệu và Tiêu dùng không thiết yếu) trong Cột (3). ESGUI làm tăng đáng kể lượng tiền mặt nắm giữ trong các ngành phòng thủ và mang tính chu kỳ, trong khi tác động này không đáng kể đối với các ngành trung lập. Điều này cho thấy các công ty trong các lĩnh vực có nhu cầu ổn định hoặc tính chu kỳ cao áp dụng các chiến lược dự phòng thanh khoản lớn hơn để ứng phó với bất định ESG. Về mặt ÔĐTC, ESGUI ảnh hưởng tiêu cực đến các công ty trong các ngành phòng thủ và chu kỳ, trong khi tác động của nó đối với các ngành trung lập không đáng kể. Những phát hiện này cho thấy đặc điểm của nhóm ngành quyết định sự lan truyền của ESGUI liên quan đến quyết định NGTM và sự ÔĐTC của doanh nghiệp.

Bảng 6.

Tác động bất định ESG đến quyết định NGTM và ổn định tài chính qua ba sàn HNX, HOSE, và UPCO

Hệ số	(1) HNX	(2) HOSE	(3) UPCOM	Hệ số	(1) HNX	(2) HOSE	(3) UPCOM
Biến phụ thuộc: CASHHOLD				Biến phụ thuộc: ZSCORE			
Hàng số	0,1629*** (0,0296)	-0,0202 (0,0258)	0,8033*** (0,0492)	Hàng số	9,9567*** (0,4998)	5,6407*** (0,4702)	7,1777*** (0,3871)
Lag. ESGUI	0,0164*** (0,0035)	0,0221*** (0,0029)	-0,0341*** (0,0075)	Lag. ESGUI	-0,4163*** (0,0686)	-0,2731*** (0,0584)	0,0477 (0,0667)
Lag. SIZE	-0,0051*** (0,0009)	0,0012 (0,0007)	-0,0240*** (0,0012)	Lag. SIZE	-0,2589*** (0,0165)	-0,1154*** (0,0148)	-0,1853*** (0,0121)
Lag. LTD	-0,0712*** (0,0111)	-0,0858*** (0,0084)	-0,1695*** (0,0124)	Lag. PROF	10,3219*** (0,4679)	12,9375*** (0,4008)	11,4946*** (0,2890)
Lag. TANG	-0,0442*** (0,0060)	-0,0032 (0,0048)	-0,1996*** (0,0075)	Lag. LTD	-3,8002*** (0,2994)	-3,3007*** (0,1890)	-4,9471*** (0,1735)
Lag. CFO	0,0574*** (0,0097)	0,0860*** (0,0091)	-0,0290 (0,0180)	Lag. TANG	1,1858*** (0,1506)	0,4676*** (0,1052)	0,5644*** (0,0993)
Lag. PROF	0,3733*** (0,0254)	0,3139*** (0,0212)	-0,0911*** (0,0335)	Lag. CASHHOLD	2,6277*** (0,2533)	1,8439*** (0,2224)	0,0483 (0,0671)
Lag. TOBQ	-0,0010 (0,0017)	-0,0028** (0,0013)	-0,0079*** (0,0020)	Số quan sát	3.400	3.927	4.153
Lag. DIVPAYOUT	0,0047***	0,0031***	-0,0055***	Doanh nghiệp	307	360	605

Hệ số	(1) HNX	(2) HOSE	(3) UPCOM	Hệ số	(1) HNX	(2) HOSE	(3) UPCOM
	Biến phụ thuộc: CASHHOLD				Biến phụ thuộc: ZSCORE		
	(0,0009)	(0,0009)	(0,0019)				
Lag. INFLA	-0,0171	0,0331	-0,4718*				
	(0,0308)	(0,0267)	(0,2470)				
Lag. EF	-0,0086	-0,0361	0,4086***				
	(0,0295)	(0,0245)	(0,0552)				

Ghi chú: Các kết quả trong Bảng 6 được ước lượng từ FGLS; Sai số chuẩn nằm trong ngoặc đơn; ***: $p < 0,01$; **: $p < 0,05$; *: $p < 0,1$.

Bảng 7.

Tác động bất định ESG đến quyết định nắm giữ tiền mặt và ổn định tài chính qua các nhóm ngành

Hệ số	(1) Ngành phòng thủ	(2) Ngành trung tính	(3) Ngành chu kỳ	Hệ số	(1) Ngành phòng thủ	(2) Ngành trung tính	(3) Ngành chu kỳ
	Biến phụ thuộc: CASHHOLD				Biến phụ thuộc: ZSCORE		
Hằng số	0,1768***	-0,0762	0,3270***	Hằng số	6,6766***	8,4121***	7,5986***
	(0,0395)	(0,0657)	(0,0257)		(0,4986)	(0,7705)	(0,2673)
Lag. ESGUI	0,0260***	0,0125	0,0091***	Lag. ESGUI	-0,3366***	-0,0788	-0,4057***
	(0,0050)	(0,0088)	(0,0031)		(0,0774)	(0,1459)	(0,0354)
Lag. SIZE	-0,0059***	0,0118***	-0,0120***	Lag. SIZE	-0,1191***	-0,1894***	-0,1687***
	(0,0011)	(0,0015)	(0,0006)		(0,0164)	(0,0242)	(0,0086)
Lag. LTD	-0,1128***	-0,1845***	-0,0718***	Lag. PROF	13,6284***	10,6480***	12,0372***
	(0,0117)	(0,0229)	(0,0094)		(0,4053)	(0,9190)	(0,1594)

Hệ số	(1) Ngành phòng thủ	(2) Ngành trung tính	(3) Ngành chu kỳ	Hệ số	(1) Ngành phòng thủ	(2) Ngành trung tính	(3) Ngành chu kỳ
Biến phụ thuộc: CASHHOLD				Biến phụ thuộc: ZSCORE			
Lag. TANG	-0,0239*** (0,0065)	-0,1128*** (0,0150)	-0,0550*** (0,0055)	Lag. LTD	-4,3913*** (0,2098)	-4,6810*** (0,4813)	-3,9852*** (0,1381)
Lag. CFO	0,0910*** (0,0172)	0,0263 (0,0266)	0,0839*** (0,0095)	Lag. TANG	-0,0729 (0,1156)	0,2949 (0,2909)	0,5090*** (0,0801)
Lag. PROF	0,0605** (0,0308)	0,2577*** (0,0721)	0,1990*** (0,0200)	Lag. CASHHOLD	0,5885*** (0,1558)	-1,6787*** (0,2464)	0,6870*** (0,0603)
Lag. TOBQ	0,0058*** (0,0019)	-0,0048 (0,0045)	-0,0026* (0,0013)	Số quan sát	2.668	872	7.940
Lag. DIVPAYOUT	0,0031* (0,0017)	0,0009 (0,0033)	0,0027*** (0,0008)	Doanh nghiệp	298	86	854
Lag. INFLA	0,0440 (0,0528)	0,0443 (0,0756)	-0,0994*** (0,0305)				
Lag. EF	0,0162 (0,0379)	-0,2432*** (0,0753)	0,1437*** (0,0255)				
Số quan sát	2.448	833	7.058				
Doanh nghiệp	293	83	837				

Ghi chú: Các kết quả trong Bảng 7 được ước lượng từ FGLS. Sai số chuẩn nằm trong ngoặc đơn. ***: $p < 0,01$; **: $p < 0,05$; *: $p < 0,1$.

5. Kết luận và hàm ý chính sách

Nghiên cứu này sử dụng dữ liệu bảng của các công ty trên HOSE, HNX, và UPCOM trong giai đoạn 2010–2024 để phân tích tác động của bất định ESG đến lượng tiền mặt nắm giữ và sự ổn định tài chính tại Việt Nam. Kết quả thực nghiệm chỉ ra rằng ESGUI là yếu tố rủi ro vĩ mô, làm suy giảm sự ÔĐTC và làm gia tăng đáng kể lượng tiền mặt nắm giữ của doanh nghiệp tại thị trường mới nổi. Trước sự mơ hồ về quy định, tiêu chuẩn công bố, và kỳ vọng của các bên liên quan, doanh nghiệp Việt Nam có xu hướng tích lũy thanh khoản nhằm phòng ngừa rủi ro tuân thủ, pháp lý và uy tín. Bất định ESG làm gia tăng chi phí tài chính, khuếch đại BCXTT và rủi ro chuyển đổi, từ đó làm suy yếu khả năng chống chịu và gia tăng rủi ro vỡ nợ cho doanh nghiệp. Ngoài ra, tác động của ESGUI mang tính không đồng nhất, khi các DNNY trên HOSE và HNX cũng như các ngành mang tính chu kỳ và phòng thủ phản ứng mạnh hơn so với UPCOM và các ngành trung lập. Những phát hiện từ nghiên cứu này giúp mở rộng lý thuyết động cơ phòng ngừa trong bối cảnh thực hành ESG tại các thị trường đang phát triển.

Kết quả nghiên cứu mang lại một số hàm ý quan trọng. Từ góc độ chính sách, cần xây dựng các khuôn khổ ESG rõ ràng, nhất quán, và có khả năng dự báo nhằm giảm thiểu sự mơ hồ và chi phí tuân thủ, bao gồm hệ thống phân loại tiêu chuẩn hóa, hướng dẫn công bố minh bạch, và lộ trình thực thi phù hợp. Các quy định ESG cần được thiết kế linh hoạt theo quy mô doanh nghiệp, mức độ phát triển thị trường, và đặc thù ngành; trong đó, các doanh nghiệp nhỏ cần được hỗ trợ thông qua các tiêu chuẩn báo cáo đơn giản hóa và hỗ trợ kỹ thuật. Từ góc độ quản trị, bất định ESG cần được xem là một rủi ro chiến lược có ảnh hưởng trực tiếp đến các quyết định tài chính của doanh nghiệp. Do đó, doanh nghiệp cần tích hợp quản trị rủi ro ESG vào chiến lược tài chính, nâng cao minh bạch thông tin và cân đối hợp lý giữa việc duy trì thanh khoản và hiệu quả tài chính dài hạn.

Mặc dù mang lại những đóng góp nhất định, nghiên cứu này vẫn tồn tại một số hạn chế. Thứ nhất, thước đo sự không chắc chắn về ESG ở cấp độ tổng hợp có thể chưa phản ánh đầy đủ nhận thức và mức độ phơi nhiễm rủi ro ở cấp doanh nghiệp. Thứ hai, nghiên cứu hiện tại chưa xem xét các hiệu ứng phi tuyến cũng như vai trò điều tiết của các yếu tố như quản trị doanh nghiệp hoặc chất lượng thể chế. Thứ ba, nghiên cứu này chưa xem xét tác động điều tiết của các nhân tố nội tại doanh nghiệp trong tác động của bất định ESG đến quyết định NGTM hay sự ÔĐTC của doanh nghiệp. Do đó, các nghiên cứu trong tương lai có thể sử dụng các chỉ số ở cấp vi mô, chẳng hạn như phân tích văn bản hoặc mức độ bất đồng giữa các tổ chức xếp hạng ESG, đồng thời mở rộng phân tích sang bối cảnh đa quốc gia để làm rõ hơn cơ chế tác động của sự không chắc chắn về ESG. Nhìn chung, việc giảm thiểu bất định ESG là yếu tố then chốt để nâng cao khả năng chống chịu của doanh nghiệp, củng cố sự ÔĐTC và phát triển bền vững tại thị trường đang phát triển.

Tài liệu tham khảo

- Acharya, V. V., Almeida, H., & Campello, M. (2007). Is cash negative debt? A hedging perspective on corporate financial policies. *The Journal of Finance*, 62(2), 731-771. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2007.01220.x>
- Acharya, V. V., Davydenko, S. A., & Strebulaev, I. A. (2012). Cash holdings and credit risk. *Review of Financial Studies*, 25(12), 3572-3609. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhs106>
- Aksoy-Hazır, Ç., & Tan, O. F. (2023). The impact of geopolitical risk on cash holdings policy: Evidence from an emerging market. *Managerial Finance*, 49(9), 1400-1419. <https://doi.org/10.1108/MF-01-2022-0024>
- Almeida, H., Campello, M., & Weisbach, M. S. (2004). The cash flow sensitivity of cash. *The Journal of Finance*, 59(4), 1777-1804. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00679.x>
- Altman, E. I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis, and the prediction of corporate bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23(4), 589-609. <https://doi.org/10.2307/2978933>
- Atif, M., Liu, B., & Nadarajah, S. (2022). The effect of corporate environmental, social, and governance disclosure on cash holdings: Life-cycle perspective. *Business Strategy and the Environment*, 31(5), 2193-2212. <https://doi.org/10.1002/bse.3016>
- Avramov, D., Cheng, S., Lioui, A., & Tarelli, A. (2022). Sustainable investing with ESG rating uncertainty. *Journal of Financial Economics*, 145(2), 642-664. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.09.009>
- Baker, S. R., Bloom, N., & Davis, S. J. (2016). Measuring economic policy uncertainty. *The Quarterly Journal of Economics*, 131(4), 1593-1636. <https://doi.org/10.1093/qje/qjw024>
- Bates, T. W., Kahle, K. M., & Stulz, R. M. (2009). Why do U.S. firms hold so much more cash than they used to?. *The Journal of Finance*, 64(5), 1985-2021. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2009.01492.x>
- Berg, F., Koelbel, J. F., & Rigobon, R. (2022a). Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings. *Review of Finance*, 26(6), 1315-1344. <https://doi.org/10.1093/rof/rfac033>
- Berg, F., Koelbel, J. F., Pavlova, A., & Rigobon, R. (2022b). ESG confusion and stock returns: Tackling the problem of noise (Working Paper No. 30562). *National Bureau of Economic Research*. <https://doi.org/10.3386/w30562>
- Bernanke, B. S., & Gertler, M. (1989). Agency costs, net worth, and business fluctuations. *The American Economic Review*, 79(1), 14-31. <http://www.jstor.org/stable/1804770>
- Bloom, N. (2009). The impact of uncertainty shocks. *Econometrica*, 77(3), 623-685. <https://doi.org/10.3982/ECTA6248>
- Bolton, P., & Kacperczyk, M. (2021). Do investors care about carbon risk?. *Journal of Financial Economics*, 142(2), 517-549. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.05.008>
- 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>
- Demir, E., & Ersan, O. (2017). Economic policy uncertainty and cash holdings: Evidence from BRIC countries. *Emerging Markets Review*, 33, 189-200. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2017.08.001>
- Demerjian, P. R., Lev, B., Lewis, M. F., & McVay, S. E. (2013). Managerial ability and earnings quality. *The Accounting Review*, 88(2), 463-498. <https://doi.org/10.2308/accr-50318>
- Denis, D. J., & Sibilkov, V. (2010). Financial constraints, investment, and the value of cash holdings. *Review of Financial Studies*, 23(1), 247-269. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhp031>

- Drechsler, I., Savov, A., & Schnabl, P. (2021). Banking on deposits: Maturity transformation without interest rate risk. *The Journal of Finance*, 76(3), 1091-1143. <https://doi.org/10.1111/jofi.13013>
- Duong, K. D., Tran, T. N. D., Dang, H. G., & Le, H. T. P. (2026). Financial distress and earning manipulations in Vietnam: The moderating role of financial constraints. *International Journal of Emerging Markets*, 21(3), 657-679. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-05-2024-0766>
- Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance. *Management Science*, 60(11), 2835-2857. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2014.1984>
- Fatemi, A., Glaum, M., & Kaiser, S. (2018). ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure. *Global Finance Journal*, 38, 45-64. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2017.03.001>
- Faulkender, M., & Wang, R. (2006). Corporate financial policy and the value of cash. *The Journal of Finance*, 61(4), 1957-1990. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00894.x>
- Feng, X., Lo, Y. L., & Chan, K. C. (2022). Impact of economic policy uncertainty on cash holdings: Firm-level evidence from an emerging market. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 29(2), 363-385. <https://doi.org/10.1080/16081625.2019.1694954>
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210-233. <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>
- Gilchrist, S., Sim, J. W., & Zakrajšek, E. (2014). Uncertainty, financial frictions, and investment dynamics, (NBER Working Paper No. 20038). *National Bureau of Economic Research*. <https://doi.org/10.3386/w20038>
- Ilhan, E., Sautner, Z., & Vilkov, G. (2021). Carbon tail risk. *Review of Financial Studies*, 34(3), 1540-1571. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhaa071>
- Jiang, Z., & Lie, E. (2016). Cash holding adjustments and managerial entrenchment. *Journal of Corporate Finance*, 36, 190-205. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.12.008>
- Khan, M., Serafeim, G., & Yoon, A. (2016). Corporate sustainability: First evidence on materiality. *The Accounting Review*, 91(6), 1697-1724. <https://doi.org/10.2308/accr-51383>
- Keynes, J. M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. Macmillan.
- Knight, F. H. (1921). *Risk, Uncertainty and Profit*. Boston, MA: Houghton Mifflin.
- Krüger, P. (2015). Corporate goodness and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics*, 115(2), 304-329. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.09.008>
- Le, H. T. P., Pham, T. N., Tran, T. N. D., Dang, H. G., & Duong, K. D. (2024). Financial constraints and bankruptcy risks of listed firms in Vietnam: Does firm size matter?. *Sage Open*, 14(4), 21582440241305156. <https://doi.org/10.1177/21582440241305156>
- Li, B., Xu, Y., & Han, M. (2025). ESG rating uncertainty and excess cash holdings: Evidence from China. *Accounting & Finance*, 65(4), 3518-3545. <https://doi.org/10.1111/acfi.70042>
- Li, S., & Liu, C. (2025). Corporate strategic greenwashing under ESG disclosure uncertainty. *Journal of Environmental Management*, 394, 127473. <https://doi.org/10.1016/j.jenvman.2025.127473>
- Liu, B., Johl, S., & Lasantha, R. (2023). ESG scores and cash holdings. *Finance Research Letters*, 55, 103854. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.103854>
- Loan, B. T. T., Anh, T. T. L., & Hoang, T. (2024). ESG disclosure and financial performance. *Banks and Bank Systems*, 19(1), 208-220. [http://dx.doi.org/10.21511/bbs.19\(1\).2024.18](http://dx.doi.org/10.21511/bbs.19(1).2024.18)
- Minsky, H. P. (1986). *Stabilizing an Unstable Economy*. Yale University Press.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)

- Nguyen, O. T. K., Buertey, S., Pham, T. H., Van Nguyen, D., & Tan, P. D. (2025). Environmental disclosure and firm performance in Vietnam. *Discover Sustainability*, 6(1), 1425. <https://doi.org/10.1007/s43621-025-02195-5>
- Ongan, Serdar, Gocer, Ismet, and Isik, Cem. (2025). Introducing the New ESG-Based Sustainability Uncertainty Index (ESGUI). *Sustainable Development*. <https://doi.org/10.1002/sd.3351>
- 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)
- Palazzo, B. (2012). Cash holdings, risk, and expected returns. *Journal of Financial Economics*, 104(1), 162-185. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.12.009>
- Pástor, L., & Veronesi, P. (2013). Political uncertainty and risk premia. *Journal of Financial Economics*, 110(3), 520-545. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.08.007>
- Pham, H. M., Vuong, N. L., Tran, D. V., Ngo, M. T. H., & Le, T. T. (2025). Does environmental, social, and governance disclosure affect financial performance? An empirical study of Southeast and East Asia commercial banks. *Asia-Pacific Journal of Regional Science*, 9(1), 1-26. <https://doi.org/10.1007/s41685-024-00361-7>
- Suu, N. D., Chung, C. Y., Choi, J. H., & Choi, P. M. S. (2026). Financial distress and firm performance: Evidence from Vietnam. *International Review of Economics & Finance*, 106, 105006. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2026.105006>
- Thai, T. H. A., & Hoang, M. T. (2024). Does ownership matter in corporate cash holdings? Evidence from an emerging market. *Journal of Economics and Development*, 26(2), 123-138. <https://doi.org/10.1108/JED-09-2023-0168>
- Tran, Q. T. (2020). Corporate cash holdings and financial crisis: New evidence from an emerging market. *Eurasian Business Review*, 10(2), 271-285. <https://doi.org/10.1007/s40821-019-00134-9>
- Trinh, H. H., Nguyen, P. C., Hao, W., Wongchoti, U. (2021). Does stock liquidity affect bankruptcy risk? DID analysis from Vietnam. *Pacific-Basin Finance Journal*, 69, 101634. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2021.101634>
- Vuong, T. H. G., Nguyen, H. M., & Wong, W. K. (2023). Economic policy uncertainty and cash holdings. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 19(1), 1-27. <https://doi.org/10.21315/aamjaf2023.19.1.1>
- Vuong, G. T. H., Van Nguyen, P., Barky, W., & Nguyen, M. H. (2024). Stock return volatility and financial distress: Moderating roles of ownership structure, managerial ability, and financial constraints. *International Review of Economics & Finance*, 91, 634-652. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2024.01.054>
- World Bank. (2022). *Vietnam country climate and development report*. World Bank. Retrieved from https://vepg.vn/wp-content/uploads/2022/07/CCDR-Full-report_01.07_FINAL-1.pdf
- Yang, C. W., Hsieh, Y. S., & Hung, C. Y. (2024). Economic uncertainty and corporate cash holdings. *The North American Journal of Economics and Finance*, 73, 102183. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2024.102183>