



Bất định chính sách kinh tế của Trung Quốc và nắm giữ tiền của các công ty thuộc khu vực Đông Nam Á

MAI THỊ THANH TRÀ^a, TRẦN THỊ HẢI LÝ^{b,*}

^a Trường Đại học Tài chính – Marketing

^b Trường Đại học Kinh tế TP. Hồ Chí Minh

THÔNG TIN	TÓM TẮT
Ngày nhận: 24/02/2021 Ngày nhận lại: 09/05/2021 Duyệt đăng: 09/05/2021 Mã phân loại JEL: B26; G18; G28 Từ khóa: Bất định trong chính sách kinh tế; Đông Nam Á; Nắm giữ tiền; Trung Quốc. Keywords: Economic policy uncertainty; Southeast Asia;	Bài viết này xem xét ảnh hưởng của sự bất định trong chính sách kinh tế của Trung Quốc đến nắm giữ tiền tại các công ty thuộc 6 quốc gia ở khu vực Đông Nam Á. Ý tưởng nghiên cứu này bắt nguồn từ mối quan hệ ngày càng mật thiết giữa nền kinh tế Trung Quốc và các quốc gia láng giềng, trong đó nổi lên vai trò chi phối của Trung Quốc đối với các quốc gia còn lại. Sử dụng dữ liệu cấp độ công ty ở 6 quốc gia (Indonesia, Malaysia, Philippines, Singapore, Thái Lan và Việt Nam) trong giai đoạn 2010–2018, kết quả nghiên cứu cho thấy gia tăng bất định trong chính sách kinh tế của Trung Quốc khiến các công ty thuộc khu vực Đông Nam Á nắm giữ ít tiền mặt hơn. Bên cạnh đó, nghiên cứu này cũng ghi nhận bằng chứng thể hiện sự bất định chính sách kinh tế góp phần làm suy giảm tác động ngược chiều của đầu tư lên lượng tiền nắm giữ tại doanh nghiệp. Các kết quả nghiên cứu khá nhất quán khi sử dụng hai phương pháp đo lường thay thế cho bất định chính sách kinh tế của Trung Quốc và khi thay đổi phương pháp ước lượng. Abstract This paper examines the effect of economic policy uncertainty from China on corporate cash holdings in six countries in Southeast Asia. This research idea stems from the increasingly close relationship between China and neighboring countries in which China dominates the other countries. Using firm-level data in six countries (Indonesia,

* Tác giả liên hệ.

Email: mtttra@gmail.com (Mai Thị Thanh Trà, hailyth@ueh.edu.vn (Trần Thị Hải Lý).

Trích dẫn bài viết: Mai Thị Thanh Trà, & Trần Thị Hải Lý. (2020). Bất định chính sách kinh tế của Trung Quốc và nắm giữ tiền của các công ty thuộc khu vực Đông Nam Á. *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế và Kinh doanh Châu Á*, 31(8), 25–50.

Cash holdings;
China.

Malaysia, Philippines, Singapore, Thailand, and Vietnam) over the period from 2010 to 2018, the results show that China's economic policy uncertainty has a negative influence on Southeast Asia company's cash holdings. Also, the paper finds that China's economic policy uncertainty reduces the negative effect of corporate investment on cash holdings. These findings are robust with two other alternative measures of China's policy uncertainty and among estimation methods.

1. Giới thiệu

1.1. Bất định chính sách kinh tế và nắm giữ tiền trong công ty

Công ty hoạt động trong môi trường kinh tế vĩ mô được định hình bởi chính phủ và các chính trị gia, do đó, chính sách kinh tế có tác động đến môi trường kinh doanh của công ty và từ đó ảnh hưởng đến quyết định của họ, bao hàm cả các quyết định tài chính (Demir & Ersan, 2017). Hai vấn đề đang thu hút sự chú ý của các nhà nghiên cứu trong thời gian gần đây là sự ra đời của một vài thước đo cho tính bất định trong chính sách kinh tế có thể sử dụng ở phạm vi toàn cầu, và ảnh hưởng của sự bất định đó tới các quyết định tài chính của công ty.

Một trong những đóng góp quan trọng cho phương pháp đo lường bất định chính sách kinh tế là chỉ số bất định trong chính sách kinh tế (Economic Policy Uncertainty – EPU) của Baker và cộng sự (2016). Chỉ số này được xây dựng dựa trên ba thành phần: (1) Thành phần thứ nhất được hình thành từ kết quả tìm kiếm một tỷ lệ các từ khóa chỉ sự bất định trong tổng số từ của 10 tờ báo lớn của Mỹ; (2) thành phần thứ hai đo lường mức độ không chắc chắn về sự thay đổi của các mã số thuế Liên bang trong tương lai; (3) thành phần thứ ba phản ánh sự không thống nhất trong dự báo của các chuyên gia về lạm phát và chi tiêu của chính phủ. Chỉ số EPU được cho là có thể nắm bắt sự bất định trên phương diện người ra quyết định thực hiện chính sách không chắc chắn được về tác động của nó trong hiện tại và tương lai. Trong ba thành phần trên, Baker và cộng sự (2016) đã chỉ ra rằng, phần lớn đóng góp vào tác động của chỉ số EPU đến các hoạt động kinh tế chủ yếu đến từ thành phần thứ nhất cấu thành nên chỉ số, là tỷ lệ số từ khóa chỉ sự bất định trên tổng số từ của tập hợp các tờ báo được chọn. Trên cơ sở ý tưởng này, Ahir và cộng sự (2018) đã xây dựng và tiến hành đo lường chỉ số bất định toàn cầu (The World Uncertainty Index – WUI) dựa trên tần số của từ khóa “Uncertainty” và các biến thể của nó xuất hiện trong các báo cáo ở cấp độ quốc gia của tổ chức Economist Intelligence Unit (EIU, Anh). Giá trị của WUI càng lớn thể hiện cho mức độ bất định chính sách kinh tế càng cao. Ưu điểm của chỉ số WUI là tính nhất quán cao bởi nó được tính toán dựa trên bộ báo cáo được lập một cách có hệ thống cho các quốc gia và chỉ số này có thể so sánh giữa các quốc gia trong mẫu nghiên cứu. Do đó, WUI cung cấp một công cụ đo lường hiệu quả cho các nghiên cứu về tác động của bất định chính sách đến nền kinh tế quốc tế (Ahir và cộng sự, 2018). Sự ra đời của chỉ số WUI đã và đang mở ra những hướng nghiên cứu tiềm năng về tác động của bất định chính sách lên các hoạt động kinh tế trên phạm vi toàn cầu.

Công ty nắm giữ tiền mặt vì động cơ chủ yếu là để giao dịch, phòng ngừa rủi ro và đầu cơ. Trong thời kỳ sự bất định tăng cao, động cơ phòng ngừa rủi ro thúc đẩy công ty nắm giữ nhiều tiền mặt hơn

để đáp ứng các tình huống bất ngờ (Baum và cộng sự, 2012). Bất ổn kinh tế vĩ mô và chính trị có khả năng làm gia tăng bất định chính sách, buộc các công ty phải thực hiện các hoạt động phi hiệu quả, trong đó bao gồm việc tăng nắm giữ tiền (Al-Najjar, 2013). Tuy nhiên, bất định gia tăng cũng có thể làm ảnh hưởng đến kết quả hoạt động kinh doanh, công ty kiếm được ít lợi nhuận hơn dẫn đến có ít tiền hơn để tích lũy (Pástor & Veronesi, 2012). Hoặc ở các công ty tồn tại vấn đề xung đột nghiêm trọng giữa nhà quản lý và cổ đông, hội đồng quản trị có thể yêu cầu ban điều hành thực hiện chính sách nắm giữ tiền hạn chế để giảm khả năng lạm quyền trong chi tiêu của nhà quản lý khi điều kiện bất định gia tăng (Ndou & Mokoena, 2019).

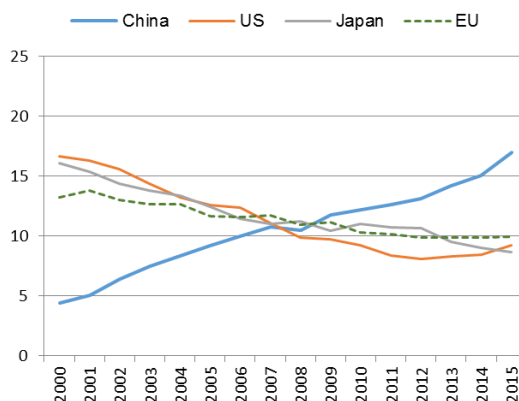
Cho đến hiện tại, các nghiên cứu xem xét tác động của sự bất định trong chính sách kinh tế đến nắm giữ tiền của công ty chủ yếu được thực hiện ở một quốc gia, ví dụ Gulen và Ion (2013), Gao và cộng sự (2014) nghiên cứu cho các công ty ở Mỹ, trong khi Xu và cộng sự (2016) nghiên cứu cho các công ty ở Trung Quốc. Demir và Ersan (2017) là một trong số ít các nghiên cứu vượt ra ngoài phạm vi một quốc gia với mẫu nghiên cứu là các công ty thuộc bốn quốc gia trong nhóm nước BRIC (gồm: Brasil, Nga, Ấn Độ, Trung Quốc).

Trong một thế giới mà sự mở cửa và hội nhập của các nền kinh tế ngày càng trở nên sâu rộng, thì những bất định về chính sách kinh tế ở một quốc gia này, đặc biệt là quốc gia lớn mang tính chi phối, có thể có tác động tới các quyết định tài chính của các công ty ở những quốc gia khác. Ví dụ, Ahmed và Huo (2019) nghiên cứu sự lan tỏa của cú sốc sụp đổ thị trường chứng khoán Trung Quốc giai đoạn 2015–2016 đã ghi nhận bằng chứng về những thông tin tốt lành hay các cú sốc từ Trung Quốc đều gây ra tác động lan tỏa đến thị trường chứng khoán các nước châu Á – Thái Bình Dương. Dựa trên việc tiếp cận các nghiên cứu thực nghiệm ở hiện tại, nhóm tác giả cho rằng ảnh hưởng của sự bất định trong chính sách kinh tế của một quốc gia có tính chi phối lên nắm giữ tiền mặt trong công ty ở quốc gia lân cận là một vấn đề thực nghiệm đang ít được khám phá.

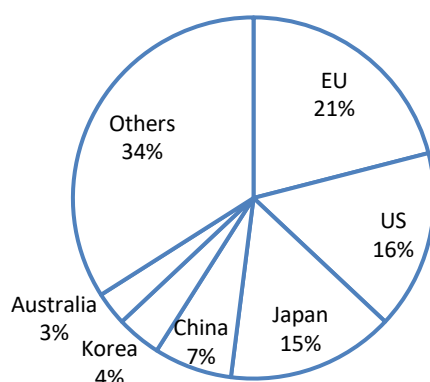
1.2. Quan hệ kinh tế ngày càng sâu sắc giữa Trung Quốc và các nước khu vực Đông Nam Á

Trong thời gian vừa qua, nhiều báo cáo đã ghi nhận mối quan hệ ngày càng sâu sắc và ảnh hưởng chi phối của Trung Quốc đến các nước thuộc khu vực Đông Nam Á. Oh và cộng sự (2017) ghi nhận rằng, năm 2009 đánh dấu cho mốc thời gian mà Trung Quốc vượt qua Mỹ, Nhật và EU để trở thành đối tác thương mại lớn nhất của Đông Nam Á (Hình 1a), đầu tư FDI của Trung Quốc vào Đông Nam Á tăng trưởng mạnh mẽ và cũng chỉ đứng sau EU, Mỹ và Nhật (Hình 1b). Cùng với khu vực thương mại tự do Asean – Trung Quốc có hiệu lực (vào năm 2011), đến năm 2015, thương mại song phương Trung Quốc – Đông Nam Á đã đạt 395 tỷ USD, tương đương 15% giá trị thương mại bên ngoài của Đông Nam Á. Đầu tư FDI của Trung Quốc vào Đông Nam Á khởi đầu ở mức thấp nhưng đã tăng nhanh, đạt mức 6,4 tỷ USD vào năm 2015.

Trong các nước có quan hệ đối tác thân cận với Trung Quốc, Việt Nam là nước có tỷ trọng thương mại với Trung Quốc lớn nhất trong khu vực (Hình 2a), Singapore chiếm 48% đầu tư FDI của Trung Quốc vào khu vực Đông Nam Á (Hình 2b). Nhóm 6 nước: Indonesia, Malaysia, Philippines, Singapore, Thái Lan, Việt Nam chiếm 94% giao dịch thương mại và 85% đầu tư FDI của Trung Quốc tại Đông Nam Á (Hình 2).



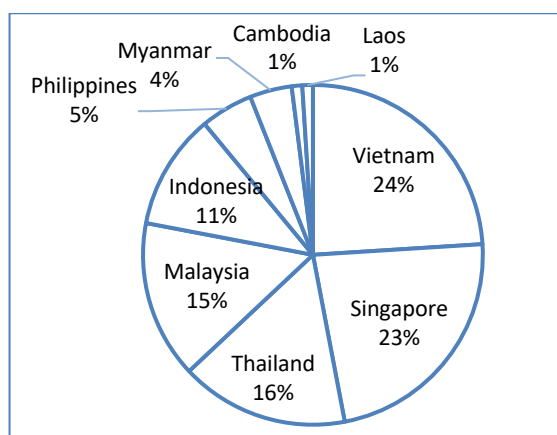
(a) Quan hệ thương mại



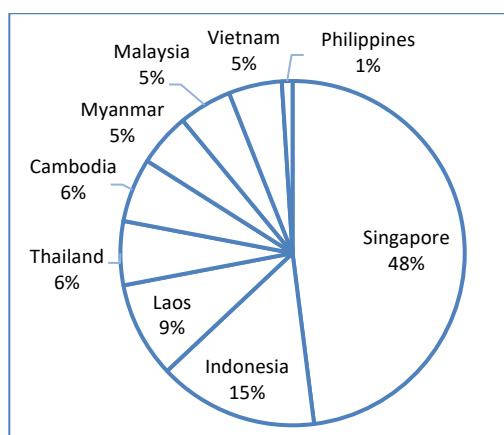
(b) Quan hệ đầu tư (2015)

Hình 1. Quan hệ thương mại và đầu tư của khu vực Đông Nam Á

Nguồn: Báo cáo China and Southeast Asia: Expanding Economic Engagement (Oh và cộng sự, 2017).



(a) Tỷ trọng thương mại giữa Trung Quốc và các nước Đông Nam Á (2015)



(b) Đầu tư FDI của Trung Quốc vào các nước Đông Nam Á (2011–2016)

Hình 2. Quan hệ thương mại và đầu tư của Trung Quốc với các nước Đông Nam Á

Nguồn: Báo cáo China and Southeast Asia: Expanding Economic Engagement (Oh và cộng sự, 2017).

Ahmed và Huo (2019), Zhang và cộng sự (2019) là các nghiên cứu thực nghiệm gần đây về ảnh hưởng của nền kinh tế Trung Quốc lên các quốc gia khác. Trong đó, Zhang và cộng sự (2019) xem xét ảnh hưởng của Trung Quốc và Mỹ lên một số thị trường quan trọng, bao gồm: Thị trường chứng khoán, tín dụng, năng lượng và hàng hóa. Zhang và cộng sự (2019) kết luận rằng mặc dù Mỹ vẫn giữ vị trí thống trị nhưng Trung Quốc đã có tầm ảnh hưởng lớn hơn đến phần còn lại của thế giới. Zhang và cộng sự (2019) cũng đề cập đến những lo ngại về sự cạnh tranh của Trung Quốc và Mỹ trong việc phân định trật tự toàn cầu có nhiều khả năng bị chi phối bởi các yếu tố chính trị hơn kinh tế.

Như vậy, trong thập niên vừa qua, Trung Quốc đã nổi lên như một đối tác quan trọng của Đông Nam Á về thương mại và đầu tư. Các nền kinh tế Đông Nam Á được hưởng lợi đáng kể từ sự tăng

trường mạnh mẽ của Trung Quốc, thương mại và đầu tư tăng cao, mạng lưới sản xuất khu vực ngày càng mở rộng. Tuy nhiên, kèm theo những thành tựu đó, chính sách kinh tế của Trung Quốc còn thu hút sự quan tâm của các học giả bởi bất ổn tiềm tàng đằng sau sự tăng trưởng quá nóng (Ah, 2017).

Trên cơ sở khoảng trống nghiên cứu về bất định chính sách của quốc gia có tính chi phối lên nắm giữ tiền ở công ty thuộc những quốc gia lân cận là vấn đề thực nghiệm chưa được khám phá, và vì mối quan hệ chi phối ngày càng sâu sắc của Trung Quốc lên các nước Đông Nam Á như trên, chúng tôi cho rằng việc nghiên cứu mối quan hệ giữa bất định chính sách kinh tế của Trung Quốc và nắm giữ tiền trong công ty thuộc khu vực Đông Nam Á là vấn đề đáng được quan tâm hiện nay và cũng là mục tiêu được đặt ra cho bài viết này.

Vì hạn chế trong thu thập dữ liệu công ty ở một số quốc gia khác, đồng thời vì mối quan hệ nổi trội của nhóm 6 nước Indonesia, Malaysia, Philippines, Singapore, Việt Nam và Thái Lan với Trung Quốc (6 nước chiếm 94% giao dịch thương mại và 85% đầu tư FDI của Trung Quốc tại Đông Nam Á), bài viết được tiến hành trên mẫu nghiên cứu là 6 nước: Indonesia, Malaysia, Philippines, Singapore, Việt Nam và Thái Lan – đại diện cho khu vực Đông Nam Á.

Sự bất định trong chính sách kinh tế của Trung Quốc và 6 quốc gia trong mẫu được tính toán dựa vào bộ dữ liệu của Ahir và cộng sự (2018). Kết quả thực nghiệm cho thấy bất định chính sách kinh tế của Trung Quốc làm giảm tỷ lệ nắm giữ tiền trong năm tiếp theo ở các công ty thuộc Đông Nam Á. Kết quả nghiên cứu nhất quán khi nhóm tác giả sử dụng các thước đo khác nhau cho bất định chính sách kinh tế của Trung Quốc, cũng như khi được ước lượng bằng các phương pháp khác nhau và kiểm soát các yếu tố có khả năng ảnh hưởng đến nắm giữ tiền của doanh nghiệp. Ngoài ra, bài viết cũng tìm thấy bằng chứng chỉ ra sự bất định trong chính sách kinh tế của Trung Quốc làm suy giảm đáng kể tác động ngược chiều của đầu tư lên nắm giữ tiền của các công ty trong mẫu nghiên cứu.

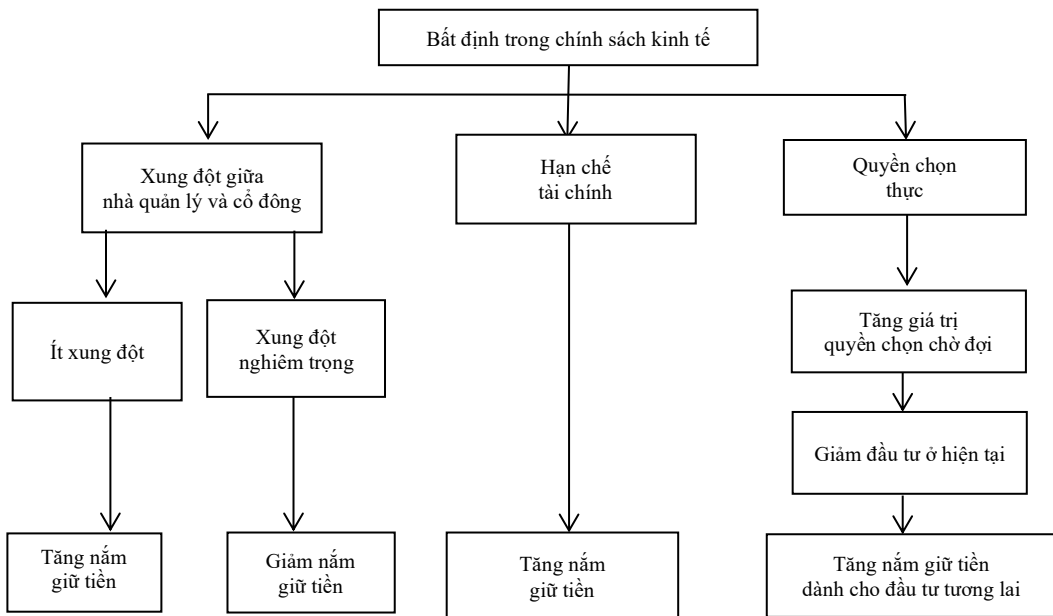
Bài viết có một số đóng góp quan trọng như sau: Thứ nhất, qua tìm hiểu của nhóm tác giả, đây là nghiên cứu đầu tiên xem xét ảnh hưởng của sự bất định trong chính sách kinh tế của một quốc gia lớn đến nắm giữ tiền của các công ty thuộc một nhóm nền kinh tế nhỏ hơn ở khu vực lân cận. Vì vậy, bài viết được kỳ vọng sẽ đóng góp vào xu hướng nghiên cứu về vai trò chi phối của các nền kinh tế lớn lên quyết định tài chính của các doanh nghiệp ở các nền kinh tế nhỏ. Từ đó, nghiên cứu gợi ra những hàm ý chính sách hữu ích cho các nhà quản lý và nhà đầu tư. Thứ hai, kết quả thực nghiệm về tác động ngược chiều của sự bất định trong chính sách kinh tế từ Trung Quốc lên nắm giữ tiền của các doanh nghiệp Đông Nam Á góp phần làm phong phú thêm kho tàng nghiên cứu thực nghiệm về các yếu tố tác động đến nắm giữ tiền của công ty. Cuối cùng, nghiên cứu này sử dụng chỉ số WUI được phát triển bởi Ahir và cộng sự (2018) để đo lường sự bất định trong chính sách kinh tế – đây là phương pháp chưa được sử dụng từ trước đến nay trong nghiên cứu về các nhân tố tác động đến nắm giữ tiền mặt của công ty, vì vậy, kỳ vọng mở ra tiềm năng áp dụng cách đo lường này trong các nghiên cứu tương lai về các yếu tố tác động đến nắm giữ tiền của doanh nghiệp.

Phần còn lại của bài viết được trình bày như sau: Khung lý thuyết và giả thuyết nghiên cứu được trình bày ở phần 2; phần 3 trình bày dữ liệu, định nghĩa biến, mô hình, phương pháp nghiên cứu; kết quả nghiên cứu được thể hiện trong phần 4; và cuối cùng là phần 5, kết luận bài viết.

2. Khung lý thuyết và các giả thuyết nghiên cứu

2.1. Các kênh truyền dẫn sự bất định trong chính sách kinh tế lên nắm giữ tiền

Ndou và Mokoena (2019) mô tả cơ chế truyền dẫn từ bất định chính sách kinh tế đến quyết định nắm giữ tiền của công ty (Hình 3). Theo đó, cơ chế truyền dẫn của bất định chính sách kinh tế đến quyết định nắm giữ tiền của công ty được giải thích thông qua các lập luận lý thuyết về xung đột đại diện, lý thuyết hạn chế tài chính, và lý thuyết quyền chọn thực.



Hình 3. Cơ chế truyền dẫn bất định trong chính sách kinh tế lên nắm giữ tiền

Nguồn: Ndou và Mokoena (2019).

2.1.1. Bất định chính sách kinh tế làm tăng nắm giữ tiền

Có hai lý do giải thích cho việc bất định chính sách kinh tế làm tăng nắm giữ tiền. Cụ thể:

- *Thứ nhất*, xét từ góc độ hạn chế tài chính, việc huy động các nguồn tài trợ bên ngoài là khá tốn kém (Myers & Majluf, 1984). Kim và cộng sự (1998) cho rằng trong điều kiện bất định tăng cao, cơ hội đầu tư có thể xuất hiện bất cứ lúc nào. Nếu việc huy động các nguồn tài trợ bên ngoài là đắt đỏ thì việc công ty đang có nguồn tiền mặt dồi dào là cần thiết để kịp thời nắm bắt các cơ hội đầu tư sinh lời từ tình huống bất định. Hay nói cách khác, dưới tác động của hạn chế tài chính, gia tăng bất định trong chính sách kinh tế thúc đẩy công ty nắm giữ nhiều tiền hơn để đáp ứng nhanh nhu cầu đầu tư khi cần thiết. Gulen và Ion (2013) cũng đồng quan điểm trên, đối với các công ty bị hạn chế tài chính, trong trường hợp đối mặt với bất định chính sách gia tăng, sẽ tăng nắm giữ tiền để giảm chi phí vốn cho các hoạt động đầu tư. Mặt khác, bất định gia tăng khiến công ty phải đối mặt với ma sát tài chính và rủi ro dòng tiền lớn hơn, do đó thúc đẩy công ty giữ nhiều tiền hơn cho các mục đích phòng ngừa (Baum và cộng sự, 2012).

- *Thứ hai*, dựa trên lý thuyết quyền chọn thực, Bernanke (1983) và Rodrik (1991) cho rằng, nếu các dự án đầu tư là không thể đảo ngược, bất định chính sách kinh tế sẽ thúc đẩy công ty trì hoãn đầu tư, qua đó tích trữ tiền mặt tăng lên. Công ty giữ tiền chờ đợi cho đến khi thông tin trở nên chắc chắn hơn và cơ hội đầu tư thể hiện rõ nét hơn để đầu tư. Tác động trì hoãn đầu tư của bất định chính sách kinh tế đã được chứng minh trong nhiều nghiên cứu trước đây như: Gulen và Ion (2013) với các công ty của Mỹ, Wang và cộng sự (2014) với các công ty của Trung Quốc và ở cả mẫu giữa bất định chính sách kinh tế của Trung Quốc và đầu tư công ty thuộc Đông Nam Á (Mai Thị Thanh Trà & Trần Thị Hải Lý, 2020).

2.1.2. *Bất định chính sách kinh tế làm giảm nắm giữ tiền*

Fama và French (1998) cho rằng, vấn đề xung đột giữa cổ đông và nhà quản lý xảy ra khi nhà quản lý hành động vì lợi ích của bản thân nhiều hơn là vì lợi ích cổ đông. Việc nắm giữ nhiều tiền hàm chứa nguy cơ gia tăng mâu thuẫn lợi ích giữa nhà quản lý và cổ đông bởi vì các nhà quản lý sẽ có thể lãng phí tiền vào các hoạt động kém hiệu quả, bao gồm việc đầu tư quá mức. Điều này có khả năng làm tổn hại lợi ích của cổ đông (Jensen & Meckling, 1976). Nếu không có xung đột lợi ích từ vấn đề đại diện, hoặc xung đột này là nhỏ, thì trong điều kiện sự bất định gia tăng, công ty có thể tăng nắm giữ tiền để phục vụ nhu cầu nắm bắt cơ hội đầu tư như đã trình bày ở trên. Tuy nhiên, khi xung đột giữa nhà quản lý và cổ đông trở nên nghiêm trọng, hội đồng quản trị có thể quyết định giảm lượng tiền nắm giữ để hạn chế rủi ro nhà quản lý lạm quyền và đầu tư vào những dự án kém hiệu quả.

Về mặt thực nghiệm, Pástor và Veronesi (2012) đã chứng minh đối với các công ty có quan hệ mật thiết với chính phủ thì một phần đáng kể trong dòng tiền của họ đến từ chính phủ. Do vậy, trong những thời kỳ xảy ra bất ổn chính trị, lợi nhuận của các công ty này có thể bị giảm đáng kể, và do đó họ không có được lượng tiền tích trữ. Kết quả nghiên cứu của Pástor và Veronesi (2012) hàm ý rằng bất định chính sách kinh tế gia tăng có thể làm suy giảm đáng kể lợi nhuận kinh doanh, từ đó công ty có ít tiền mặt hơn để tích lũy.

Bên cạnh đó, Gao và cộng sự (2014) lập luận rằng, bất định chính sách kinh tế mang lại hai tác động ngược nhau đối với nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp. Một mặt, sự bất định mang tính hệ thống cao cản trở tăng trưởng, làm giảm nhu cầu duy trì dự trữ tiền mặt để tài trợ cho các hoạt động đầu tư và sản xuất trong tương lai. Mặt khác, bất định khiến công ty gặp phải ma sát tài chính và rủi ro dòng tiền lớn hơn, thúc đẩy họ giữ nhiều tiền hơn cho mục đích đề phòng rủi ro. Lập luận của Gao và cộng sự (2014) ngụ ý rằng tác động của sự bất định chính sách lên nắm giữ tiền của công ty có thể là làm tăng cường hoặc suy giảm, tùy vào việc bất định làm giảm nhu cầu chi tiêu do suy giảm tăng trưởng, hay bất định đưa đến nhu cầu phòng ngừa cao hơn.

Các lập luận lý thuyết trên đây cho thấy, tồn tại cả kênh truyền dẫn mà qua đó bất định chính sách có thể thúc đẩy doanh nghiệp gia tăng nắm giữ tiền cũng như kênh truyền dẫn thúc đẩy doanh nghiệp giảm nắm giữ tiền. Có thể kết luận rằng, ảnh hưởng của sự bất định chính sách lên mức độ nắm giữ tiền dường như là một vấn đề mang tính thực nghiệm, và cần nhiều nghiên cứu thực nghiệm sâu hơn để thấy được hành vi nắm giữ tiền của doanh nghiệp ủng hộ cho lập luận của lý thuyết nào.

2.2. *Các bằng chứng thực nghiệm*

Kể từ nghiên cứu của Opler và cộng sự (1999), các yếu tố tác động đến quyết định nắm giữ tiền của công ty đã được nghiên cứu rộng rãi, tập trung chủ yếu vào các nhân tố cơ bản của công ty như:

Cơ hội đầu tư (Opler và cộng sự, 1999; Dittmar và cộng sự, 2003; Boubakri và cộng sự, 2013), quy mô công ty (Opler và cộng sự, 1999; Dittmar và cộng sự, 2003; Boubakri và cộng sự, 2013), tỷ lệ nợ (Opler và cộng sự, 1999; Boubakri và cộng sự, 2013), chi trả cổ tức (Opler và cộng sự, 1999; Boubakri và cộng sự, 2013), dòng tiền (Opler và cộng sự, 1999; Dittmar và cộng sự, 2003), tỷ lệ giữa vốn luân chuyển trên tổng tài sản (Opler và cộng sự, 1999; Dittmar và cộng sự, 2003; Boubakri và cộng sự, 2013), tỷ lệ đầu tư công ty trên tổng tài sản (Opler và cộng sự, 1999; Dittmar và cộng sự, 2003; Boubakri và cộng sự, 2013).

Các nghiên cứu thực nghiệm về ảnh hưởng của sự bất định và các điều kiện kinh tế lên hành vi nắm giữ tiền của doanh nghiệp chỉ mới xuất hiện trong thời gian gần đây. Phần lớn nghiên cứu thực nghiệm cho thấy mối quan hệ cùng chiều giữa bất định chính sách và nắm giữ tiền của công ty. Sử dụng dữ liệu của 35 quốc gia giai đoạn 1988–1999, Pinkowitz và cộng sự (2005) tìm thấy mối quan hệ cùng chiều giữa bất định chính sách kinh tế và nắm giữ tiền. Baum và cộng sự (2008) ghi nhận bằng chứng về sự biến động trong điều kiện kinh tế vĩ mô ảnh hưởng đến quyết định nắm giữ tiền của nhà quản lý. Baum và cộng sự (2008) lập luận rằng trong thời kỳ mà sự bất định tăng cao, nhà quản lý sẽ gặp khó khăn trong việc dự báo thông tin trong tương lai, điều này thúc đẩy họ có hành động phòng ngừa. Vì vậy, sự bất định kinh tế vĩ mô làm tăng tỷ lệ nắm giữ tiền của các công ty và trì hoãn các dự án đầu tư tiềm năng trong bối cảnh nền kinh tế đang trong tình trạng khó khăn. Baum và cộng sự (2012) xem xét nắm giữ tiền của các công ty ở Mỹ giai đoạn 1990–2007 và kết luận rằng sự thay đổi mức độ bất định trong các quyết định của doanh nghiệp lẫn quyết định vĩ mô đều có tác động quan trọng đến mức độ nắm giữ tiền của công ty. Sử dụng các thước đo tương tự trong Baum và cộng sự (2008), Bhaduri và Kanti (2011) xem xét tác động của bất định chính sách kinh tế vĩ mô đối với quyết định nắm giữ tiền của các công ty Ấn Độ, kết luận rằng các công ty Ấn Độ tăng nắm giữ tiền khi bất định chính sách kinh tế vĩ mô gia tăng. Orens và Reheul (2013) đo lường sự bất định bằng một khảo sát có tên “môi trường bất định” cũng kết luận là nhà quản lý giữ nhiều tiền mặt hơn khi độ bất định của môi trường tăng lên. Gulen và Ion (2013), Gao và cộng sự (2014) ghi nhận mối quan hệ cùng chiều tương tự giữa bất định chính sách kinh tế và nắm giữ tiền mặt trong các công ty tại Mỹ. Demir và Ersan (2017) xem xét tác động của bất định chính sách kinh tế lên nắm giữ tiền ở bốn quốc gia thuộc nhóm BRIC và kết luận rằng bất định chính sách kinh tế gia tăng thúc đẩy các công ty nắm giữ tiền nhiều hơn.

Mặc dù nhiều nghiên cứu thực nghiệm tìm thấy kết quả ủng hộ cho mối quan hệ cùng chiều giữa bất định chính sách kinh tế và nắm giữ tiền, một vài nghiên cứu gần đây cho kết quả ngược lại. Xu và cộng sự (2016) nghiên cứu mối quan hệ giữa bất định trong chính sách chính trị và nắm giữ tiền của các doanh nghiệp trên thị trường Trung Quốc và chỉ ra rằng công ty giữ ít tiền mặt hơn trong điều kiện bất định chính sách gia tăng. Nguyên nhân được đề cập là các công ty này không muốn nắm giữ nhiều tiền để tránh sự nhúng nhủi, tham nhũng từ các cơ quan nhà nước, hoặc có thể trong giai đoạn ngay sau khủng hoảng, các công ty kiếm được ít tiền hơn từ hoạt động của họ dẫn đến tiền mặt tích lũy có thể giảm nhẹ.

Nghiên cứu của Wright (2015) lại đưa ra các bằng chứng hỗn hợp về ảnh hưởng của sự bất định với nắm giữ tiền khi xem xét hành vi nắm giữ tiền của doanh nghiệp dưới sự bất định trong ngắn hạn và dài hạn. Wright (2015) tìm thấy nắm giữ tiền có tương quan cùng chiều với sự bất định trong dài hạn nhưng tương quan ngược chiều với sự bất định trong ngắn hạn. Mối quan hệ không thống nhất này được giải thích là do trong ngắn hạn, khi thị trường xảy ra các tình huống bất lợi do sự bất định trong chính sách gây ra thì công ty nắm giữ ít tiền mặt hơn bởi họ kiếm được ít tiền hơn, tuy nhiên,

trong dài hạn, công ty sẽ trả hoãn đầu tư và gia tăng nắm giữ tiền chờ đợi cho đến khi sự bất định qua đi, dẫn đến sự gia tăng trong dự trữ tiền mặt.

Trong nghiên cứu mới đây của Al-Thaqeb và cộng sự (2019) về mối quan hệ giữa bất định trong chính sách kinh tế và nắm giữ tiền của công ty tại 21 quốc gia. Al-Thaqeb và cộng sự (2019) chỉ ra mối quan hệ cùng chiều trong mẫu nghiên cứu ở Mỹ và các thị trường mới nổi. Tuy nhiên, mối quan hệ lại là ngược chiều trong mẫu tổng thể. Al-Thaqeb và cộng sự (2019) cũng đưa ra bằng chứng rằng tác động ngược chiều trong mối quan hệ giữa bất định chính sách kinh tế và nắm giữ tiền đến từ các nước phát triển không phải là Mỹ ở trong mẫu nghiên cứu. Theo Al-Thaqeb và cộng sự (2019), kênh truyền dẫn có thể là thông qua cổ tức vì các khoản cổ tức tăng lên khi bất định gia tăng. Điều này phù hợp với kết quả của Attig và cộng sự (2018) khi chỉ ra mối quan hệ cùng chiều giữa bất định chính sách kinh tế và chi trả cổ tức của công ty.

2.3. Giả thuyết nghiên cứu

Như trình bày ở phần trước, theo lý thuyết hạn chế tài chính và lý thuyết quyền chọn thực, bất định chính sách kinh tế gia tăng làm tăng nắm giữ tiền mặt trong công ty (Gulen & Ion, 2013), trong khi đó, lý thuyết đại diện lại cho rằng bất định chính sách kinh tế gia tăng trong những doanh nghiệp tồn tại xung đột nghiêm trọng giữa cổ đông và nhà quản lý làm giảm tiền mặt (Ndou & Mokoena, 2019), bên cạnh đó, suy giảm lợi nhuận công ty trong giai đoạn bất định chính sách gia tăng cũng có thể khiến doanh nghiệp có ít tiền mặt hơn (Pástor & Veronesi, 2012). Trên cả phương diện thực nghiệm, các nghiên cứu trước đây cũng ghi nhận mối quan hệ cùng chiều (Demir & Ersan, 2017; Bhaduri & Kanti, 2011; Gao và cộng sự, 2014...) và mối quan hệ ngược chiều (Xu và cộng sự, 2016; Wright, 2015; Al-Thaqeb và cộng sự, 2019...) giữa bất định chính sách và nắm giữ tiền trong công ty. Vì vậy, bài viết này cho rằng ảnh hưởng của bất định chính sách kinh tế của Trung Quốc đến nắm giữ tiền trong công ty thuộc Đông Nam Á là vấn đề thực nghiệm. Vì vậy, nhóm tác giả đặt ra giả thuyết nghiên cứu như sau:

Giả thuyết: Bất định chính sách kinh tế của Trung Quốc có tác động đến quyết định nắm giữ tiền ở các công ty thuộc khu vực Đông Nam Á.

3. Dữ liệu, định nghĩa biến và mô hình nghiên cứu

3.1. Dữ liệu

Mẫu nghiên cứu gồm 1.866 công ty đang niêm yết tại các sở giao dịch chứng khoán của 6 nước Đông Nam Á là: Indonesia, Malaysia, Philippines, Singapore, Thái Lan, và Việt Nam. Dữ liệu được trích xuất từ dữ liệu báo cáo tài chính hàng năm của doanh nghiệp từ cơ sở dữ liệu của Thomson Reuters Datastream.

Mẫu nghiên cứu không bao gồm:

- Các công ty tài chính và công ty công ích;
- Các công ty có giá trị tổng tài sản nhỏ hơn hoặc bằng không;
- Các công ty có tiền mặt và các khoản tương đương tiền nhỏ hơn không;
- Các công ty có chi trả cổ tức bằng tiền mặt nhỏ hơn không.

Dữ liệu dùng để tính mức độ bất định chính sách kinh tế được lấy từ nguồn dữ liệu chỉ số bất ổn toàn cầu (World Uncertainty Index – WUI)¹. Dữ liệu về tăng trưởng kinh tế (GDP) được lấy từ cơ sở dữ liệu của Quỹ tiền tệ Quốc tế – IMF². Thời gian mẫu là từ năm 2010 đến năm 2018, là khoảng thời gian mà các công ty trong mẫu có tương đối đầy đủ dữ liệu trong báo cáo tài chính hàng năm.

Bảng 1.

Số lượng công ty và tỷ lệ tăng trưởng tổng sản phẩm quốc nội trung bình của từng quốc gia trong mẫu

Mã quốc gia	Tên quốc gia	Số lượng công ty	Tỷ lệ tăng trưởng tổng sản phẩm quốc nội trung bình (%)
IDN	Indonesia	239	6,52
MYS	Malaysia	224	6,64
PHL	Philippines	75	6,95
SGP	Singapore	286	7,02
THA	Thái Lan	503	5,20
VNM	Việt Nam	539	8,62
Tổng cộng		1.866	

3.2. Định nghĩa biến

3.2.1. Biến phụ thuộc

Theo Opler và cộng sự (1999), Dittmar và cộng sự (2003), Harford và cộng sự (2008), biến phụ thuộc – nắm giữ tiền của công ty (CASH), được đo lường bằng tỷ lệ tiền và các khoản tương đương tiền trên tổng tài sản ròng. Trong đó, tổng tài sản ròng là tổng tài sản không bao gồm tiền và các khoản tương đương tiền.

3.2.2. Biến độc lập chính – Bất định trong chính sách kinh tế

Trong những năm gần đây, xuất hiện các nghiên cứu xem xét tác động của sự bất định đến tài chính doanh nghiệp nói chung và quyết định nắm giữ tiền của công ty nói riêng. Việc đo lường sự bất định của chính sách được sử dụng phổ biến theo ba cách. Cụ thể:

- *Thứ nhất*, cách truyền thống nhất và được nhiều nghiên cứu sử dụng trước đây là sử dụng các biến số kinh tế vĩ mô hoặc biến động của thị trường chứng khoán để đo lường sự bất định của chính sách. Một số ví dụ điển hình cho cách đo lường này là: Pinkowitz và cộng sự (2005) sử dụng biến động của thị trường chứng khoán để đo lường sự bất định trong chính sách kinh tế; Baum và cộng sự (2008), Bhaduri và Kanti (2011) sử dụng biến động trong điều kiện kinh tế vĩ mô để đo lường sự bất định của thị trường.

- *Thứ hai*, đo lường sự bất định chính sách được thực hiện thông qua bảng khảo sát. Cách thức này được một vài nghiên cứu sử dụng, chẳng hạn Orens và Reheul (2013) sử dụng một khảo sát có tên là “môi trường bất định - Environmental Uncertainty (EU)” để đo lường sự bất định của thị trường,

¹ https://www.policyuncertainty.com/wui_quarterly.html

² <https://data.imf.org/?sk=4c514d48-b6ba-49ed-8ab9-52b0c1a0179b&sid=1409151240976>

mức độ bất định cao trong khảo sát này ngụ ý tình huống doanh nghiệp không có khả năng đánh giá chính xác môi trường bên ngoài hay những thay đổi trong tương lai.

- *Thứ ba*, là cách đo lường mới nổi lên gần đây nhưng có tầm ảnh hưởng đáng kể, đó là đo lường thông qua chỉ số sự bất định của chính sách kinh tế (Economic Policy Uncertainty – EPU) được xây dựng bởi Baker và cộng sự (2016). Demir và Ersan (2017) hay Gulen và Ion (2013) là một vài nghiên cứu điển hình sử dụng cách đo lường này. Cách đo lường này cũng được kế thừa và phát triển thành các thước đo nhất quán hơn. Ví dụ kế thừa từ Baker và cộng sự (2016), Ahir và cộng sự (2018) đã xây dựng và công bố chỉ số World Uncertainty Index (WUI) đo lường mức độ bất định kinh tế của 143 quốc gia trên thế giới. Chỉ số WUI được đo lường với một mẫu bao gồm số lượng lớn các quốc gia và có thể so sánh về mức độ bất định trong chính sách kinh tế giữa các quốc gia.

Bài viết này sử dụng chỉ số WUI để đo lường sự bất định trong chính sách kinh tế của Trung Quốc (WUI_CHN) bởi tính chất tương đồng của nó với chỉ số WUI đo lường sự bất định trong chính sách kinh tế của các quốc gia thuộc khu vực Đông Nam Á. Bên cạnh đó, nhóm tác giả cũng sử dụng thêm chỉ số EPU_SCMP và EPU_ML, là những chỉ số đo lường bất định chính sách kinh tế của Trung Quốc như là những biện pháp đo lường thay thế để kiểm tra tính vững của kết quả nghiên cứu.

Chỉ số WUI của Trung Quốc (WUI_CHN) được tính toán dựa trên dữ liệu theo quý của Ahir và cộng sự (2018), tác giả của bài viết này đã tính toán lại dữ liệu này để được giá trị theo năm của chỉ số WUI_CHN bằng cách lấy tổng số từ “Uncertainty” (và các biến thể của nó) xuất hiện trong các báo cáo quốc gia của tổ chức Economist Intelligence Unit (EIU) trong vòng một năm chia cho tổng số từ trong báo cáo EIU năm đó và nhân với một nghìn (1.000).

Chỉ số EPU_SCMP và EPU_ML là những chỉ số đo lường sự bất định trong chính sách kinh tế của Trung Quốc được tính toán theo năm từ bộ chỉ số được cung cấp bởi Baker và cộng sự (2013), Davis và cộng sự (2019). EPU_SCMP và EPU_ML có nguyên lý tính toán giống nhau là dựa trên tỷ lệ số bài báo có đề cập đến sự bất định trên tổng số bài báo của tạp chí, chỉ khác nhau ở nguồn báo cáo. EPU_SCMP dựa trên tờ báo The South China Morning Post (tờ báo tiếng Anh hàng đầu của Hồng Kông); EPU_ML dựa trên hai tờ báo nổi tiếng của Trung Quốc là The Renmin Daily (Nhật báo Nhân dân) và The Guangming Daily (Nhật báo Quảng Minh). Bộ dữ liệu theo tháng của Baker và cộng sự (2013), Davis và cộng sự (2019) được tính lại theo năm bằng cách lấy trung bình cộng của các tháng trong năm.

Bảng 2 báo cáo kết quả thống kê mô tả và hệ số tương quan giữa các chỉ số WUI_CHN, EPU_SCMP và EPU_ML đo lường bất định trong chính sách kinh tế của Trung Quốc. Về cách tính, EPU_SCMP và EPU_ML dựa trên tỷ lệ giữa số bài báo có đề cập đến vấn đề bất định trong chính sách kinh tế ở Trung Quốc trên tổng số bài báo của tạp chí trong khi Wui_chn dựa trên tỷ lệ số từ có hàm ý “bất định” trên tổng số từ của bài báo. Do đó, EPU_SCMP và EPU_ML có giá trị trung bình và độ lệch chuẩn lớn hơn so với WUI_CHN. Bên cạnh đó, do tương đồng về phương pháp tính nên EPU_SCMP và EPU_ML có mức tương quan cao (0,848) hơn hẳn so với hệ số tương quan giữa hai chỉ số này với WUI_CHN lần lượt là -0,245 và 0,007.

Bảng 2.

Thông kê mô tả và hệ số tương quan các chỉ số đo lường bất định chính sách kinh tế của Trung Quốc

Tên biến	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất	Hệ số tương quan với EPU_SCMP	Hệ số tương quan với EPU_ML
WUI_CHN	0,149	0,061	0,080	0,241	-0,245	0,007
EPU_SCMP	235,769	123,384	98,888	460,470		0,848
EPU_ML	140,955	57,9736	92,114	277,813		

3.2.3. Các biến kiểm soát

Dựa trên Opler và cộng sự, (1999), Dittmar và cộng sự (2003), Boubakri và cộng sự (2013), Demir và Ersan (2017), các biến kiểm soát được đưa vào mô hình hồi quy bao gồm:

WUI_{jt}: Bất định trong chính sách kinh tế của quốc gia j (có công ty i tọa lạc) tại năm t, tính từ dữ liệu theo quý của chỉ số The World Uncertainty Index (WUI) của Ahir và cộng sự (2018) và được nhóm tác giả tính toán lại theo năm, tương tự như tính chỉ số bất định theo năm cho Trung Quốc;

INV_{it}: Đầu tư công ty i năm t được tính bằng công thức (chi tiêu vốn năm t / tổng tài sản năm t-1);

MTB_{it}: Tỷ lệ giá thị trường trên sổ sách công ty i năm t, đo lường bằng công thức [(số lượng cổ phiếu lưu hành x giá đóng cửa + tổng nợ) / tổng tài sản kỳ trước];

LEV_{it}: Tỷ lệ nợ trên tài sản của công ty i năm t, đo lường bằng tỷ lệ tổng nợ trên tổng tài sản;

ROA_{it}: Tỷ suất lợi nhuận trên tài sản của công ty i năm t, đo lường bằng tỷ lệ giữa thu nhập ròng và tổng tài sản của công ty;

DIV_{it}: Tỷ lệ chi trả cổ tức công ty i năm t, đo lường bằng tỷ lệ giữa cổ tức tiền mặt và thu nhập thuần của công ty;

WC_{it}: Tỷ lệ vốn luân chuyển của công ty i năm t, đo lường bằng công thức [(tổng tài sản ngắn hạn – tổng nợ ngắn hạn – tiền và các khoản tương đương tiền) / (tổng tài sản – tiền và các khoản tương đương tiền)];

SIZE_{it}: Quy mô công ty i năm t, đo lường bằng logarit tự nhiên của tổng tài sản công ty.

Để kiểm soát yếu tố chính sách kinh tế vĩ mô trong mô hình ở nhiều quốc gia, nhóm tác giả sử dụng biến tăng trưởng tổng sản phẩm nội địa của quốc gia j năm t ($GDP_{jt} = GDP_{jt} / GDP_{jt-1} - 1$).

3.3. Mô hình và phương pháp ước lượng

Để ước lượng tác động của bất định chính sách kinh tế của Trung Quốc lên nắm giữ tiền của các công ty Đông Nam Á, nhóm tác giả sử dụng Mô hình (1) dưới đây:

$$CASH_{it} = \alpha_i + \beta_1 WUI_CHN_{t-1} + \beta_2 WUI_{jt} + \beta_3 INV_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 MTB_{it} + \beta_6 WC_{it} + \beta_7 LEV_{it} + \beta_8 DIV_{it} + \beta_9 ROA_{it} + \beta_{10} GDP_{jt} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Trong đó,

CASH_{it}: Tỷ lệ nắm giữ tiền kỳ t của công ty i;

WUI_CHN_{t-1}: Bất định trong chính sách kinh tế của Trung Quốc năm t-1;

WUI_{jt} : Bất định trong chính sách kinh tế của quốc gia j (nơi công ty i tọa lạc) ở kỳ t ;

INV_{it} : Đầu tư kỳ t của công ty i ;

$SIZE_{it}$: Quy mô kỳ t của công ty i ;

MTB_{it} : Tỷ lệ giá thị trường trên giá sổ sách kỳ t của công ty i ;

WC_{it} : Tỷ lệ vốn luân chuyển kỳ t của công ty i ;

LEV_{it} : Tỷ lệ nợ trên tài sản kỳ t của công ty i ;

DIV_{it} : Tỷ lệ chi trả cổ tức kỳ t của công ty i ;

ROA_{it} : Tỷ suất lợi nhuận trên tài sản kỳ t của công ty i ;

$GDPG_{jt}$: Tăng trưởng tổng sản phẩm quốc nội của quốc gia j năm t ; và

ε_{it} : sai số của ước lượng.

Với giả thuyết nghiên cứu đã được xây dựng ở trên, nhóm tác giả kỳ vọng bất định trong chính sách kinh tế của Trung Quốc có tác động đến quyết định nắm giữ tiền của các công ty thuộc Đông Nam Á, nghĩa là β_1 khác 0 và có ý nghĩa thống kê.

Về phương pháp ước lượng, trước hết, nhóm tác giả hồi quy Mô hình (1) bằng phương pháp ước lượng dữ liệu bảng với tác động cố định (Fixed Effects – FE). Các kiểm định phương sai thay đổi và tự tương quan bằng kiểm định Wald và kiểm định Wooldridge được tiến hành. Nếu các giả thuyết hồi quy này bị vi phạm, nhóm tác giả sẽ sử dụng mô hình có tính toán lại sai số chuẩn của hệ số hồi quy bằng cách kiểm soát tác động cố định theo thời gian và hiệu chỉnh sai số chuẩn ở mức độ công ty trong mô hình FE. Bên cạnh đó, nhóm tác giả cũng xem xét kết quả hồi quy Mô hình (1) bằng mô hình phương pháp bình phương nhỏ nhất tổng quát (Generalized Least Squares – GLS) để xử lý vấn đề tự tương quan và phương sai thay đổi.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Thống kê mô tả

Bảng 3 báo cáo số lượng quan sát, giá trị trung bình, độ lệch chuẩn, giá trị nhỏ nhất và giá trị lớn nhất của từng biến trong mẫu. Tỷ lệ nắm giữ tiền mặt trung bình của các công ty là 10,7%. Sự bất định trong chính sách kinh tế của Trung Quốc có giá trị trung bình là 0,149 và độ biến động là 6,1%. Sự bất định trong chính sách kinh tế của nhóm các nước Đông Nam Á trung bình là 0,123, có độ biến động là 8,8%, cao hơn Trung Quốc. Tỷ lệ đầu tư trên tổng tài sản trung bình của các công ty trong mẫu là 5,7%, cao nhất là 53,8%. Giá trị logarit tự nhiên tổng tài sản của công ty dao động từ 15,465 đến 21,319, trung bình là 18,261. Tỷ lệ giá trị thị trường trên giá trị sổ sách của các công ty trung bình là 1,090 lần, cao nhất là 3,511 lần và thấp nhất là 0,273 lần. Tỷ lệ vốn luân chuyển trung bình là 13,3%. Tỷ lệ nợ trung bình là 50,1%, cao nhất là gấp 1,121 lần quy mô tài sản. Tỷ lệ chia cổ tức trung bình là 52,8% tổng thu nhập ròng. Thu nhập ròng trên tổng tài sản trung bình là 4,0%.

Bảng 3.Thống kê mô tả dữ liệu³

	Số lượng quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
CASH	13,960	0,107	0,136	0,000	0,486
WUI_CHN	31,544	0,149	0,061	0,080	0,241
WUI	31,544	0,123	0,088	0,000	0,347
INV	27,063	0,057	0,084	0,000	0,538
SIZE	28,809	18,261	1,607	15,465	21,319
MTB	26,044	1,090	0,850	0,273	3,511
WC	13,840	0,133	0,224	-0,336	0,547
LEV	27,857	0,501	0,271	0,095	1,121
DIV	17,918	0,528	0,465	0,000	1,751
ROA	28,806	0,040	0,072	-0,134	0,188

Bảng 4 mô tả hệ số tương quan giữa các biến. Ngoại trừ tương quan giữa bất định trong chính sách kinh tế của quốc gia (WUI) và tăng trưởng tổng sản phẩm quốc nội (GDPG) có tương quan ở mức 49,0%, các biến còn lại đều có tương quan tương đối nhỏ (từ 1,1% đến 30,9%). Tỷ lệ nắm giữ tiền của công ty tương quan ngược chiều với bất định chính sách kinh tế của Trung Quốc, bất định chính sách kinh tế của quốc gia sở tại, đầu tư, quy mô công ty, đòn bẩy nợ, tăng trưởng GDP và tương quan cùng chiều với các biến còn lại.

Bảng 4.

Tương quan giữa các biến

	CASH	WUI_CHN	WUI	INV	SIZE	MTB	WC	LEV	DIV	ROA
WUI_CHN	-0,004									
WUI	-0,124	-0,233								
INV	-0,080	0,071	0,026							
SIZE	-0,165	-0,016	0,021	0,043						
MTB	0,049	-0,024	0,181	0,310	0,177					
WC	0,011	-0,027	0,020	-0,247	-0,281	-0,048				
LEV	-0,276	0,081	-0,052	0,203	0,298	0,032	-0,422			
DIV	0,015	-0,038	0,038	-0,056	-0,109	-0,003	0,042	-0,116		
ROA	0,221	0,090	0,013	0,129	-0,109	0,448	0,190	-0,286	-0,099	
GDPG	-0,006	0,341	-0,490	0,014	-0,125	-0,132	0,012	0,128	-0,064	0,042

³ Nhóm tác giả cũng tiến hành các ước lượng thống kê đối với mẫu sau khi đã loại bỏ dữ liệu khuyết và nhận thấy kết quả khá nhất quán với kết quả trên toàn mẫu.

4.2. Kết quả thực nghiệm về ảnh hưởng của bất định kinh tế của Trung Quốc lên nắm giữ tiền của các công ty thuộc khu vực Đông Nam Á

Bảng 5 báo cáo kết quả hồi quy hiệu ứng cố định (FE) và hồi quy bình phương nhỏ nhất tổng quát (GLS). Cột (1) trình bày kết quả hồi quy FE đơn biến, trong khi kết quả hồi quy FE có các biến kiểm soát và hiệu chỉnh sai số chuẩn được trình bày trong cột (2), kết quả hồi quy GLS đơn biến được trình bày ở cột (3), và kết quả hồi quy GLS với mô hình có các biến kiểm soát ở cột (4). Chúng ta có thể thấy, bất định chính sách kinh tế của Trung Quốc có tác động ngược chiều đến nắm giữ tiền mặt công ty, thể hiện ở dấu của hệ số hồi quy của biến bất định chính sách kinh tế của Trung Quốc (WUI_CHN) là âm và có ý nghĩa thống kê một cách nhất quán ở tất cả các hồi quy cột (1), (2), (3), và (4).

Bảng 5.

Kết quả hồi quy FE và GLS cho Mô hình (1)

	FE đơn biến	FE có các biến kiểm soát và hiệu chỉnh sai số chuẩn	GLS đơn biến	GLS có các biến kiểm soát
	(1)	(2)	(3)	(4)
WUI_CHN	-0,622*** [-6,160]	-0,628*** [-3,750]	-0,016** [-2,430]	-0,039*** [-9,200]
WUI		-0,001 [-0,060]		-0,040*** [-8,200]
INV		-0,101*** [-4,420]		-0,128*** [-46,400]
SISE		-0,020** [-2,340]		-0,010*** [-9,790]
MTB		0,018*** [4,390]		0,021*** [41,880]
WC		-0,277*** [-12,950]		-0,301*** [-87,890]
LEV		-0,082*** [-6,020]		-0,054*** [-30,290]
DIV		0,003 [1,240]		-0,002*** [-2,590]
ROA		0,379*** [8,010]		0,226*** [23,330]
GDPG		-0,196** [-2,070]		-0,200*** [-12,040]

	FE đơn biến	FE có các biến kiểm soát và hiệu chỉnh sai số chuẩn	GLS đơn biến	GLS có các biến kiểm soát
	(1)	(2)	(3)	(4)
Kiểm soát tác động cố định công ty	Có	Có	Không	Không
Kiểm soát tác động cố định thời gian	Có	Có	Không	Không
Hiệu chỉnh sai số chuẩn	Có	Có	Không	Không
Số lượng quan sát	13.960	8.034	13.750	7.690
Hệ số xác định R ²	0,007	0,148		

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

Số trong ngoặc vuông [] ở cột (1) và (2) là thống kê t, ở cột (3) và (4) là thống kê z.

Cụ thể hơn, kết quả phân tích đơn biến ở cột (1) và (3) cho thấy sự bất định trong chính sách kinh tế của Trung Quốc ảnh hưởng ngược chiều lên nắm giữ tiền, với hệ số lần lượt ở từng hồi quy là $-0,622$ và $-0,016$ và ý nghĩa thống kê 1% và 5%. Khi các biến kiểm soát được thêm vào và sai số chuẩn được hiệu chỉnh, thì hệ số hồi quy đối với biến bất định trong chính sách kinh tế của Trung Quốc vẫn mang dấu âm và duy trì mức ý nghĩa 1% (cột 2). Hệ số hồi quy của biến bất định trong chính sách kinh tế của Trung Quốc (WUI_CHN) trong mô hình GLS có các biến kiểm soát ở cột (4) tuy có giảm so với trong mô hình FE ở cột (2), song vẫn ổn định về dấu và duy trì ý nghĩa ở mức 1%. Kết quả nhất quán này là bằng chứng mạnh mẽ cho tác động ngược chiều của sự bất định trong chính sách kinh tế của Trung Quốc lên chính sách nắm giữ tiền của các công ty thuộc khu vực Đông Nam Á. Kết quả này phù hợp với một số nghiên cứu thực nghiệm trước đây về tác động của bất định chính sách kinh tế lên quyết định nắm giữ tiền của các công ty Trung Quốc (Xu và cộng sự, 2016), nhưng trái ngược với kết quả nghiên cứu thực nghiệm trên mẫu của công ty ở Mỹ (Gulen & Ion, 2013; Gao & cộng sự, 2014), Ấn Độ (Bhaduri & Kanti, 2011).

Đối với các biến kiểm soát, kết quả trong cột (2) và (4) cho thấy nắm giữ tiền có quan hệ cùng chiều với cơ hội đầu tư (MTB) và tỷ suất lợi nhuận trên tài sản (ROA), quan hệ ngược chiều với các biến còn lại. Các biến kiểm soát đều có ý nghĩa thống kê ở mức 1% sau khi đã xử lý vấn đề tự tương quan và phương sai thay đổi (cột 4). Đặc biệt, các biến tỷ lệ nợ (LEV), tỷ lệ vốn luân chuyển (WC) và quy mô công ty (SIZE) là các biến kiểm soát thường được ghi nhận tác động ngược chiều đến quyết định nắm giữ tiền trong các nghiên cứu trước đây của Opler và cộng sự (1999), Boubakri và cộng sự (2013). Nghiên cứu của Opler và cộng sự (1999), Boubakri và cộng sự (2013) cũng đã ghi nhận mối quan hệ cùng chiều giữa tỷ lệ giá thị trường trên giá sổ sách của công ty (MTB) và nắm giữ tiền trong công ty. Vì thế, có thể nói, ảnh hưởng của các biến kiểm soát truyền thống trong nghiên cứu này nhất quán với các nghiên cứu trước đây về những nhân tố giải thích tỷ lệ nắm giữ tiền của doanh nghiệp.

Có một vài cách dẫn đến doanh nghiệp nắm giữ ít tiền hơn khi bất định chính sách kinh tế gia tăng. Cụ thể:

Bất định chính sách kinh tế gia tăng cản trở tăng trưởng, khiến các doanh nghiệp kiếm được ít lợi nhuận hơn và làm giảm khả năng cung ứng nhu cầu duy trì lượng tiền mặt lớn (Pástor & Veronesi, 2012; Gao và cộng sự, 2014). Điều này phù hợp với dấu của hệ số hồi quy dương trong mối quan hệ giữa tỷ suất lợi nhuận trên tài sản (ROA) và nắm giữ tiền mặt được ghi nhận trong cột (2) và (4) ở Bảng 5, công ty kiếm được càng ít lợi nhuận thì tỷ lệ tiền mặt tích trữ càng thấp. Bất định chính sách kinh tế làm trầm trọng thêm rủi ro trong hoạt động của doanh nghiệp, do đó kỳ vọng ở thu nhập trong tương lai và cơ hội kiếm tiền đều giảm (Chen và cộng sự, 2017), và để giữ cho hoạt động của công ty diễn ra ổn định, công ty có khả năng sẽ phải giảm tiền mặt nắm giữ.

Dựa trên lý thuyết xung đột giữa nhà quản lý và cổ đông, nhóm tác giả cho rằng ở các nền kinh tế khác nhau, với văn hóa doanh nghiệp khác nhau, mức độ xung đột giữa nhà quản lý và cổ đông có thể có sự khác biệt, dẫn đến doanh nghiệp có những phản ứng khác nhau trong điều kiện bất định chính sách gia tăng. Khi bất định chính sách gia tăng, ở những doanh nghiệp tồn tại xung đột lợi ích nghiêm trọng giữa cổ đông và nhà quản lý, trong khi cơ chế bảo vệ lợi ích cổ đông còn yếu, thì các cổ đông thông qua hội đồng quản trị có thể yêu cầu nhà quản lý giảm tích trữ tiền, qua đó hạn chế các hành động chi tiêu lãng phí. Hoặc như ở một số nước châu Á, điển hình là Trung Quốc, việc giảm nắm giữ tiền mặt còn giúp doanh nghiệp che dấu tài sản để giảm thiểu tổn thất do tham nhũng từ chính quyền địa phương⁴ (Xu và cộng sự, 2016) trong thời kỳ bất định chính sách gia tăng. Chính sách này có thể thực hiện thông qua các biện pháp như tăng chi trả cổ tức (Attig và cộng sự, 2018).

Phù hợp với lập luận trên, kết quả hồi quy trong cột (2) và cột (4) Bảng 5 ghi nhận hệ số hồi quy dương với mức ý nghĩa 1% giữa tỷ suất lợi nhuận trên tài sản (ROA) và nắm giữ tiền mặt công ty thể hiện mối quan hệ cùng chiều giữa lợi nhuận hoạt động của công ty và nắm giữ tiền. Hệ số hồi quy của biến DIV âm ở cột (4) thể hiện mối quan hệ ngược chiều giữa chi trả cổ tức (DIV) và nắm giữ tiền trong doanh nghiệp, chính sách tăng chi trả cổ tức cho cổ đông làm giảm lượng tiền mặt tồn trữ tại doanh nghiệp. Để xem xét sâu hơn hai mối quan hệ này trong điều kiện bất định chính sách kinh tế gia tăng, nhóm tác giả sẽ lần lượt bổ sung các biến tương tác vào Mô hình (1). Kết quả hồi quy được trình bày ở Bảng 6. Cụ thể, trong cột (2) ở Bảng 6 xuất hiện thêm biến tương tác ($WUI_CHN \times DIV$) giữa bất định trong chính sách kinh tế của Trung Quốc (WUI_CHN) và chi trả cổ tức trong kỳ t của công ty i (DIV). Trong cột (3) ở Bảng 6, xuất hiện biến tương tác ($WUI_CHN \times ROA$) giữa bất định trong chính sách kinh tế của Trung Quốc (WUI_CHN) và tỷ suất lợi nhuận trên tài sản của công ty i kỳ t (ROA).

⁴ Theo lý thuyết bàn tay tước đoạt (The Grabbing Hand Hypothesis), trong điều kiện bất định chính trị, công ty sẽ an toàn khi che dấu tài sản, đặc biệt là những tài sản có tính thanh khoản cao như tiền mặt, để giảm thiểu khả năng bị khai thác chính trị.

Bảng 6.

Kết quả hồi quy FE tác động của chính sách cổ tức và tỷ suất lợi nhuận lên nắm giữ tiền của công ty trong điều kiện tồn tại bất định chính sách kinh tế của Trung Quốc.

	Mô hình cơ bản	Mô hình có biến tương tác WUI_CHN x DIV	Mô hình có biến tương tác WUI_CHN x ROA
	(1)	(2)	(3)
WUI_CHN	-0,628*** [-3,750]	-0,628*** [-3,750]	-0,520*** [-3,070]
WUI	-0,001 [-0,060]	-0,001 [-0,080]	-0,002 [-0,080]
INV	-0,101*** [-4,420]	-0,101*** [-4,420]	-0,101*** [-4,440]
SIZE	-0,020** [-2,340]	-0,020** [-2,340]	-0,020** [-2,320]
MTB	0,018*** [4,390]	0,018*** [4,380]	0,019*** [4,600]
WC	-0,277*** [-12,950]	-0,277*** [-12,950]	-0,275*** [-12,900]
LEV	-0,082*** [-6,020]	-0,082*** [-6,020]	-0,083*** [-6,110]
DIV	0,003 [1,240]	0,004 [1,310]	0,003 [1,250]
ROA	0,379*** [8,010]	0,379*** [8,000]	0,254*** [3,940]
GDPG	-0,196** [-2,070]	-0,197** [-2,080]	-0,194** [-2,050]
WUI_CHN x DIV		-0,001 [-0,790]	
WUI_CHN x ROA			0,661*** [2,660]
Kiểm soát tác động cổ định công ty	Có	Có	Có
Kiểm soát tác động cổ định thời gian	Có	Có	Có

	Mô hình cơ bản	Mô hình có biến tương tác WUI_CHN x DIV	Mô hình có biến tương tác WUI_CHN x ROA
	(1)	(2)	(3)
Hiệu chỉnh sai số chuẩn	Có	Có	Có
Số lượng quan sát	8.034	8.034	8.034
Hệ số xác định R ²	0,148	0,148	0,150

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

Số trong ngoặc vuông [] là thống kê t.

Kết quả hồi quy ở cột (2) Bảng 6 cho thấy biến tương tác giữa bất định chính sách kinh tế của Trung Quốc và cổ tức (WUI_CHN x DIV) không có tác động đến quyết định nắm giữ tiền mặt công ty như kỳ vọng. Tuy nhiên, trong cột (3), hệ số hồi quy của biến WUI_CHN vẫn mang dấu âm và biến tương tác WUI_CHN x ROA cũng mang dấu âm. Nghĩa là, bất định chính sách kinh tế của Trung Quốc làm giảm tỷ lệ nắm giữ tiền. Tuy nhiên, các công ty có tỷ suất lợi nhuận trên tài sản (ROA) cao thì tác động ngược chiều của bất định lên nắm giữ tiền sẽ giảm đi, ngược lại, nếu doanh nghiệp có tỷ suất lợi nhuận trên tài sản (ROA) âm thì khi độ bất định càng cao, doanh nghiệp sẽ giảm tích lũy tiền mạnh hơn. Kết quả này ủng hộ lập luận cho rằng bất định chính sách kinh tế gia tăng mà có thể cản trở tăng trưởng, khiến các doanh nghiệp kiếm được ít lợi nhuận hơn và làm giảm khả năng cũng như nhu cầu duy trì lượng tích trữ tiền (Pástor & Veronesi, 2012; Gao và cộng sự, 2014).

Bên cạnh đó, trong các mô hình trên đều ghi nhận kết quả tăng trưởng tổng sản phẩm quốc nội (GDPG) có quan hệ ngược chiều với quyết định nắm giữ tiền – ủng hộ cho quan điểm bất định chính sách kinh tế cản trở tăng trưởng, làm giảm lượng tiền mặt tích trữ tại doanh nghiệp.

Với những kết quả nêu trên, bài viết này rút ra kết luận rằng sự bất định trong chính sách kinh tế của Trung Quốc làm giảm tỷ lệ nắm giữ tiền của các công ty thuộc Đông Nam Á. Phân tích sâu hơn cho thấy bất định trong chính sách kinh tế trong trường hợp gây cản trở tăng trưởng có thể làm suy giảm lợi nhuận của doanh nghiệp, dẫn đến việc doanh nghiệp có ít tiền mặt để tích trữ hơn.

Kiểm định tính vững của kết quả nghiên cứu

Để kiểm tra tính vững của kết quả nghiên cứu, bài viết này sử dụng hai biến đo lường bất định chính sách kinh tế của Trung Quốc thay cho chỉ số WUI_CHN trong Mô hình (1), đó là: Chỉ số EPU_SCMP và EPU_ML. Chi tiết về cách tính và ý nghĩa của các chỉ số này đã được trình bày trong mục 3.2.2.

Bảng 7.

Kết quả hồi quy Mô hình (1) với hai phương pháp đo lường thay thế cho bất định trong chính sách kinh tế của Trung Quốc

	Kết quả hồi quy FE		Kết quả hồi quy GLS	
	(1)	(2)	(3)	(4)
EPU_SCMP	−0,000*** [−3,750]		−0,000*** [−6,800]	
EPU_ML		−0,000*** [−3,750]		−0,000*** [−6,800]
WUI	−0,001 [−0,060]	−0,001 [−0,060]	−0,055*** [−18,520]	−0,047*** [−11,870]
INV	−0,101*** [−4,420]	−0,101*** [−4,420]	−0,074*** [−8,290]	−0,078*** [−10,590]
SIZE	−0,020** [−2,340]	−0,020** [−2,340]	−0,009*** [−11,360]	−0,015*** [−12,320]
MTB	0,018*** [4,390]	0,018*** [4,390]	0,010*** [7,860]	0,011*** [10,170]
WC	−0,277*** [−12,950]	−0,277*** [−12,950]	−0,148*** [−29,060]	−0,194*** [−37,000]
LEV	−0,082*** [−6,020]	−0,082*** [−6,020]	−0,047*** [−18,290]	−0,036*** [−11,720]
DIV	0,003 [1,240]	0,003 [1,240]	0,001 [0,880]	0,001 [1,510]
ROA	0,379*** [8,010]	0,379*** [8,010]	0,249*** [15,740]	0,214*** [14,800]
GDPG	−0,196** [−2,070]	−0,196** [−2,070]	−0,143*** [−5,710]	−0,137*** [−6,780]
Kiểm soát tác động cổ định công ty	Có	Có	Không	Không
Kiểm soát tác động cổ định thời gian	Có	Có	Không	Không
Hiệu chỉnh sai số chuẩn	Có	Có	Không	Không
Số lượng quan sát	8.034	8.034	7.690	7.690
Hệ số xác định R ²	0,148	0,148		

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

Số trong ngoặc vuông [] ở cột (1) và (2) là thống kê t, ở cột (3) và (4) là thống kê z.

Kết quả hồi quy trong Bảng 7 thể hiện kết quả nghiên cứu là vững khi sử dụng các đo lường khác (EPU_SCMP và EPU_ML) thay thế chỉ số WUI_CHN trong đo lường bất định chính sách kinh tế của Trung Quốc. Chỉ số EPU_SCMP, EPU_ML và WUI_CHN khác nhau cơ bản ở nguồn gốc của các báo cáo. EPU_SCMP có nguồn gốc từ tờ báo South China Morning Post, EPU_ML có nguồn gốc từ hai tờ báo Nhật báo nhân dân và Nhật báo Quảng Minh trong khi WUI_CHN có nguồn gốc từ báo cáo quốc gia của Economist Intelligence Unit (EIU). EPU_SCMP và EPU_ML cũng có tính tương đồng ít hơn khi so sánh với chỉ số WUI là biến kiểm soát tác động của bất định chính sách kinh tế của quốc gia sở tại. Kết quả hồi quy khá vững, thể hiện mối quan hệ ngược chiều nhất quán giữa nắm giữ tiền của công ty thuộc 6 quốc gia Đông Nam Á và bất định chính sách kinh tế đến từ Trung Quốc. Bên cạnh đó, các biến kiểm soát khác như bất định chính sách kinh tế ở quốc gia sở tại và các biến còn lại trong mô hình hầu hết không thay đổi dấu. Nhóm tác giả kết luận, kết quả nghiên cứu vững khi sử dụng các phương pháp ước lượng thay thế trong mô hình với các biến độc lập thay thế.

Đầu tư và nắm giữ tiền dưới tác động của bất định chính sách kinh tế của Trung Quốc

Theo lý thuyết quyền chọn thực, Gulen và Ion (2013) lập luận rằng khi đối mặt với bất định chính sách kinh tế gia tăng, công ty sẽ có lợi hơn nếu trì hoãn một số kế hoạch đầu tư, tác động cơ học của hành động này sẽ làm gia tăng lượng tiền mặt tích trữ. Đây cũng là mối quan hệ mà nhóm tác giả đã ghi nhận trong kết quả hồi quy ở cột (2) và cột (4) của Bảng 5, đầu tư công ty có quan hệ ngược chiều với tiền mặt, β_3 của Mô hình (1) có dấu âm trong tất cả các mô hình hồi quy đã trình bày ở trên. Để kiểm tra kỹ hơn mối quan hệ giữa đầu tư và nắm giữ tiền công ty dưới tác động của bất định chính sách, nhóm tác giả giả bổ sung thêm biến tương tác của đầu tư và bất định chính sách kinh tế của Trung Quốc vào Mô hình (1) và có được Mô hình (2) như sau:

$$\text{CASH}_{it} = \alpha_i + \beta_1 \text{WUI_CHN}_{t-1} + \beta_2 \text{WUI}_{it} + \beta_3 \text{INV}_{it} + \beta_4 (\text{WUI_CHN}_{t-1} \times \text{INV}_{it}) + \beta_5 \text{SIZE}_{it} + \beta_6 \text{MTB}_{it} + \beta_7 \text{WC}_{it} + \beta_8 \text{LEV}_{it} + \beta_9 \text{DIV}_{it} + \beta_{10} \text{ROA}_{it} + \beta_{11} \text{GDPG}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Trong đó, $(\text{WUI_CHN} \times \text{INV})$ là biến tương tác giữa bất định chính sách kinh tế của Trung Quốc và đầu tư công ty i năm t . Các biến độc lập và phụ thuộc còn lại vẫn giống như trong Mô hình (1) đã trình bày ở trên. Trong điều kiện bất định chính sách kinh tế gia tăng, công ty trì hoãn đầu tư một số dự án khiến lượng tiền mặt tích lũy tăng lên. Tuy nhiên, theo kết quả đã trình bày ở trên, bất định chính sách kinh tế cao cũng làm suy giảm lượng tiền mặt của công ty do tình hình suy giảm tăng trưởng và lợi nhuận. Vì thế, nhóm tác giả dự đoán rằng, bất định chính sách kinh tế có thể làm giảm tác động ngược chiều của đầu tư lên nắm giữ tiền, nghĩa là β_4 có dấu kỳ vọng là dương.

Bảng 8.

Kết quả hồi quy với biến tương tác giữa bất định chính sách kinh tế của Trung Quốc và đầu tư công ty thuộc 6 nước Đông Nam Á.

	Kết quả hồi quy FE Mô hình (1)	Kết quả hồi quy FE Mô hình (2)	Kết quả hồi quy GLS Mô hình (1)	Kết quả hồi quy GLS Mô hình (2)
	(1)	(2)	(3)	(4)
WUI_CHN	-0,628*** [-3,750]	-0,567*** [-3,350]	-0,039*** [-9,200]	-0,076*** [-8,030]
WUI	-0,001 [-0,060]	-0,003 [-0,140]	-0,040*** [-8,200]	-0,096*** [-12,320]
INV	-0,101*** [-4,420]	-0,200*** [-4,440]	-0,127*** [-46,400]	-0,082*** [-4,710]
WUI_CHN x INV		0,546** [2,530]		0,179** [2,160]
SIZE	-0,020** [-2,340]	-0,019** [-2,180]	-0,010*** [-9,790]	-0,010*** [-16,360]
MTB	0,018*** [4,390]	0,018*** [4,410]	0,021*** [41,880]	0,007*** [5,140]
WC	-0,277*** [-12,950]	-0,277*** [-13,020]	-0,301*** [-87,890]	-0,128*** [-27,720]
LEV	-0,082*** [-6,020]	-0,083*** [-6,070]	-0,054*** [-30,290]	-0,083*** [-23,630]
DIV	0,003 [1,240]	0,003 [1,200]	-0,002*** [-2,590]	0,001 [0,870]
ROA	0,379*** [8,010]	0,378*** [8,030]	0,226*** [23,330]	0,260*** [13,960]
GDPG	-0,196** [-2,070]	-0,192** [-2,040]	-0,200*** [-12,040]	-0,315*** [-8,970]
Kiểm soát tác động cổ định công ty	Có	Có	Không	Không

	Kết quả hồi quy FE Mô hình (1)	Kết quả hồi quy FE Mô hình (2)	Kết quả hồi quy GLS Mô hình (1)	Kết quả hồi quy GLS Mô hình (2)
	(1)	(2)	(3)	(4)
Kiểm soát tác động cố định thời gian	Có	Có	Không	
Hiệu chỉnh sai số chuẩn	Có	Có	Không	Không
Số lượng quan sát	8.034	8.034	7.690	7.690
Hệ số xác định R ²	0,148	0,150		

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

Số trong ngoặc vuông [] ở cột (1) và (2) là thống kê t, ở cột (3) và (4) là thống kê z.

Bảng 8 trình bày kết quả hồi quy FE (cột (1) và cột (2)) và GLS (cột (3) và cột (4)) nhằm xem xét tác động của đầu tư đến nắm giữ tiền trong điều kiện có tác động của bất định chính sách kinh tế. Kết quả hồi quy Mô hình (2) trong Bảng 8 phù hợp với lập luận và kỳ vọng của nhóm tác giả. β_4 (WUI_CHN x INV) có dấu dương trong khi β_3 (INV) có dấu âm, hệ số hồi quy β_3 (INV) ở cột (4) Bảng 5 (−0,127) có giá trị lớn hơn hệ số hồi quy ở cột (4) Bảng 8 (−0,082) thể hiện tác động làm suy giảm mức độ trong mối quan hệ ngược chiều giữa đầu tư và nắm giữ tiền.

Kết quả hồi quy ở cả bốn cột trong Bảng 8 có mức ý nghĩa hầu hết ở mức 1%, ngoại trừ vài trường hợp có ý nghĩa ở mức 5%. Các biến kiểm soát có dấu không đổi và phù hợp với các kết quả trước đó, thể hiện tính vững của kết quả nghiên cứu.

5. Kết luận

Nghiên cứu này sử dụng chỉ số World Uncertainty Index (WUI) của Ahir và cộng sự (2018) để tính toán mức độ bất định hàng năm trong chính sách kinh tế của Trung Quốc và xem xét ảnh hưởng của nó tới quyết định nắm giữ tiền của các công ty thuộc 6 nền kinh tế nhỏ trong khu vực Đông Nam Á có mối quan hệ kinh tế mật thiết với Trung Quốc. Mẫu nghiên cứu gồm 1.866 công ty trong giai đoạn 2010–2018. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng, sự gia tăng bất định trong chính sách kinh tế của Trung Quốc làm suy giảm tỷ lệ nắm giữ tiền trong các công ty thuộc Đông Nam Á. Mối quan hệ này là nhất quán sau khi kiểm soát các yếu tố cơ bản có khả năng tác động đến quyết định nắm giữ tiền của doanh nghiệp và kiểm soát tác động cố định theo công ty và theo năm. Đồng thời, kết quả nghiên cứu cũng vững khi xem xét các vi phạm giả định hồi quy bằng mô hình GLS và khi thay thế biến bất định chính sách kinh tế của Trung Quốc bằng các phương pháp đo lường khác nhau. Nguyên nhân của việc giảm nắm giữ tiền được cho là bất định chính sách kinh tế gia tăng cản trở tăng trưởng, khiến các doanh nghiệp kiếm được ít lợi nhuận hơn và do đó có ít tiền mặt tồn quỹ hơn. Kết quả này phù hợp với kết quả thực nghiệm trong nghiên cứu trước đây được thực hiện ở Trung Quốc.

Kết quả nghiên cứu của bài viết cung cấp bằng chứng cho lập luận của lý thuyết quyền chọn thực, trong điều kiện bất định chính sách kinh tế gia tăng, công ty trì hoãn một số dự án và tác động cơ học làm tiền mặt tích lũy tăng lên, tuy nhiên, trong điều kiện bất định chính sách kinh tế gia tăng, do suy

giảm lợi nhuận khiến công ty kiếm được ít tiền hơn, do đó, tác động dồn tích tiền mặt do trì hoãn đầu tư bị suy giảm đáng kể.

Cuối cùng, kết quả nghiên cứu của nhóm tác giả đã củng cố bằng chứng về việc mở rộng thêm một yếu tố tác động đáng kể đến quyết định nắm giữ tiền của công ty, bên cạnh các yếu tố đã được đề xuất bởi nhiều học giả trước đó. Vì thế, kết quả nghiên cứu này hàm ý rằng yếu tố môi trường kinh doanh có tác động không nhỏ đến hoạt động tài chính công ty, trong bối cảnh hội nhập kinh tế quốc tế, môi trường kinh doanh của doanh nghiệp không chỉ bị ảnh hưởng bởi kinh tế vĩ mô trong nước mà còn chịu tác động bởi cả chính sách của quốc gia chi phối. Cụ thể ở đây là Trung Quốc – quốc gia có quan hệ thương mại và đầu tư chi phối với vùng lãnh thổ mà công ty hoạt động – các nước ở khu vực Đông Nam Á. Do đó, nhóm tác giả khuyến nghị các nhà quản trị, nhà hoạch định chính sách cần lưu tâm đến chính sách của quốc gia chi phối khi hoạch định chiến lược tài chính công ty, đặc biệt là đối với những quốc gia đang vươn tầm ảnh hưởng đến phần còn lại của thế giới đem theo nhiều bất ổn tiềm tàng như Trung Quốc■

Tài liệu tham khảo

- Ah, O. Y. (2017). China's Economic Ties with Southeast Asia. *World Economy Brief*, 7(18), 1–8.
- Ahir, H., Bloom, N., & Furceri, D. (2018) *The World Uncertainty Index*. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3275033> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3275033>
- Ahmed, A. D., & Huo, R. (2019). Impacts of China's crash on Asia-Pacific financial integration: Volatility interdependence, information transmission and market co-movement. *Economic Modelling*, 79, 28–46. doi: 10.1016/j.econmod.2018.09.029
- Al-Najjar, B. (2013). The financial determinants of corporate cash holdings: Evidence from some emerging markets. *International Business Review*, 22(1), 77–88. doi: 10.1016/j.ibusrev.2012.02.004
- Al-Thaqeb, S., Javadi, S., & Mollagholamali, M. (2019). Economic Policy Uncertainty and Corporate Cash Holdings: An International Evidence, *SSRN Electronic Journal*. doi: 10.2139/ssrn.3420118
- Attig, N., El Ghoul, S., Guedhami, O., & Zheng, X. (2018). *Dividends and Economic Policy Uncertainty: International Evidence*. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3295228> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3295228>
- Baker, S. R., Bloom, N., & Davis, S. J. (2016). Measuring economic policy uncertainty. *The Quarterly Journal of Economics*, 131(4), 1593–1636. doi: 10.1093/qje/qjw024
- Baker, S., Bloom, N., Davis, S. J., & Wang, X. (2013). A measure of economic policy uncertainty for China. *Work-in-Progress*, University of Chicago, Chicago.
- Baum, C. F., Caglayan, M., Stephan, A., & Talavera, O. (2008). Uncertainty determinants of corporate liquidity. *Economic Modelling*, 22(5), 833–849. doi: 10.1016/j.econmod.2007.11.006
- Baum, C. F., Chakraborty, A., Han, L., & Liu, B. (2012). The effects of uncertainty and corporate governance on firms' demand for liquidity. *Applied Economics*, 44(4), 515–525. doi: 10.1080/00036846.2010.508733
- Bernanke, B. S. (1983). Irreversibility, uncertainty, and cyclical investment. *The Quarterly Journal of Economics*, 98(1), 85–106. doi: 10.2307/1885568

- Bhaduri, S. N., & Kanti, M. (2011). Macroeconomic uncertainty and corporate liquidity: The Indian case. *Macroeconomics and Finance in Emerging Market Economies*, published online, 167–180. doi: 10.1080/17520843.2011.548622
- Boubakri, N., Ghoul, S. El, & Saffar, W. (2013). Cash holdings of politically connected firms. *Journal of Multinational Financial Management*, 23(4), 338–355. doi: 10.1016/j.mulfin.2013.06.002
- Chen, J., Jiang, F., & Tong, G. (2017). Economic policy uncertainty in China and stock market expected returns. *Accounting and Finance*, 57(5), 1265–1286. doi: 10.1111/acfi.12338
- Davis, B. S. J., Liu, D., & Sheng, X. S. (2019). Economic Policy Uncertainty in China Since 1949: The View from Mainland Newspapers. *Working Paper*. Retrieved from <https://static1.squarespace.com/static/5e2ea3a8097ed30c779bd707/t/5f7f49d054a84229354fe9ab/1602177496854/EPU+in+China%2C+View+from+Mainland+Newspapers%2C+August+2019.pdf>
- Demir, E., & Ersan, O. (2017). Economic policy uncertainty and cash holdings: Evidence from BRIC countries. *Emerging Markets Review*, 33, 189–200. doi: 10.1016/j.ememar.2017.08.001
- Dittmar, A., Mahrt-Smith, J., & Servaes, H. (2003). International Corporate Governance and Corporate Cash Holdings. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 111–133. doi: 10.2307/4126766
- Fama, E. F., & French, K. R. (1998). Taxes, financing decisions, and firm value. *Journal of Finance*, 53(3), 819–843. doi: 10.1111/0022-1082.00036
- Gao, J., Grinstein, Y., & Wang, W. (2014). *Cash Holdings, Precautionary Motives, and Systematic Uncertainty*. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2478349> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2478349>
- Gulen, H., & Ion, M. (2013). Policy uncertainty and corporate investment. *Review of Financial Studies*, 29(3), 523–564. doi: 10.1093/rfs/hhv050
- Harford, J., Mansi, S. A., & Maxwell, W. F. (2008). Corporate governance and firm cash holdings in the US. *Journal of Financial Economics*, 87(3), 535–555. doi: 10.1016/j.jfineco.2007.04.002
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. doi: 10.1016/0304-405X(76)90026-X
- Kim, C., Mauer, D., & Sherman, A. (1998). The determinants of corporate liquidity: Theory and evidence. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 33(3), 335–359.
- 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. doi: 10.1016/0304-405X(84)90023-0
- Ndou, E., & Mokoena, T. (2019). Do companies' cash holdings impact the transmission of economic policy uncertainty shocks to capital formation?. In: *Inequality, Output-Inflation Trade-Off and Economic Policy Uncertainty* (pp. 453–470). London: Palgrave Macmillan. doi: 10.1007/978-3-030-19803-9_32
- Oh, Y. A., Shin, M., Kim, M. L., & Lee, S. (2017). China and Southeast Asia: Expanding Economic Engagement. *SSRN Electronic Journal*. doi: 10.2139/ssrn.3063878

- 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. doi: 10.1016/s0304-405x(99)00003-3
- Orens, R., & Reheul, A. M. (2013). Do CEO demographics explain cash holdings in SMEs? *European Management Journal*, 31(6), 549–563. doi: 10.1016/j.emj.2013.01.003
- Pástor, L., & Veronesi, P. (2012). Uncertainty about Government Policy and Stock Prices. *Journal of Finance*, 67(4), 1219–1264. doi: 10.1111/j.1540-6261.2012.01746.x
- Pinkowitz, L. F., Williamson, R. G., & Stulz, R. M. (2005). *Do Firms in Countries with Poor Protection of Investor Rights Hold More Cash?* (Dice Center Working Paper No. 2003-29). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=476442> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.476442>
- Rodrik, D. (1991). Policy uncertainty and private investment in developing countries. *Journal of Development Economics*, 36(2), 229–242. doi: 10.1016/0304-3878(91)90034-S
- Mai Thị Thanh Trà, & Trần Thị Hải Lý. (2020). Chính sách kinh tế bất định từ Trung Quốc và đầu tư của các công ty thuộc khu vực Đông Nam Á. *Tạp chí Kinh tế và Ngân hàng châu Á*, 178+179, 5–18.
- Wang, Y., Chen, C. R., & Huang, Y. S. (2014). Economic policy uncertainty and corporate investment: Evidence from China. *Pacific Basin Finance Journal*, 26, 227–243. doi: 10.1016/j.pacfin.2013.12.008
- Wright, I. (2015). Firm Investment and the Term Structure of Uncertainty. *SIEPR Discussion Paper No. 15-014*. Retrieved from https://siepr.stanford.edu/sites/default/files/publications/15-014_0.pdf
- 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. doi: 10.1016/j.jcorpfin.2016.08.007
- Zhang, D., Lei, L., Ji, Q., & Kutan, A. M. (2019). Economic policy uncertainty in the US and China and their impact on the global markets. *Economic Modelling*, 79, 47 – 56. doi: 10.1016/j.econmod.2018.09.028