



Rủi ro địa chính trị và nguy cơ mất khả năng thanh toán: Bằng chứng thực nghiệm từ các doanh nghiệp ở Đông Nam Á

TRẦN PHƯƠNG THẢO ^{a,*}, LÊ ANH TUẤN ^b

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

^b Đại học Quốc Lập Trung Ương (National Central University), Đài Loan

THÔNG TIN	TÓM TẮT
Ngày nhận: 16/03/2021 Ngày nhận lại: 22/06/2021 Duyệt đăng: 23/06/2021 Mã phân loại JEL: G32; E22; D81 Từ khóa: Rủi ro địa chính trị; Mất khả năng thanh toán; Nắm giữ tiền mặt; Doanh nghiệp sản xuất. Keywords: Geopolitical risk; Insolvency risk; Cash holdings; Manufacturing firms.	Bài báo này xem xét ảnh hưởng của rủi ro địa chính trị đến nguy cơ mất khả năng thanh toán của các doanh nghiệp ở bốn quốc gia thuộc khu vực ASEAN. Sử dụng mẫu nghiên cứu gồm 13.587 quan sát trong giai đoạn 1995–2018, thông qua các phương pháp ước lượng như: Mô hình ảnh hưởng cố định và mô hình hồi quy GMM, nghiên cứu cho kết quả chắc chắn rằng rủi ro địa chính trị có mối quan hệ cùng chiều với nguy cơ mất khả năng thanh toán của doanh nghiệp. Phân tích sâu hơn cho thấy tác động của rủi ro địa chính trị đến nguy cơ mất khả năng thanh toán của doanh nghiệp nghiêm trọng hơn đối với các doanh nghiệp sản xuất. Tuy nhiên, các công ty nắm giữ nhiều tiền mặt có thể giảm thiểu tác động tiêu cực này tốt hơn. Abstract This paper examines the effect of geopolitical risk on corporate insolvency risk in four ASEAN countries. Using an extensive sample of 13,587 firm-year observations spanning from 1995 to 2018, the authors find that geopolitical risk is positively associated with firm insolvency risk. The findings are robust to alternative estimation methods such as firm-fixed effects model, and a system-generalized method of moments regression model. Further analysis shows that the adverse impact of geopolitical risk on firm insolvency is more pronounced for manufacturing firms. However, firms with greater cash holdings can better mitigate this negative impact.

* Tác giả liên hệ.

Email: thao.tran@isb.edu.vn (Trần Phương Thảo), tuanlechris@g.ncu.edu.tw (Lê Anh Tuấn)

Trích dẫn bài viết: Trần Phương Thảo, & Lê Anh Tuấn. (2020). Rủi ro địa chính trị và nguy cơ mất khả năng thanh toán: Bằng chứng thực nghiệm từ các doanh nghiệp ở Đông Nam Á. *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế và Kinh doanh Châu Á*, 31(12), 66–84.

1. Giới thiệu

Rủi ro địa chính trị (Geopolitical Risk – GPR) là những biến động liên quan đến sự căng thẳng giữa các quốc gia, các mối đe dọa chiến tranh, xung đột nội bộ liên quan đến quân sự và các hành động khủng bố (Caldara & Iacoviello, 2018). GPR có thể ảnh hưởng trực tiếp đến quá trình sản xuất, kinh doanh, cũng như hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Trong thời gian gần đây, nhiều bằng chứng thực nghiệm cho thấy tác động mạnh mẽ của GPR đối với cả các biến số kinh tế vĩ mô lẫn vi mô. Cụ thể, những bất ổn về địa lý và chính trị ảnh hưởng đến đầu ra và tăng trưởng kinh tế (Akadiri và cộng sự, 2019; Lee & Lee, 2020), lợi nhuận cổ phiếu (Corbet và cộng sự, 2018). Ở cấp độ doanh nghiệp, GPR tác động đáng kể tới quyết định nắm giữ tiền mặt (Demir và cộng sự, 2019; Lee & Wang, 2021), hiệu quả hoạt động của công ty (Lee & Lee, 2020; Tiwari và cộng sự, 2019), cấu trúc vốn (Khoo & Cheung, 2021), và hoạt động đầu tư (Le & Tran, 2021).

Các nghiên cứu trước đây cho thấy GPR ảnh hưởng mạnh mẽ đến hoạt động của doanh nghiệp. Thứ nhất, rủi ro này gia tăng chi phí vận hành của doanh nghiệp (Kotcharin & Maneenop, 2020). Những cuộc tấn công khủng bố, đe dọa chiến tranh có thể gây gián đoạn quá trình kinh doanh và chuỗi cung ứng hàng hóa, dẫn đến chi phí sản xuất gia tăng, cuối cùng là lợi nhuận bị sụt giảm. Thứ hai, GPR có thể ảnh hưởng đến thị trường tài chính toàn cầu, nơi cung cấp nguồn vốn cần thiết cho hoạt động đầu tư sinh lợi của doanh nghiệp. Homan (2006) đưa ra bằng chứng rằng cuộc tấn công khủng bố ngày 11/9 có tác động tiêu cực đến thanh khoản, lợi nhuận của thị trường tài chính, và dẫn đến sự gia tăng rủi ro hệ thống. Kết quả là doanh nghiệp đối mặt với những gánh nặng tài chính do phải chấp nhận chi phí vốn cao hơn. Bên cạnh đó, GPR cũng tác động trực tiếp đến doanh thu và lợi nhuận kinh doanh của doanh nghiệp. Điển hình, Tiwari và cộng sự (2019) khảo sát về ảnh hưởng của GPR trong ngành du lịch và đưa ra bằng chứng chắc chắn rằng GPR dẫn đến sự sụt giảm doanh thu, suy giảm hiệu quả hoạt động trong dài hạn. Như vậy, dễ dàng thấy rằng GPR ảnh hưởng tiêu cực đến sự ổn định tài chính của doanh nghiệp, dẫn đến nguy cơ mất khả năng thanh toán cao hơn.

Mặc dù có khá nhiều nghiên cứu đưa ra bằng chứng về mối quan hệ giữa GPR và chính sách của doanh nghiệp (Demir và cộng sự, 2019; Khoo & Cheung, 2021; Lee & Lee, 2021; Lee & Wang, 2021; Tiwari và cộng sự, 2019), tác động của GPR đối với nguy cơ mất khả năng thanh toán vẫn còn rất giới hạn và chưa được nghiên cứu một cách chuyên sâu, đặc biệt là trong bối cảnh các quốc gia ở Đông Nam Á – khu vực được xem là thị trường lao động lớn thứ ba trên thế giới và giữ vai trò quan trọng trong quy trình sản xuất toàn cầu khi xảy ra chiến tranh thương mại Mỹ – Trung Quốc¹. Do vậy, các biến cố chính trị và mâu thuẫn nói chung và rủi ro địa chính trị nói riêng được xem là sẽ có thể gây ra những bất ổn lớn cho các doanh nghiệp ở các quốc gia trong khu vực này. Trong bài báo này, nhóm tác giả lấp đầy khoảng trống nghiên cứu hiện tại bằng cách kiểm định mối quan hệ giữa GPR và nguy cơ mất khả năng thanh toán của các doanh nghiệp ở bốn quốc gia thuộc khu vực Đông Nam Á.

Thông qua sử dụng một mẫu dữ liệu gồm 13.587 quan sát ở bốn quốc gia khu vực Đông Nam Á, bao gồm: Thái Lan, Indonesia, Philippines, và Malaysia giai đoạn 1995–2018, nhóm tác giả thấy rằng GPR làm gia tăng nguy cơ mất khả năng thanh toán của doanh nghiệp. Phân tích sâu hơn, bằng chứng cho thấy doanh nghiệp sản xuất chịu ảnh hưởng nghiêm trọng hơn từ tác động của GPR đối với mất

¹ Chi tiết có thể truy cập tại <https://www.business-sweden.com/contentassets/c5d9f4d114f14219a3f0be9c3ac80145/the-rise-of-the-southeast-asian-tigers.pdf>

khả năng thanh toán của doanh nghiệp. Tuy nhiên, doanh nghiệp nắm giữ nhiều tiền mặt có thể giảm thiểu tác động tiêu cực của GPR đối với nguy cơ mất khả năng thanh toán của công ty họ.

Nghiên cứu của nhóm tác giả có những đóng góp quan trọng cho các nghiên cứu hiện có. Cụ thể:

Thứ nhất, nghiên cứu này bổ sung bằng chứng thực nghiệm về ảnh hưởng của GPR đối với hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, góp phần củng cố thêm một số nghiên cứu trong thời gian gần đây, chẳng hạn, nghiên cứu về: Quyết định nắm giữ tiền mặt (Demir và cộng sự, 2019; và Lee & Wang, 2021), hiệu quả hoạt động của công ty (Lee & Lee, 2020; Tiwari và cộng sự, 2019), cấu trúc vốn (Khoai & Cheung, 2021). Nhóm tác giả đưa ra bằng chứng thực nghiệm rằng GPR gia tăng rủi ro mất khả năng thanh toán của doanh nghiệp. Bên cạnh đó, nhóm tác giả sử dụng dữ liệu từ bốn quốc gia ở khu vực Đông Nam Á, đây là những quốc gia chưa có nhiều nghiên cứu về bằng chứng thực nghiệm ở thời điểm hiện tại.

Thứ hai, nghiên cứu này bổ sung bằng chứng thực nghiệm trong việc tìm kiếm những nhân tố ảnh hưởng đến rủi ro mất khả năng thanh toán của doanh nghiệp. Đặc biệt hơn, nhóm tác giả cũng khẳng định vai trò quan trọng của nắm giữ tiền mặt như đề xuất của lý thuyết động cơ dự phòng của tiền bởi vì tiền hỗ trợ doanh nghiệp vượt qua những cú sốc ngoại sinh đối với hoạt động sản xuất kinh doanh. Vì vậy, kết quả từ nghiên cứu này có thể cung cấp những hàm ý về mặt chính sách cho chính phủ để đưa ra các quy định thích hợp nhằm giúp hỗ trợ nền kinh tế vượt qua những cú sốc đến từ môi trường bên ngoài. Bên cạnh đó, bằng chứng thực nghiệm cũng hữu ích cho các nhà quản lý doanh nghiệp trong việc xây dựng những chính sách và quyết định phù hợp, giúp doanh nghiệp vượt qua những giai đoạn bất ổn về địa lý và chính trị để cải thiện hiệu quả kinh doanh trong dài hạn.

Các phần tiếp theo của nghiên cứu bao gồm các nội dung sau: Phần 2 tổng quan các nghiên cứu và giả thuyết; phần 3 thảo luận về phương pháp nghiên cứu; phần 4 trình bày kết quả thực nghiệm; và cuối cùng là phần 5, kết luận.

2. Tổng quan nghiên cứu và giả thuyết

Chỉ số GPR được phát triển bởi Caldara và Iacoviello (2018) để tìm hiểu tác động của tấn công khủng bố, nguy cơ chiến tranh và những bất ổn khác có liên quan đến môi trường địa lý và chính trị toàn cầu đối với các biến số kinh tế khác nhau. So với chỉ số bất định chính sách kinh tế (Baker và cộng sự, 2016) và chỉ số biến động thị trường chứng khoán (Bloom, 2009), chỉ số GPR phản ánh chính xác hơn biến động của các sự kiện địa chính trị có liên quan, ví dụ như việc Nga sáp nhập Crimea, hoặc những bất ổn liên quan các cuộc tấn công khủng bố (Demir và cộng sự, 2019). Kể từ khi ra đời, chỉ số này nhận được sự quan tâm của nhiều nhà nghiên cứu bởi vì nó có tác động mạnh mẽ đến các biến số kinh tế ở cả cấp độ vĩ mô lẫn vi mô. Chẳng hạn, Akadiri và cộng sự (2019) phát hiện rằng GPR ảnh hưởng tiêu cực đến tăng trưởng kinh tế cả trong ngắn hạn và dài hạn, bằng chứng từ sự sụt giảm đáng kể của GDP thực trong thời kỳ có nhiều bất ổn. Cheng và Chiu (2018) chỉ ra bằng chứng nhất quán rằng các cú sốc rủi ro địa chính trị toàn cầu dẫn đến giảm GDP từ 13 đến 22% ở 38 quốc gia mới nổi. Antonakakis và cộng sự (2017) tìm ra mối quan hệ trái chiều giữa GPR với lợi nhuận và biến động giá dầu. Wang và Young (2020) chứng minh rằng GPR từ các cuộc tấn công khủng bố là động lực chính của sự biến động mạnh mẽ và lợi nhuận sụt giảm của những thị trường chứng khoán; trong đó, Wang và Young (2020) nhận thấy rằng sự gia tăng một độ lệch chuẩn trong

GPR, dẫn đến một sự sụt giảm 75,09 triệu đô la dòng vốn cổ phần và tăng 56,81 triệu đô la cho quỹ trái phiếu chính phủ.

Dưới góc độ doanh nghiệp, Gulen và Ion (2015) nhận thấy rằng GPR khiến doanh nghiệp trì hoãn các quyết định đầu tư, cụ thể, họ sẽ dừng các hoạt động đầu tư vốn đến 8 quý để chờ một thời điểm thích hợp hơn trong tương lai. Lee và Wang (2021) cũng đưa ra bằng chứng rằng doanh nghiệp có xu hướng dự trữ nhiều tiền mặt hơn như một biện pháp phòng ngừa khi đối mặt với GPR. Quyết định này có ý nghĩa đáng kể hơn đối với các doanh nghiệp gặp khó khăn về tài chính và doanh nghiệp sản xuất bởi vì những doanh nghiệp này có sự biến động cao về dòng tiền kinh doanh. Bên cạnh đó, GPR làm tăng sự bất cân xứng thông tin giữa các công ty và các tổ chức cho vay, dẫn đến những khó khăn trong việc tiếp cận tín dụng. Cuculiza và cộng sự (2021) đưa ra bằng chứng thực nghiệm rằng các nhà phân tích đưa ra dự báo tài chính thiếu chính xác và bị quan hơn ở những khu vực có GPR cao. Do đó, các ngân hàng ở các khu vực có GPR cao có xu hướng giảm quy mô cho vay (Hu & Gong, 2019). Ngoài ra, để bù đắp cho mức độ rủi ro cao hơn, các ngân hàng sẽ tăng lãi suất, dẫn đến tăng chi phí nợ cho các công ty (Chi & Li, 2017). Do đó, các doanh nghiệp sẽ phải đối mặt với nguy cơ mất khả năng thanh toán cao hơn do không thể hoàn trả nợ gốc cũng như lãi suất cho ngân hàng. Tổng hợp tất cả những luận điểm trên, nhóm tác giả đề xuất giả thuyết đầu tiên như sau:

Giả thuyết H₁: GPR gia tăng nguy cơ mất khả năng thanh toán của doanh nghiệp.

Nhiều nghiên cứu cũng đưa ra bằng chứng về vai trò của dự trữ tiền mặt trong ứng phó với những cú sốc bất lợi từ bên ngoài. Theo lý thuyết động cơ tiết kiệm dự phòng, tiền mặt đóng vai trò quan trọng trong việc giảm sự biến động của dòng tiền trong tương lai, cho phép doanh nghiệp cải thiện hiệu quả đầu tư trong những thời kỳ không chắc chắn. Duchin và cộng sự (2010) cho thấy nắm giữ tiền mặt là một kênh tài chính nội bộ, góp phần gia tăng tiềm lực tài chính sẵn có để giảm chi phí tài trợ bên ngoài, do đó giảm thiểu tác động tiêu cực của cú sốc kinh tế, trong đó, rủi ro địa chính trị là một ví dụ điển hình. Một số nghiên cứu cho thấy doanh nghiệp có xu hướng nắm giữ nhiều tiền mặt hơn để đối phó với GPR như: Demir và cộng sự (2019), Wang và cộng sự (2021). Kotcharin và Maneenop (2020) chỉ ra rằng để ứng phó với bất định địa chính trị, các doanh nghiệp ở châu Á có xu hướng nắm giữ nhiều tiền mặt hơn, đặc biệt, các doanh nghiệp bị hạn chế tài chính. Tuy nhiên, Kotcharin và Maneenop (2020) cũng khẳng định không tồn tại mối quan hệ giữa rủi ro địa chính trị và nắm giữ tiền mặt ở các doanh nghiệp thuộc các quốc gia khác trên thế giới. Cùng quan điểm, nghiên cứu của Lee và Wang (2021) cho thấy các doanh nghiệp bị ảnh hưởng bởi các rào cản tài chính có khuynh hướng nắm giữ tiền mặt nhiều hơn khi GPR gia tăng. Trên cơ sở đó, nghiên cứu này kỳ vọng rằng ảnh hưởng tiêu cực của GPR đối với sự ổn định tài chính của doanh nghiệp sẽ trở nên ít đáng kể hơn nếu như doanh nghiệp nắm giữ một lượng lớn tiền mặt. Vì vậy, nhóm tác giả đề xuất giả thuyết thứ hai như sau:

Giả thuyết H₂: Ảnh hưởng cùng chiều của GPR đến nguy cơ mất khả năng thanh toán của doanh nghiệp thì ít đáng kể hơn đối với doanh nghiệp nắm giữ nhiều tiền mặt.

Caldara và Iacoviello (2018) chỉ ra rằng doanh nghiệp trong lĩnh vực sản xuất chịu nhiều tác động nghiêm trọng hơn từ GPR bởi vì môi trường sản xuất kinh doanh sẽ bị ảnh hưởng trực tiếp nếu như xuất hiện các sự kiện tấn công khủng bố, chiến tranh. Lee và Wang (2021) ủng hộ quan điểm này bằng cách đưa ra bằng chứng rằng GPR làm gia tăng quyết định dự trữ tiền mặt ở cấp độ doanh nghiệp. Hơn nữa, Lee và Wang (2021) cũng phát hiện doanh nghiệp sản xuất bị ảnh hưởng nặng nề hơn, nên họ cũng nắm giữ một lượng tiền mặt lớn hơn. Dựa trên dòng lập luận này, nếu như GPR làm

gia tăng sự mỏng manh tài chính của doanh nghiệp ở các quốc gia Đông Nam Á, nhóm tác giả dự đoán ảnh hưởng này sẽ trở nên nghiêm trọng hơn đối với các doanh nghiệp sản xuất. Từ đó, nhóm tác giả đề xuất giả thuyết thứ ba như sau:

Giả thuyết H3: Ảnh hưởng cùng chiều của GPR đến nguy cơ mất khả năng thanh toán của doanh nghiệp thì nghiêm trọng hơn đối với doanh nghiệp sản xuất.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu

Nghiên cứu này kết hợp một số cơ sở dữ liệu: Dữ liệu kế toán được trích xuất từ Compustat Global²; chỉ số GPR thu thập từ Caldara và Iacoviello (2018)³; về các biến kinh tế vĩ mô, nhóm tác giả sử dụng chỉ số về chất lượng quản trị quốc gia của Heritage Foundation⁴; một số biến về tăng trưởng nền kinh tế và lạm phát được thu thập từ Ngân hàng Thế giới⁵. Nhóm tác giả bắt đầu bằng cách thu thập dữ liệu kế toán của các quốc gia Đông Nam Á có chỉ số GPR, bao gồm: Philippines, Indonesia, Malaysia và Thái Lan. Các doanh nghiệp trong lĩnh vực tài chính, ngân hàng bị loại bỏ ra khỏi mẫu bởi vì báo cáo tài chính của những doanh nghiệp này khác với các doanh nghiệp khác một cách đáng kể. Nhóm tác giả cũng loại trừ các doanh nghiệp có tổng tài sản âm hoặc các giá trị quan sát bị trống. Để giảm bớt ảnh hưởng của các giá trị ngoại lai, nghiên cứu này cũng loại trừ những giá trị ở mức 2% trên và dưới cho mỗi biến giá trị liên tục. Mẫu cuối cùng là một dữ liệu bảng không cân bằng (Unbalanced Panel Data) với 13.587 quan sát từ bốn quốc gia Đông Nam Á trong giai đoạn 1995–2018.

3.2. Đo lường các biến

3.2.1. Rủi ro mất khả năng thanh toán

Dựa trên các nghiên cứu trước đây của Altman (1968), Boubaker và cộng sự (2020), Cho và cộng sự (2021), nhóm tác giả sử dụng ZSCORE để đo lường nguy cơ mất khả năng thanh toán. ZSCORE được tính toán như sau:

$$ZSCORE = 1,2X1 + 1,4X2 + 3,3X3 + 0,6X4 + 0,999X5 \quad (1)$$

Trong đó,

X1: Tỷ lệ vốn lưu động trên tổng tài sản;

X2: Tỷ lệ thu nhập giữ lại trên tổng tài sản;

X3: Tỷ lệ thu nhập trước thuế và lãi vay trên tổng tài sản;

X4: Tỷ lệ giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu trên tổng nợ phải trả;

X5: Tỷ lệ doanh thu thuần trên tổng tài sản.

² Compustat Global cung cấp dữ liệu kế toán và tài chính của các công ty niêm yết ở hơn 80 quốc gia, chiếm hơn 90% vốn hóa thị trường của thế giới. Dữ liệu của Compustat Global bao gồm hơn 96% vốn hóa thị trường châu Âu và 88% vốn hóa thị trường châu Á.

³ Dữ liệu có thể tải trực tiếp từ website của tác giả: <https://www2.bc.edu/matteo-iacoviello/gpr.htm>

⁴ Dữ liệu có thể truy cập trực tiếp tại <https://www.heritage.org/index/business-freedom>

⁵ Ngân hàng Thế giới cung cấp dữ liệu về các chỉ số của nền kinh tế vĩ mô như: Tăng trưởng nền kinh tế và lạm phát tại <https://data.worldbank.org/indicator>

Giá trị của ZSCORE càng cao chứng tỏ công ty có sự ổn định tài chính càng cao, tức là nguy cơ mất khả năng thanh toán càng thấp. Để thuận tiện hơn cho phân tích, tương tự như Cho và cộng sự (2021), nhóm tác giả nhân giá trị ZSCORE với -1 . Bằng cách này, giá trị ZSCORE càng lớn chứng tỏ nguy cơ mất khả năng thanh toán càng cao.

3.2.2. *Rủi ro địa chính trị*

Mô hình của nhóm tác giả sử dụng thước đo rủi ro địa chính trị được phát triển bởi Caldara và Iacoviello (2018). Caldara và Iacoviello (2018) định nghĩa rủi ro địa chính trị là “rủi ro liên quan đến chiến tranh, hành động khủng bố và căng thẳng giữa các quốc gia ảnh hưởng đến quá trình bình thường và hòa bình của quan hệ quốc tế”. Cụ thể, Caldara và Iacoviello (2018) đã thống kê số lượng các bài báo liên quan đến các sự bất ổn định địa lý và chính trị trên 11 tờ báo lớn của Mỹ, Canada và Anh, bao gồm: Boston Globe, Chicago Tribune, Daily Telegraph, Financial Times, Globe and Mail, Guardian, Los Angeles Times, New York Times, Times, Wall Street Journal, và Washington Post. Caldara và Iacoviello (2018) sử dụng các từ khóa liên quan trực tiếp đến rủi ro địa chính trị, các sự kiện địa chính trị, căng thẳng liên quan đến quân sự, căng thẳng hạt nhân, chiến tranh và các mối đe dọa khủng bố để xác định các bài báo liên quan đến rủi ro địa chính trị. Chỉ số GPR được tính toán theo tháng, trong đó, Caldara và Iacoviello (2018) chia số lượng bài báo liên quan đến GPR cho tổng số bài báo, sau đó chuẩn hóa thành giá trị trung bình là 100. Tương tự như những nghiên cứu trước đây của Kotcharin và Maneenop (2020), Wang và cộng sự (2021), nhóm tác giả sử dụng chỉ số GPR trung bình của 12 tháng trong năm tài chính để đo lường rủi ro địa chính trị; sau đó, nhóm tác giả tiếp tục lấy logarit tự nhiên của chỉ số này để giảm thiểu sự ảnh hưởng của những giá trị ngoại lai, cũng như giảm độ nhọn của dữ liệu – cách làm này tương tự như Demir và cộng sự (2019), Kotcharin và Maneenop (2020). Nhóm tác giả đặt tên biến rủi ro địa chính trị này là $\ln(\text{GPR})$. Giá trị của $\ln(\text{GPR})$ càng cao chỉ ra mức độ của rủi ro địa chính trị càng cao. Rất nhiều nghiên cứu trong thời gian gần đây (ví dụ, Kotcharin & Maneenop, 2020; Lee & Lee, 2020; Lee & Wang, 2021; Tiwari và cộng sự, 2019) đã sử dụng chỉ số GPR từ Caldara và Iacoviello (2018) như một thước đo chính cho rủi ro địa chính trị.

3.2.3. *Biến kiểm soát*

Về các biến kiểm soát, nhóm tác giả sử dụng một số biến ở cấp công ty và cấp vĩ mô, có thể ảnh hưởng đến nguy cơ mất khả năng thanh toán của doanh nghiệp như được đề xuất trong các nghiên cứu trước đây (Cho và cộng sự, 2021; Coles và cộng sự, 2006; Faccio và cộng sự, 2006).

- *Quy mô và thời gian hoạt động (SIZE, AGE)*: Nghiên cứu này sử dụng SIZE, là logarit tự nhiên của tổng tài sản; và AGE, được tính bằng logarit tự nhiên của số năm kể từ khi thành lập. Do hoạt động quản lý rủi ro của doanh nghiệp bị ảnh hưởng bởi quy mô và chu kỳ hoạt động thông qua việc đa dạng hóa dòng sản phẩm của họ, do đó ảnh hưởng đến rủi ro và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp (Le & Doan, 2020; Nguyen và cộng sự, 2015). Bên cạnh đó, doanh nghiệp nhỏ thường đối mặt với thông tin bất cân xứng cao hơn, dẫn đến tình trạng khó khăn trong tiếp cận tín dụng cho đầu tư. Kết quả là doanh nghiệp nhỏ và non trẻ có tỷ lệ mất khả năng thanh toán cao hơn.

- *Tốc độ tăng trưởng (SG)*: Theo Coles và cộng sự (2006), Faccio và cộng sự (2006), tăng trưởng doanh thu có mối quan hệ trái chiều với nguy cơ mất khả năng thanh toán. Nhóm tác giả thêm vào mô hình biến SG, là tỷ lệ phần trăm tăng trưởng doanh số bán hàng trong khoảng thời gian hai năm.

- *Đòn bẩy tài chính (LEV)*: Đòn bẩy đóng vai trò quan trọng đối với chính sách tài chính của doanh nghiệp, nhóm tác giả thêm vào mô hình biến LEV, được đo lường bằng tỷ lệ của tổng nợ ngắn và dài

hạn trên tổng tài sản. Các công ty có tỷ lệ đòn bẩy tài chính cao có nguy cơ mất khả năng thanh toán cao hơn (Boubakri và cộng sự, 2013).

- *Tài sản cố định (FIXED)*: Các doanh nghiệp có tài sản cố định cao hơn có xu hướng chịu rủi ro đặc thù tương đối cao hơn (Nguyen, 2011), nhóm tác giả thêm vào mô hình biến tỷ lệ giữa tài sản cố định trên tổng tài sản (*FIXED*).

- *Sự biến động của lợi nhuận (SD_EBITDA)*: Độ lệch chuẩn của tỷ lệ giữa lợi nhuận trước thuế, lãi vay và khấu hao trên tổng tài sản. Tỷ số này được tính theo chu kỳ 5 năm. Sự biến động của lợi nhuận càng cao thì doanh nghiệp có khả năng mất khả năng thanh toán cao hơn (Crutchley & Hansen, 1989).

- *Tự do kinh doanh (BF)*: Chỉ số tự do kinh doanh từ Heritage Foundation. Chỉ số ở cấp quốc gia này nằm trong khoảng từ 0 đến 100, trong đó, 100 chỉ ra môi trường kinh doanh tự do nhất. Nguyen và cộng sự (2015) chỉ ra rằng chất lượng quản trị quốc gia và chất lượng thể chế là những nhân tố chính ảnh hưởng đến quyết định và hiệu suất doanh nghiệp.

- *Tăng trưởng nền kinh tế (GDP)*: Tỷ lệ tăng trưởng GDP.

- *Lạm phát (INF)*: Tỷ lệ lạm phát tính dựa trên GDP Deflator.

3.3. Mô hình thực nghiệm

Để kiểm định tác động của rủi ro địa chính trị đối với nguy cơ mất khả năng thanh toán, nhóm tác giả xây dựng mô hình sau:

$$ZSCORE_{i,j,k,t} = \alpha + \beta \ln(GPR)_{k,t} + \eta' X_{i,j,k,t} + \rho' C_{k,t} + \chi_k + \gamma_j + \mu_t + \varepsilon_{i,j,k,t} \quad (2)$$

Trong đó,

i, j, k, t : Ký hiệu tương ứng cho công ty, ngành công nghiệp, quốc gia, và thời gian (đơn vị là năm).

α : Hằng số;

β, η, ρ : Hệ số của các biến độc lập trong mô hình;

$\varepsilon_{i,j,k,t}$: Sai số ngẫu nhiên;

$X_{i,j,k,t}$: Một vector gồm các biến kiểm soát ở cấp độ doanh nghiệp như: Quy mô, thời gian hoạt động, tốc độ tăng trưởng doanh thu, đòn bẩy tài chính, tỷ lệ biến động của lợi nhuận, và tỷ lệ tài sản cố định;

$C_{k,t}$: Một vector gồm các biến kiểm soát ở cấp độ vĩ mô như: Chỉ số tự do kinh doanh, tăng trưởng GDP, và lạm phát;

χ_k, γ_j, μ_t : Một dãy các biến giả để kiểm soát các ảnh hưởng cố định từ các nhân tố quốc gia, ngành công nghiệp, và xu hướng kinh tế biến đổi theo thời gian. Doanh nghiệp thì được phân loại dựa trên mã ngành nghề 2 chữ số (2-Digit SIC Codes).

Mô hình (2) nhằm kiểm định ảnh hưởng của GPR lên nguy cơ mất khả năng thanh toán của doanh nghiệp, trong đó, biến phụ thuộc là ZSCORE, dùng để đo lường rủi ro mất khả năng thanh toán của doanh nghiệp. $\ln(GPR)$ là chỉ số GPR như mô tả ở mục 3.2. Nếu GPR có mối quan hệ cùng chiều với nguy cơ mất khả năng thanh toán, nhóm tác giả kỳ vọng dấu của hệ số hồi quy β là dương và có ý nghĩa thống kê.

4. Kết quả thực nghiệm

4.1. Thống kê mô tả

Bảng 1 mô tả dữ liệu theo từng quốc gia và kết quả thống kê mô tả dữ liệu của toàn mẫu được trình bày trong Bảng 2. Dễ dàng nhận thấy rằng, Malaysia chiếm số lượng quan sát nhiều nhất trong mẫu với 6.302 quan sát, trong khi đó, doanh nghiệp ở Indonesia chỉ chiếm 7,24% tương ứng với 984 quan sát. Khi xét đến nguy cơ mất khả năng thanh toán, doanh nghiệp ở Indonesia có nguy cơ mất khả năng thanh toán thấp nhất, ZSCORE bằng $-3,590$. Các doanh nghiệp ở Philippines có khả năng mất khả năng thanh toán cao nhất, chứng minh bằng hệ số ZSCORE chỉ khoảng $-0,030$ trong giai đoạn 1995–2018. Philippines có bất ổn địa chính trị cao nhất trong khu vực trong khi rủi ro địa chính trị của Thái Lan và Malaysia thấp nhất trong 4 quốc gia. Chỉ số bất định địa chính trị sau khi lấy logarit tự nhiên dao động từ 4,047 đến 4,721 và đạt giá trị trung bình là 4,429 cho toàn mẫu. Kết quả dữ liệu cũng khá phù hợp với những nghiên cứu trước đây (Nguyen và cộng sự, 2015). Nhóm tác giả thấy rằng Malaysia có môi trường kinh doanh tự do nhất với chỉ số tự do hóa kinh doanh bằng 75,578 trên 100 điểm. Trong khi đó, Philippines và Indonesia là những quốc gia có môi trường kinh doanh kém tự do nhất.

Bảng 1.

Thống kê mô tả theo quốc gia

	Số quan sát	ZSCORE	GPR	ln(GPR)	BF	GDP	INF
Indonesia	2.269	$-3,590$	58,131	4,047	54,316	5,376	5,135
Malaysia	6.302	$-3,562$	91,555	4,486	75,578	5,352	2,431
Philippines	984	$-3,030$	115,441	4,721	56,539	6,432	2,300
Thái Lan	4.032	$-3,349$	92,062	4,483	73,794	3,595	1,987

Bảng 2.

Thống kê mô tả toàn mẫu

	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Trung vị	Giá trị lớn nhất
ZSCORE	$-3,441$	3,004	$-16,261$	$-2,716$	$-0,338$
GPR	87,837	26,845	44,690	83,174	148,301
ln(GPR)	4,429	0,305	3,801	4,421	4,999
SIZE	7,952	3,132	3,490	7,216	15,992
AGE	2,421	0,814	0,000	2,639	3,367
SG	0,082	0,297	$-0,549$	0,052	1,309
LEV	0,197	0,173	0,001	0,169	0,642
FIXED	0,339	0,214	0,006	0,315	0,837
SD_EBITDA	0,041	0,035	0,004	0,030	0,180

	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Trung vị	Giá trị lớn nhất
BF	70,124	10,498	48,000	70,000	85,000
GDP	4,913	1,579	0,840	5,070	7,513
INF	2,742	2,450	0,079	1,979	15,262

Ghi chú: Số quan sát là 13.587.

4.2. Ma trận hệ số tương quan

Một vấn đề cần nghiên cứu là mối tương quan giữa các biến khác nhau của mô hình và vấn đề đa cộng tuyến có tồn tại trong mô hình. Nhóm tác giả đã kiểm tra mối tương quan giữa các biến được sử dụng trong nghiên cứu này. Bảng 3 thể hiện ma trận tương quan của các biến độc lập. Nghiên cứu nhận thấy tồn tại sự tương quan thấp giữa các biến giải thích của mô hình. Vì vậy, đa cộng tuyến không phải là vấn đề lớn trong nghiên cứu này. Đáng chú ý, hệ số tương quan giữa $\ln(\text{GPR})$ và ZSCORE là dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Kết quả này cung cấp bằng chứng sơ bộ rằng tồn tại một mối quan hệ cùng chiều giữa GPR và nguy cơ mất khả năng thanh toán ở các doanh nghiệp trong khu vực Đông Nam Á.

Bảng 3.

Ma trận hệ số tương quan Pearson

Biến quan sát	ZSCORE	ln(GPR)	SIZE	AGE	SG	LEV	FIXED	SD_EBITDA	BF	GDP	INF
ZSCORE	1,00										
ln(GPR)	0,04***	1,00									
SIZE	0,14***	-0,34***	1,00								
AGE	-0,02**	0,06***	0,04***	1,00							
SG	0,02**	-0,01	0,06***	-0,07***	1,00						
LEV	0,49***	-0,05***	0,25***	-0,02**	0,02**	1,00					
FIXED	0,16***	-0,05***	0,08***	0,00	-0,05***	0,20***	1,00				
SD_EBITDA	-0,06***	0,03***	-0,13***	-0,06***	0,03***	-0,08***	-0,08***	1,00			
BF	-0,04***	0,11***	-0,55***	0,09***	-0,07***	-0,11***	-0,06***	0,01	1,00		
GDP	-0,00	0,01	-0,00	-0,01	0,08***	-0,00	-0,02**	0,01	-0,28***	1,00	
INF	0,03***	-0,17***	0,28***	-0,07***	0,09***	0,06***	0,02***	0,03***	-0,45***	0,38***	1,00

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

4.3. *Rủi ro địa chính trị và nguy cơ mất khả năng thanh toán*

Bảng 4 trình bày kết quả ước lượng của nghiên cứu để kiểm định giả thuyết H₁. Nhóm tác giả sử dụng mô hình OLS trong cột (1) và (2), mô hình ảnh hưởng cố định (Firm Fixed Effects) ở cột (3). Cuối cùng, nhóm tác giả sử dụng mô hình GMM hai bước để loại trừ ảnh hưởng của hiện tượng nội sinh ở cột (4). Dễ dàng nhận thấy rằng, hệ số hồi quy của biến bất định chính trị GPR có giá trị âm và có ý nghĩa ở toàn bộ 4 mô hình. Kết quả thể hiện tính vững, đặc biệt ở cột (4) của Bảng 4, nhóm tác giả sử dụng mô hình GMM để giải quyết vấn đề nội sinh. Các giá trị p-value của kiểm định Hansen và AR(2) đều lớn hơn 0,1. Vì vậy, có thể kết luận rằng các điều kiện về tính hợp lý của các mô hình là thỏa mãn. Nhìn chung, kết quả này cho thấy mức độ GPR cao hơn dẫn đến nguy cơ mất khả năng thanh toán cao hơn của doanh nghiệp ở khu vực Đông Nam Á. Kết quả này phù hợp với phát hiện trước đây của Borisov và cộng sự (2015), chứng minh rằng khi GPR cao hơn, các công ty có nhiều khả năng tham gia vào các hành vi gian lận kế toán và quản trị thu nhập, kết quả là, các công ty này có thể bị thiệt hại về tài chính trong tương lai, dẫn đến mất khả năng thanh toán cao hơn.

Khi xét đến các biến kiểm soát, nhóm tác giả thấy rằng các doanh nghiệp lớn hơn có nguy cơ mất khả năng thanh toán thấp hơn. Biến LEV và SD4_EBITDA có tương quan cùng chiều với ZSCORE, chứng tỏ các công ty có tỷ lệ đòn bẩy tài chính cao cũng như biến động lợi nhuận cao thì có nhiều nguy cơ dẫn đến mất khả năng thanh toán, phát hiện này phù hợp với kết quả trước đây của Boubakri và cộng sự (2013). Hơn nữa, nghiên cứu này cũng đưa ra bằng chứng cho thấy tăng trưởng doanh thu (SG) sẽ làm giảm nguy cơ mất khả năng thanh toán, kết quả này cũng tương tự phát hiện trước đó của Gupta và Krishnamurti (2018). Các điều kiện về kinh tế vĩ mô cũng ảnh hưởng đáng kể đến nguy cơ mất khả năng thanh toán của doanh nghiệp. Cụ thể, nhóm tác giả phát hiện rằng môi trường tự do hóa kinh doanh cũng sẽ giảm thiểu nguy cơ mất khả năng thanh toán doanh nghiệp và tồn tại mối quan hệ cùng chiều giữa lạm phát và nguy cơ mất khả năng thanh toán.

Bảng 4.

Ảnh hưởng của rủi ro địa chính trị đến nguy cơ mất khả năng thanh toán

Biến độc lập	Mô hình OLS		Mô hình ảnh hưởng cố định	Mô hình GMM
	(1)	(2)	(3)	(4)
ln(GPR)	0,321*** (3,391)	0,036*** (3,174)	0,032** (2,234)	0,693*** (2,638)
SIZE		0,048*** (3,916)	0,106*** (3,982)	0,183*** (3,185)
AGE		-0,043 (-1,526)	0,108 (1,585)	0,025 (0,274)
SG		-8,143*** (-59,240)	-5,063*** (-27,884)	-16,145*** (-10,160)
LEV		1,640*** (13,360)	3,146*** (16,634)	0,036 (0,065)

Biến độc lập	Mô hình OLS		Mô hình ảnh hưởng cố định	Mô hình GMM
	(1)	(2)	(3)	(4)
FIXED		−0,475 (−0,736)	2,163*** (3,415)	2,994*** (2,963)
SD_EBITDA		0,184** (2,492)	0,162*** (3,114)	0,331 (0,372)
BF		−0,020*** (−2,915)	−0,016*** (−3,636)	−0,008*** (−2,979)
GDP		−0,011 (−0,465)	−0,016 (−0,994)	−0,006 (−0,213)
INF		0,039* (1,905)	0,029** (2,138)	0,013 (0,354)
ZSCORE _{t-1}				0,125*** (3,250)
Hằng số	−3,599*** (−3,642)	−7,048*** (−7,836)	−9,444*** (−6,371)	−10,656*** (−3,495)
Ảnh hưởng cố định từ:				
Quốc gia	✓	✓		✓
Ngành nghề	✓	✓		✓
Thời gian	✓	✓	✓	✓
Số quan sát	13.587	13.587	13.587	11.395
R ² điều chỉnh	0,072	0,306	0,083	
p-value của kiểm định Hansen				0,390
p-value của kiểm định AR(2)				0,759

Ghi chú: Giá trị trong ngoặc đơn () là t-statistics;

Ký hiệu ✓ cho biết có tác động của các nhân tố cố định (quốc gia, ngành nghề hoặc thời gian) đến mô hình;

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

4.4. Vai trò của nắm giữ tiền mặt

Để phân tích vai trò của nắm giữ tiền mặt trong mối quan hệ giữa GPR và nguy cơ mất khả năng thanh toán, nhóm tác giả sử dụng mô hình sau:

$$ZSCORE_{i,j,k,t} = \alpha + \beta_1 \ln(GPR)_{k,t} + \beta_2 CASH_{i,j,k,t} + \beta_3 \ln(GPR)_{k,t} \times CASH_{i,j,k,t} + \eta' X_{i,j,k,t} + \rho' C_{k,t} + \chi_k + \gamma_j + \mu_t + \varepsilon_{i,j,k,t} \quad (3)$$

Trong đó, các i, j, k và t lần lượt đề cập đến công ty, ngành công nghiệp, quốc gia và thời gian.

Trong mô hình (3), nhóm tác giả chú ý sự tương tác giữa $\ln(\text{GPR})$ và CASH. CASH là một biến chỉ số, bằng 1 cho các công ty có tỷ lệ nắm giữ tiền mặt trong năm t cao hơn mức trung bình của toàn bộ mẫu; biến này nhận giá trị bằng 0 cho các quan sát còn lại. Các biến khác cũng được sử dụng tương tự như công thức (2). Nhóm tác giả sử dụng phương pháp GMM để giảm thiểu ảnh hưởng của hiện tượng nội sinh trong mô hình. Nếu như nắm giữ tiền mặt giúp doanh nghiệp giảm thiểu tác động tiêu cực của GPR đối với nguy cơ mất khả năng thanh toán, nhóm tác giả kỳ vọng hệ số hồi quy β_3 sẽ âm và có ý nghĩa thống kê.

Kết quả của phân tích này được trình bày trong Bảng 5. Trong đó, cột (1) thể hiện tỷ lệ nắm giữ tiền mặt, bằng tỷ lệ giữa tổng các khoản tiền và tương đương tiền chia tổng tài sản; cột (2) là tỷ lệ giữa tổng các khoản tiền và tương đương tiền chia cho doanh thu. Kết quả cho thấy rằng, hệ số hồi quy của $\ln(\text{GPR}) \times \text{CASH}$ âm và có ý nghĩa thống kê ở cả hai cột, cho thấy mối quan hệ tiêu cực giữa GPR và sự ổn định tài chính của doanh nghiệp có thể được cải thiện nếu công ty nắm giữ nhiều tiền mặt.

Nhìn chung, kết quả từ Bảng 5 ủng hộ giả thuyết H_2 của nhóm tác giả về động cơ tiết kiệm phòng ngừa của việc nắm giữ tiền mặt để đầu tư của doanh nghiệp, phù hợp với các phát hiện trong các nghiên cứu hiện có của Kotcharin và Maneenop (2020), Lee và Wang (2021). Các doanh nghiệp nắm giữ tiền mặt sẽ có thể giảm thiểu các cú sốc bất lợi trong thời kỳ không chắc chắn, cũng như ngăn ngừa các rủi ro phát sinh từ các sự kiện địa chính trị.

Bảng 5.

Tác động của nắm giữ tiền mặt lên mối quan hệ giữa rủi ro địa chính trị và nguy cơ mất khả năng thanh toán.

Biến độc lập	Mô hình OLS	
	Tỷ lệ tiền mặt/ tổng tài sản	Tỷ lệ tiền mặt/ doanh thu
	(1)	(2)
$\ln(\text{GPR})$	0,549** (2,069)	0,306*** (2,771)
CASH	-0,188* (-1,896)	-0,743* (-1,801)
$\ln(\text{GPR}) \times \text{CASH}$	-0,055*** (-3,054)	-0,580** (-2,554)
SIZE	0,258*** (9,694)	-0,108 (-1,461)
AGE	0,114*** (3,055)	0,019 (0,103)
SG	-19,277*** (-18,095)	-15,206*** (-8,410)

Biến độc lập	Mô hình OLS	
	Tỷ lệ tiền mặt/ tổng tài sản	Tỷ lệ tiền mặt/ doanh thu
	(1)	(2)
LEV	-2,090*** (-8,728)	-0,114 (-0,197)
FIXED	-8,044 (-0,890)	19,263* (1,653)
SD_EBITDA	2,816*** (3,958)	8,632*** (3,794)
BF	-0,018*** (-2,756)	-0,088 (-0,391)
GDP	-0,041 (-1,541)	-2,130* (-1,896)
INF	0,042 (1,271)	1,453 (0,874)
ZSCORE _{t-1}	0,520*** (4,758)	0,198*** (7,100)
Hằng số	-3,939* (-1,850)	-175,528*** (-2,760)
Ảnh hưởng cố định từ:		
Quốc gia	✓	✓
Ngành nghề	✓	✓
Thời gian	✓	✓
Số quan sát	11.395	11.395
p-value của kiểm định Hansen	0,596	0,410
p-value của kiểm định AR(2)	0,675	0,118

Ghi chú: Giá trị trong ngoặc đơn () là t-statistics;

Ký hiệu ✓ cho biết có tác động của các nhân tố cố định (quốc gia, ngành nghề hoặc thời gian) đến mô hình;

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

4.5. Ảnh hưởng của loại hình doanh nghiệp

Để phân tích ảnh hưởng của loại hình doanh nghiệp trong mối quan hệ giữa GPR và nguy cơ mất khả năng thanh toán, nhóm tác giả sử dụng mô hình sau:

$$ZSCORE_{i,j,k,t} = \alpha + \beta_1 \ln(GPR)_{k,t} + \beta_2 MANU_{i,j,k,t} + \beta_3 \ln(GPR)_{k,t} \times MANU_{i,j,k,t} + \eta' X_{i,j,k,t} + \rho' C_{k,t} + \chi_k + \gamma_j + \mu_t + \varepsilon_{i,j,k,t} \quad (4)$$

Trong đó, i, j, k , và t lần lượt đề cập đến công ty, ngành công nghiệp, quốc gia và thời gian.

Trong mô hình (4), nhóm tác giả chú ý sự tương tác giữa GPR và MANU. MANU là một biến chỉ số, bằng 1 cho các công ty sản xuất và bằng 0 cho các doanh nghiệp còn lại. Doanh nghiệp sản xuất là doanh nghiệp có mã phân loại ngành nghề (SIC Codes) nằm trong khoảng 2.000–3.999. Các biến khác được sử dụng tương tự như mô hình (2). Nhóm tác giả cũng sử dụng phương pháp GMM để giảm thiểu ảnh hưởng của hiện tượng nội sinh trong mô hình. Nếu các doanh nghiệp sản xuất chịu nhiều hơn các tác động tiêu cực của GPR, nhóm tác giả kỳ vọng hệ số hồi quy β_3 sẽ dương và có ý nghĩa thống kê.

Kết quả của phân tích này được trình bày trong Bảng 6. Kết quả cho thấy rằng, hệ số hồi quy của $\ln(GPR) \times MANU$ có giá trị dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Bảng chứng này cho thấy mối quan hệ cùng chiều giữa GPR và nguy cơ mất khả năng thanh toán của doanh nghiệp nghiêm trọng hơn đối với doanh nghiệp sản xuất. Phát hiện này thống nhất với bằng chứng rằng ảnh hưởng của GPR sẽ nặng nề hơn đối với các doanh nghiệp sản xuất trong nghiên cứu của Lee và Wang (2021). Như vậy, những doanh nghiệp này có xu hướng nắm giữ một lượng tiền mặt cao hơn để đối phó với những thay đổi nhanh chóng từ môi trường kinh doanh nhiều biến động chính trị và địa lý¹.

Bảng 6.

Tác động của loại hình doanh nghiệp lên mối quan hệ giữa rủi ro địa chính trị và nguy cơ mất khả năng thanh toán.

Biến độc lập	Mô hình OLS
$\ln(GPR)$	−0,511*** (−2,979)
$\ln(GPR) \times MANU$	1,833*** (3,163)
SIZE	−0,300*** (−14,685)
AGE	0,133*** (3,720)
SG	−22,101*** (−81,993)

¹ Lưu ý rằng hệ số hồi quy của $MANU$ bị tiêu biến do ảnh hưởng cố định của ngành.

Biến độc lập	Mô hình OLS
LEV	–1,589*** (–10,629)
FIXED	–14,485* (–1,794)
SD_EBITDA	1,781*** (2,801)
BF	–0,012** (–1,995)
GDP	–0,029 (–1,164)
INF	0,035 (1,117)
ZSCORE _{t-1}	0,410*** (7,111)
Hằng số	0,063*** (4,028)
Ảnh hưởng cố định từ:	
Quốc gia	✓
Ngành nghề	✓
Thời gian	✓
Số quan sát	11.395
p-value của kiểm định Hansen	0,127
p-value của kiểm định AR(2)	0,491

Ghi chú: Giá trị trong ngoặc đơn () là t-statistics;

Ký hiệu ✓ cho biết có tác động của các nhân tố cố định (quốc gia, ngành nghề hoặc thời gian) đến mô hình;

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

5. Kết luận

Nghiên cứu nhằm mục đích điều tra ảnh hưởng của rủi ro liên quan đến những sự kiện địa lý và chính trị đối với nguy cơ mất khả năng thanh toán của doanh nghiệp. Thông qua việc sử dụng dữ liệu bảng không cân bằng được thu thập từ bốn quốc gia ở vực Đông Nam Á giai đoạn 1995–2018, kết quả nghiên cứu cho thấy tồn tại mối quan hệ cùng chiều giữa rủi ro địa chính trị và nguy cơ mất khả

năng thanh toán. Phân tích sâu hơn, nhóm tác giả cũng thấy ảnh hưởng này nghiêm trọng hơn đối với các công ty sản xuất. Tuy nhiên, bằng chứng phù hợp với động cơ dự phòng của tiền cho thấy rằng doanh nghiệp nắm giữ nhiều tiền mặt có thể giảm thiểu ảnh hưởng bất lợi của rủi ro địa chính trị đến sự ổn định tài chính của doanh nghiệp.

Rủi ro địa chính trị đang càng ngày gia tăng và trở thành vấn đề mang tính nan giải trên phạm vi toàn cầu. Kể từ khi xuất hiện đại dịch Covid-19, những bất ổn này càng trở nên nghiêm trọng hơn. Nhóm tác giả hy vọng bằng chứng thực nghiệm từ nghiên cứu này sẽ là cơ sở vững chắc cho các doanh nghiệp xây dựng những chiến lược phù hợp để vượt qua các cú sốc đến từ môi trường kinh doanh. Bên cạnh đó, kết quả của nghiên cứu cũng là cơ sở cho Nhà nước, Chính phủ ban hành những chính sách, cơ chế phù hợp để ngăn ngừa, giảm thiểu những biến động đến từ môi trường địa lý, chính trị; để từ đó, doanh nghiệp có được môi trường kinh doanh an toàn và ổn định, tạo cơ sở để phát triển vững chắc trong tương lai.

Để mở rộng kết quả nghiên cứu từ bài báo này, các nhà nghiên cứu có thể kiểm tra sự tương tác giữa đại dịch Covid-19 và rủi ro địa chính trị đối với nguy cơ mất khả năng thanh toán của doanh nghiệp; và so sánh ảnh hưởng gia tăng của rủi ro địa chính trị khi có sự xuất hiện của Covid-19.

Bên cạnh đó, bài báo này chỉ so sánh ảnh hưởng giữa doanh nghiệp sản xuất và phi sản xuất. Các nghiên cứu trong tương lai có thể phân tích sâu hơn, cụ thể hơn một số ngành có thể chịu ảnh hưởng trực tiếp từ môi trường địa lý, chính trị như: Du lịch, dịch vụ - nhà hàng - khách sạn để có cái nhìn tổng quan và chính xác hơn về ảnh hưởng của những biến động địa chính trị đến hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp.

Tài liệu tham khảo

- Akadiri, S. S., Eluwole, K. K., Akadiri, A. C., & Avci, T. (2019). Does causality between geopolitical risk, tourism and economic growth matter? Evidence from Turkey. *Journal of Hospitality and Tourism Management*, 43, 273–277.
- Altman, E. I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23(4), 589–609.
- Antonakakis, N., Gupta, R., Kollias, C., & Papadamou, S. (2017). Geopolitical risks and the oil-stock nexus over 1899–2016. *Finance Research Letters*, 23, 165–173.
- Baker, S. R., Bloom, N., & Davis, S. J. (2016). Measuring economic policy uncertainty. *The Quarterly Journal of Economics*, 131(4), 1593–1636.
- Bloom, N. (2009). The impact of uncertainty shocks. *Econometrica*, 77(3), 623–685.
- Borisov, A., Goldman, E., & Gupta, N. (2015). The corporate value of (corrupt) lobbying. *The Review of Financial Studies*, 29(4), 1039–1071. doi:10.1093/rfs/hhv048
- Boubaker, S., Cellier, A., Manita, R., & Saeed, A. (2020). Does corporate social responsibility reduce financial distress risk?. *Economic Modelling*, 91, 835–851.
- Boubakri, N., Mansi, S. A., & Saffar, W. (2013). Political institutions, connectedness, and corporate risk-taking. *Journal of International Business Studies*, 44(3), 195–215.

- Caldara, D., & Iacoviello, M. (2018). *Measuring geopolitical risk*. International Finance Discussion Paper (1222), Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.). doi: 10.17016/IFDP.2018.1222
- Chi, Q., & Li, W. (2017). Economic policy uncertainty, credit risks and banks' lending decisions: Evidence from Chinese commercial banks. *China Journal of Accounting Research*, 10(1), 33–50.
- Cho, E., Okafor, C., Ujah, N., & Zhang, L. (2021). Executives' gender-diversity, education, and firm's bankruptcy risk: Evidence from China. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 30, 100500.
- Coles, J. L., Daniel, N. D., & Naveen, L. (2006). Managerial incentives and risk-taking. *Journal of Financial Economics*, 79(2), 431–468.
- Corbet, S., Gurdgiev, C., & Meegan, A. (2018). Long-term stock market volatility and the influence of terrorist attacks in Europe. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 68, 118–131.
- Crutchley, C. E., & Hansen, R. S. (1989). A test of the agency theory of managerial ownership, corporate leverage, and corporate dividends. *Financial Management*, 18(4), 36–46.
- Cuculiza, C., Antoniou, C., Kumar, A., & Maligkris, A. (2021). Terrorist attacks, analyst sentiment, and earnings forecasts. *Management Science*, 67(4), 1993–2656. doi: 10.1287/mnsc.2019.3575
- Cheng, C. H. J., & Chiu, C. W. J. (2018). How important are global geopolitical risks to emerging countries?. *International Economics*, 156, 305–325.
- Demir, E., Díez-Esteban, J. M., & García-Gómez, C. D. (2019). The impact of geopolitical risks on cash holdings of hospitality companies: Evidence from emerging countries. *Journal of Hospitality and Tourism Management*, 39, 166–174.
- Duchin, R., Ozbas, O., & Sensoy, B. A. (2010). Costly external finance, corporate investment, and the subprime mortgage credit crisis. *Journal of Financial Economics*, 97(3), 418–435.
- Faccio, M., Masulis, R. W., & McConnell, J. (2006). Political connections and corporate bailouts. *The Journal of Finance*, 61(6), 2597–2635.
- Gulen, H., & Ion, M. (2015). Policy uncertainty and corporate investment. *The Review of Financial Studies*, 29(3), 523–564.
- Gupta, K., & Krishnamurti, C. (2018). Do macroeconomic conditions and oil prices influence corporate risk-taking?. *Journal of Corporate Finance*, 53, 65–86.
- Homan, A. C. (2006). The Impact of 9/11 on financial risk, volatility and returns of marine firms. *Maritime Economics & Logistics*, 8(4), 387–401. doi:10.1057/palgrave.mel.9100165
- Hu, S., & Gong, D. (2019). Economic policy uncertainty, prudential regulation and bank lending. *Finance Research Letters*, 29, 373–378.
- Khoo, J., & Cheung, A. W. (2021). Does geopolitical uncertainty affect corporate financing? Evidence from MIDAS regression. *Global Finance Journal*, 47, 100519. doi: 10.1016/j.gfj.2020.100519
- Kotcharin, S., & Maneenop, S. (2020). Geopolitical risk and corporate cash holdings in the shipping industry. *Transportation Research Part E: Logistics and Transportation Review*, 136, 101862.
- Le, A.-T., & Doan, A.-T. (2020). Corruption and financial fragility of small and medium enterprises: International evidence. *Journal of Multinational Financial Management*, 57–58, 100660.

- Le, A.-T., & Tran, T. P., (2021). Does geopolitical risk matter for corporate investment? Evidence from emerging countries in Asia. *Journal of Multinational Financial Management*, 100703. doi: 10.1016/j.mulfin.2021.100703
- Lee, C.-C., & Lee, C.-C. (2020). Insurance activity, real output, and geopolitical risk: Fresh evidence from BRICS. *Economic Modelling*, 92, 207–215.
- Lee, C.-C., & Wang, C.-W. (2021). Firms' cash reserve, financial constraint, and geopolitical risk. *Pacific-Basin Finance Journal*, 65, 101480.
- Nguyen, P. (2011). Corporate governance and risk-taking: Evidence from Japanese firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 19(3), 278–297.
- Nguyen, T., Locke, S., & Reddy, K. (2015). Ownership concentration and corporate performance from a dynamic perspective: Does national governance quality matter?. *International Review of Financial Analysis*, 41, 148–161.
- Tiwari, A. K., Das, D., & Dutta, A. (2019). Geopolitical risk, economic policy uncertainty and tourist arrivals: Evidence from a developing country. *Tourism Management*, 75, 323–327.
- Wang, A. Y., & Young, M. (2020). Terrorist attacks and investor risk preference: Evidence from mutual fund flows. *Journal of Financial Economics*, 137(2), 491–514.
- Wang, K.-H., Xiong, D.-P., Mirza, N., Shao, X.-F., & Yue, X.-G. (2021). Does geopolitical risk uncertainty strengthen or depress cash holdings of oil enterprises? Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 66, 101516. doi: 10.1016/j.pacfin.2021.101516