
TÁC ĐỘNG CỦA RỦI RO ĐỊA CHÍNH TRỊ ĐẾN NĂM GIỮ TIỀN MẶT CỦA CÁC DOANH NGHIỆP TRONG LĨNH VỰC NĂNG LƯỢNG

Nguyễn Văn Hà

Trường Đại học Ngoại thương

Email: ha.nguyen@ftu.edu.vn

Mã bài báo: JED-1750

Ngày nhận: 26/12/2023

Ngày nhận bản sửa: 06/01/2024

Ngày duyệt đăng: 13/02/2024

Mã DOI: 10.33301/JED.VI.1750

Tóm tắt:

Mục tiêu của nghiên cứu này là phân tích tác động của rủi ro địa chính trị đến năm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp năng lượng trên phạm vi toàn cầu. Sử dụng dữ liệu bảng gồm 10.321 quan sát trong giai đoạn từ 2009 đến 2022, kết quả hồi quy sử dụng các phương pháp khác nhau gồm OLS gộp, hiệu ứng cố định công ty và GMM chỉ ra rằng tỷ lệ năm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp giảm xuống khi rủi ro địa chính trị leo thang. Phân tích sâu hơn cho thấy mối quan hệ ngược chiều giữa rủi ro địa chính trị và năm giữ tiền mặt càng rõ ràng hơn ở những doanh nghiệp thực hiện chi trả cổ tức tiền mặt nhiều hơn, qua đó gợi mở nguyên nhân của sự giảm sút tiền mặt làm do gia tăng chi trả cổ tức. Ngoài ra, kết quả nghiên cứu cũng nhấn mạnh vai trò của môi trường thể chế trong việc chi phối các chính sách tài chính của doanh nghiệp để ứng phó với các bất ổn từ môi trường kinh doanh. Các kết quả nghiên cứu cung cấp hàm ý quan trọng đối với các nhà quản lý doanh nghiệp trong việc quản trị vốn lưu động và các nhà hoạch định chính sách trong việc nâng cao chất lượng thể chế nhằm hỗ trợ các doanh nghiệp thực thi các chính sách tài chính tốt hơn.

Từ khóa: Năm giữ tiền mặt, năng lượng, rủi ro địa chính trị, môi trường thể chế.

Mã JEL: G30, G35, G38, O17.

The impact of geopolitical risk on cash holdings of the energy firms

Abstract:

This study examines the impact of geopolitical risk on the cash holdings of global energy firms. Using panel data of 10,321 observations over the 2009-2022 period, empirical analyses employing different regression methods, including pooled OLS, firm fixed effects, and GMM, show that corporate cash holdings decrease when geopolitical risk escalates. Further analysis shows that the negative relationship between geopolitical risk and cash holdings is more pronounced in firms with higher dividend payouts, thereby suggesting that the reduced cash holdings may be due to the increased cash dividend payments. In addition, the results also emphasize the importance of the institutional environments in influencing corporate financial policies in response to uncertain business environments. The research results provide important implications for corporate managers in managing their firms' working capital and policymakers in improving institutional quality better to support firms' implementation of their financial policies.

Keywords: Cash holdings, energy, geopolitical risk, institutional environments.

JEL codes: G30, G35, G38, O17.

1. Giới thiệu

Nắm giữ tiền mặt là một trong những chính sách tài chính của doanh nghiệp ngày càng nhận được nhiều sự quan tâm từ các nhà nghiên cứu trong những năm gần đây. Nắm giữ tiền mặt là cách phổ biến nhất để các công ty đảm bảo tính thanh khoản, ứng phó với những thay đổi bất ngờ trong dòng tiền, bổ sung vốn lưu động, tài trợ cho đầu tư dài hạn và phòng ngừa rủi ro (Da Cruz & cộng sự, 2019). Nhiều nghiên cứu đã được thực hiện để làm rõ các nhân tố ảnh hưởng đến chính sách tài chính quan trọng này. Ở góc độ vĩ mô, các nghiên cứu gần đây chỉ ra vai trò chi phối của đại dịch và chất lượng thể chế (Li & cộng sự, 2024), thay đổi chính sách kinh tế (Javadi & cộng sự, 2021), các quy định pháp lý về bảo vệ môi trường (Alexander & cộng sự, 2024) hay tăng cường tuân thủ thuế (Pang & cộng sự, 2024) đối với nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp. Ở góc độ vi mô, sở hữu cổ đông lớn (Alomran, 2024), thông tin về nhà quản lý đăng tải trên các phương tiện truyền thông (Ahmed & cộng sự, 2024) cũng như đặc điểm của nhà quản lý (Elnahas & cộng sự, 2024) là những nhân tố tác động đáng kể đến nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp trong những nghiên cứu mới về chủ đề này, bên cạnh những nhân tố thuộc về đặc điểm doanh nghiệp đã được phân tích trước đây như quy mô doanh nghiệp, đòn bẩy tài chính, chi phí vốn... (Opler & cộng sự, 1999). Nghiên cứu này tiếp tục hướng nghiên cứu trên bằng cách tập trung phân tích ảnh hưởng của rủi ro địa chính trị lên nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp.

Rủi ro địa chính trị, theo Caldara & Iacoviello (2022), là những bất ổn liên quan đến chiến tranh, hành động khủng bố và căng thẳng giữa các quốc gia ảnh hưởng đến tiến trình bình thường và hòa bình của quan hệ quốc tế. Loại rủi ro này được các nhà hoạch định chính sách và các nhà đầu tư coi là một trong những yếu tố nhân tố chi phối các quyết định kinh tế, đặc biệt là trong bối cảnh toàn cầu hóa và phụ thuộc lẫn nhau giữa các nền kinh tế ngày càng sâu rộng như hiện nay (Salisu & cộng sự, 2022). Các nghiên cứu thực nghiệm trước đây về tác động của rủi ro địa chính trị bị hạn chế do những khó khăn trong việc đo lường rủi ro này. Tuy nhiên, Caldara & Iacoviello (2022) đã cung cấp một thước đo tương đối toàn diện về rủi ro địa chính trị và được sử dụng phổ biến trong các nghiên cứu gần đây về chủ đề này ở cả cấp độ quốc gia (Feng & cộng sự, 2023; Khraiche & cộng sự, 2023) và cấp độ doanh nghiệp (Pringpong & cộng sự, 2023; Shrestha & cộng sự, 2024). Mặc dù vậy, có rất ít nghiên cứu điều tra tác động của rủi ro địa chính trị lên nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp và kết quả nghiên cứu còn chưa rõ ràng. Trong khi Demir & cộng sự (2019) chỉ ra mối quan hệ ngược chiều giữa rủi ro địa chính trị và nắm giữ tiền mặt thì Lee & Wang (2021) lại cho thấy mối quan hệ thuận chiều giữa hai yếu tố này. Đây là một khoảng trống nghiên cứu quan trọng để triển khai nghiên cứu này, nhằm làm sáng tỏ hơn vai trò của rủi ro địa chính trị đối với chính sách nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp.

Kết quả nghiên cứu với dữ liệu bảng gồm 10.321 quan sát cho thấy rủi ro địa chính trị làm giảm nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp. Kết quả này phù hợp với lý thuyết đại diện về nắm giữ tiền mặt khi rủi ro địa chính trị gia tăng. Hơn nữa, kết quả phân tích sâu hơn chỉ ra rằng mối quan hệ ngược chiều giữa rủi ro địa chính trị và nắm giữ tiền mặt rõ rệt hơn ở những doanh nghiệp trả cổ tức tiền mặt nhiều hơn và ở những quốc gia có chất lượng hành pháp tốt hơn và kiểm soát tham nhũng tốt hơn. Các kết quả này hàm ý rằng sự giảm sút tiền mặt là do gia tăng chi trả cổ tức, đồng thời thể hiện vai trò điều tiết của môi trường thể chế đối với các chính sách tài chính của doanh nghiệp trong bối cảnh rủi ro địa chính trị gia tăng.

Các kết quả nghiên cứu trong công trình này có đóng góp quan trọng cả về học thuật và thực tiễn. Thứ nhất, kết quả nghiên cứu khẳng định rủi ro địa chính trị là một nhân tố quan trọng tác động đến các chính sách tài chính của doanh nghiệp như chính sách nắm giữ tiền mặt. Nghiên cứu góp phần làm rõ ràng hơn sự chưa thống nhất của các kết quả trong các nghiên cứu thực nghiệm trước đây thông qua việc lý giải nguyên nhân của sự sụt giảm nắm giữ tiền mặt và cung cấp minh chứng rằng ảnh hưởng của rủi ro địa chính trị đến nắm giữ tiền mặt có thể khác nhau giữa các quốc gia có các đặc điểm môi trường thể chế khác nhau. Thứ hai, bằng chứng thực nghiệm từ nghiên cứu này giúp các nhà quản lý doanh nghiệp và các nhà hoạch định chính sách có thêm căn cứ khoa học về ảnh hưởng của rủi ro địa chính trị đối với chính sách tài chính của doanh nghiệp cũng như tầm quan trọng của việc nâng cao chất lượng thể chế để nâng cao tính hữu hiệu của các chính sách tài chính của doanh nghiệp khi ứng phó với rủi ro địa chính trị gia tăng.

Nghiên cứu được cấu trúc như sau. Ngoài phần giới thiệu chung, phần 2 trình bày nghiên cứu tổng quan và phát triển các giả thuyết. Phương pháp nghiên cứu sử dụng trong bài được mô tả ở phần 3. Phần 4 trình bày kết quả thực nghiệm. Phần 5 đưa ra kết luận.

2. Tổng quan nghiên cứu và giả thuyết nghiên cứu

Những năm gần đây chứng kiến nhiều sự kiện địa chính trị bất lợi, chẳng hạn như xung đột giữa Nga và Ukraine dẫn đến những bất ổn về kinh tế và chính sách, đồng thời tác động tiêu cực đến hoạt động kinh tế (Caldara & Iacoviello, 2022). Ảnh hưởng của rủi ro địa chính trị vượt ra ngoài các giao dịch kinh tế giữa các quốc gia, tác động xấu đến môi trường kinh tế và thị trường tài chính quốc gia (Baur & Smales, 2020). Tác động bất lợi của rủi ro địa chính trị đối với các doanh nghiệp cũng được chỉ ra ở các nghiên cứu đi trước như làm giảm đầu tư của doanh nghiệp (Julio & Yook, 2012), tăng chi phí tài chính (Caldara & Iacoviello, 2022), khiến giá trị doanh nghiệp bị giảm sút (Pringpong & cộng sự, 2023).

Tiền mặt là tài sản có tính thanh khoản cao nhất trong các hạng mục tài sản của doanh nghiệp. Những quyết định liên quan đến nắm giữ tiền mặt được giải thích dựa trên cơ sở lý thuyết động cơ phòng ngừa (precautionary motive) hoặc vấn đề đại diện (agency problem). Từ quan điểm nắm giữ tiền mặt với động cơ phòng ngừa thì tiền mặt không chỉ đóng vai trò như một nguồn tài trợ thay thế khi chi phí tiếp cận và sử dụng các kênh huy động vốn bên ngoài trở nên đắt đỏ, mà còn giúp các doanh nghiệp đối phó với nhiều rủi ro khác nhau. Tuy nhiên, trên cơ sở lý thuyết đại diện thì việc nắm giữ tiền mặt cũng tạo cơ hội cho các nhà quản lý đưa ra các quyết định sử dụng tiền mặt để tư lợi cá nhân, do đó có khả năng làm phát sinh các vấn đề đại diện. Do đó, việc đưa ra các quyết định sáng suốt về tỷ lệ tiền mặt nắm giữ có ý nghĩa quan trọng cho sự tăng trưởng của doanh nghiệp.

Dựa trên động cơ phòng ngừa của việc nắm giữ tiền mặt, các doanh nghiệp có xu hướng tăng dự trữ tiền mặt khi rủi ro địa chính trị gia tăng. Điều này là nhằm tránh chi phí đắt đỏ của các nguồn tài trợ vốn từ bên ngoài do xung đột địa chính trị leo thang (Caldara & Iacoviello, 2022). Hơn nữa, Baur & Smales (2020) chỉ ra rằng các sự cố địa chính trị bất lợi làm tăng sự bất ổn của thị trường vốn, do đó khiến dòng tiền của doanh nghiệp trở nên không chắc chắn. Nghiên cứu của Lee & Wang (2021) phù hợp với luận điểm về động cơ phòng ngừa của việc nắm giữ tiền mặt vì các tác giả cung cấp bằng chứng cho thấy các doanh nghiệp có xu hướng tích trữ nhiều tiền mặt hơn khi đối mặt với rủi ro địa chính trị. Vì vậy, giả thuyết thứ nhất mà nghiên cứu đề xuất là:

H1a: Rủi ro địa chính trị làm tăng tỷ lệ nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp.

Tuy nhiên, việc doanh nghiệp nắm giữ nhiều tiền mặt có thể dẫn đến hành vi trục lợi của nhà quản lý khi họ đầu tư tiền vào những dự án không có triển vọng sinh lời nhưng mang lại lợi ích riêng cho bản thân họ, do đó tác động xấu đến giá trị doanh nghiệp và gây tổn hại đến lợi ích của các cổ đông. Vấn đề đại diện thường trở nên nghiêm trọng hơn trong môi trường thông tin bất cân xứng nhiều hơn như khi rủi ro địa chính trị gia tăng (Kim & cộng sự, 2019). Lý thuyết đại diện cho rằng việc phân phối tiền mặt của công ty cho các cổ đông có thể giúp giải quyết vấn đề đại diện nêu trên và bảo toàn tài sản của cổ đông (Myers, 2000). Kết quả là, khi rủi ro địa chính trị gia tăng, các cổ đông có thể có các biện pháp tác động để giảm tỷ lệ nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp nhằm ngăn ngừa các hành vi lạm dụng tiền mặt của nhà quản lý. Kết quả phân tích của Demir & cộng sự (2019) phù hợp với lý thuyết đại diện về nắm giữ tiền mặt khi chỉ ra rằng nắm giữ tiền mặt của các khách sạn ở các thị trường mới nổi giảm đáng kể trong bối cảnh rủi ro địa chính trị gia tăng. Vì vậy, giả thuyết H1b đối nghịch với giả thuyết H1a được đưa ra như sau:

H1b: Rủi ro địa chính trị làm giảm tỷ lệ nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Mẫu nghiên cứu và nguồn dữ liệu

Nghiên cứu sử dụng mẫu nghiên cứu là các doanh nghiệp năng lượng niêm yết trên phạm vi toàn cầu vì đây là lĩnh vực được đánh giá là nhạy cảm với các vấn đề địa chính trị (Qin & cộng sự, 2020) và là nguồn tài nguyên chiến lược đối với tăng trưởng kinh tế của mỗi quốc gia. Tuy nhiên, xung đột địa chính trị leo thang thường tác động xấu đến tâm lý nhà đầu tư, khiến cho hoạt động đầu tư bị đình trệ hoặc thu hẹp trên diện rộng. Điều này ảnh hưởng đến nhu cầu năng lượng của nền kinh tế và ảnh hưởng đến giá cả cũng như lợi nhuận của các doanh nghiệp năng lượng, vì vậy các doanh nghiệp năng lượng cần điều chỉnh các chính sách tài chính bao gồm chính sách nắm giữ tiền mặt để ứng phó với rủi ro địa chính trị.

Danh sách các doanh nghiệp này cũng như các dữ liệu tài chính của doanh nghiệp được trích xuất từ cơ sở dữ liệu Refinitiv Eikon. Dữ liệu về rủi ro địa chính trị được thu thập trực tiếp từ trang thông tin <https://www.matteoiacoviello.com/gpr.htm>. Dữ liệu vĩ mô về tăng trưởng kinh tế và môi trường thể chế do World

Bank cung cấp. Đây là những cơ sở dữ liệu được sử dụng rộng rãi trong các nghiên cứu học thuật (Demir & cộng sự, 2019; Bruna & cộng sự, 2022). Mẫu nghiên cứu sử dụng trong bài sau khi hợp nhất các nguồn dữ liệu trên gồm 10.321 quan sát trong giai đoạn từ 2009 đến 2022. Đáng chú ý, các doanh nghiệp năng lượng hoạt động tại Mỹ, Canada, Trung Quốc và Úc chiếm tỷ trọng lớn trong mẫu nghiên cứu với số liệu lần lượt là 19,15%, 16,38%, 11,43% và 10,37%. Bảng 1 mô tả phân phối quan sát theo năm. Nhìn chung, số lượng quan sát tăng dần theo thời gian.

Bảng 1: Số lượng quan sát theo năm

Năm	Tần suất	Phần trăm	Phần trăm Cộng dồn
2009	539	5,22	5,22
2010	587	5,69	10,91
2011	657	6,37	17,28
2012	677	6,56	23,83
2013	689	6,68	30,51
2014	736	7,13	37,64
2015	764	7,4	45,04
2016	777	7,53	52,57
2017	804	7,79	60,36
2018	782	7,58	67,94
2019	795	7,7	75,64
2020	843	8,17	83,81
2021	823	7,97	91,78
2022	848	8,22	100

Nguồn: Tính toán của tác giả.

3.2. Mô hình nghiên cứu và đo lường các biến

Dựa trên các nghiên cứu đi trước (ví dụ: Demir & cộng sự, 2019), mô hình dưới đây được sử dụng để phân tích tác động của rủi ro địa chính trị đến năm giữ tiền mặt của doanh nghiệp:

$$LNCASH_{i,j,t} = \beta_0 + \beta_1 LNGPR_{i,j,t} + \beta_2 SIZE_{i,j,t} + \beta_3 LEV_{i,j,t} + \beta_4 TANG_{i,j,t} + \beta_5 MTB_{i,j,t} + \beta_6 DIV_{i,j,t} + \beta_7 GDP_{j,t} + CE + YE + \epsilon_{i,j,t} \quad (1)$$

Trong đó, i, j, t ký hiệu công ty i , quốc gia j , năm t . Biến phụ thuộc là năm giữ tiền mặt ($LNCASH$), biến độc lập là rủi ro địa chính trị ($LNGPR$). Các biến kiểm soát bao gồm quy mô công ty ($SIZE$), đòn bẩy tài chính (LEV), khả năng sinh lời (ROA), tỷ trọng tài sản cố định ($TANG$), tiềm năng tăng trưởng (MTB), mức độ chi trả cổ tức tiền mặt (DIV) và tốc độ tăng trưởng GDP (GDP). Mô hình (1) cũng kiểm soát hiệu ứng quốc gia (CE) và hiệu ứng thời gian (YE). ϵ là phần dư.

Tương tự Demir & cộng sự (2019), $CASH$ là tỷ lệ giữa tiền và tương đương tiền trên tổng tài sản, dạng logarit tự nhiên. Giá trị của $LNCASH$ càng cao thì doanh nghiệp nắm giữ càng nhiều tiền mặt. GPR là chỉ số rủi ro địa chính trị do Caldara & Iacoviello (2022) cung cấp. Caldara & Iacoviello (2022) thực hiện tìm kiếm văn bản tự động thông qua kho lưu trữ điện tử của 10 tờ báo: Chicago Tribune, Daily Telegraph, Financial Times, The Globe and Mail, The Guardian, Los Angeles Times, The New York Times, USA Today, Tạp chí Phố Wall và The Washington Post về các sự kiện địa chính trị bất lợi trong mỗi tháng. Chỉ số GPR được tính toán bằng cách đếm số lượng nghiên cứu liên quan đến các sự kiện địa chính trị bất lợi trên tổng số các nghiên cứu trong tháng tương ứng. Dựa trên chỉ số GPR theo tháng do Caldara và Iacoviello cung cấp công khai, nghiên cứu này tính toán chỉ số GPR theo năm là giá trị trung bình của các GPR theo tháng, dạng logarit tự nhiên. Giá trị của $LNGPR$ càng cao thì rủi ro địa chính trị càng lớn. $SIZE$ là quy mô công ty, đo lường bằng logarit tự nhiên của tổng tài sản. LEV là mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính, đo lường bằng tỷ lệ tổng nợ trên tổng tài sản. $TANG$ phản ánh tỷ trọng tài sản cố định trong tổng tài sản. MTB thể hiện khả năng tăng trưởng của doanh nghiệp, đo lường bằng tỷ lệ giữa giá thị trường và giá trị sổ sách của cổ phiếu. DIV là tỷ lệ chi trả cổ tức. GDP phản ánh mức độ tăng trưởng kinh tế, đo lường bằng tốc độ tăng trưởng tổng sản phẩm trong nước. Các biến tài chính liên tục ở phân vị 1% và 99% được loại bỏ để tránh ảnh hưởng của các giá trị ngoại lai.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Thống kê mô tả và ma trận tương quan

Bảng 2 dưới đây trình bày thống kê mô tả của các biến sử dụng trong mô hình nghiên cứu. Tỷ lệ tiền mặt (*CASH*) bình quân của một doanh nghiệp năng lượng trong mẫu là 0,16 và độ lệch chuẩn là 0,2, tương đương thống kê trong nghiên cứu của Demir & cộng sự (2019). Biến rủi ro địa chính trị (*GPR*) có giá trị trung bình là 0,66, cao hơn mức thống kê trong nghiên cứu của Chen & cộng sự (2024). Điều này có thể là do nghiên cứu này sử dụng khoảng thời gian nghiên cứu trong giai đoạn diễn ra xung đột giữa Nga-Ukraine khiến chỉ số rủi ro địa chính trị tăng cao.

Bảng 2: Thống kê mô tả

Biến	N	Mean	p50	SD	p25	p75
CASH	10.321	0,16	0,08	0,20	0,03	0,19
GPR	10.321	0,66	0,22	0,83	0,10	0,91
SIZE	10.321	12,09	12,11	3,25	9,75	14,59
LEV	10.321	0,47	0,48	0,29	0,22	0,68
TANG	10.321	0,36	0,34	0,30	0,06	0,59
MTB	10.321	2,17	1,36	7,35	0,71	2,58
DIV	10.321	0,22	0,02	3,03	0,00	0,21
GDP	10.321	2,95	2,69	3,32	1,76	5,29

Nguồn: Tính toán của tác giả.

Trong Bảng 3, tác giả trình bày ma trận tương quan giữa các biến số trong mô hình (1). Theo kết quả ở bảng này, hệ số tương quan giữa các biến nằm trong khoảng từ -0,374 đến 0,368. Hơn nữa, hệ số tương quan giữa các biến giải thích trong mô hình nhỏ hơn nhiều so với ngưỡng tham chiếu 0,8 mà Gujarati (2003) đề xuất. Vì vậy vấn đề đa cộng tuyến không đáng lo ngại trong nghiên cứu này.

Bảng 3: Ma trận tương quan

	LNCASH	LNGPR	SIZE	LEV	TANG	MTB	DIV
LNCASH	1						
LNGPR	-0,074	1					
SIZE	-0,192	0,088	1				
LEV	-0,271	0,110	0,134	1			
TANG	-0,374	0,146	0,368	0,256	1		
MTB	0,049	0,012	-0,023	-0,166	-0,040	1	
DIV	0,009	-0,008	0,032	-0,003	0,001	0,012	1
GDP	0,034	-0,088	0,081	0,038	-0,047	0,029	0,031

Nguồn: Tính toán của tác giả.

4.2. Kết quả hồi quy

Bảng 4 trình bày kết quả hồi quy đa biến với sai số chuẩn mạnh ước lượng theo cụm công ty nhằm kiểm soát hiện tượng phương sai thay đổi (Petersen, 2009). Cột (1) hồi quy biến nắm giữ tiền mặt vào biến rủi ro địa chính trị và kiểm soát hiệu ứng quốc gia và hiệu ứng năm. Cột (2) bổ sung vào mô hình ước lượng ở cột (1) các biến kiểm soát ở cấp độ doanh nghiệp và biến vĩ mô như trình bày ở mô hình (1) phía trên. Kết quả hồi quy cho thấy biến *LNGPR* có hệ số ước lượng lần lượt là -0,093 và -0,104 ở cột (1) và cột (2), đồng thời các giá trị ước lượng này đều có ý nghĩa thống kê. Điều này phù hợp với dự đoán của lý thuyết đại diện và giả thuyết H1b cho rằng các doanh nghiệp năng lượng giảm nắm giữ tiền mặt trong bối cảnh rủi ro địa chính trị gia tăng, phù hợp với kết quả của Demir & cộng sự (2019), nhưng mâu thuẫn với kết quả của Lee & Wang (2021). Kết quả này cũng bác bỏ giả thuyết H1a. Ngoài ra, mức độ giải thích của mô hình hồi quy ở cột (2) là 0,218 tăng lên đáng kể so với mức 0,117 ở mô hình sử dụng ở cột (1), qua đó khẳng định sự phù hợp của mô hình hồi quy ở cột (2) trong việc giải thích mối quan hệ giữa rủi ro địa chính trị nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp. Liên quan đến ảnh hưởng của các biến kiểm soát, kết quả phân tích nhìn chung phù hợp với các nghiên cứu đi trước (Li & cộng sự, 2024; Maheshwari & Rao, 2017).

Bảng 4: Rủi ro địa chính trị và nắm giữ tiền mặt

BIẾN	(1) LNCASH	(2) LNCASH
LNGPR	-0,093** (0,04)	-0,104** (0,05)
SIZE		-0,054*** (0,01)
LEV		-0,001*** (0,00)
TANG		-1,908*** (0,07)
MTB		0,005* (0,00)
DIV		0,004*** (0,00)
GDP		0,016* (0,01)
Hằng số	-4,490*** (0,19)	-0,990*** (0,22)
N	22.382	10.321
R ²	0,117	0,218
Kiểm soát	CE, YE	CE, YE

Giá trị trong ngoặc là sai số chuẩn mạnh.

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

Nguồn: Tính toán của tác giả.

4.3. Kiểm tra tính vững và kiểm soát vấn đề nội sinh

Bảng 5: Kiểm soát vấn đề nội sinh

BIẾN	(1) LNCASH _{it}	(2) LNCASH	(3) LNCASH
LNGPR	-0,127** (0,06)	-0,129*** (0,03)	-0,248** (-2,150)
SIZE	-0,083*** (0,01)	-0,159*** (0,02)	-0,038 (-0,914)
LEV	-0,002*** (0,00)	-0,001* (0,00)	-0,002*** (-6,334)
TANG	-2,337*** (0,08)	-1,525*** (0,10)	-3,611*** (-16,309)
MTB	0,011*** (0,00)	0,004* (0,00)	-0,001 (-0,517)
DIV	0,004** (0,00)	0,000 (0,00)	0,022 (0,571)
GDP	0,019* (0,01)	0,009** (0,00)	0,011 (0,589)
L.LNCASH			0,308*** (15,532)
Hằng số	-0,185 (0,25)	0,085 (0,23)	0,630 (1,105)
Kiểm soát	CE, YE	FE, YE	CE, YE
AR(1)			0,000
AR(2)			0,208
Kiểm định Hansen (p)			0,215

Giá trị trong ngoặc là sai số chuẩn mạnh.

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

Nguồn: Tính toán của tác giả.

Để kiểm tra tính vững của kết quả nghiên cứu khi sử dụng thước đo khác của biến phụ thuộc, nghiên cứu đo lường biến nắm giữ tiền mặt là tỷ lệ tiền và tương đương tiền trên giá trị tài sản ròng, với tài sản ròng là tổng tài sản trừ tiền và tương đương tiền (Demir & cộng sự, 2019). Thước đo này ký hiệu là *LNCASH_{it}*. Kết quả hồi quy sử dụng *LNCASH_{it}* làm biến phụ thuộc được trình bày ở cột (1) Bảng 5.

Hiện tượng nội sinh có thể xảy ra trong nghiên cứu này liên quan đến trường hợp các biến quan trọng có khả năng giải thích tác động của rủi ro địa chính trị đến nắm giữ tiền mặt không được đưa vào mô hình phân tích. Nguyên nhân xảy ra vấn đề này là do các biến đó không thể quan sát và đo lường được. Để khắc phục vấn đề nội sinh như vừa mô tả, nghiên cứu tiếp tục sử dụng hai phương pháp ước lượng gồm hiệu ứng cố định công ty và GMM, và báo cáo kết quả phân tích lần lượt ở cột (2) và cột (3) Bảng 5. Ở cả ba cột, biến rủi ro địa chính trị đều có giá trị âm và có ý nghĩa thống kê, qua đó khẳng định tính vững của kết quả nghiên cứu khi sử dụng thước đo khác của biến phụ thuộc và khi xử lý vấn đề nội sinh.

4.4. Phân tích bổ sung

Trong phần này, tác giả thực hiện thêm một số phân tích để tìm hiểu nguyên nhân giảm nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp và đánh giá vai trò của môi trường thể chế đối với mối quan hệ giữa rủi ro địa chính trị và nắm giữ tiền mặt. Nhằm hạn chế vấn đề đại diện khi rủi ro địa chính trị gia tăng, các doanh nghiệp có thể tăng cường phân phối lợi nhuận cho các cổ đông thông qua chi trả cổ tức tiền mặt, do đó giảm tỷ lệ tiền mặt nắm giữ. Để kiểm chứng vai trò của việc chi trả cổ tức, nghiên cứu sử dụng mô hình sau với biến chính là biến tương tác giữa rủi ro địa chính trị và mức độ chi trả cổ tức *LNGPR*DIV*:

$$LNCASH_{i,j,t} = \beta_0 + \beta_1 LNGPR_{i,j,t} + \beta_2 LNGPR_{i,j,t} * DIV_{i,j,t} + \beta_3 SIZE_{i,j,t} + \beta_4 LEV_{i,j,t} + \beta_5 TANG_{i,j,t} + \beta_6 MTB_{i,j,t} + \beta_7 DIV_{i,j,t} + \beta_8 GDP_{j,t} + CE + YE + \epsilon_{i,j,t} \quad (2)$$

Liên quan đến vai trò của môi trường thể chế, nghiên cứu tập trung vào hai khía cạnh gồm chất lượng hành pháp và kiểm soát tham nhũng. Chất lượng hành pháp phản ánh mức độ tin tưởng cũng như tuân thủ các quy tắc xã hội, đặc biệt liên quan đến chất lượng thực thi hợp đồng, quyền tài sản, cảnh sát và tòa án, nguy cơ xảy ra tội phạm và bạo lực. Kiểm soát tham nhũng phản ánh khả năng kiểm soát việc thực thi quyền lực công vì lợi ích cá nhân, bao gồm cả tham nhũng nhỏ và lớn, cũng như thu tóm tài sản công để chuyển hóa thành lợi ích cá nhân. Ảnh hưởng của môi trường thể chế đối với các chính sách của doanh nghiệp nói chung và chính sách nắm giữ tiền mặt nói riêng đã được bàn luận trong một số nghiên cứu đi trước (Machokoto & cộng sự, 2021). Môi trường thể chế có chất lượng hơn sẽ có khả năng bảo vệ quyền lợi của cổ đông và các nhà đầu tư tốt hơn, tạo áp lực nhiều hơn cho nhà quản lý trong việc phân phối thu nhập cho cổ đông và giảm nắm giữ nhiều tiền mặt để làm trầm trọng vấn đề đại diện. Mô hình (3) dưới đây được sử dụng để kiểm chứng ảnh hưởng của chất lượng hành pháp và kiểm soát tham nhũng với biến chính là biến tương tác *LNGPR*MOR*:

$$LNCASH_{i,j,t} = \beta_0 + \beta_1 LNGPR_{i,j,t} + \beta_2 LNGPR_{i,j,t} * MOR_{j,t} + \beta_3 SIZE_{i,j,t} + \beta_4 LEV_{i,j,t} + \beta_5 TANG_{i,j,t} + \beta_6 MTB_{i,j,t} + \beta_7 DIV_{i,j,t} + \beta_8 GDP_{j,t} + \beta_9 MOR_{j,t} + CE + YE + \epsilon_{i,j,t} \quad (3)$$

Trong đó, *MOR* là biến đại diện cho môi trường thể chế trên hai khía cạnh chất lượng hành pháp (*RL*) và kiểm soát tham nhũng (*CC*). Dữ liệu về *RL* và *CC* được thu thập từ cơ sở dữ liệu WGI của World Bank. Giá trị của *RL* và *CC* càng cao phản ánh môi trường thể chế tốt và ngược lại.

Bảng 6 trình bày các kết quả phân tích trong phần này. Cột (1) kiểm chứng vai trò của mức độ chi trả cổ tức. Biến *LNGPR*DIV* có giá trị âm và có ý nghĩa thống kê ($\beta_2 = -0,009$; $p < 0,05$). Kết quả này chỉ ra rằng các doanh nghiệp chi trả cổ tức nhiều hơn và nắm giữ tiền mặt ít hơn để ứng phó với rủi ro địa chính trị gia tăng. Hệ số ước lượng của biến *LNGPR*RL* ($\beta_2 = -0,085$; $p < 0,05$) ở cột (2) và hệ số ước lượng của biến *LNGPR*CC* ($\beta_2 = -0,093$; $p < 0,05$) ở cột (3) đều có giá trị âm và có ý nghĩa thống kê, khẳng định ảnh hưởng đáng kể của môi trường thể chế đến nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp trong bối cảnh rủi ro địa chính trị. Các kết quả này cũng có bằng chứng thực nghiệm của Dittmar & cộng sự (2003) cho rằng các công ty hoạt động ở những quốc gia mà quyền lợi của cổ đông không được bảo vệ tốt nắm giữ lượng tiền mặt nhiều gấp đôi các công ty hoạt động ở các quốc gia có cơ chế bảo vệ quyền lợi cổ đông tốt hơn.

Tiếp theo, bài viết xem xét liệu mối quan hệ giữa rủi ro địa chính trị và nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp có khác nhau giữa các quốc gia có trình độ phát triển khác nhau không. Cụ thể, mẫu nghiên cứu được chia làm hai nhóm: các quốc gia phát triển gồm 6.675 quan sát và nhóm các quốc gia đang phát triển gồm 3.646 quan sát. Căn cứ sắp xếp các quốc gia vào hai nhóm này dựa trên vào tiêu chí phân loại MSCI. Sau đó, tác giả chạy hồi quy mô hình (1) với hai nhóm quốc gia này và báo cáo kết quả tại Bảng 7. Có thể thấy, mối

Bảng 6: Vai trò của chi trả cổ tức, chất lượng hành pháp và kiểm soát tham nhũng

Biến	(1) LNCASH	(2) LNCASH	(3) LNCASH
LNGPR	-0,144*** (0,04)	-0,035 (0,06)	-0,044 (0,06)
LNGPR*DIV	-0,009** (0,00)		
LNGPR*RL		-0,085** (0,04)	
GPR*CC			-0,093** (0,04)
SIZE	-0,055*** (0,01)	-0,055*** (0,01)	-0,055*** (0,01)
LEV	-0,001*** (0,00)	-0,001*** (0,00)	-0,001*** (0,00)
TANG	-1,895*** (0,07)	-1,909*** (0,07)	-1,907*** (0,07)
MTB	0,006** (0,00)	0,005* (0,00)	0,005* (0,00)
DIV	0,016*** (0,01)	0,004*** (0,00)	0,004*** (0,00)
GDP	0,011* (0,01)	0,013 (0,01)	0,016* (0,01)
RL		0,072 (0,15)	
CC			0,250* (0,14)
Hằng số	-1,225*** (0,21)	-1,051*** (0,23)	-0,987*** (0,23)
N	10.321	10.321	10.321
R ²	0,213	0,218	0,218
Kiểm soát	CE, YE	CE, YE	CE, YE

Giá trị trong ngoặc là sai số chuẩn mạnh.

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

Nguồn: Tính toán của tác giả.

Bảng 7: Rủi ro địa chính trị và nắm giữ tiền mặt tại nhóm quốc gia phát triển và đang phát triển

Biến	(1) Nhóm quốc gia phát triển LNCASH	(2) Nhóm quốc gia đang phát triển LNCASH
LNGPR	-0,256*** (0,09)	-0,043 (0,06)
SIZE	-0,094*** (0,01)	0,126*** (0,01)
LEV	-0,001*** (0,00)	0,004*** (0,00)
TANG	-2,150*** (0,08)	-1,358*** (0,14)
MTB	0,007** (0,00)	-0,004 (0,01)
DIV	0,012 (0,03)	0,006*** (0,00)
GDP	0,019	0,006

	(0,02)	(0,01)
Hằng số	0,001	-3,926***
	(0,21)	(0,27)
N	6.654	3.667
R ²	0,247	0,226
Kiểm soát	CE, YE	CE, YE

Giá trị trong ngoặc là sai số chuẩn mạnh.
 ***, ** và * lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa thống kê 1%, 5% và 10%.
 Nguồn: Tính toán của tác giả.

quan hệ ngược chiều giữa rủi ro địa chính trị và nắm giữ tiền mặt chỉ quan sát được ở các doanh nghiệp hoạt động tại các quốc gia phát triển, như trình bày ở cột (1). Trong khi đó, kết quả hồi quy ở cột (2) cho thấy việc điều chỉnh nắm giữ tiền mặt để ứng phó với rủi ro địa chính trị là không đáng kể đối với các doanh nghiệp hoạt động ở các quốc gia đang phát triển. Kết quả này phù hợp với luận điểm cho rằng mặc dù các quốc gia phát triển và đang phát triển đều bị ảnh hưởng tiêu cực bởi các rủi ro địa chính trị, tuy nhiên, các quốc gia phát triển có nguồn lực kinh tế tốt hơn để chống chịu với những tác động tiêu cực của rủi ro địa chính trị. Vì vậy, các doanh nghiệp hoạt động tại các quốc gia phát triển linh hoạt hơn trong việc giảm nắm giữ tiền mặt để hạn chế vấn đề đại diện khi rủi ro chính trị gia tăng.

5. Kết luận

Nghiên cứu này tập trung phân tích tác động của rủi ro địa chính trị đến nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp niêm yết hoạt động trong lĩnh vực năng lượng từ năm 2009 đến năm 2022. Kết quả thực nghiệm cho thấy rủi ro địa chính trị làm giảm tỷ lệ tiền mặt nắm giữ của các doanh nghiệp, phù hợp với cơ sở lý thuyết về vấn đề đại diện. Nghiên cứu cho thấy các doanh nghiệp giảm nắm giữ tiền mặt để tăng chi trả cổ tức nhằm giảm nhẹ vấn đề đại diện trong bối cảnh rủi ro địa chính trị gia tăng. Ngoài ra, nghiên cứu cũng kiểm tra tác động điều tiết của môi trường thể chế. Các kết quả phân tích cho thấy các doanh nghiệp hoạt động ở các quốc gia có chất lượng hành pháp và kiểm soát tham nhũng tốt hơn giảm nắm giữ tiền mặt nhiều hơn khi đối diện với rủi ro địa chính trị.

Kết quả nghiên cứu cũng gợi mở một số hàm ý chính sách quan trọng. Thông qua việc chỉ ra rằng rủi ro địa chính trị là nhân tố quan trọng ảnh hưởng đến nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp, kết quả nghiên cứu chỉ ra sự cần thiết của việc quản trị vốn lưu động đối với các nhà quản lý doanh nghiệp để duy trì hoạt động sản xuất kinh doanh tránh bị tác động tiêu cực từ các sự cố địa chính trị. Vì môi trường thể chế ảnh hưởng đáng kể đến các chính sách nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp, do vậy ở góc độ vĩ mô, việc tiếp tục nâng cao hơn nữa chất lượng hành pháp và các biện pháp kiểm soát tham nhũng có khả năng hỗ trợ các chính sách tài chính của doanh nghiệp tốt hơn.

Bên cạnh những kết quả đạt được, bài viết vẫn còn một số hạn chế. Thứ nhất, vì nhu cầu nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp thuộc các ngành nghề khác nhau có thể khác nhau nên tác động của rủi ro địa chính trị đến nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp hoạt động trong các lĩnh vực khác có thể không giống với kết quả thực nghiệm tại các doanh nghiệp năng lượng. Thứ hai, các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu là những doanh nghiệp niêm yết nên khả năng tiếp cận vốn của loại hình doanh nghiệp này có thể khác với những doanh nghiệp chưa niêm yết, dẫn đến sự khác biệt trong chính sách nắm giữ tiền mặt giữa hai loại hình doanh nghiệp. Do vậy, kết quả nghiên cứu trong bài viết này có thể không có giá trị khái quát cho những doanh nghiệp chưa niêm yết. Thứ ba, mặc dù bài viết đã chỉ ra vai trò điều tiết của chất lượng thể chế trên hai khía cạnh là chất lượng hành pháp và kiểm soát tham nhũng, nhưng khía cạnh văn hóa của môi trường thể chế chưa được phân tích trong nghiên cứu này. Những hạn chế trong bài viết chính là những gợi ý cho các nghiên cứu trong tương lai về chủ đề này.

Tài liệu tham khảo:

Ahmed, M.S., Kumar, S., Gupta, P. & Bamel, N. (2024), ‘CEO media coverage and cash holdings’, *International Review of Financial Analysis*, 91, 103041.
 Alexander, A., De Vito, A. & Menicacci, L. (2024), ‘At what cost? Environmental regulation and corporate cash holdings’, *Finance Research Letters*, 61, 104960.

-
- Alomran, A.A. (2024), 'Blockholder ownership and corporate cash holdings: evidence from European firms', *International Journal of Managerial Finance*, 20(1), 1-19.
- Baur, D.G. & Smales, L.A. (2020), 'Hedging geopolitical risk with precious metals', *Journal of Banking & Finance*, 117, 105823.
- Bruna, M.G., Loprevite, S., Raucci, D., Ricca, B. & Rupo, D. (2022), 'Investigating the marginal impact of ESG results on corporate financial performance', *Finance Research Letters*, 47, 102828.
- Caldara, D. & Iacoviello, M. (2022), 'Measuring geopolitical risk', *American Economic Review*, 112(4), 1194-1225.
- Chen, L., Gozgor, G., Lau, C.K.M., Mahalik, M.K., Rather, K.N. & Soliman, A.M. (2024), 'The impact of geopolitical risk on CO2 emissions inequality: Evidence from 38 developed and developing economies', *Journal of Environmental Management*, 349, 119345.
- Da Cruz, A.F., Kimura, H. & Sobreiro, V.A. (2019), 'What do we know about corporate cash holdings? A systematic analysis', *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 30(1), 77-143.
- 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.
- Dittmar, A., Mahrt-Smith, J. & Servaes, H. (2003), 'International corporate governance and corporate cash holdings', *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 38(1), 111-133.
- Elnahas, A., Hossain, M.N. & Javadi, S. (2024), 'CEO marital status and corporate cash holdings', *European Financial Management*, 30(1), 187-229.
- Feng, C., Han, L., Vigne, S. & Xu, Y. (2023), 'Geopolitical risk and the dynamics of international capital flows', *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 82, 101693.
- Gujarati, D.N. (2003), *Basic Econometrics*, 4th edition, New York: McGraw-Hill.
- Javadi, S., Mollagholamali, M., Nejadmalayeri, A. & Al-Thaqeb, S. (2021), 'Corporate cash holdings, agency problems, and economic policy uncertainty', *International Review of Financial Analysis*, 77, 101859.
- Julio, B. & Yook, Y. (2012), 'Political uncertainty and corporate investment cycles', *The Journal of Finance*, 67(1), 45-83.
- Khraiche, M., Boudreau, J.W. & Chowdhury, M.S.R. (2023), 'Geopolitical risk and stock market development', *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 88, 101847.
- Kim, Y.S., Park, K.J. & Kwon, O.B. (2019), 'Geopolitical risk and trading patterns of foreign and domestic investors: Evidence from Korea', *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 48(2), 269-298.
- Lee, C.C. & Wang, C.W. (2021), 'Firms' cash reserve, financial constraint, and geopolitical risk', *Pacific-Basin Finance Journal*, 65, 101480.
- Li, X., Pan, Z., Ho, K.C. & Bo, Y. (2024), 'Epidemics, local institutional quality, and corporate cash holdings', *International Review of Economics & Finance*, 92(C), 193-210.
- Machokoto, M., Chipeta, C. & Ibeji, N. (2021), 'The institutional determinants of peer effects on corporate cash holdings', *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 73, 101378.
- Maheshwari, Y. & Rao, K.V. (2017), 'Determinants of corporate cash holdings', *Global Business Review*, 18(2), 416-427.
- Myers, S.C. (2000), 'Outside equity', *The Journal of Finance*, 55(3), 1005-1037.
- 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.
- Pang, J., Wang, K. & Zhao, L. (2024), 'Tax enforcement and corporate cash holdings', *Journal of Business Finance & Accounting*, <https://doi.org/10.1111/jbfa.12795>.
- Petersen, M.A. (2009), 'Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches', *Review of Financial Studies*, 22(1), 435-480.
- Pringpong, S., Maneenop, S. & Jaroenjitrkam, A. (2023), 'Geopolitical risk and firm value: Evidence from emerging markets', *The North American Journal of Economics and Finance*, 68, 101951.
- Qin, Y., Hong, K., Chen, J. & Zhang, Z. (2020), 'Asymmetric effects of geopolitical risks on energy returns and volatility under different market conditions', *Energy Economics*, 90, 104851.
- Salisu, A.A., Lasisi, L. & Tchankam, J.P. (2022), 'Historical geopolitical risk and the behaviour of stock returns in advanced economies', *The European Journal of Finance*, 28(9), 889-906.
- Shrestha, K., Philip, S.S.S. & Khaw, K.L.H. (2024), 'Impact of geopolitical risk on target debt ratio', *Finance Research Letters*, 60, 104964.
-