



Bất ổn chính sách kinh tế toàn cầu và nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam

NGUYỄN THU HIỀN*

Trường Đại học Bách Khoa Thành phố Hồ Chí Minh, Đại học Quốc gia Thành phố Hồ Chí Minh

THÔNG TIN	TÓM TẮT
<i>Ngày nhận: 07/02/2026</i> <i>Ngày nhận lại: 06/4/2026</i> <i>Duyệt đăng: 07/4/2026</i> Mã phân loại JEL: G30; G32; G38. Từ khóa: Bất ổn chính sách kinh tế; Nắm giữ tiền mặt; Đầu tư. Keywords: Economic policy uncertainty; Cash holding; Investment.	Nghiên cứu kiểm tra mối quan hệ giữa bất ổn chính sách kinh tế toàn cầu và nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp Việt Nam. Với mẫu dữ liệu 661 doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội trong giai đoạn 2005–2023, nghiên cứu cho thấy khi bất ổn chính sách kinh tế toàn cầu tăng lên thì nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp giảm xuống, ủng hộ giả thuyết doanh nghiệp giảm bớt nhu cầu dự phòng do dự báo sẽ có suy giảm đầu tư và giả thuyết sự nhạy cảm dòng tiền trong điều kiện khan hiếm vốn. Các kênh dẫn xuất tác động của bất ổn chính sách kinh tế toàn cầu lên tỷ lệ nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp Việt Nam được tìm thấy bao gồm: (1) giảm sút dòng tiền hoạt động, (2) cắt giảm đầu tư trong hiện tại và tương lai, và (3) giảm đòn bẩy tài chính và tăng chi trả cho cổ đông. Các tác động này rõ hơn ở các doanh nghiệp tăng trưởng cao và có hạn chế tài chính. Tinh thần đổi mới sáng tạo, tinh thần chấp nhận rủi ro bị tác động khi tiền mặt nắm giữ giảm sút được quan sát rõ tại các doanh nghiệp có mức độ chấp nhận rủi ro cao, đưa đến nhiều hàm ý quản lý cho doanh nghiệp và Chính phủ. Abstract This study examines the relationship between global economic policy uncertainty and corporate cash holdings in Vietnam. Using a sample of 661 companies listed on the Ho Chi Minh Stock Exchange and the Hanoi Stock Exchange during the period 2005–2023, the author finds evidence that increases in global economic policy uncertainty are associated with a decline in cash holdings among Vietnamese firms.

* Tác giả liên hệ.

Biên tập viên: Trần Lê Thùy Duyên.

Email: ntuhien@hcmut.edu.vn (Nguyễn Thu Hiền).

Trích dẫn bài viết: Nguyễn Thu Hiền. (2026). Bất ổn chính sách kinh tế toàn cầu và nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam. *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế và Kinh doanh Châu Á*, 37(2), 106-122. <https://doi.org/10.24311/jabes/2026.37.02.7>

These results support both the precautionary motive hypothesis, whereby firms reduce precautionary cash demand in anticipation of lower investment, and the cash flow sensitivity hypothesis under conditions of capital constraints. The author further identifies the main channels through which global economic policy uncertainty affects corporate cash holdings in Vietnam, including: (i) a reduction in operating cash flow; (ii) reductions in current and future investment, and (iii) a decrease in financial leverage and an increase in payouts. These effects are more pronounced among high-growth firms and financially constrained firms. Moreover, the adverse impact of reduced cash holdings on firms' innovation orientation and risk-taking behavior is particularly evident in firms with higher risk tolerance, leading to important managerial and policy implications for both corporate decision-makers and government authorities.

1. Giới thiệu

Các nền kinh tế trên thế giới đã thay đổi từ phát triển tự thân sang liên kết và hội nhập cao, tạo ra môi trường kinh doanh tự do toàn cầu. Cùng lúc đó, diễn biến này cho thấy những bất ổn nếu có từ chính sách kinh tế của các nền kinh tế lớn có thể có tác động lên tăng trưởng kinh tế toàn cầu, từ đó kích hoạt những ứng phó chính sách của các quốc gia khác, gây ra các thay đổi và bất ổn chính sách kinh tế tổng thể trên toàn cầu. Chính sách thắt chặt tiền tệ của Mỹ trong giai đoạn 2021–2023 diễn ra nhanh và mạnh nhất trong 40 năm qua đã dẫn đến suy giảm GDP toàn cầu 0,3–0,4 điểm phần trăm trong năm 2023 (theo World Economic Outlook, IMF¹) như một ví dụ. Chiến tranh thương mại giữa các cường quốc và chính sách bảo thủ trở dậy của Mỹ báo hiệu gia tăng bất ổn chính sách kinh tế toàn cầu sẽ tiếp tục diễn ra ở mức độ ngày càng cao hơn trong tương lai, có thể gây ra những tác động đáng kể lên môi trường kinh doanh và các chính sách tài chính của doanh nghiệp (DN).

Biến động chính sách kinh tế toàn cầu (BĐCSKTTC) trong nghiên cứu này đề cập đến những thay đổi chính sách kinh tế của các quốc gia trên thế giới vì các chiến lược nội tại hoặc để ứng phó với các biến động bên ngoài. Các BĐCSKTTC này có vai trò tác động lên nền kinh tế thực của quốc gia và tùy mức độ mà tác động lên quốc gia khác.

Chính sách nắm giữ tiền mặt (NGTM) của DN là chủ đề thu hút sự quan tâm của các nhà nghiên cứu vì tiền mặt (TM) là tài sản thanh khoản, đem lại sự linh động trong hầu hết các quyết định tài chính DN. Dữ liệu từ Quỹ Dự trữ Liên bang (Federal Reserve Board) cho thấy DN phi tài chính Mỹ đã gia tăng tỷ lệ NGTM từ mức 12% trước giai đoạn COVID-19 lên mức hơn 30% trong giai đoạn COVID-19 (Singer & Yang, 2025). Ngược lại, trong giai đoạn gần đây, rất nhiều DN Mỹ đã giảm tài sản thanh khoản (tiền và tương đương tiền) và chuyển vào các tài sản sinh lợi cao hơn, báo hiệu DN phản ứng với mức lãi suất cao hơn và điều kiện kinh tế vĩ mô thay đổi². Các nghiên cứu trước đây đã chỉ ra các nguyên nhân DN NGTM bao gồm: đảm bảo duy trì vận hành (Opler và cộng sự, 1999), an toàn (Almeida và cộng sự, 2004; Keynes, 1937), hay do vấn đề đại diện (Harford, 1999; Jensen, 1986). Ngoài ra, các nghiên cứu khác tìm ra nguyên nhân NGTM của DN là do điều kiện hạn chế vốn và

¹ <https://www.imf.org/-/media/files/publications/weo/2023/october/english/text.pdf>

² Reuters. Cash held by US companies halved since 2021 amid high interest rates.

chiến lược xếp hạng vốn (Myers & Majluf, 1984); dự phòng đầu tư (Opler và cộng sự, 1999; Kim và cộng sự, 1998), hoặc với mục tiêu nâng cao điểm tín dụng (Bates và cộng sự, 2009).

Tác động của BĐCSKTTC lên chính sách NGTM thu hút nỗ lực nghiên cứu mạnh mẽ do thông điệp mang lại từ chính sách NGTM của DN thường giúp nhận diện và đo lường tác động của chính sách vĩ mô lên hoạt động của DN. Tuy vậy, chủ đề mới mẻ này chưa được nghiên cứu cho DN Việt Nam, nơi mà phần lớn các DN có quy mô nhỏ, năng lực chống chịu hạn chế trước BĐCSKTTC. Thêm vào đó, bối cảnh kinh tế toàn cầu gần đây có nhiều thay đổi khi chính sách bảo thủ trở lại của chính quyền Trump nhiệm kỳ đầu và nhiệm kỳ thứ hai báo hiệu sẽ có các diễn biến lớn tiếp tục diễn ra trong thời gian sắp tới. Điều này đặt ra câu hỏi lớn là DN Việt Nam có chính sách TM như thế nào khi ứng phó trước tình hình này và những hàm ý quản trị cho DN là gì. Nghiên cứu này trả lời các câu hỏi trên cho tình huống Việt Nam, một quốc gia mới nổi có phần lớn DN quy mô nhỏ với năng lực chống chịu hạn chế. Tác giả sử dụng bộ dữ liệu giai đoạn 2005–2023 và nghiên cứu trên 661 DN niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội. Bước đầu, nghiên cứu thực hiện kiểm tra tác động của BĐCSKTTC lên tỷ lệ NGTM của DN. Tương tự El Ghouli và cộng sự (2023), Javadi và cộng sự (2021), và Phan và cộng sự (2019), tác giả sử dụng chỉ số BĐCSKTTC phát triển bởi Baker và cộng sự (2016) để đo mức độ biến động trong chính sách kinh tế toàn cầu và tìm được rằng, khi BĐCSKTTC tăng lên thì DN giảm NGTM. Tác động này đáng kể hơn đối với nhóm DN hạn chế tài chính và nhóm DN tăng trưởng cao.

Sử dụng bước phân tích chuyên sâu hơn, tác giả tìm ra được các kênh tác động lên việc giảm NGTM, đó là bất định chính sách kinh tế gia tăng làm giảm dòng tiền hoạt động của DN. Do DN e ngại rủi ro chính sách nên đã giảm đầu tư, đồng thời thực hiện trả bớt nợ vay và tăng trả cổ tức cho cổ đông. Các kết quả này cung cấp bằng chứng ủng hộ giả thuyết động cơ phòng ngừa, lý thuyết hạn chế tài chính, lý thuyết trật tự xếp hạng.

Trong bối cảnh Chính phủ kêu gọi tinh thần khởi nghiệp, chấp nhận rủi ro, đổi mới sáng tạo, nghiên cứu này lại tìm thấy bằng chứng không khả quan, đó là mức độ chấp nhận rủi ro bị tổn thương đáng kể khi bất định chính sách kinh tế tăng lên. DN có mức chấp nhận rủi ro cao lại là nhóm DN giảm nắm giữ TM đáng kể, động thái này có thể gây ra nhiều hệ lụy trong tương lai. Điều này hàm ý nếu biến động chính sách kinh tế tăng lên sẽ dẫn đến nhiều hệ lụy cho DN, đặc biệt tại Việt Nam, nơi DN đa số có quy mô nhỏ. Để kích thích DN đổi mới sáng tạo, chấp nhận rủi ro, DN tại Việt Nam cần được kịp thời hỗ trợ bởi các chính sách cần thiết để vượt qua các cú sốc từ biến động chính sách bên ngoài.

Nghiên cứu này cung cấp một quan sát có ý nghĩa cho Việt Nam về chủ đề tác động của biến động chính sách kinh tế lên chính sách NGTM của DN, cung cấp giải thích về các kênh dẫn xuất tác động này lên chính sách tài chính của DN, đóng góp cho dòng nghiên cứu về tác động của bất ổn chính sách lên NGTM tại các quốc gia mới nổi. Kết quả nghiên cứu ủng hộ lý thuyết sự nhạy cảm của ngân lưu cho rằng khi rủi ro chính sách tăng lên, DN có khuynh hướng giảm đầu tư do kỳ vọng phục hồi đầu tư trong ngắn hạn không cao và hoạt động trong bối cảnh hạn chế tài chính. DN cắt giảm NGTM trong bối cảnh dòng ngân lưu hoạt động giảm sút do điều kiện kinh doanh kém thuận lợi. DN đồng thời giảm đòn bẩy tài chính và tăng cường trả cổ tức cho cổ đông. Kết quả nghiên cứu cho thấy bất ổn chính sách là nguy cơ gây ra suy giảm đầu tư, giảm tinh thần chấp nhận rủi ro và đổi mới sáng tạo, có thể dẫn đến các hệ lụy lâu dài cho tăng trưởng kinh tế, đặc biệt đối với nền kinh tế đa số DN có quy mô nhỏ, sức chống chịu hạn chế như Việt Nam.

2. Tổng quan nghiên cứu và giả thuyết nghiên cứu

2.1. Động cơ nắm giữ tiền mặt

Với tính chất thanh khoản, TM là tài sản mà DN mong muốn nắm giữ nhằm mục đích giảm chi phí giao dịch và/hoặc giảm chi phí huy động vốn, và nhằm mục đích dự phòng cho hoạt động đầu tư trong tương lai. Keynes (1937) đã gọi mục tiêu thứ nhất là động cơ chi phí giao dịch và mục tiêu thứ hai là động cơ dự phòng. NGTM có thể giúp DN phản ứng tốt trước các cơ hội kinh doanh trên thị trường, gia tăng khả năng thương thảo mức giá hợp đồng tốt nhờ thế mạnh thanh khoản, hoặc phản ứng nhanh trước các cơ hội kinh doanh. NGTM cũng giúp DN an toàn hơn trong vận hành, thuận lợi hơn nếu điều kiện kinh doanh cạnh tranh khốc liệt, tránh được tình trạng kém thanh khoản, từ đó tiết kiệm được chi phí vốn phát sinh (Opler và cộng sự, 1999; Almeida và cộng sự, 2004; Keynes, 1937).

TM dồi dào cũng giúp DN linh động và phản ứng nhanh, nắm bắt các cơ hội đầu tư, có thể thay đổi được vị thế cạnh tranh trên thị trường (Opler và cộng sự, 1999; Kim và cộng sự, 1998). DN NGTM dồi dào sẽ tránh phát sinh chi phí huy động vốn mỗi khi có nhu cầu, trong nhiều trường hợp, nhu cầu vốn có tính khẩn cấp sẽ dẫn đến phát sinh chi phí vốn cao (Miller & Orr, 1968; Myers & Majluf, 1984). NGTM dồi dào cũng giúp DN tăng điểm tín dụng (Bates và cộng sự, 2009). Tuy vậy, TM cũng là tài sản có sinh lợi kém nên việc DN NGTM thặng dư cũng phát sinh chi phí cơ hội vốn. Do vậy, mục tiêu chính sách quản lý TM của DN là cân bằng lợi ích và chi phí NGTM ở mức hợp lý.

2.2. Tác động của bất định chính sách kinh tế toàn cầu lên nắm giữ tiền mặt

DN hoạt động trong môi trường kinh tế chịu ảnh hưởng của các chính sách của Chính phủ. Với các nền kinh tế mở, mức độ ảnh hưởng bởi chính sách kinh tế không chỉ nằm trong phạm vi chính sách kinh tế của quốc gia sở tại mà còn chịu ảnh hưởng của sự phức tạp trong các vấn đề địa chính trị, kinh tế toàn cầu xuất phát từ việc các quốc gia trên thế giới thay đổi chính sách kinh tế của mình để đạt được các mục tiêu khác nhau. Trong bối cảnh đó, biến động chính sách kinh tế sẽ tác động lên chính sách tài chính của DN theo nhiều cách khác nhau.

Lý thuyết động cơ dự phòng (Demir & Ersan, 2017; Almeida và cộng sự, 2004; Han & Qiu, 2007; Keynes, 1937) cho rằng DN gia tăng NGTM để dự phòng cho các khoản đầu tư trong tương lai. Lý thuyết chi phí giao dịch (Demir & Ersan, 2017; Myers & Majluf, 1984; Azar và cộng sự, 2016) cho rằng DN gia tăng NGTM để tránh phải huy động vốn bên ngoài làm phát sinh chi phí huy động vốn. Lý thuyết người đại diện (Feng và cộng sự, 2020; Harford, 1999; Jensen, 1986) cho rằng ban điều hành có khuynh hướng gia tăng NGTM để có được sự linh động trong chi tiêu. Đi kèm với hành vi này, ban điều hành cũng đối mặt rủi ro làm gia tăng xung đột lợi ích với cổ đông – đối tượng cơ bản không muốn nhìn thấy TM duy trì ở mức cao gây lãng phí, cũng như tình trạng chi tiêu rộng rãi của ban điều hành.

Khi BĐCSKTTC tăng lên, DN cắt giảm đầu tư sẽ làm cho TM tạm thời dư thừa và tăng lên. DN không có khuynh hướng giảm NGTM mà giữ lượng TM dư thừa nhằm mục đích dự phòng cho hoạt động đầu tư khi nó phục hồi (Phan và cộng sự, 2019; Duong và cộng sự, 2020) để tránh phát hành chứng khoán và huy động vốn gây phát sinh chi phí giao dịch. DN có vấn đề đại diện thì ban điều hành có thêm lý do để gia tăng NGTM. Vì vậy, tác động của BĐCSKTTC lên NGTM được giả thuyết như sau:

Giả thuyết H_{1a}: BĐCSKTTC tăng lên làm tăng NGTM.

Ngược lại, một số lý thuyết khác chứng minh BĐCSKTTC làm giảm tích trữ TM. Lý thuyết nhảy cảm dòng tiền (Bao và cộng sự, 2012) cho rằng do dòng tiền bị ảnh hưởng bởi biến động kinh tế và chính sách, số dư NGTM giảm xuống khi biến động môi trường tăng lên do sự suy yếu của dòng tiền. Arslan và cộng sự (2006) cho thấy DN có hạn chế tài chính có sự nhảy cảm của dòng tiền đầu tư cao hơn so với DN không có hạn chế tài chính, làm giảm dòng tiền đầu tư của DN. El Ghouli và cộng sự (2023) tìm ra bằng chứng khi bất ổn chính sách tăng lên, DN giảm NGTM vì chi phí đại diện có thể tăng cao hơn lợi ích có được từ NGTM.

Lý thuyết kỳ vọng cắt giảm đầu tư cho rằng khi bất ổn gia tăng, DN e ngại rủi ro trong tương lai nên sẽ cắt giảm và hoãn lại ý định đầu tư (Gulen & Ion, 2016). Khi không có dự báo đầu tư trong tương lai sẽ sớm phục hồi, DN cắt giảm NGTM để tránh phát sinh chi phí NGTM, đặc biệt trong điều kiện hạn chế vốn, chi phí vốn cao.

Vì vậy, tác động của BĐCSKTTC lên NGTM được giả thuyết như sau:

Giả thuyết H_{1b}: BĐCSKTTC tăng lên làm giảm NGTM.

Sự khác biệt của dòng lý thuyết này nằm ở chỗ cho rằng việc giảm TM là hệ quả của mức độ e ngại rủi ro tăng lên và DN giảm đầu tư; trong khi dòng lý thuyết dự báo gia tăng TM lại cho rằng TM gia tăng là hành động dự trữ chờ cho việc tăng đầu tư trong tương lai. Với các kỳ vọng trái chiều từ hai giả thuyết nêu trên, kết quả thực nghiệm từ nghiên cứu này sẽ cung cấp bằng chứng thú vị về việc liệu lý thuyết nào được ủng hộ tại Việt Nam.

3. Phương pháp nghiên cứu và mô tả dữ liệu

3.1. Phương pháp nghiên cứu

Dựa trên các mô hình tỷ lệ NGTM của các nghiên cứu trước (Phan và cộng sự, 2019, Bates và cộng sự, 2009), tác giả ước lượng mô hình hồi quy (1) với biến phụ thuộc Cash, là tỷ lệ TM trên tổng tài sản của công ty *i* trong năm *t*.

$$Cash_{it} = \alpha_0 + \beta_1 GEPU_{i,t-1} + \beta_2 MTB_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 CF_{i,t} + \beta_5 NWC_{i,t} + \beta_6 Leverage_{i,t} + \beta_7 Div_dummy_{i,t} + Industry\ FE + Firm\ FE + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Trong đó,

GEPU (viết tắt của Global Economic Policy Uncertainty), biến đại diện cho BĐCSKTTC, là biến kiểm chứng thể hiện sự không chắc chắn về chính sách kinh tế toàn cầu, được kế thừa từ chỉ số BBD do Baker và cộng sự (2016) xây dựng. Tác giả sử dụng lần lượt các kỹ thuật hồi quy OLS, tác động cố định và ngẫu nhiên³ để kiểm chứng mô hình. Kế thừa từ các nghiên cứu của Phan và cộng sự (2019), Bates và cộng sự (2009), tác giả sử dụng giá trị lùi một kỳ của BĐCSKTTC trong mô hình hồi quy. Việc sử dụng lùi một kỳ cho phép quan sát tác động của chính sách kinh tế lên chính sách của DN là yếu tố thông thường có độ trễ trong thực tiễn triển khai. Hệ số β_1 sẽ xác định giả thuyết nào trong hai giả thuyết trên được ủng hộ. Tác giả đưa vào mô hình các biến kiểm soát được các nghiên cứu trước đề nghị, bao gồm tăng trưởng MTB, quy mô Size, dòng tiền CF, vốn lưu động ròng NWC, đòn bẩy tài chính Leverage, chi trả cổ tức Div_dummy. Mô hình cũng bao gồm các hiệu ứng

³ Tác giả có thực hiện kiểm định Hausman để chọn lựa giữa mô hình tác động cố định hay tác động ngẫu nhiên. Kết quả kiểm định cho ra giá trị p-value của kiểm định là $p < 0,01$, chứng tỏ việc sử dụng mô hình cố định là hợp lý.

cổ định, bao gồm cổ định theo DN và theo ngành, để kiểm soát các đặc điểm của DN và ngành theo thời gian.

Bảng 1.

Định nghĩa các biến

Tên biến	Cách tính
Capex	Tỷ lệ chi tiêu đầu tư tài sản cố định (Capital Expenditures) trên giá trị sổ sách của tổng tài sản
Cash	Tỷ lệ TM trên giá trị sổ sách của tổng tài sản
CF	Tỷ lệ lợi nhuận sau lãi vay, cổ tức và thuế trước khấu hao trên giá trị sổ sách của tổng tài sản
Div_dummy	Biến giả, nhận giá trị bằng 1 nếu DN chi trả cổ tức TM phổ thông trong năm, bằng 0 nếu ngược lại
FCP	Chỉ số FCP = $-0,123 \times \text{Size} - 0,024 \times \text{Interest coverage} - 4,404 \times \text{ROA} - 1,716 \times \text{Cash holding}$ Trong đó, Size là Logarit tự nhiên của tổng tài sản; Interest coverage là lợi nhuận trước lãi vay và thuế chia chi phí lãi vay; và Cash holding là NGTM chia cho tổng tài sản đầu kỳ
GEPU	Logarit tự nhiên của giá trị trung bình hàng tháng của chỉ số BBD (do Baker và cộng sự (2016) xây dựng) trong một năm nhất định. Thu thập từ http://www.policyuncertainty.com
Leverage	Tỷ lệ tổng nợ theo giá trị sổ sách (bao gồm nợ ngắn hạn và nợ dài hạn) trên giá trị sổ sách của tổng tài sản
MTB	Tỷ lệ giữa giá trị thị trường và giá trị sổ sách của vốn cổ đông
NWC	Tỷ lệ vốn lưu động ròng không bao gồm TM trên giá trị sổ sách của tổng tài sản
ROA	Tỷ lệ lợi nhuận trên tổng tài sản
Size	Logarit tự nhiên của giá trị sổ sách của tổng tài sản
TobinQ	Tỷ lệ giữa giá trị thị trường của tổng tài sản và giá trị sổ sách của tổng tài sản
Size-age (SA) index	Chỉ số SA = $-0,737 \times \text{Assets} + 0,043 \times \text{Assets}^2 - 0,040 \times \text{Age}$ Trong đó, Assets là logarit của giá trị nhỏ hơn giữa giá trị sổ sách thực tế của tổng tài sản và 4,5 tỷ USD; Age là giá trị nhỏ hơn giữa số năm hoạt động của DN và 37 năm
Whited-Wu (WW) index	Chỉ số WW = $-0,091 \times \text{CF} - 0,062 \times \text{DIVPOS} + 0,021 \times \text{TLTD} - 0,044 \times \text{LNTA} + 0,102 \times \text{ISG} - 0,035 \times \text{SG}$ Trong đó, CF là tỷ lệ dòng tiền trên tổng tài sản; DIVPOS là biến giả trả cổ tức TM; TLTD là tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản; LNTA là logarit tự nhiên của tổng tài sản; ISG là tăng trưởng doanh thu ngành theo mã SIC 3 chữ số; SG là tăng trưởng doanh thu của DN.

3.2. Thống kê mô tả

Bảng 2 và Bảng 3 trình bày tóm tắt thống kê mô tả của mẫu nghiên cứu gồm 661 công ty trong giai đoạn 2005–2023 và theo ngành (sau khi loại các DN ngành tài chính). Dữ liệu kế toán và giá trị

thị trường được thu thập từ Refinitiv Eikon. Dữ liệu chỉ số BĐCSKTTC được thu thập từ <http://www.policyuncertainty.com>. Các giá trị thống kê cho thấy các biến trong nghiên cứu nằm trong phạm vi hợp lý. Cụ thể, giá trị trung bình của tỷ lệ TM trên tổng tài sản là 8,2% với độ lệch chuẩn là 9,0%; biến Chi đầu tư trên tổng tài sản có giá trị trung bình 5,1% và độ lệch chuẩn 6,8%; biến ROA có giá trị trung bình 6% với độ lệch chuẩn 8,2%. Biến BĐCSKTTC sau khi lấy logarit tự nhiên thì có giá trị trung bình là 5,144 và độ lệch chuẩn là 0,362.

Bảng 2

Thống kê mô tả

Biến	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	p25	Trung vị	p75
Cash	7.644	0,082	0,090	0,021	0,051	0,110
GEPU	7.644	5,144	0,362	4,849	5,172	5,450
ROA	7.642	0,060	0,082	0,018	0,047	0,090
Div dummy	7.644	0,729	0,445	0,000	1,000	1,000
Size	7.644	27,301	1,577	26,204	27,215	28,302
MTB	7.644	1,357	1,171	0,649	1,016	1,637
CF	7.644	0,116	0,206	0,001	0,080	0,210
NWC	7.644	0,220	0,221	0,064	0,195	0,362
Capex	7.305	0,051	0,068	0,006	0,025	0,067
Leverage	7.644	0,228	0,188	0,052	0,203	0,370

Ghi chú: Ký hiệu các biến được mô tả trong Bảng 1.

Bảng 3.

Thống kê mô tả theo ngành

Ngành	Số quan sát
Hàng tiêu dùng không bền	1.230
Hàng tiêu dùng bền	229
Sản xuất	1.446
Năng lượng	175
Hoá chất	291
Thiết bị kinh doanh	150
Viễn thông	16
Tiện ích cộng đồng	500
Thương mại	1.034
Chăm sóc sức khoẻ	216
Ngành khác	2.357

Ghi chú: Tác giả sử dụng cách phân ngành của Fama-French4 để phân mẫu ra thành 12 nhóm ngành;

Ký hiệu các biến được mô tả trong Bảng 1.

⁴ Nguồn: http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/Data_Library/det_12_ind_port.html

4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

4.1. Tác động của biến động chính sách kinh tế toàn cầu lên nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp

Bảng 4 trình bày kết quả của Mô hình hồi quy (1) về tác động của BĐCSKTTC lên tỷ lệ NGTM. Các hệ số ước lượng của BĐCSKTTC là âm, dao động từ -0,022 đến -0,014, và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%, với các phương pháp ước lượng khác nhau, khi không có và có sử dụng các hiệu ứng cố định⁵. Tính toán tác động kinh tế của BĐCSKTTC đối với việc NGTM của DN cho thấy, khi giữ các biến khác ở mức trung bình của mẫu, sự gia tăng một độ lệch chuẩn trong BĐCSKTTC có liên quan đến giảm độ lệch chuẩn của việc NGTM của DN từ -0,50% $(-0,022 \times 0,090/0,362)$ đến -0,35% $(-0,014 \times 0,090/0,362)$. Về các biến kiểm soát, tỷ lệ giá trị thị trường trên giá trị sổ sách đại diện cho tăng trưởng, quy mô, dòng tiền, vốn lưu động ròng, chi trả cổ tức có hệ số dương; trong khi biến đòn bẩy tài chính có hệ số âm. Các chiều tác động của hầu hết các biến kiểm soát là tương tự như nghiên cứu của Javadi (2021), ngoại trừ biến quy mô và dòng tiền.

Bảng 4.

Kết quả hồi quy

Biến	TM	TM	TM
GEPU_lag	-0,022*** (-7,850)	-0,018*** (-6,500)	-0,014*** (-4,660)
Size	0,001 (1,190)	0,001 (0,890)	-0,003 (-1,300)
MTB	0,006*** (7,020)	0,006*** (5,900)	0,005*** (4,580)
Cashflow_TA	0,028*** (5,560)	0,025*** (5,150)	0,024*** (5,130)
NWC_TA	0,099*** (18,450)	0,101*** (17,010)	0,110*** (15,980)
Leverage	-0,084*** (-12,700)	-0,075*** (-9,860)	-0,063*** (-6,890)
Div_dummy	0,025*** (11,000)	0,018*** (7,800)	0,004 (1,540)
Hằng số	0,138*** (6,700)	0,123*** (5,070)	0,203*** (4,160)

⁵ Kiểm định độ bền của kết quả, tác giả thực hiện hồi quy với biến tỷ lệ TM trên tài sản ròng và thu được kết quả tương tự với tác động của BĐCSKTTC lên tỷ lệ NGTM là âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 5% và 1%.

Biến	TM	TM	TM
Số quan sát	6.835	6.566	6.824
R ² hiệu chỉnh	0,181	0,326	0,435
Hiệu ứng cố định ngành	Không	Có	Không
Hiệu ứng cố định DN	Không	Không	Có

Ghi chú: Sai số thể hiện trong dấu ngoặc đơn (); ký hiệu các biến được mô tả trong Bảng 1;

*, **, và *** lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.

Kết quả này cho thấy khi BĐCSKTTC tăng lên thì DN giảm NGTM, điều này chỉ ra rằng lý thuyết về nhạy cảm dòng tiền và dự báo sụt giảm đầu tư được ủng hộ. Kết quả tìm được là tương đồng với các nghiên cứu của Javadi và cộng sự (2021) trên 19 quốc gia, nghiên cứu của El Ghouli và cộng sự (2023) trên 19 quốc gia, Das và cộng sự (2024) cho các DN tại Mỹ giai đoạn 2011–2021, Xu và cộng sự (2016) cho DN tại Trung Quốc. Tuy vậy, kết quả này khác với kết quả của Phan và cộng sự (2019) và Duong và cộng sự (2020) nghiên cứu tại thị trường Mỹ cho giai đoạn 1985–2015.

4.2. Bất định chính sách kinh tế toàn cầu, hạn chế tài chính và nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp

Các công ty có giới hạn tài chính thường nhạy cảm với sự biến động của dòng tiền, khi bất ổn chính sách kinh tế diễn ra sẽ tác động lên môi trường kinh doanh của DN, trong nhiều trường hợp, làm ảnh hưởng tiêu cực lên thu nhập và dòng ngân lưu, do vậy, có thể tác động trực tiếp lên số dư TM nắm giữ. Vì vậy, việc giữ TM thấp hơn sẽ được kỳ vọng trong thời kỳ bất ổn chính sách kinh tế. Trong bối cảnh này, tác giả kỳ vọng rằng các công ty hoạt động trong điều kiện có hạn chế tài chính sẽ có mức giảm TM nắm giữ nhiều hơn so với những công ty không có hạn chế tài chính. Tác giả thực hiện hồi quy số dư NGTM trên BĐCSKTTC cho hai nhóm DN, có và không có hạn chế tài chính. Sử dụng biến quy mô công ty, chỉ số FCP (Schauer và cộng sự, 2019), chỉ số Whited-Wu (Whited & Wu, 2006), và chỉ số Size-Age (Hadlock & Pierce, 2010) để phân loại. Cụ thể, DN có quy mô nhỏ (lớn) được kỳ vọng có (không có) hạn chế tài chính. DN có chỉ số FCP, Whited-Wu và Size-Age thấp (cao) được kỳ vọng có (không có) hạn chế tài chính. Tác giả thực hiện hồi quy cho hai nhóm DN, có hạn chế tài chính (Financial Constraint, viết tắt là FC) và không có hạn chế tài chính (Non FC), dựa trên 4 biến phân loại này (Bảng 5). Kết quả cho thấy TM giảm ở cả hai nhóm DN, tuy nhiên, các công ty có hạn chế tài chính trải qua sự sụt giảm TM nắm giữ với mức độ lớn hơn so với các công ty không có hạn chế tài chính. Quan sát này cho thấy hạn chế tài chính là biến điều tiết mối quan hệ giữa bất ổn chính sách kinh tế và số dư TM nắm giữ. Kết quả này củng cố bằng chứng về tác động của biến động chính sách kinh tế lên số dư TM nắm giữ của DN, phản ánh lý thuyết sự nhạy cảm dòng tiền.

Bảng 5.

BĐCSKTTC, hạn chế tài chính và NGTM

Biến	Ràng buộc Size		Ràng buộc FCP		Ràng buộc WW		Ràng buộc SA_Index	
	FC	Non FC	FC	Non FC	FC	Non FC	FC	Non FC
GEPU_lag	-0,019*** (-4,570)	-0,016*** (-4,840)	-0,016*** (-3,410)	-0,009*** (-4,530)	-0,012*** (-2,670)	-0,010** (-2,360)	-0,014* (-1,800)	-0,007 (-0,590)
Biến kiểm soát	Có	Có	Có	Có	Có	Có	Có	Có
Số quan sát	3.224	3.326	3.005	3.014	3.163	3.193	1.271	1.143
R ² hiệu chỉnh	0,334	0,363	0,222	0,270	0,422	0,467	0,419	0,394
Hiệu ứng cố định ngành	Có	Có	Có	Có	Có	Có	Có	Có

Ghi chú: Sai số thể hiện trong dấu ngoặc đơn ();

*, **, và *** lần lượt tương ứng mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.

Tác giả kiểm chứng sự tồn tại của vấn đề đại diện trong chính sách TM của DN bằng cách kiểm chứng Mô hình (1) cho hai nhóm DN có quản trị công ty tốt hơn và kém hơn. Tác giả dùng biến tỷ lệ sở hữu của cổ đông tổ chức để phân DN ra thành 2 nhóm, quản trị tốt (kém) hơn là nhóm DN có tỷ lệ sở hữu của cổ đông tổ chức cao (thấp) hơn. Kết quả hồi quy trình bày ở Bảng 6 cho thấy TM nắm giữ giảm xuống được ghi nhận tại cả hai nhóm DN, trong đó, DN có quản trị tốt hơn có mức độ giảm lớn hơn với hệ số -0,032 với mức ý nghĩa 1% so với -0,019 với mức ý nghĩa 5%. DN có quản trị tốt sẽ giảm bớt TM nhiều hơn. Bằng chứng này cho thấy quyết định giảm TM được nhìn thấy rõ hơn ở DN có quản trị tốt, là một chọn lựa nhằm bảo vệ giá trị công ty trước biến động chính sách kinh tế, ủng hộ kết quả nghiên cứu của El Ghouli và cộng sự (2023).

4.3. Bất định chính sách kinh tế toàn cầu, tiềm năng tăng trưởng và nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp

Bất định chính sách kinh tế làm gia tăng rủi ro cho môi trường kinh doanh, và vì vậy, làm nản ý chí đầu tư của DN. Trong bối cảnh biến động chính sách kinh tế tăng cao, DN cắt giảm đầu tư, có thể dẫn đến hai tác động lên TM nắm giữ. TM nắm giữ tăng lên khi DN có ý định dự phòng cho đầu tư trong tương lai. Tuy nhiên, TM nắm giữ có thể giảm xuống khi DN không có ý định dự phòng với dự báo rằng khả năng thực hiện đầu tư trong tương lai là không cao. Nghiên cứu của Su và cộng sự (2020) gọi hiện tượng này là “nghịch đảo dự phòng”.

Tác giả phân DN ra thành hai nhóm dựa vào biến MTB. Nhóm có giá trị MTB cao (thấp) đại diện cho nhóm DN tăng trưởng cao (thấp). Tác giả thực hiện hồi quy với nhóm DN có MTB cao và thấp nhất. Kết quả trình bày ở Bảng 7 cho thấy tác động của biến động chính sách kinh tế lên cả hai nhóm DN là âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%, và tác động này đối với nhóm DN có tăng trưởng cao là rõ rệt hơn so với nhóm DN có tăng trưởng thấp. Cụ thể, khi kiểm soát hiệu ứng cố định ngày, nhóm DN tăng trưởng cao có hệ số giảm TM -0,018 so với -0,011 ở nhóm DN tăng trưởng thấp.

Bảng 6.

Biến động chính sách kinh tế toàn cầu, quản trị công ty và nắm giữ tiền mặt

Biến	Quản trị tốt hơn	Quản trị kém hơn
GEPU_lag	-0,032*** (-3,540)	-0,019** (-2,260)
Biến kiểm soát	Có	Có
Các biến quan sát	929	908
R ² hiệu chỉnh	0,416	0,433
Hiệu ứng cố định ngành	Có	Có

Ghi chú: Sai số thể hiện trong dấu ngoặc đơn ();

*, **, và *** lần lượt tương ứng mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.

Bảng 7.

Biến động chính sách kinh tế toàn cầu, tăng trưởng và nắm giữ tiền mặt

Biến	Tăng trưởng cao	Tăng trưởng thấp
GEPU_lag	-0,018*** (-3,240)	-0,011*** (-3,000)
Biến kiểm soát	Có	Có
Các biến quan sát	3,259	3,441
R ² hiệu chỉnh	0,419	0,477
Hiệu ứng cố định ngành	Có	Có

Ghi chú: Sai số thể hiện trong dấu ngoặc đơn ();

*, **, và *** lần lượt tương ứng mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.

4.4. Biến động chính sách kinh tế toàn cầu và nắm giữ tiền mặt – tiền mặt đi về đâu?

Lý thuyết về tính nhạy cảm của dòng tiền cho rằng TM nắm giữ giảm là do môi trường kinh doanh bất ổn có tác động tiêu cực lên dòng tiền của DN. Tác giả thực hiện tìm hiểu sâu hơn về các kênh tác động của BĐCSKTTC lên dòng tiền của DN bằng cách thực hiện hồi quy BĐCSKTTC lên từng thành phần dòng tiền của DN. Tác giả thực hiện hồi quy phương trình (1) với biến phụ thuộc lần lượt là dòng tiền vận hành, dòng tiền đầu tư, và dòng tiền tài chính. Kết quả Bảng 8 cho thấy BĐCSKTTC tác động âm lên dòng tiền hoạt động, dòng tiền đầu tư, và dòng tiền tài chính lần lượt là -0,018 và -0,035 và -0,027 với mức ý nghĩa 1%. Việc giảm dòng tiền hoạt động cho thấy tác động tiêu cực của biến động chính sách kinh tế lên kết quả kinh doanh của DN. Tác động âm của biến động chính sách kinh tế lên dòng tiền đầu tư và dòng tiền tài chính cho thấy DN gia tăng chính sách bảo thủ thông qua giảm đầu tư, giảm huy động vốn trong điều kiện có biến động chính sách kinh tế gia tăng.

Kế đến, tác giả thực hiện bước phân tích tác động của BĐCSKTTC lên chi đầu tư, đòn bẩy tài chính và chi trả cổ tức cho cổ đông. Tác giả sử dụng các biến kiểm soát trong các nghiên cứu trước cho đòn bẩy tài chính và tỷ lệ chi trả cổ tức (Hall (2012) trong mô hình hồi quy đòn bẩy tài chính;

Duong và cộng sự (2020) trong mô hình hồi quy tỷ lệ chi trả cổ tức) và trình bày kết quả ở Bảng 9. Cột (1) và (2) cho thấy khi BĐCSKTTC tăng lên thì DN có khuynh hướng giảm đầu tư trong năm sau (với hệ số hồi quy -0,025 và -0,021 ở mức ý nghĩa 1%), và giảm đầu tư mạnh mẽ hơn trong 2 năm sau với hệ số hồi quy ở cột (3) và (4) lần lượt là -0,025 và -0,018, ý nghĩa ở mức 1%.

Tìm hiểu liệu việc giảm NGTM có phải là do dự báo giảm đầu tư trong tương lai hay không, tác giả thực hiện bước hồi quy ở cột (5) và (6) và nhận thấy TM nắm giữ có cùng chiều tác động lên đầu tư năm sau của DN, với hệ số 0,066 và 0,057 có ý nghĩa ở mức 1%. Bằng chứng này ủng hộ giả thuyết khi biến động chính sách kinh tế tăng lên, DN giảm NGTM do không có nhu cầu dự phòng đầu tư vì dự báo đầu tư tương lai sẽ giảm.

Nghiên cứu tác động của BĐCSKTTC lên đòn bẩy tài chính là âm (hệ số -0,075 và -0,069 ở mức ý nghĩa 1% ở cột (7) và (8)). Cuối cùng, BĐCSKTTC có tác động dương lên chi trả cổ tức cho cổ đông (hệ số 0,010 và 0,008 với mức ý nghĩa 1% ở cột (9) và (10)). Phân tích cho thấy, thông qua kênh tác động lên dòng tiền hoạt động của DN, BĐCSKTTC đã tác động lên các chính sách tài chính của DN như giảm đầu tư, giảm huy động vốn và gia tăng trả cổ tức cho cổ đông.

Bảng 8.

BĐCSKTTC và các dòng ngân lưu

Biến	Dòng tiền kinh doanh	Dòng tiền đầu tư	Dòng tiền tài chính
GEPU_lag	-0,018*** (-3,710)	-0,035*** (-9,390)	-0,027*** (-5,410)
Biến kiểm soát	Có	Có	Có
Số biến quan sát	6.835	6.835	6.835
R ² hiệu chỉnh	0,093	0,043	0,087
Hiệu ứng cố định ngành	Không	Không	Không

Ghi chú: Sai số thể hiện trong dấu ngoặc đơn ();

*, **, và *** lần lượt tương ứng mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.

4.5. Biến động chính sách kinh tế toàn cầu và nắm giữ tiền mặt – mức độ chấp nhận rủi ro của doanh nghiệp

Tác giả nghiên cứu mức độ chấp nhận rủi ro của DN có mối quan hệ như thế nào đối với chính sách NGTM của DN bằng cách sử dụng biến dao động suất sinh lợi ROA trong 3 năm liền trước để phân DN thành hai nhóm: chấp nhận rủi ro và e ngại rủi ro. DN có dao động ROA cao (thấp) là DN chấp nhận (e ngại) rủi ro. Kết quả ở Bảng 10 cho thấy tác động giảm NGTM khi BĐCSKTTC tăng lên được nhìn thấy ở cả hai nhóm DN với hệ số hồi quy âm và có ý nghĩa thống kê. Tuy vậy, các DN chấp nhận rủi ro có mức độ giảm TM lớn hơn với hệ số lần lượt là -0,032 và -0,026 so với -0,013 và -0,012 ở nhóm DN e ngại rủi ro. Điều này cho thấy, các DN có truyền thống chấp nhận rủi ro, thường xuyên thực hiện các dự án nghiên cứu đổi mới sáng tạo có thể là DN bị ảnh hưởng nhiều nhất, giảm ý định dự phòng TM cho mục đích đầu tư, quyết định giảm đầu tư trong tương lai. Do vậy, đây là bằng chứng hàm ý rằng khi bất

định chính sách kinh tế gia tăng, tác động làm giảm đầu tư sẽ đáng kể ở DN có truyền thống đổi mới sáng tạo.

5. Kết luận

Nghiên cứu này tìm ra bằng chứng cho thấy BĐCSKTTC làm giảm NGTM của DN tại thị trường chứng khoán Việt Nam, thông qua làm suy yếu dòng tiền hoạt động của DN, giảm dòng tiền đầu tư, giảm dòng tiền tài chính. DN có khuynh hướng giảm đầu tư trong tương lai, giảm nhu cầu tích lũy TM dự phòng cho đầu tư tương lai, giảm đòn bẩy tài chính, gia tăng chi trả cho cổ đông. Ảnh hưởng giảm TM được quan sát rõ hơn ở DN có tăng trưởng cao, và có hạn chế tài chính. Nghiên cứu tìm thấy tác động rõ nét ở DN có truyền thống chấp nhận rủi ro, là bằng chứng cho thấy tinh thần đổi mới sáng tạo, chấp nhận rủi ro của DN bị ảnh hưởng đáng kể khi có BĐCSKTTC gia tăng.

Bảng 9.

Bất định chính sách kinh tế toàn cầu và chính sách đầu tư, chính sách đòn bẩy tài chính

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
Biến	Capex	Capex	Capex	Capex	Capex	Capex	Leverage	Leverage	Payout	Payout
GEPU_lag	-0,025***	-0,021***	-0,025***	-0,018***	-0,024***	-0,017***	-0,075***	-	0,010***	0,008***
								0,069***		
	(-11,890)	(-9,960)	(-10,420)	(-7,470)	(-10,050)	(-7,110)	(-13,470)	(-14,130)	(6,850)	(5,410)
Biến kiểm soát	Có	Có	Có	Có	Có	Có	Có	Có	Có	Có
Các biến quan sát	6.494	6.262	5.620	5.458	5.620	5.458	6.834	6.565	6.819	6.551
R ² hiệu chỉnh	0,407	0,307	0,311	0,251	0,315	0,255	0,234	0,497	0,296	0,355
Hiệu ứng cố định công ty	Có		Có		Có		Không		Không	
Hiệu ứng cố định ngành		Có		Có		Có		Có		Có

Ghi chú: Sai số thể hiện trong dấu ngoặc đơn ();

*, **, và *** lần lượt tương ứng mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.

Bảng 10.

Chính sách chấp nhận rủi ro, đổi mới sáng tạo

	(1)	(2)	(3)	(4)
Biến	DN chấp nhận rủi ro	DN chấp nhận rủi ro	DN né tránh rủi ro	DN né tránh rủi ro
GEPU_lag	-0,032*** (-7,710)	-0,026*** (-5,990)	-0,013*** (-3,420)	-0,012*** (-3,200)
Biến kiểm soát	Có	Có	Có	Có
Các biến quan sát	3,402	3,269	3,432	3,277
R ² hiệu chỉnh	0,191	0,320	0,172	0,359
Hiệu ứng cố định công ty	Không		Không	
Hiệu ứng cố định ngành		Có		Có

Ghi chú: Sai số thể hiện trong dấu ngoặc đơn ();

*, **, và *** lần lượt tương ứng mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.

Kết quả nghiên cứu này chỉ ra các hàm ý quan trọng trong bối cảnh bất ổn chính sách kinh tế gia tăng, dòng tiền hoạt động của DN có khả năng sụt giảm, DN có tăng trưởng cao và có hạn chế tài chính bị ảnh hưởng nhiều hơn, làm DN giảm NGTM, giảm đầu tư trong tương lai. Tác động này có thể là nguồn cơn gây ra giảm phát khi lan rộng ra hầu hết DN. Ảnh hưởng cắt giảm TM do dự báo giảm đầu tư là đáng kể hơn đối với DN có truyền thống đầu tư đổi mới sáng tạo là điều đáng lo ngại, cho thấy Chính phủ cần kịp thời có chính sách cải thiện nguồn cung tài chính để hỗ trợ DN trong bối cảnh gia tăng BĐCSKTTC.

Hạn chế của nghiên cứu này là chưa tìm hiểu tác động của BĐCSKTTC lên nhóm DN ở các ngành có tính chu kỳ kinh tế, cũng như chưa đánh giá được tác động lan truyền của cắt giảm đầu tư, cắt giảm NGTM trong cộng đồng DN, từ đó mở ra các cơ hội nghiên cứu sâu hơn trong tương lai. Ngoài ra, nghiên cứu này chưa kiểm soát khả năng cả BĐCSKTTC lẫn tỷ lệ NGTM của DN cùng chịu tác động của một yếu tố bên ngoài, mở ra cơ hội cho các nghiên cứu sâu hơn.

Tài liệu tham khảo

- 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>
- Arslan, Ö., Florackis, C., & Ozkan, A. (2006). The role of cash holdings in reducing investment–cash flow sensitivity: Evidence from a financial crisis period in an emerging market. *Emerging Markets Review*, 7(4), 320-338. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2006.09.003>
- Azar, J. A., Kagy, J. F., & Schmalz, M. C. (2016). Can changes in the cost of carry explain the dynamics of corporate “cash” holdings. *The Review of Financial Studies*, 29(8), 2194-2240. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhw021>
- 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>

- Bao, D., Chan, K. C., & Zhang, W. (2012). Asymmetric cash flow sensitivity of cash holdings. *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 690-700. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2012.05.003>
- 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>
- Das, B. C., Hasan, F., & Sutradhar, S. R. (2024). The impact of economic policy uncertainty and inflation risk on corporate cash holdings. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 62(3), 865-887. <https://doi.org/10.1007/s11156-023-01224-6>
- 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>
- Duong, H. N., Nguyen, J. H., Nguyen, M., & Rhee, S. G. (2020). Navigating through economic policy uncertainty: The role of corporate cash holdings. *Journal of Corporate Finance*, 62, 101607. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101607>
- El Ghouli, S., Guedhami, O., Mansi, S., & Wang, H. H. (2023). Economic policy uncertainty, institutional environments, and corporate cash holdings. *Research in International Business and Finance*, 65, 101887. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2023.101887>
- 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>
- Gulen, H., & Ion, M. (2016). Policy uncertainty and corporate investment. *The Review of Financial Studies*, 29(3), 523-564. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhv050>
- Hadlock, C. J., & Pierce, J. R. (2010). New evidence on measuring financial constraints: Moving beyond the KZ index. *The Review of Financial Studies*, 23(5), 1909-1940. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhq009>
- Hall, T. W. (2012). The collateral channel: Evidence on leverage and asset tangibility. *Journal of Corporate Finance*, 18(3), 570-583. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.12.003>
- Han, S., & Qiu, J. (2007). Corporate precautionary cash holdings. *Journal of Corporate Finance*, 13(1), 43-57. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2006.05.002>
- Harford, J. (1999). Corporate cash reserves and acquisitions. *The Journal of Finance*, 54(6), 1969-1997. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00179>
- Javadi, S., Mollagholamali, M., Nejadmalayeri, A., & Al-Thaqeb, S. (2021). Corporate cash holdings, agency problems, and economic policy uncertainty. *International Review of Financial Analysis*, 77, 101859. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2021.101859>
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329. <https://www.jstor.org/stable/1818789>
- Keynes, J. M. (1937). The general theory of employment. *The Quarterly Journal of Economics*, 51(2), 209-223. <https://doi.org/10.2307/1882087>
- Kim, C. S., Mauer, D. C., & Sherman, A. E. (1998). The determinants of corporate liquidity: Theory and evidence. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 33(3), 335-359. <https://doi.org/10.2307/2331099>
- Miller, M. H., & Orr, D. (1968). The demand for money by firms: Extensions of analytic results. *The Journal of Finance*, 23(5), 735-759. <https://doi.org/10.2307/2325904>

- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *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)
- 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)
- Phan, H. V., Nguyen, N. H., Nguyen, H. T., & Hegde, S. (2019). Policy uncertainty and firm cash holdings. *Journal of Business Research*, 95, 71-82. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2018.10.001>
- Singer, E., & Yang, J. (2025). Corporate Cash Accumulation During the COVID-19 Pandemic. *FEDS Notes*. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System. <https://doi.org/10.17016/2380-7172.3736>
- Su, X., Zhou, S., Xue, R., & Tian, J. (2020). Does economic policy uncertainty raise corporate precautionary cash holdings? Evidence from China. *Accounting & Finance*, 60(5), 4567-4592. <https://doi.org/10.1111/acfi.12674>
- Whited, T. M., & Wu, G. (2006). Financial constraints risk. *The Review of Financial Studies*, 19(2), 531-559. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhj012>
- Xu, N., Chen, Q., Xu, Y., & Chan, K. C. (2016). Political uncertainty and cash holdings: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 40, 276-295. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.08.007>