

---

# TÁC ĐỘNG CỦA MỨC ĐỘ BÙNG PHÁT DỊCH BỆNH COVID-19 ĐẾN VIỆC NẮM GIỮ TIỀN MẶT CỦA CÁC DOANH NGHIỆP PHI TÀI CHÍNH NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM

**Nguyễn Hoàng Minh**

*Đại học Kinh tế - Luật, Đại học Quốc gia thành phố Hồ Chí Minh*

*Email: minhnh19604@sdh.uel.edu.vn*

**Lê Quang Minh**

*Đại học Ngân hàng thành phố Hồ Chí Minh*

*Email: minhlg@buh.edu.vn*

Mã bài báo: JED - 424

Ngày nhận: 03/10/2021

Ngày nhận bản sửa: 04/11/2021

Ngày duyệt đăng: 14/03/2022

## **Tóm tắt**

*Việt Nam phải đối mặt với đợt bùng phát dịch bệnh Covid-19 kéo dài từ năm 2020, tác động tiêu cực đến các hoạt động của các doanh nghiệp. Nghiên cứu được thực hiện nhằm mục đích tìm hiểu tác động của mức độ bùng phát dịch bệnh Covid-19 đến việc nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn từ Quý 1 năm 2020 đến Quý 2 năm 2021. Dữ liệu trong nghiên cứu được thu thập từ Bloomberg và Worldometers, nghiên cứu phát hiện ra rằng mức độ bùng phát dịch bệnh Covid-19 có tác động tích cực đến việc nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp. Nghiên cứu có ý nghĩa quan trọng khi các doanh nghiệp cần phải có tiền để tồn tại với doanh thu suy giảm và để hồi phục sau dịch bệnh.*

**Từ khóa:** Nắm giữ tiền mặt, Covid-19, Việt Nam.

**Mã JEL:** G01, G3, G32.

## **The impact of Covid-19 outbreak on cash holdings of non-financial listed firms in Vietnam**

### *Abstract*

*Vietnam has faced the long-lasting COVID-19 outbreak since 2020, imposing a negative impact on corporate activities. This paper aims at investigating how the pandemic influences the cash holding of non-financial listed firms in Vietnam from quarter 1, 2020 to quarter 2, 2021. Using the data from Bloomberg and Worldometers, the results reveal a positive correlation between the outbreak and cash holdings. This finding is important because firms need a buffer or cash reserve to survive and thrive after the pandemic.*

*Keywords:* Cash holdings, Covid-19, Vietnam.

**JEL code:** G01, G3, G32.

## **1. Giới thiệu**

Sự bùng nổ của đại dịch Covid-19 đã khiến các quốc gia phải đóng cửa các hoạt động của nền kinh tế nhằm hạn chế sự lây lan của dịch bệnh nhưng điều đó có thể đẩy phần lớn các doanh nghiệp vào một cuộc khủng hoảng hoạt động (Acharya & Steffen, 2020). Mức độ nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp ngày càng tăng, nguyên nhân là do suy thoái tài chính và những cú sốc bất lợi thúc đẩy các doanh nghiệp tích lũy tiền mặt (Bates & cộng sự, 2018). Việc nắm giữ nhiều tiền mặt trong thời kỳ dịch bệnh Covid-19 được chứng minh là có tác động tích cực đến hoạt động của doanh nghiệp (Zheng, 2021). Theo đó, chủ đề nghiên cứu về tác động của dịch bệnh Covid-19 đến việc nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp còn rất hạn chế (Qin & cộng sự, 2020), tác động tiêu cực của dịch bệnh Covid-19 đến hoạt động của các doanh nghiệp (Acharya

---

& Steffen, 2020; Brunnermeier & Krishnamurthy, 2020; Fahlenbrach & cộng sự, 2020), khoản đầu tư của doanh nghiệp (Tawiah & O'Connor Keefe, 2020), hiệu quả của doanh nghiệp (Zheng, 2021).

Tại Việt Nam, chủ đề nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp được một số nghiên cứu thực hiện như: Thu & Khuong (2018) tiến hành nghiên cứu các nhân tố tác động đến tỷ lệ nắm giữ tiền mặt của 28 doanh nghiệp năng lượng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn từ 2010 đến 2016; kết quả nghiên cứu cho thấy tỷ lệ nắm giữ tiền mặt có tương quan nghịch chiều với đòn bẩy tài chính, lợi nhuận trên tổng tài sản, dòng tiền hoạt động của doanh nghiệp. Nguyen (2019) tiến hành nghiên cứu mức nắm giữ tiền mặt tối ưu đối với hiệu quả của 306 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn 2008-2017, kết quả nghiên cứu tìm ra mức tiền mặt để hiệu quả đạt tối ưu của các doanh nghiệp là 9,93%. Khuong & cộng sự (2019) tiến hành nghiên cứu tác động của việc tránh thuế đối với việc nắm giữ tiền mặt của 125 doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam từ năm 2010 đến 2016, kết quả nghiên cứu cho thấy việc tránh thuế có tương quan dương với việc nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp. Dao (2020) tiến hành nghiên cứu tác động của sở hữu nhà nước và thời gian sau cổ phần hoá đến việc nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam từ 2010 đến 2017, kết quả nghiên cứu cho thấy sở hữu nhà nước có tác động tích cực đến mức độ nắm giữ tiền của các doanh nghiệp.

Ngày 23 tháng 01 năm 2020, xuất hiện ca bệnh Covid-19 đầu tiên tại Việt Nam, kéo theo đó là một chuỗi các ca lây nhiễm, khiến Chính phủ Việt Nam phải thực hiện các biện pháp giãn cách xã hội, đóng cửa kinh tế để phòng chống dịch từ đó tác động tiêu cực đến hoạt động của các doanh nghiệp. Đứng trước những khó khăn từ việc giãn cách xã hội của Chính phủ, các doanh nghiệp phải có những phản ứng để chống lại những tác động tiêu cực từ bên ngoài, trong đó việc tăng mức tiền mặt để đảm bảo thanh khoản là rất cần thiết đối với doanh nghiệp (Zheng, 2021). Do đó, để có thể trả lời cho câu hỏi liệu mức độ bùng phát dịch bệnh Covid-19 có tác động như thế nào đến việc nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp, cần có một nghiên cứu mới. Vì vậy, mục đích của nghiên cứu này là tìm hiểu tác động của mức độ bùng phát dịch bệnh Covid-19 đến việc nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết tại Việt Nam. Cụ thể, nghiên cứu sử dụng dữ liệu của 353 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn từ Quý 1 năm 2020 đến Quý 2 năm 2021. Kết quả nghiên cứu cho thấy mức độ bùng phát dịch bệnh Covid-19 có tác động tương quan dương với việc nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp.

Nghiên cứu đóng góp hai nội dung chính như sau: Thứ nhất, kết quả nghiên cứu bổ sung vào tài liệu nghiên cứu tác động của dịch bệnh Covid-19 đến việc nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp. Trong khi, các nghiên cứu trước đây tại Việt Nam chưa đề cập đến tác động này của dịch bệnh Covid-19 (Dang & cộng sự, 2021; Vu & cộng sự, 2021). Thứ hai, nghiên cứu đóng góp vào lý thuyết ưa thích thanh khoản của Keynes, thông qua việc giải thích hành vi nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp trong bối cảnh dịch bệnh Covid-19 ngày càng tăng tại Việt Nam do động cơ phòng ngừa của doanh nghiệp. Nghiên cứu có ý nghĩa quan trọng trong cuộc khủng hoảng dịch bệnh Covid-19, khi các doanh nghiệp cần phải có tiền để tồn tại với doanh thu suy giảm và để hồi phục sau dịch bệnh.

Sau phần 1 giới thiệu, nghiên cứu được cấu trúc gồm 4 phần: (i) Phần 2 trình bày cơ sở lý thuyết, (ii) Phần 3 trình bày phương pháp nghiên cứu bao gồm dữ liệu nghiên cứu, mô hình nghiên cứu và phương pháp phân tích, (iii) Phần 4 trình bày kết quả nghiên cứu và thảo luận, và (iv) Phần 5 trình bày kết luận.

## **2. Cơ sở lý thuyết**

Hành vi nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp được giải thích từ lý thuyết ưa thích thanh khoản (Liquidity preference theory) của Keynes, lý thuyết này đề xuất ba động cơ nắm giữ tiền mặt: Thứ nhất, động cơ giao dịch, để tiết kiệm chi phí giao dịch trong tương lai. Thứ hai, động cơ đầu cơ, giúp nắm bắt các cơ hội với các khoản đầu tư mới tăng trưởng trong tương lai. Thứ ba, động cơ phòng ngừa, giúp doanh nghiệp khỏi những cú sốc bất ngờ (Keynes, 1936). Dẫn theo động cơ phòng ngừa, các doanh nghiệp có xu hướng nắm giữ tiền mặt nhiều hơn cho các mục tiêu dự phòng tùy theo từng điều kiện khác nhau, đối với các doanh nghiệp hoạt động trong môi trường có nhiều cú sốc thì xu hướng nắm giữ tiền mặt sẽ nhiều hơn (Damodaran, 2005). Trong giai đoạn khủng hoảng, việc nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp sẽ giúp doanh nghiệp trang trải chi tiêu, trả nợ, thay thế thiết bị và tài trợ đầu tư các dự án có lãi (Froot & cộng sự, 1993). Bên cạnh đó, doanh nghiệp nắm giữ nhiều tiền mặt thì không phải tăng lượng tiền mặt của mình vì động cơ phòng ngừa sau cú sốc kinh tế, mà thay vào đó có thể sử dụng những khoản tiền này để đầu tư (Almeida & cộng sự, 2004).

Li & cộng sự (2020) cho rằng cuộc khủng hoảng dịch bệnh Covid-19 làm cho các doanh nghiệp rút bớt hạn mức tín dụng ngân hàng và tăng mức tiền mặt của doanh nghiệp. Việc nắm giữ một lượng tiền mặt nhất định sẽ giúp doanh nghiệp duy trì khả năng thanh toán cho những trường hợp khẩn cấp (Opler & cộng sự, 1999). Nghiên cứu của Qin & cộng sự (2020) đã chứng minh rằng đại dịch Covid-19 có tác động tích cực đến mức độ nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp. Trong đợt bùng phát Covid-19 tại Việt Nam, với việc thực hiện chính sách kiểm dịch của Chính phủ, khiến các hoạt động sản xuất của các doanh nghiệp buộc phải dừng lại, dẫn đến doanh thu của họ bị sụt giảm đáng kể. Trong khi đó, một số khoản chi cố định đang tăng lên, và những yếu tố này làm tình trạng dòng tiền của các doanh nghiệp trở nên xấu đi trong thời kỳ đại dịch. Vì vậy, doanh nghiệp phải duy trì mức tiền mặt cần thiết để trang trải các chi phí, vì dịch bệnh Covid-19 tác động tiêu cực trong hoạt động của họ. Đặc biệt là khi dịch bệnh Covid-19 ngày càng bùng phát với số lượng ca nhiễm bệnh trên cả nước ngày càng tăng. Từ các phân tích trên, tác giả đề xuất giả thuyết nghiên cứu như sau:

*H<sub>1</sub>: Mức độ bùng phát dịch bệnh Covid-19 có tương quan dương với việc nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết tại Việt Nam.*

### 3. Phương pháp nghiên cứu

#### 3.1. Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu trong nghiên cứu được thu thập từ 353 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn từ Quý 1 năm 2020 đến Quý 2 năm 2021 được thu thập thông qua Bloomberg. Tác giả lựa chọn từ Quý 1 năm 2020 là do dịch bệnh Covid-19 xuất hiện đầu tiên tại Việt Nam vào ngày 23 tháng 01 năm 2020. Dữ liệu được thu thập phải đáp ứng các điều kiện: (1) doanh nghiệp cung cấp đầy đủ báo cáo tài chính từ Quý 1 năm 2020 đến Quý 2 năm 2021; (2) Tất cả báo cáo tài chính đã được kiểm toán và báo cáo kiểm toán phải ý kiến chấp nhận tính hợp lý. Riêng dữ liệu về số ca nhiễm dịch bệnh Covid-19 được thu thập từ Worldometers (2021), là trang chuyên thu thập dữ liệu về dịch bệnh Covid-19 trên toàn cầu.

#### 3.2. Mô hình nghiên cứu

Dựa trên lý thuyết và nghiên cứu thực nghiệm có liên quan, tác giả xây dựng mô hình nghiên cứu tác động của mức độ bùng phát dịch bệnh Covid-19 đến việc nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết tại Việt Nam như sau:

$$\text{LCash}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{LCCase}_{i,t} + \beta_2 \text{LLev}_{i,t} + \beta_3 \text{LSize}_{i,t} + \beta_4 \text{LTang}_{i,t} + \beta_5 \text{Cashflow}_{i,t} + \beta_6 \text{ROA}_{i,t} + \mu_{i,t}$$

Trong đó:

$i$  đại diện cho doanh nghiệp và  $t$  đại diện cho năm,  $\beta$  là hệ số hồi quy,  $\mu$  là sai số chuẩn.

LCash: Nắm giữ tiền mặt, được đo lường bằng logarithm tự nhiên của tỷ lệ tiền và các khoản tương đương tiền trên tổng tài sản (Almeida & cộng sự, 2004; Opler & cộng sự, 1999; Ozkan & Ozkan, 2004).

LCase: Mức độ bùng phát dịch bệnh Covid-19, được đo lường bằng logarithm tự nhiên của số ca nhiễm bệnh Covid-19 trong Quý (Hu & Zhang, 2021).

Các biến kiểm soát đưa vào mô hình nghiên cứu bao gồm đòn bẩy tài chính (LLev), quy mô doanh nghiệp (LSize), tài sản cố định hữu hình (LTang), dòng tiền hoạt động (Cashflow), tỷ số lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA), cụ thể như sau:

+ LLev: đòn bẩy tài chính, được đo lường bằng logarithm tự nhiên của tỷ lệ tổng nợ trên tổng tài sản (García-Teruel & cộng sự, 2009). Việc sử dụng đòn bẩy tài chính được chứng minh là làm giảm lượng tiền mặt của doanh nghiệp (Kim & cộng sự, 1998; Opler & cộng sự, 1999; Ozkan & Ozkan, 2004).

+ LSize: quy mô doanh nghiệp, được đo lường bằng logarithm tự nhiên của tổng tài sản (Deloof & cộng sự, 2019). Kim & cộng sự (1998) cho rằng doanh nghiệp có quy mô càng lớn có tác động tiêu cực đến việc nắm giữ tiền mặt.

+ LTang: tài sản cố định hữu hình, được đo lường bằng logarithm tự nhiên của tỷ lệ tài sản cố định hữu hình trên tổng tài sản (Fasano & Deloof, 2021). Lei & cộng sự (2018) cho rằng tài sản hữu hình có thể làm tăng các khoản nợ của doanh nghiệp vì các tài sản cố định này được sử dụng làm tài sản thế chấp để vay vốn, tác động làm giảm lượng tiền mặt của doanh nghiệp.

+ Cashflow: dòng tiền hoạt động, được đo lường bằng dòng tiền đến từ hoạt động kinh doanh chính trên tổng tài sản (Zheng, 2021). Nghiên cứu của Han & Qiu (2007) đã chứng minh dòng tiền hoạt động có tác động tích cực đến việc nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp.

+ ROA: tỷ suất lợi nhuận sau thuế trên tổng tài sản, được đo lường bằng lợi nhuận sau thuế chia tổng tài sản (Fasano & Deloof, 2021). Doanh nghiệp sử dụng lợi nhuận của mình để tăng tính thanh khoản vì vậy doanh nghiệp có xu hướng giữ nhiều tiền mặt hơn (Opler & cộng sự, 1999).

Đối với dữ liệu bảng, các phương pháp hồi quy thường được sử dụng phổ biến là mô hình ước lượng bình phương nhỏ nhất (Pooled OLS), mô hình ảnh hưởng cố định (Fixed-effects), và mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên (Random-effects). Trong đó, mô hình ước lượng bình phương nhỏ nhất lại xem xét các doanh nghiệp là đồng nhất và tất cả các quan sát được nhóm chung lại với nhau, bất kể có sự khác biệt giữa các doanh nghiệp hay không, dẫn đến kết quả ước lượng thường không phản ánh đúng với thực tế của từng doanh nghiệp do các ước lượng có thể bị sai lệch khi không xem xét đến các yếu tố riêng biệt của từng doanh nghiệp, nhưng với mô hình ảnh hưởng cố định và mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên thì ta có thể kiểm soát được các tác động riêng biệt của từng doanh nghiệp (Wooldridge, 2005).

### 3.3. Kiểm định và lựa chọn mô hình

Trong nghiên cứu này, để lựa chọn giữa mô hình Fixed-effects và mô hình Random-effects thì tác giả sử dụng kiểm định Hausman để xác định mô hình tốt nhất, và để lựa chọn giữa mô hình Pooled OLS và mô hình Random-effects thì tác giả sử dụng kiểm định Breusch-Pagan Lagrange Multiplier (kiểm định LM). Bên cạnh đó, nghiên cứu cũng tiến hành một số kiểm định về các khuyết tật của mô hình bao gồm: hệ số phóng đại phương sai (VIF) được dùng để kiểm tra hiện tượng đa cộng tuyến (Hair & cộng sự, 1995), kiểm định Modified Wald được dùng để kiểm tra hiện tượng phương sai sai số thay đổi, và kiểm định Wooldridge được dùng để kiểm tra hiện tượng tự tương quan (Wooldridge, 2005). Để giải quyết tồn tại vấn đề tự tương quan và phương sai sai số thay đổi, tác giả sử dụng kỹ thuật robust nhằm khắc phục các hiện tượng trên.

## 4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

### 4.1. Mô tả dữ liệu và phân tích ma trận tương quan

Tác giả tiến hành mô tả các biến trong mô hình nghiên cứu bao gồm: Cash (Tỷ lệ tiền và các khoản tương đương tiền trên tổng tài sản), Case (số ca nhiễm Covid-19 trong Quý), Lev (Tỷ lệ tổng nợ trên tổng tài sản), Size (Tổng tài sản), Tang (Tỷ lệ tài sản cố định hữu hình trên tổng tài sản), Cashflow (dòng tiền đến từ hoạt động kinh doanh chính trên tổng tài sản), ROA (Tỷ số lợi nhuận sau thuế trên tổng tài sản), chi tiết được trình bày tại Bảng 1.

**Bảng 1: Thống kê mô tả các biến**

Tên biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị thấp nhất	Giá trị lớn nhất
Cash	2.118	0,072	0,073	0,001	0,738
Case	2.118	3.765,333	5.911,326	212	16.863
Lev	2.118	0,462	0,201	0,008	1,277
Size	2.118	5.519,288	25.301,81	16	430.011
Tang	2.118	0,284	0,198	0,1	0,9
Cashflow	2.118	0,014	0,078	-0,433	0,62
ROA	2.118	0,052	0,067	-0,33	0,42

Theo kết quả Bảng 1, tỷ lệ tiền và các khoản tương đương tiền trên tổng tài sản trung bình là 7,2%, với độ lệch chuẩn là 7,3%, giá trị thấp nhất là 0,01% và giá trị cao nhất là 73,8%. Về số ca nhiễm bệnh Covid-19 trung bình là 3.765,333 ca, với độ lệch chuẩn là 5.911,326 ca, giá trị thấp nhất là 212 ca và giá trị cao nhất là 16.863 ca. Về tỷ lệ tổng nợ trên tổng tài sản trung bình là 46,2%, với độ lệch chuẩn là 20,1%, giá trị thấp nhất là 0,8% và giá trị cao nhất là 127,7%. Về tổng tài sản của các doanh nghiệp trung bình là 5.519,288 tỷ đồng, với độ lệch chuẩn là 25.301,81 tỷ đồng, giá trị thấp nhất là 16 tỷ đồng và giá trị cao nhất là 430.011 tỷ đồng. Về tỷ lệ tài sản cố định hữu hình trên tổng tài sản của các doanh nghiệp trung bình là 28,4%, với độ lệch chuẩn là 19,8%, giá trị thấp nhất là 10% và giá trị cao nhất là 90%. Về dòng tiền đến từ hoạt động kinh doanh chính trên tổng tài sản của các doanh nghiệp trung bình là 1,4%, với độ lệch chuẩn là 7,8%, giá trị thấp nhất là -43,3% và giá trị cao nhất là 62%. Về tỷ số lợi nhuận sau thuế trên tổng tài sản của các doanh



ngành trung bình là 5,2%, với độ lệch chuẩn là 6,7%, giá trị thấp nhất là -33% và giá trị cao nhất là 42%.

**Bảng 2: Ma trận tương quan**

Tên biến	LCash	LCase	LLev	LSize	LTang	Cashflow	ROA
LCash	1,000						
LCase	0,02 <sup>ns</sup>	1,000					
LLev	-0,26 <sup>***</sup>	0,008 <sup>ns</sup>	1,000				
LSize	-0,04 <sup>**</sup>	0,01 <sup>ns</sup>	0,3 <sup>***</sup>	1,000			
LTang	-0,04 <sup>**</sup>	-0,02 <sup>ns</sup>	-0,03 <sup>ns</sup>	0,07 <sup>***</sup>	1,000		
Cashflow	0,18 <sup>***</sup>	-0,01 <sup>ns</sup>	-0,04 <sup>**</sup>	0,004 <sup>ns</sup>	0,08 <sup>***</sup>	1,000	
ROA	0,36 <sup>***</sup>	0,01 <sup>ns</sup>	-0,23 <sup>***</sup>	-0,01 <sup>ns</sup>	-0,01 <sup>ns</sup>	0,1 <sup>***</sup>	1,000

Chú thích: \*: mức ý nghĩa 10%; \*\*: mức ý nghĩa 5%; \*\*\*: mức ý nghĩa 1%.

Theo kết quả Bảng 2, hệ số tương quan giữa các biến độc lập trong mô hình là tương đối thấp, các hệ số đều dưới 0,5 cho thấy sự tương quan thấp giữa các biến độc lập trong mô hình vì vậy, ít có khả năng xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình (Hair & cộng sự, 1995).

#### 4.2. Kết quả kiểm định mô hình

Trong nghiên cứu này, để đánh giá tác động của mức độ bùng phát dịch bệnh Covid-19 đến việc nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết tại Việt Nam, tác giả sử dụng ba phương pháp hồi quy

**Bảng 3: Tác động của mức độ bùng phát dịch bệnh Covid-19 đến việc nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết tại Việt Nam**

Tên biến	LCash <sub>i,t</sub>				Hệ số VIF
	Pooled OLS	Random effects	Fixed effects	Robust	
LCase <sub>i,t</sub>	0,018 <sup>ns</sup> (1,13)	0,021 <sup>**</sup> (2,30)	0,024 <sup>***</sup> (2,61)	0,024 <sup>**</sup> (2,26)	1,26
LLev <sub>i,t</sub>	-0,331 <sup>***</sup> (-9,02)	-0,406 <sup>***</sup> (-7,53)	-0,378 <sup>***</sup> (-4,74)	-0,378 <sup>***</sup> (-3,61)	1,18
LSize <sub>i,t</sub>	0,011 <sup>ns</sup> (0,86)	0,007 <sup>ns</sup> (0,27)	-0,165 <sup>ns</sup> (-1,25)	-0,165 <sup>ns</sup> (-0,87)	1,12
LTang <sub>i,t</sub>	-0,093 <sup>***</sup> (-2,99)	-0,078 <sup>ns</sup> (-1,59)	-0,09 <sup>ns</sup> (-1,25)	-0,09 <sup>ns</sup> (-1,06)	1,02
Cashflow <sub>i,t</sub>	1,886 <sup>***</sup> (6,93)	1,778 <sup>***</sup> (11,06)	1,73 <sup>***</sup> (10,76)	1,73 <sup>***</sup> (7,78)	1,02
ROA <sub>i,t</sub>	4,802 <sup>***</sup> (15,06)	2,133 <sup>***</sup> (5,46)	0,908 <sup>*</sup> (1,92)	0,908 <sup>ns</sup> (1,24)	1,08
Hằng số	-4,113 <sup>***</sup> (-23,36)	-4,002 <sup>***</sup> (-16,84)	-2,746 <sup>***</sup> (-2,95)	-2,746 <sup>**</sup> (-2,03)	-
Time	Yes	Yes	Yes	Yes	-
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	-
Số nhóm	353	353	353	353	-
Số quan sát	2.118	2.118	2.118	2.118	-
Kiểm định LM			2.483,76 <sup>***</sup> [0,000]		
Kiểm định Hausman			33,46 <sup>***</sup> [0,000]		
Kiểm định Modified Wald			1,2e+05 <sup>***</sup> [0,000]		
Kiểm định Wooldridge			22,541 <sup>***</sup> [0,000]		
Mức ý nghĩa			0,000		

Chú thích: \*: mức ý nghĩa 10%; \*\*: mức ý nghĩa 5%; \*\*\*: mức ý nghĩa 1%;

Giá trị kiểm định thể hiện trong ngoặc đơn (); giá trị p thể hiện trong ngoặc vuông [ ].

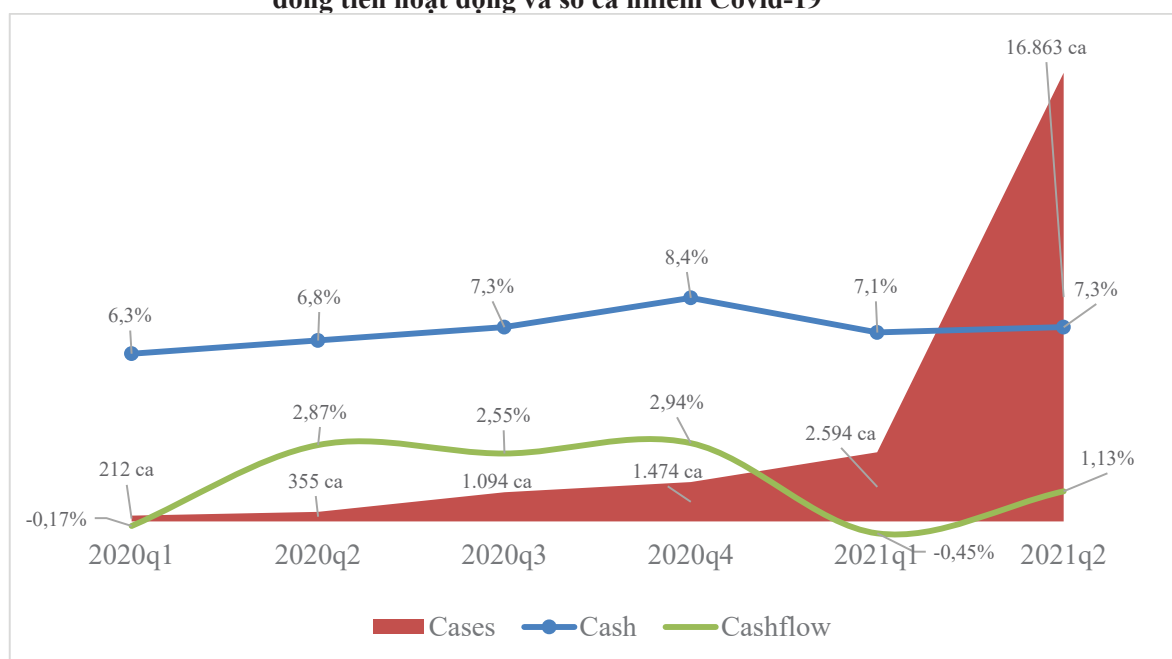
cho dữ liệu bảng bao gồm: Pooled OLS, random-effects và fixed-effects để kiểm định giả thuyết nghiên cứu. Kết quả kiểm định và hồi quy của các mô hình được trình bày tại Bảng 3 cho thấy mức ý nghĩa của các mô hình đều nhỏ 1%, đều có ý nghĩa thống kê, mô hình được sử dụng tốt, dữ liệu phù hợp. Khi so sánh cả ba mô hình ước lượng Pooled OLS, random-effects và fixed-effects, kiểm định Hausman và kiểm định LM có ý nghĩa thống kê tại mức 1%, cho thấy mô hình fixed-effects là phù hợp nhất. Khi xem xét các kiểm định khuyết tật của mô hình, kiểm định đa cộng tuyến với các hệ số VIF ở các mô hình đều nhỏ hơn 2 cho thấy mô hình không có tồn tại hiện tượng đa cộng tuyến (Hair & cộng sự, 1995). Tuy nhiên, kết quả kiểm định Wooldridge và kiểm định Modified Wald có ý nghĩa thống kê tại mức 1%, vì vậy mô hình có tồn tại hiện tượng tự tương quan và phương sai sai số thay đổi, với kết quả này thì các hệ số hồi quy của mô hình ước lượng có thể bị sai lệch khi kết luận. Do đó, tác giả sử dụng phương pháp ước lượng fixed-effects kèm lựa chọn robust nhằm khắc phục hiện tượng phương sai sai số thay đổi và tự tương quan (Xem Bảng 3).

Kết quả phân tích bằng mô hình ảnh hưởng cố định kèm theo lựa chọn robust tại Bảng 3 cho thấy có sự thay đổi về mức ý nghĩa thống kê khi so với mô hình ảnh hưởng cố định nhưng độ lớn và chiều tác động của hệ số hồi quy là không đổi. Kết quả nghiên cứu cho thấy việc nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết tại Việt Nam bị tác động tích cực bởi mức độ bùng phát dịch bệnh Covid-19, dòng tiền hoạt động. Ngược lại, việc nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp bị tác động tiêu cực bởi đòn bẩy tài chính.

### 4.3. Thảo luận kết quả thực nghiệm

Biến mức độ bùng phát dịch bệnh Covid-19 có tương quan dương với việc nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết tại Việt Nam do có ý nghĩa thống kê tại mức 1%, vì vậy tác giả có đủ cơ sở để chấp nhận giả thuyết H1, tức là mức độ bùng phát dịch bệnh Covid-19 được tìm thấy là có tác động làm tăng lượng nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết tại Việt Nam. Kết quả nghiên cứu này phù hợp với nghiên cứu của Qin & cộng sự (2020). Kết quả nghiên cứu này ngụ ý rằng khi dịch bệnh Covid-19 ngày càng bùng phát với số lượng ca nhiễm bệnh trên cả nước ngày càng tăng (biểu diễn tại Hình 1), khiến Chính phủ phải thực hiện các biện pháp giãn cách xã hội thông qua việc áp dụng các chỉ thị 15/CT-TTg, chỉ thị 16/CT-TTg, và chỉ thị 19/CT-TTg, tác động tiêu cực đến các doanh nghiệp trong vùng dịch phải dừng hoặc cắt giảm các hoạt động sản xuất – kinh doanh. Nhưng một số khoản chi cố định đang tăng lên, nguyên nhân là do các doanh nghiệp phải thực hiện việc xét nghiệm hàng tuần và làm việc “3 tại chỗ” (bao gồm sản xuất, cách ly, và ăn ngủ tại chỗ) theo quy định của Chính phủ dẫn đến các khoản chi của

**Hình 1: Biểu diễn mối quan hệ giữa nắm giữ tiền mặt, dòng tiền hoạt động và số ca nhiễm Covid-19**



Chú thích: Cases: Số ca nhiễm Covid-19 trong quý; Cash: Tỷ lệ tiền và các khoản tương đương tiền trên tổng tài sản; Cashflow: dòng tiền đến từ hoạt động kinh doanh chính trên tổng tài sản.

---

doanh nghiệp tăng, và những yếu tố này làm tình trạng dòng tiền của các doanh nghiệp trở nên tồi tệ hơn khi dịch bệnh ngày càng bùng phát (Hình 1). Vì vậy, các doanh nghiệp sẽ có xu hướng tích lũy nhiều tiền mặt hơn để trang trải các chi phí, phòng ngừa những rủi ro bất ngờ có thể xảy ra, tránh nguy cơ mất thanh khoản.

Biến LLev (đòn bẩy tài chính) có tác động tiêu cực đến việc nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết tại Việt Nam do có ý nghĩa thống kê tại mức 1%, tức là doanh nghiệp sử dụng nhiều đòn bẩy tài chính thì việc nắm giữ tiền mặt sẽ giảm. Kết quả nghiên cứu này tương đồng với nghiên cứu của Kim & cộng sự (1998), Opler & cộng sự (1999), Ozkan & Ozkan (2004). Biến Cashflow (dòng tiền hoạt động) có tác động tích cực đến việc nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết tại Việt Nam do có ý nghĩa thống kê tại mức 1%. Kết quả nghiên cứu này tương đồng với nghiên cứu của Han & Qiu (2007).

## 5. Kết luận

Trong đợt bùng phát Covid-19 tại Việt Nam, với việc thực hiện chính sách kiểm soát dịch của Chính phủ, khiến các hoạt động sản xuất của các doanh nghiệp buộc phải dừng lại, dẫn đến doanh thu của họ bị sụt giảm đáng kể. Đặc biệt là khi dịch bệnh Covid-19 ngày càng bùng phát với số lượng ca nhiễm bệnh trên cả nước ngày càng tăng. Vì vậy, mục đích của nghiên cứu này là tìm hiểu tác động của mức độ bùng phát dịch bệnh Covid-19 đến việc nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết tại Việt Nam. Dữ liệu nghiên cứu được thu thập từ 353 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn từ Quý 1 năm 2020 đến Quý 2 năm 2021.

Kết quả nghiên cứu cho thấy mức độ bùng phát dịch bệnh Covid-19 có tương quan dương với việc nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết tại Việt Nam. Kết quả nghiên cứu này ngụ ý rằng các doanh nghiệp nắm giữ nhiều tiền mặt vì các động cơ phòng ngừa, khi các doanh nghiệp cần có nguồn tiền mặt để tồn tại với doanh thu suy giảm và để hồi phục sau thời kỳ dịch bệnh. Nghiên cứu giúp các nhà quản lý hiểu cách các doanh nghiệp phản ứng với cú sốc ngoại sinh đối với rủi ro của doanh nghiệp.

Dựa trên kết quả nghiên cứu, chúng tôi khuyến nghị Chính phủ nên cân nhắc đến các chính sách hỗ trợ doanh nghiệp thông qua việc mở rộng các gói vay ưu đãi và rút ngắn thời gian thẩm định xét duyệt tạo điều kiện cho các doanh nghiệp tiếp cận các gói tín dụng. Đồng thời, Chính phủ có thể hỗ trợ doanh nghiệp bằng cách giãn thời hạn nộp thuế, phí, bảo hiểm xã hội để giúp doanh nghiệp tăng tỷ lệ nắm giữ tiền mặt nhằm đối phó với rủi ro thanh khoản có thể xảy ra.

## Tài liệu tham khảo

- Acharya, V.V. & Steffen, S. (2020), 'The risk of being a fallen angel and the corporate dash for cash in the Midst of COVID', *The Review of Corporate Finance Studies*, 9(3), 430-471.
- Almeida, H., Campello, M. & Weisbach, M.S. (2004), 'The cash flow sensitivity of cash', *The Journal of Finance*, 59(4), 1777-1804.
- Bates, T.W., Chang, C.H. & Chi, J.D. (2018), 'Why has the value of cash increased over time?', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 53(2), 749-787.
- Brunnermeier, M. & Krishnamurthy, A. (2020), 'Corporate debt overhang and credit policy', *Brookings Papers on Economic Activity*, 2020(2), 447-502.
- Damodaran, A. (2005), *Dealing with cash, cross holdings and other non-operating assets: approaches and implications*, retrieved at September 1<sup>st</sup> 2021, from <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.841485>>.
- Dang, N.H., Vu, T.T.V. & Le, V.C. (2021), 'Covid 19 pandemic and abnormal stock returns of listed companies in Vietnam', *Cogent Business & Management*, 8(1), p.1941587.
- Dao, T.T. (2020), 'Corporate cash holdings and agency problem: Evidence from Vietnam', *The Economic Science*, 68(1), 47-68.
- Deloof, M., La Rocca, M. & Vanacker, T. (2019), 'Local banking development and the use of debt financing by new firms', *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 43(6), 1250-1276.
- Fahlenbrach, R., Ragoth, K. & Stulz, R.M. (2020), 'How valuable is financial flexibility when revenue stops? Evidence from the Covid-19 Crisis', *NBER Working Papers 27106*, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Fasano, F. & Deloof, M. (2021), 'Local financial development and cash holdings in Italian SMEs', *International Small Business Journal: Researching Entrepreneurship*, 39(8), 781-799.
- Froot, K.A., Scharfstein, D.S. & Stein, J.C. (1993), 'Risk management: Coordinating corporate investment and

- 
- financing policies', *The Journal of Finance*, 48(5), 1629-1658.
- García-Teruel, P.J., Martínez-Solano, P. & Sánchez-Ballesta, J.P. (2009), 'Accruals quality and corporate cash holdings', *Accounting & Finance*, 49(1), 95-115.
- Hair, J.F.Jr., Anderson, R.E., Tatham, R.L. & Black, W.C. (1995), *Multivariate Data Analysis*, 3<sup>rd</sup> edition, New York: Macmillan.
- Han, S. & Qiu, J. (2007), 'Corporate precautionary cash holdings', *Journal of corporate finance*, 13(1), 43-57.
- Hu, S. & Zhang, Y. (2021), 'COVID-19 pandemic and firm performance: Cross-country evidence', *International Review of Economics & Finance*, 74, 365-372.
- Keynes, J.M. (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London: Palgrave Macmillan.
- Khuong, N.V., Ha, N.T.T., Minh, M.T.H. & Thu, P.A. (2019), 'Does corporate tax avoidance explain cash holdings? The case of Vietnam', *Economics and Sociology*, 12(2), 79-93.
- Kim, C.S., Mauer, D.C. & Sherman, A.E. (1998), 'The determinants of corporate liquidity: Theory and evidence', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 33(3), 335-359.
- Lei, J., Qiu, J. & Wan, C. (2018), 'Asset tangibility, cash holdings, and financial development', *Journal of Corporate Finance*, 50, 223-242.
- Li, L., Strahan, P.E. & Zhang, S. (2020), 'Banks as lenders of first resort: Evidence from the COVID-19 crisis', *The Review of Corporate Finance Studies*, 9(3), 472-500.
- Nguyen, T. (2019), 'Optimal cash holding ratio for non-financial firms in Vietnam stock exchange market', *Journal of Risk and Financial Management*, 12(2), p.104.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R. & Williamson, R. (1999), 'The determinants and implications of corporate cash holdings', *Journal of Financial Economics*, 52, 3-46.
- Ozkan, A. & Ozkan, N. (2004), 'Corporate cash holdings: An empirical investigation of UK companies', *Journal of Banking and Finance*, 28(9), 2103-2134.
- Qin, X., Huang, G., Shen, H. & Fu, M. (2020), 'COVID-19 pandemic and firm-level cash holding-moderating effect of goodwill and goodwill impairment', *Emerging Markets Finance and Trade*, 56(10), 2243-2258.
- Tawiah, B. & O'Connor Keefe, M. (2020), 'Cash holdings and corporate investment: Evidence from COVID-19', *SSRN Working paper*, SSRN.
- Thu, P.A. & Khuong, N.V. (2018), 'Factors effect on corporate cash holdings of the energy enterprises listed on Vietnam's stock market', *International Journal of Energy Economics and Policy*, 8(5), 29-34.
- Vu, S.T., Le, T.T., Nguyen, C.N., Le, D.T., Le, P.H. & Truong, H.K. (2021), 'COVID-19 pandemic, stimulus packages and stock returns in Vietnam', *Economics and Business Quarterly Reviews*, 4(2), 22-34.
- Wooldridge, J.M. (2005), 'Fixed-effects and related estimators for correlated random-coefficient and treatment-effect panel data models', *The Review of Economics and Statistics*, 87(2), 385-390.
- Worldometers (2021), *Total Coronavirus Cases in Vietnam*, retrieved at September 1<sup>st</sup> 2021, from <<https://www.worldometers.info/coronavirus/country/viet-nam/>>.
- Zheng, M. (2021), 'Is cash the panacea of the COVID-19 pandemic: Evidence from corporate performance', *Finance Research Letters*, 45, p.102151.