

---

# CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ, NĂM GIỮ TIỀN MẶT, MÔI TRƯỜNG KINH DOANH CẤP TỈNH THÀNH VÀ ĐẦU TƯ DOANH NGHIỆP TẠI VIỆT NAM

**Lương Thị Thảo**

*Khoa Tài chính - Trường Đại học Kinh tế thành phố Hồ Chí Minh*

*Email: thaoluong@ueh.edu.vn*

**Lê Thị Hồng Minh**

*Khoa Tài chính - Trường Đại học Kinh tế thành phố Hồ Chí Minh*

*Email: minhhtcdn@ueh.edu.vn*

Mã bài báo: JED-782

Ngày nhận: 13/07/2022

Ngày nhận bản sửa: 04/11/2022

Ngày duyệt đăng: 30/12/2022

## **Tóm tắt:**

*Nghiên cứu này xem xét ảnh hưởng của chính sách tiền tệ, vai trò của năm giữ tiền mặt đối với hoạt động đầu tư và hiệu quả đầu tư trong các điều kiện khác nhau về môi trường kinh doanh cấp tỉnh thành tại Việt Nam. Sử dụng ước lượng GMM hệ thống hai bước trên mẫu dữ liệu gồm hơn 500 doanh nghiệp trong giai đoạn 2009-2020, kết quả nghiên cứu cho thấy: (i) Chính sách tiền tệ thắt chặt gây sụt giảm đầu tư của doanh nghiệp. (ii) Việc tăng cường năm giữ tiền mặt sẽ giúp doanh nghiệp hạn chế được các tác động bất lợi của chính sách tiền tệ thắt chặt lên hoạt động đầu tư. (iii) Đầu tư của các doanh nghiệp có trụ sở chính đặt tại tỉnh - thành có môi trường kinh doanh thuận lợi nhạy cảm hơn với các cú sốc trong chính sách tiền tệ. Ngoài ra, bài nghiên cứu còn đánh giá tác động của chính sách tiền tệ, năm giữ tiền mặt lên hiệu quả đầu tư. Kết quả cho thấy chính sách tiền tệ thắt chặt mặc dù giúp cải thiện tình trạng đầu tư quá mức nhưng lại làm trầm trọng hơn tình trạng đầu tư dưới mức.*

**Từ khóa:** Chính sách tiền tệ, hoạt động đầu tư, hiệu quả đầu tư, năm giữ tiền mặt.

**Mã JEL:** E52, D92.

## **Monetary policy, cash holding, provincial business environment and firm investment in Vietnam**

### **Abstract:**

*This research investigates the impacts of monetary policy and the role of cash holdings on investment activities and investment efficiency under different conditions of the provincial business environment. By using the 2-step system GMM estimation on the data sample of more than 500 publicly listed firms in the period 2009-2020, the results show that (i) tightening monetary policy causes a decrease in firm investment; (ii) increasing the cash holdings of firms will mitigate the adverse effects of tight monetary policy on their investment activities; (iii) the investment of firms with headquarters located in areas with a favorable business environment is more sensitive to shocks in monetary policy than others. This study also evaluates the impact of monetary policy and cash holdings on investment efficiency. The result shows that tightening monetary policy decreases overinvestment but aggravates underinvestment.*

**Keywords:** Cash holdings, firm investment, investment efficiency, monetary policy.

**JEL Codes:** E52, D92.

## 1. Giới thiệu

Chính sách tiền tệ là một trong những chính sách điều hành vĩ mô quan trọng, có tác động đến nhiều mặt của nền kinh tế quốc gia trong đó có hoạt động đầu tư của doanh nghiệp. Trong khi, hoạt động đầu tư của doanh nghiệp có đóng góp quan trọng vào tăng trưởng và phát triển kinh tế địa phương nói riêng và quốc gia nói chung thì chính sách tiền tệ được thực thi nhằm hướng đến mục tiêu ổn định vĩ mô và thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Các nghiên cứu về cơ chế truyền dẫn của chính sách tiền tệ đối với nền kinh tế đã được một số tác giả công bố nghiên cứu tại Việt Nam (Trần Ngọc Thơ & Nguyễn Hữu Tuấn, 2013; Nguyễn Phúc Cảnh, 2014; Tăng Mỹ Sang, 2019). Tuy nhiên, các nghiên cứu này chủ yếu khai thác dưới góc độ vĩ mô, ở cấp độ doanh nghiệp chưa có nhiều nghiên cứu được công bố (Lại Trung Thành & Nguyễn Quang Bình, 2018; Tran, 2020). Yang & cộng sự (2017) chỉ ra rằng thắt chặt tiền tệ gây sụt giảm hoạt động đầu tư của doanh nghiệp và nắm giữ tiền mặt đóng vai trò quan trọng giúp doanh nghiệp hạn chế được các tác động tiêu cực này. Điểm mở rộng so với nghiên cứu của Yang & cộng sự (2017) là nhóm tác giả sẽ xem xét thêm về mối quan hệ giữa chính sách tiền tệ, nắm giữ tiền mặt và đầu tư của các doanh nghiệp trong các điều kiện khác nhau về môi trường kinh doanh - nơi doanh nghiệp đặt trụ sở kinh doanh chính (Shao & cộng sự, 2015). Ngoài ra, ảnh hưởng của chính sách tiền tệ và nắm giữ tiền mặt đến hiệu quả đầu tư hầu như ít có nghiên cứu nào đề cập. Chính vì vậy, nhóm tác giả triển khai đề tài nghiên cứu này nhằm khám phá mối quan hệ giữa chính sách tiền tệ, nắm giữ tiền mặt với đầu tư và hiệu quả đầu tư của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam. Trong bối cảnh Việt Nam là một quốc gia đang phát triển có tốc độ tăng trưởng cung tiền trung bình 10 năm trở lại đây khoảng 15,7% (thứ tư trong khu vực Đông Nam Á); tỷ lệ M2/GDP bình quân gần 153% (cao nhất trong khu vực). Các doanh nghiệp mở rộng quy mô chủ yếu dựa vào tăng trưởng vốn hơn là lao động thì việc thực hiện nghiên cứu này có tính thực tiễn cao. Để đạt được mục tiêu nghiên cứu, nhóm tác giả sẽ tìm lời giải cho các câu hỏi sau:

Thứ nhất, thắt chặt tiền tệ có tác động như thế nào đến đầu tư của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam?

Thứ hai, nắm giữ tiền mặt có tác động như thế nào lên mối quan hệ giữa chính sách tiền tệ thắt chặt và đầu tư của doanh nghiệp?

Thứ ba, đầu tư của các doanh nghiệp tại các tỉnh thành có môi trường kinh doanh thuận lợi so với đầu tư của các doanh nghiệp ở các tỉnh thành khác có sự khác biệt như thế nào dưới ảnh hưởng của chính sách tiền tệ thắt chặt và nắm giữ tiền mặt?

Thứ tư, thắt chặt tiền tệ và nắm giữ tiền mặt ảnh hưởng như thế nào đến hiệu quả đầu tư của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam?

## 2. Cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu thực nghiệm

### 2.1. Mối quan hệ giữa chính sách tiền tệ và hoạt động đầu tư

Về lý thuyết, truyền dẫn chính sách tiền tệ đến hoạt động đầu tư có thể xảy ra theo nhiều kênh khác nhau như kênh lãi suất, kênh tín dụng và kênh giá tài sản.

(i) *Đối với kênh lãi suất*: Theo Mishkin (1996), từ quan điểm truyền dẫn chính sách tiền tệ theo mô hình IS-LM của các nhà kinh tế học Keynes, khi ngân hàng trung ương thực thi chính sách tiền tệ mở rộng sẽ làm cho mức lãi suất thực giảm, giúp giảm chi phí sử dụng vốn và thúc đẩy doanh nghiệp gia tăng đầu tư chi tiêu vào tài sản cố định và vốn lưu động nhằm mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh, các hộ gia đình gia tăng chi tiêu dùng. Việc chi tiêu và đầu tư gia tăng sẽ thúc đẩy tổng cầu tăng, cuối cùng sản lượng đầu ra của nền kinh tế sẽ tăng và ngược lại nếu thắt chặt tiền tệ.

(ii) *Đối với kênh tín dụng*: Ảnh hưởng của chính sách tiền tệ đến hoạt động đầu tư có thể lý giải thông qua hoạt động cho vay của ngân hàng. Các ngân hàng đóng vai trò quan trọng trong hệ thống tài chính bởi vì họ có thể giúp giải quyết vấn đề bất cân xứng thông tin trên thị trường tín dụng và khi cần vốn người đi vay sẽ chỉ có thể vay từ các ngân hàng. Do vậy, khi mở rộng cung tiền, lượng tiền ký gửi trong các ngân hàng sẽ tăng lên, tăng khả năng cho vay. Từ đó, giúp gia tăng hoạt động đầu tư của các doanh nghiệp và nền kinh tế.

Idrissu & Alagidede (2020) chỉ ra rằng đối với kênh lãi suất, thắt chặt tiền tệ thông qua việc ngân hàng trung ương tăng lãi suất repo làm lãi suất cho vay tăng và đầu tư giảm. Với kênh tín dụng, lãi suất repo tăng làm giảm tín dụng khu vực ngân hàng và tư nhân, từ đó giảm đầu tư. Các nghiên cứu khác (Bernanke & Gertler, 1995; Morck & cộng sự, 2013) cũng cho thấy khi lãi suất tăng, giảm nguồn cung vốn thì chi phí sử

dụng vốn và các ràng buộc về tiếp cận nguồn vốn bên ngoài gia tăng. Do đó, các công ty hoặc lệ thuộc nhiều hơn vào nguồn tài trợ nội bộ, hoặc phải cắt giảm đầu tư (Luo & Nie, 2012).

(iii) *Đối với kênh giá tài sản*: Các nhà kinh tế học trọng tiền cho rằng chính sách tiền tệ không chỉ tác động đến lãi suất mà còn tác động đến giá nhiều loại tài sản khác (Meltzer, 1995). Truyền dẫn chính sách tiền tệ khiến giá cổ phiếu và giá nhà đất ảnh hưởng đến hoạt động đầu tư của doanh nghiệp và nền kinh tế thông qua lý thuyết  $q$  của Tobin (1969). Trong đó,  $q$  biến thể được định nghĩa là thay đổi trong giá thị trường của công ty chia cho thay đổi chi phí vốn đầu tư thay thế. Nếu  $q > 1$ , tức giá trị thị trường của công ty cao hơn so với chi phí vốn đầu tư thay thế. Do vậy, công ty sẽ phát hành cổ phiếu với giá cao để đầu tư tài sản mới với chi phí đầu tư thấp hơn để mở rộng hoạt động đầu tư. Ngoài ra, nguyên tắc kế toán theo giá trị hợp lý đòi hỏi một số các khoản mục trên bảng cân đối kế toán phải hạch toán theo giá trị thị trường thay vì giá trị sổ sách. Khi giá tài sản giảm, giá trị tài sản ròng theo sổ sách của công ty giảm và rủi ro của chủ nợ tăng khiến chi phí sử dụng vốn của công ty tăng lên. Do vậy, hoạt động đầu tư của công ty bị thu hẹp (Gaiotti & Generale, 2002).

Tại Việt Nam, chưa có nhiều nghiên cứu về ảnh hưởng của chính sách tiền tệ ở cấp độ doanh nghiệp. Nghiên cứu của Lại Trung Thành & Nguyễn Quang Bình (2018) cho thấy hoạt động đầu tư của doanh nghiệp được tài trợ chủ yếu bằng nguồn nội bộ, kênh tín dụng dường như không phát huy hiệu quả khi chưa thể trở thành nguồn tài trợ chính cho doanh nghiệp. Tran & cộng sự (2019) chỉ ra chính sách tiền tệ mở rộng giai đoạn 2006-2016 thúc đẩy các doanh nghiệp mở rộng đầu tư.

## **2.2. Ảnh hưởng của nắm giữ tiền mặt lên mối quan hệ giữa chính sách tiền tệ và đầu tư của doanh nghiệp**

Duchin & cộng sự (2010) cho rằng việc nắm giữ tiền mặt có tác động giúp phòng ngừa rủi ro cho hoạt động đầu tư. Nghĩa là, doanh nghiệp có lượng dự trữ tiền mặt càng nhiều thì càng được bảo vệ tốt hơn khỏi những tác động tiêu cực từ các cú sốc chính sách tiền tệ.

Huang & cộng sự (2012) khi nghiên cứu tại Trung Quốc đã kết luận các doanh nghiệp có tính thanh khoản cao hơn, mức tồn kho thấp hơn và tỷ lệ nợ trên tài sản thấp hơn thì ít nhạy cảm hơn với tác động của chính sách tiền tệ. Đặc biệt, các công ty nắm giữ tiền mặt nhiều hơn thì hoạt động đầu tư sẽ ít nhạy cảm với chính sách tiền tệ so với các công ty nắm giữ ít tiền mặt. Kết quả này một lần nữa được củng cố thông qua nghiên cứu của Yang & cộng sự (2017). Họ cho rằng chính sách tiền tệ thắt chặt làm giảm đầu tư nhưng nếu doanh nghiệp tăng cường nắm giữ tiền mặt thì tác động tiêu cực này sẽ được giảm thiểu. Vai trò của nắm giữ tiền mặt đặc biệt có ý nghĩa đối với các doanh nghiệp bị hạn chế về tài chính, các doanh nghiệp không thuộc sở hữu nhà nước.

## **2.3. Mối quan hệ giữa chính sách tiền tệ, nắm giữ tiền mặt và hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp**

He & cộng sự (2019) đã tìm thấy mối quan hệ cân bằng dài hạn giữa chính sách tiền tệ và hiệu quả đầu tư của các công ty tại Trung Quốc. Cụ thể, khi chính sách tiền tệ thay đổi sẽ khiến chi phí sử dụng nguồn tài trợ từ bên ngoài của công ty thay đổi, dễ gây mất cân bằng trong hoạt động đầu tư. Han & cộng sự (2016) cho rằng nới lỏng tiền tệ làm giảm lãi suất thị trường, nhưng dễ khiến thị trường tín dụng mất cân bằng, lãi suất thị trường bị bóp méo khiến phân bổ nguồn lực không hợp lý như chuyển dịch nguồn lực của các dự án ngắn hạn sang các dự án dài hạn, gây mất cân bằng trong hoạt động đầu tư và làm giảm hiệu quả đầu tư (Riccetti & cộng sự, 2013). Biddle & cộng sự (2009), Aksar & cộng sự (2022) cho rằng việc nắm giữ quá nhiều tiền mặt có thể gây ra các vấn đề đại diện khiến sử dụng tiền mặt không hiệu quả và làm giảm hiệu quả đầu tư.

## **3. Phương pháp nghiên cứu**

### **3.1. Mô hình và giả thuyết nghiên cứu**

Trên cơ sở kế thừa từ bài nghiên cứu của Yang & cộng sự (2017), nhóm tác giả sẽ tiến hành khám phá ảnh hưởng của chính sách tiền tệ đến hoạt động đầu tư:

$$Invest_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Invest_{i,t-1} + \beta_2 MP_{t-1} + \beta_3 Z_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Đồng thời kiểm định ảnh hưởng của nắm giữ tiền mặt lên mối quan hệ giữa chính sách tiền tệ và đầu tư của doanh nghiệp:

$$Invest_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Invest_{i,t-1} + \beta_2 MP_{t-1} + \beta_3 Cash_{i,t-1} + \beta_4 MP_{t-1} * Cash_{i,t-1} + \beta_5 Z_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

với  $i$  là công ty thứ  $i$  và  $t$  là giá trị cho năm  $t$ .

$Invest_{i,t}$  đo lường chi đầu tư của doanh nghiệp  $i$  vào năm  $t$ ;  $Invest_{i,t-1}$  là biến trễ của biến phụ thuộc, đóng

vai trò như biến độc lập trong mô hình. Lý thuyết cấu trúc vốn cho rằng các công ty có thể điều chỉnh chi tiêu đầu tư của mình nhằm hướng đến cấu trúc vốn tối ưu nên đầu tư ở kỳ hiện tại có thể chịu ảnh hưởng bởi đầu tư ở kỳ trước đó. Cụ thể, đầu tư ở kỳ trước thường có mối tương quan âm và có ý nghĩa cao trong việc giải thích quyết định đầu tư của doanh nghiệp ở hiện tại (Xiao, 2009; Huang & Wang, 2013).

$MP_{i,t-1}$ : Đại diện cho chính sách tiền tệ, theo Li & Liu (2017), đối với các nền kinh tế mới nổi thì tổng cung tiền đóng vai trò quan trọng hơn so với lãi suất. Ngoài ra, tại Việt Nam, chính sách tiền tệ truyền dẫn đến thị trường chứng khoán thông qua kênh cung tiền chứ không phải kênh lãi suất (Nguyễn Phúc Cảnh, 2014). Chúng tôi gán giá trị cho biến MP là đối số của tăng trưởng M2, giá trị này càng cao hàm ý thắt chặt tiền tệ và ngược lại (Yang & cộng sự, 2017). Với giả thuyết nghiên cứu kỳ vọng là:

*H1: Thắt chặt tiền tệ làm giảm hoạt động đầu tư của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam.*

$Cash_{i,t-1}$ : Đo lường mức độ nắm giữ tiền mặt của công ty. Vì thắt chặt tiền tệ làm hạn chế khả năng tiếp cận nguồn tài trợ từ bên ngoài (Zulhibri, 2013) nên có thể làm suy giảm hoạt động đầu tư. Tuy nhiên, nếu có nguồn tài trợ nội bộ dồi dào, chính sách đầu tư của doanh nghiệp sẽ bớt nhạy cảm hơn khi chính sách tiền tệ thay đổi. Trong bài nghiên cứu này, nhóm tác giả kỳ vọng:

*H2: Nắm giữ tiền mặt làm giảm tác động bất lợi của thắt chặt tiền tệ đối với đầu tư của doanh nghiệp.*

$Z_{i,t-1}$  là vector tập hợp các biến kiểm soát gồm: Dòng tiền nội bộ (CF), cơ hội đầu tư (Q), đòn bẩy tài chính (LEV), quy mô (SIZE), khả năng sinh lợi (ROA), cơ cấu tài sản (TANG) và tốc độ tăng trưởng doanh thu (GRO).

Để tìm hiểu sâu hơn ảnh hưởng của chính sách tiền tệ, vai trò của nắm giữ tiền mặt đối với đầu tư trong điều kiện môi trường kinh doanh khác nhau, nhóm tác giả sẽ phân loại các doanh nghiệp dựa vào nhóm biến giả theo đặc điểm môi trường kinh doanh cấp tỉnh-thành nơi doanh nghiệp đặt trụ sở kinh doanh chính:

i) *EDA* (Economic Development Area - vùng kinh tế trọng điểm) nhận giá trị 1 nếu doanh nghiệp có trụ sở chính thuộc tỉnh thành trong vùng kinh tế trọng điểm và ngược lại nhận giá trị 0 (non-EDA). Việt Nam hiện đang có 4 vùng kinh tế trọng điểm với 24 tỉnh, thành phố.

ii) *PCI* (Provincial Competitiveness Index - Chỉ số đo lường năng lực cạnh tranh cấp tỉnh-thành) nhận giá trị 1 nếu nằm trong tỉnh thành có chỉ số năng lực cạnh tranh cấp tỉnh thành thuộc nhóm cao hơn trung vị của toàn mẫu nghiên cứu (HPCI) và ngược lại nhận giá trị 0 (LPCI).

Các nghiên cứu thực nghiệm (Almazan & cộng sự, 2010; Shao & cộng sự, 2015) đã khẳng định doanh nghiệp có trụ sở chính tại những nơi có điều kiện thuận lợi, chính sách ưu tiên phát triển của chính phủ và chính quyền địa phương dường như có lợi thế nhất định để nắm bắt các cơ hội đầu tư và ít chịu những biến động bất lợi từ môi trường kinh doanh hơn so với nhóm các doanh nghiệp khác. Do vậy, nhóm tác giả đặt ra giả thuyết nghiên cứu như sau:

*H3: Khi chính sách tiền tệ thắt chặt, hoạt động đầu tư của các doanh nghiệp tọa lạc ở những tỉnh-thành có môi trường kinh doanh thuận lợi (trong EDA, tỉnh thành có PCI cao hơn) sẽ ít bị ảnh hưởng hơn.*

Khác với nghiên cứu của Yang & cộng sự (2017), nhóm tác giả mở rộng nghiên cứu ảnh hưởng của những yếu tố này đến hiệu quả đầu tư qua mô hình nghiên cứu (3) và (4).

$$Ineff_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Invest_{i,t-1} + \beta_2 MP_{t-1} + \beta_3 Z_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$Ineff_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Inveff_{i,t-1} + \beta_2 MP_{t-1} + \beta_3 Cash_{i,t-1} + \beta_4 MP_{t-1} * Cash_{i,t-1} + \beta_5 Z_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

Tính không hiệu quả trong đầu tư (Ineff) là độ lệch giữa đầu tư thực tế và giá trị đầu tư tối ưu được xác định bằng giá trị tuyệt đối của phần dư của mô hình (5) (Biddle & cộng sự, 2009). Giá trị tuyệt đối của phần dư (Ineff) càng nhỏ thì hiệu quả đầu tư cao và ngược lại (Cherkasova & Rasadi, 2017). Trong đó, giá trị phần dư dương thể hiện đầu tư quá mức (overinvestment), nếu âm thể hiện đầu tư dưới mức (underinvestment) (Wan, 2013).

$$OptimalInv_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Salegrowth (GRO)_{i,t-1} + \mu_{i,t} \quad (5)$$

Việc thắt chặt tiền tệ dễ khiến doanh nghiệp thu hẹp quy mô đầu tư, thậm chí buộc phải từ chối những dự án có NPV (Net Present Value) dương cao, khiến tình trạng đầu tư dưới mức càng trở lên nghiêm trọng nên nhóm tác giả sẽ tiến hành kiểm định giả thuyết gắn với mô hình (3) như sau:

*H4: Thắt chặt tiền tệ làm trầm trọng thêm tình trạng đầu tư dưới mức của các doanh nghiệp.*

**Bảng 1: Tóm tắt thông tin và cách tính các biến trong các mô hình**

Biến	Diễn giải	Nguồn
$INV_t$	Chi mua tài sản cố định trong năm – Dòng tiền thu từ thanh lý tài sản	Báo cáo tài chính
	Tổng tài sản	
$MP$	Bảng số đối của giá trị tăng trưởng cung tiền M2	ADB
$Cash$	Tiền và các khoản tương đương tiền + Đầu tư ngắn hạn	Báo cáo tài chính
	Tổng tài sản	
$CF$	Dòng tiền hoạt động kinh doanh/Tổng tài sản	Báo cáo tài chính
$Q$	Hệ số Q của Tobin.	Cipro, vietstock
	$Q = \frac{\text{Giá trị thị trường của vốn cổ phần} + \text{Giá trị sổ sách của nợ}}{\text{Tổng tài sản}}$	
$LEV$	Tổng nợ/Tổng tài sản	Báo cáo tài chính
$Size$	$\ln(\text{Tổng tài sản})$	Báo cáo tài chính
$ROA$	Lợi nhuận sau thuế/Tổng tài sản	Báo cáo tài chính
$TANG$	Tổng tài sản cố định/Tổng tài sản	Báo cáo tài chính
$GRO$	$GRO = \frac{\text{Doanh thu năm} - \text{Doanh thu năm t-1}}{\text{Doanh thu năm t-1}}$	Báo cáo tài chính
$EDA$	Là biến giả, nhận giá trị 1 nếu trụ sở doanh nghiệp đặt tại tỉnh thành trong vùng kinh tế trọng điểm; ngược lại nhận giá trị 0	<a href="http://chinhphu.vn">http://chinhphu.vn</a>
$PCI$	Là biến giả, nhận giá trị 1 nếu trụ sở doanh nghiệp đặt tại tỉnh thành có chỉ số năng lực cạnh tranh cấp tỉnh lớn hơn trung vị của mẫu nghiên cứu; ngược lại nhận giá trị 0.	<a href="http://www.pcivietnam.org">www.pcivietnam.org</a>

Chi phí đại diện có thể khiến cho việc nắm giữ quá nhiều tiền mặt gây tác động tiêu cực đến hiệu quả đầu tư khi các nhà quản lý thực hiện những dự án không hiệu quả bằng chi phí của các cổ đông (Biddle & cộng sự, 2009). Tuy nhiên, khi chính sách tiền tệ thắt chặt thì việc nắm giữ nhiều tiền mặt có thể giúp tình trạng đầu tư dưới mức được cải thiện, tức tăng hiệu quả đầu tư (Aktar & cộng sự, 2021). Do đó, giả thuyết sẽ được kiểm định gắn với mô hình (4):

*H5: Việc nắm giữ tiền mặt cao làm gia tăng tính không hiệu quả của đầu tư nhưng tác động này có thể giảm bớt khi thắt chặt tiền tệ.*

### 3.2. Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu về cung tiền M2 của Việt Nam được thu thập từ Ngân hàng Phát triển Châu Á (ADB). Dữ liệu liên quan đến năng lực cạnh tranh cấp tỉnh thành được thu thập từ website [www.pcivietnam.org](http://www.pcivietnam.org). Các dữ liệu tài chính của công ty được thu thập từ *FiinPro Platform*.

**Bảng 2: Thống kê về các công ty trong mẫu theo từng năm**

Năm	Toàn mẫu	
	Số công ty theo năm	% số công ty theo năm
2009	269	5,1%
2010	372	7,1%
2011	407	7,7%
2012	424	8,0%
2013	438	8,3%
2014	445	8,4%
2015	431	8,2%
2016	486	9,2%
2017	501	9,5%
2018	501	9,5%
2019	501	9,5%
2020	501	9,5%
Tổng quan sát theo năm: 5.276		100%

Nguồn: Tổng hợp và tính toán của nhóm tác giả.

Bảng 3: Thống kê mô tả dữ liệu

Biến	Toàn mẫu (Obs: 5.276)		Doanh nghiệp ngoài EDA (Obs: 778)		Doanh nghiệp trong EDA (Obs: 4.498)		Doanh nghiệp trong tỉnh có PCI thấp (Obs: 2.042)		Doanh nghiệp trong tỉnh có PCI cao (Obs: 3.234)	
	Mean	SD	Mean	SD	Mean	SD	Mean	SD	Mean	SD
Invest <sub>it</sub>	0,041	0,081	0,043	0,080	0,040	0,082	0,043	0,084	0,040	0,080
MP	-17,644	5,655	-17,539	5,537	-17,662	5,676	-18,278	5,937	-17,243	5,433
Cash	0,145	0,147	0,108	0,128	0,152	0,149	0,136	0,140	0,151	0,151
CF	0,047	0,125	0,051	0,115	0,046	0,126	0,046	0,128	0,047	0,123
LEV	0,252	0,227	0,276	0,236	0,247	0,225	0,264	0,232	0,244	0,223
SIZE	13,450	1,500	13,009	1,442	13,526	1,497	13,287	1,467	13,553	1,512
ROA	0,062	0,076	0,062	0,077	0,062	0,076	0,062	0,082	0,062	0,073
Q	1,061	0,476	1,059	0,491	1,061	0,474	1,027	0,408	1,083	0,514
TANG	0,198	0,196	0,283	0,233	0,184	0,185	0,219	0,201	0,185	0,192
GRO	0,067	0,636	0,071	0,575	0,066	0,646	0,072	0,626	0,063	0,643

Obs: số quan sát; Mean: giá trị trung bình; SD: độ lệch chuẩn.

Khung thời gian nghiên cứu của bài được xác định trong giai đoạn 2009-2020. Từ danh sách tất cả các công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán đến cuối 2020, nhóm tác giả lựa chọn các doanh nghiệp phi tài chính; loại bỏ các doanh nghiệp không đủ dữ liệu liên tục trong 5 năm gần đây nhất.

Nhóm tác giả sử dụng ước lượng GMM (Generalized Method of Moments) hệ thống hai bước để khám phá mối quan hệ giữa các biến trong mô hình vì một số lý do. Thứ nhất, dữ liệu thu thập được có dạng dữ liệu bảng không cân đối và mô hình nghiên cứu có hiện tượng nội sinh do biến trễ của biến phụ thuộc đóng vai trò là biến độc lập nên GMM là ước lượng phù hợp (Mileva, 2007). Ngoài ra, GMM phù hợp với dữ liệu bảng có số công ty nhiều, khung thời gian nghiên cứu ngắn (Nickell, 1981) như mẫu nghiên cứu của nhóm tác giả.

#### 4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

Trước tiên, kỹ thuật biến đổi winsor ở mức 1% và 99% được sử dụng nhằm khử bỏ ảnh hưởng của những quan sát bất thường và giảm thiểu các lỗi dữ liệu. Bảng 3 cho thấy đầu tư của doanh nghiệp niêm yết trong mẫu nghiên cứu tại Việt Nam trong giai đoạn 2009-2020 chiếm trung bình khoảng 4,1% giá trị tổng tài sản. Trong đó, xét theo tiêu chí đánh giá môi trường kinh doanh thì dường như các doanh nghiệp tọa lạc ở các tỉnh-thành có điều kiện kinh doanh kém thuận lợi hơn (non-EDA, LPCI) lại có mức đầu tư trung bình cao hơn so với nhóm còn lại. Biến đại diện cho chính sách tiền tệ có giá trị trung bình là -17,64%. Tỷ lệ nắm giữ tiền mặt trung bình trong toàn mẫu là 14,5% và có sự chênh lệch đáng kể giữa các nhóm doanh nghiệp được phân loại.

Bảng 4 trình bày chi tiết kết quả hồi quy lượng hóa ảnh hưởng của chính sách tiền tệ đến đầu tư của doanh nghiệp tại Việt Nam (Mô hình 1) và ảnh hưởng của nắm giữ tiền mặt lên mối quan hệ giữa chính sách tiền tệ với đầu tư của doanh nghiệp (Mô hình 2).

Kết quả Mô hình 1 cho thấy hệ số của biến MP mang giá trị (-0,0032), nghĩa là thắt chặt tiền tệ khiến đầu tư của doanh nghiệp sụt giảm. Điều này phù hợp với giả thuyết nghiên cứu H1 cũng như khung lý thuyết về truyền dẫn chính (Luo & Nie, 2012; Yang & cộng sự, 2017). Trong Mô hình 2, hệ số hồi quy của biến Cash ở mức dương 0,1769 và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Điều này chứng tỏ những doanh nghiệp có nguồn tài trợ nội bộ dồi dào sẽ dễ dàng nắm bắt và mở rộng hoạt động đầu tư. Ảnh hưởng của nắm giữ tiền mặt đến mối quan hệ giữa chính sách tiền tệ và đầu tư doanh nghiệp được thể hiện qua hệ số của biến tương tác MPxCash (+0,006). Nghĩa là doanh nghiệp gia tăng nắm giữ tiền mặt có thể giúp làm giảm tác động bất lợi lên hoạt động đầu tư khi thắt chặt tiền tệ (hệ số của biến MP trong Mô hình 2 chỉ còn giảm 0,001 so với 0,0032 của Mô hình

**Bảng 4: Kết quả hồi quy toàn mẫu nghiên cứu**

	Mô hình (1)	Mô hình (2)
_cons	-0,0623*** (-2,6125)	-0,0096 (-0,7048)
Invest <sub>i,t-1</sub>	0,0991*** (2,8199)	0,0144 (0,4150)
MP	-0,0032*** (-3,3313)	-0,0010*** (-4,4136)
Cash		0,1769*** (8,9187)
MP x Cash		0,0060*** (6,4540)
CF	0,0844*** (6,1071)	0,1333*** (8,8834)
LEV	0,1039*** (9,0956)	0,1377*** (10,9938)
SIZE	-0,0016 (-1,2519)	-0,0024** (-2,3526)
ROA	-0,0090 (-0,3102)	0,0238 (1,3142)
Q	0,0252* (1,7647)	-0,0007 (-0,1856)
TANG	0,0281** (2,4768)	0,0380*** (3,3396)
GRO	-0,0003 (-0,1987)	0,0011 (0,9731)
Số quan sát	4.755	4.755
AR(1)	0,000	0,000
AR(2)	0,182	0,749
Hansen test	0,858	0,873

Ghi chú: giá trị thống kê t được trình bày trong ngoặc đơn; \*, \*\*, \*\*\* tương ứng với các mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%.

1). Nói cách khác, nếu doanh nghiệp có nguồn tài trợ càng dồi dào thì mức độ phải điều chỉnh chính sách đầu tư trước các cú sốc chính sách tiền tệ sẽ càng thấp (Yang & cộng sự, 2017).

Xét câu hỏi nghiên cứu thứ ba, nhóm tác giả thực hiện phân loại mẫu thành từng mẫu nhỏ đối lập và so sánh tác động khác biệt giữa các nhóm này. Kết quả hồi quy tại Bảng 5 chưa tìm thấy bằng chứng ủng hộ giả thuyết H3. Hệ số và mức ý nghĩa của biến MP cho thấy dường như các doanh nghiệp đặt trụ sở chính tại những tỉnh-thành có môi trường kinh doanh thuận lợi (trong EDA, trong tỉnh thành có PCI) lại có độ nhạy cảm của đầu tư với chính sách tiền tệ cao hơn các doanh nghiệp khác. Tuy nhiên, vai trò của nắm giữ tiền mặt đối với hoạt động đầu tư (biến MPxCash), nhất là trong bối cảnh thắt chặt tiền tệ vẫn có ý nghĩa ở tất cả các tiêu chí phân loại mẫu.

Kết quả ở Bảng 6 trên mẫu doanh nghiệp đầu tư không tối ưu cho thấy, hệ số biến MP là 0,0013 và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Nghĩa là, khi gia tăng thắt chặt tiền tệ thì tính không hiệu quả trong đầu tư (Ineff) gia tăng hay hiệu quả đầu tư giảm. Đáng chú ý là lượng tiền mặt nắm giữ (Cash) và dòng tiền nội bộ (CF) có tương quan dương đáng kể với Ineff. Hàm ý rằng khi nắm giữ nhiều tiền và khả năng tài trợ nội bộ dồi dào sẽ có nguy cơ xảy ra vấn đề đại diện khiến việc sử dụng tiền mặt không hiệu quả, góp phần gia tăng đầu tư kém hiệu quả (Biddle & cộng sự, 2009; Aksar & cộng sự, 2022) (H5). Đối với nhóm doanh nghiệp có tình trạng đầu tư quá mức (Overinvestment), khi thắt chặt tiền tệ tình trạng đầu tư quá mức sẽ giảm bớt (MP = - 0,0023 ở Mô hình 1 và -0,003 ở Mô hình 2). Điều này hàm ý rằng khi thắt chặt tiền tệ thì hiệu quả đầu tư ở các doanh nghiệp có tình trạng đầu tư quá mức sẽ gia tăng nhưng ở doanh nghiệp đầu tư dưới mức (Underinvestment) thì thắt chặt tiền tệ sẽ càng làm đầu tư dưới mức trở lên trầm trọng hơn (Zhao & cộng sự, 2018) (H4).

**Bảng 5: Kết quả hồi quy cho mẫu phân loại theo vị trí địa lý đặt trụ sở chính của doanh nghiệp**

	Doanh nghiệp nằm trong EDA		Doanh nghiệp nằm ngoài EDA		Doanh nghiệp ở tỉnh có PCI cao		Doanh nghiệp ở tỉnh có PCI thấp	
	Mô hình (1)	Mô hình (2)	Mô hình (1)	Mô hình (2)	-0,0941***	-0,0280*	0,0268	0,0143
_cons	-0,0790*** (-2,9596)	-0,0148 (-1,0414)	-0,0556** (-2,0710)	0,0064 (0,2108)	(-3,1772) 0,0667	(-1,8061) -0,0626	(1,3748) 0,1289***	(0,5583) 0,1373***
Invest <sub>i,t-1</sub>	0,0917** (2,2801)	0,0589 (1,6192)	0,1597*** (8,3240)	0,1639*** (8,3506)	(1,4042) -0,0043***	(-1,2067) -0,0012***	(5,3546) -0,0002	(5,6829) -0,0008
MP	-0,0043*** (-3,9528)	-0,0011*** (-4,1697)	-0,0026*** (-5,9572)	-0,0025*** (-4,7986)	(-3,3427) 0,1822***	(-4,1809) 0,1822***	(-0,6990) (7,8935)	(-0,8685) 0,1676***
Cash		0,1648*** (8,4065)		0,3171*** (6,5771)		(7,8935) 0,0068***		(5,7327) 0,0047***
MP x Cash		0,0057*** (6,0175)		0,0050** (2,1564)		(5,9805) 0,1238***		(2,9632) 0,1420***
CF	0,0815*** (5,6051)	0,1217*** (7,7630)	0,1238*** (4,9143)	0,2150*** (7,1486)	0,0873*** (5,2866)	(5,9805) (6,8278)	0,0968*** (6,0052)	(2,9632) (7,3212)
LEV	0,1020*** (8,1086)	0,1256*** (9,7561)	0,1273*** (8,5016)	0,1475*** (8,5715)	0,0967*** (7,1980)	0,1209*** (8,4845)	0,1137*** (8,0189)	0,1399*** (8,5391)
SIZE	-0,0006 (-0,4931)	-0,0024** (-2,2748)	0,0016 (0,7846)	0,0026 (1,1192)	0,0009 (0,7487)	-0,0016 (-1,3718)	-0,0029* (-1,9394)	-0,0037** (-2,3469)
ROA	0,0361* (1,9198)	0,0217 (1,0921)	0,0733** (2,3049)	0,1916*** (3,5127)	0,0029 (0,1336)	-0,0075 (-0,3284)	0,0532*** (2,2315)	0,0414 (1,6117)
Q	0,0046 (1,2561)	0,0039 (1,1786)	-0,0177*** (-3,4700)	-0,1328*** (-5,1736)	0,0048 (1,3150)	0,0077** (2,1627)	-0,0011 (-0,1656)	-0,0076 (-1,0758)
TANG	0,0530*** (3,9123)	0,0520*** (4,0759)	-0,0085 (-0,7377)	-0,0077 (-0,4968)	0,0638*** (4,4797)	0,0747*** (5,1671)	0,0013 (0,1098)	0,0023 (0,2010)
GRO	-0,0003 (-0,2213)	0,0014 (1,2060)	-0,0129*** (-3,4363)	-0,0123*** (-3,2363)	-0,0005 2951	0,0009 (0,7279)	0,0004 (0,2000)	-0,0000 (-0,0129)
Số quan sát	4056	4056	699	699	0,000	0,000	0,000	1804
AR(1)	0,000	0,000	0,000	0,000	0,224	0,318	0,277	0,251
AR(2)	0,152	0,425	0,911	0,186	0,701	0,381	0,818	0,774
Hansen test	0,672	0,791	0,526	0,383	-0,0941***	-0,0280*	0,0268	0,0143

Ghi chú: giá trị thống kê t được trình bày trong ngoặc đơn; \*, \*\*, \*\*\* tương ứng với các mức ý nghĩa thông kê 10%, 5% và 1%.

**Bảng 6: Mối quan hệ giữa chính sách tiền tệ, nắm giữ tiền mặt và hiệu quả đầu tư**

	Ineff		Overinvestment		Underinvestment	
	Mô hình (1)	Mô hình (2)	Mô hình (1)	Mô hình (2)	Mô hình (1)	Mô hình (2)
_cons	0,0892*** (7,8360)	0,0653*** (4,8984)	0,1000** (2,3446)	0,0558 (1,4701)	0,0771*** (9,0714)	0,0776*** (11,2817)
Ineff <sub>it-1</sub>	0,1116*** (6,8177)	0,0890*** (4,9121)	-0,0499 (-1,5755)	-0,0030 (-0,1087)	-0,2699*** (-5,8150)	-0,2604*** (-6,4124)
MP	0,0013*** (4,3158)	0,0001 (0,1466)	-0,0023* (-1,6753)	-0,0030** (-1,9892)	0,0007*** (2,6296)	0,0007** (2,5427)
Cash		0,1334*** (7,2207)		0,4199*** (10,7295)		-0,0008 (-0,1486)
MP x Cash		0,0059*** (5,6594)		0,0171*** (7,5538)		0,0000 (0,0948)
CF	0,0599*** (5,6531)	0,0852*** (6,7873)	0,1832*** (7,6736)	0,2440*** (9,8149)	-0,0049 (-1,0856)	-0,0036 (-0,8277)
LEV	0,0823*** (8,8581)	0,0916*** (8,6106)	0,2454*** (12,6936)	0,2573*** (12,9324)	0,0020 (0,5985)	0,0010 (0,3181)
SIZE	-0,0031*** (-3,2983)	-0,0041*** (-5,4177)	-0,0201*** (-7,5686)	-0,0119*** (-5,5299)	-0,0016*** (-3,9483)	-0,0014*** (-4,3310)
ROA	0,0695*** (2,6672)	0,0353** (2,4677)	-0,2604*** (-3,6579)	-0,0370 (-0,8125)	0,0008 (0,0866)	0,0016 (0,2426)
Q	-0,0152 (-1,2619)	-0,0031 (-1,0533)	0,1229*** (4,9382)	0,0080 (1,1498)	-0,0002 (-0,0410)	-0,0038** (-2,4820)
TANG	0,0122* (1,6515)	0,0102 (1,4183)	0,0256 (1,2235)	0,0301 (1,5985)	-0,0023 (-0,8251)	-0,0014 (-0,5238)
GRO	-0,0024** (-2,2712)	-0,0017* (-1,6914)	0,0021 (0,8760)	0,0004 (0,1749)	-0,0020*** (-3,9683)	-0,0019*** (-4,2617)
Số quan sát	4236	4236	1201	1201	2476	2476
AR(1)	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
AR(2)	0,188	0,215	0,456	0,972	0,615	0,720
Hansen test	0,689	0,520	0,938	0,140	0,276	0,394

Ghi chú: giá trị thống kê t được trình bày trong ngoặc đơn; \*, \*\*, \*\*\* tương ứng với các mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%.

## 5. Kết luận

Bài nghiên cứu tìm thấy bằng chứng rằng khi chính sách tiền tệ thắt chặt, đầu tư của doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam bị sụt giảm và việc nắm giữ lượng tiền mặt dồi dào được xem như là lá chắn giúp hạn chế tác động bất lợi này. Ảnh hưởng của tiền mặt đến mối quan hệ giữa chính sách tiền tệ và đầu tư được tiếp tục khẳng định trên các mẫu nghiên cứu được phân loại căn cứ vào môi trường kinh doanh cấp tỉnh-thành nơi doanh nghiệp đặt trụ sở chính. Điều này có ý nghĩa hàm ý trong bối cảnh doanh nghiệp Việt Nam chủ yếu tăng trưởng nhờ vốn. Các doanh nghiệp cần theo dõi sát sao những thông tin về điều hành chính sách tiền tệ của các nhà điều hành chính sách, trước nguy cơ thắt chặt tiền tệ doanh nghiệp cần chủ động gia tăng nguồn tài trợ nội bộ, tăng nắm giữ tiền mặt để nắm bắt các cơ hội, tránh phải cắt giảm mạnh hoạt động đầu tư. Ngoài ra, khi định hướng chính sách tiền tệ thay đổi theo hướng thắt chặt, chính phủ và chính quyền cấp địa phương cần có những chính sách ưu tiên tiếp cận về vốn nhằm hỗ trợ kịp thời, tránh việc doanh nghiệp phải từ cắt giảm hoạt động đầu tư, ảnh hưởng đến tăng trưởng kinh tế của tỉnh thành và toàn bộ nền kinh tế.

Về hiệu quả đầu tư, thắt chặt tiền tệ góp phần cải thiện hiệu quả đầu tư của nhóm doanh nghiệp có tình trạng đầu tư quá mức nhưng lại làm trầm trọng hơn tình trạng đầu tư dưới mức. Thực tế, tình trạng đầu tư dưới mức lại khá phổ biến ở các quốc gia đang phát triển và mới nổi và ở Việt Nam cũng không ngoại lệ. Từ đó cho thấy chính phủ và các nhà điều hành chính sách phải rất thận trọng khi thực thi chính sách tiền tệ thắt chặt. Đối với doanh nghiệp, mặc dù nắm giữ tiền mặt có tác động giảm ảnh hưởng bất lợi từ thắt chặt tiền tệ đến giá trị đầu tư nhưng nắm giữ quá nhiều tiền mặt dễ dẫn đến đầu tư quá mức hay đầu tư vào những dự án không hiệu quả làm giảm hiệu quả đầu tư của toàn bộ doanh nghiệp. Do vậy, doanh nghiệp nên chủ động xây dựng một ngân sách tiền mặt cũng như hoạch định ngân sách vốn phù hợp cả trong ngắn hạn lẫn dài hạn nhằm đảm bảo và cải thiện hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp.

---

Mặc dù đã đạt mục tiêu nghiên cứu nhưng theo nhóm tác giả, bài nghiên cứu có thể mở rộng xem xét các mối quan hệ trong điều kiện khác biệt về cấu trúc sở hữu hay ảnh hưởng của các sự kiện đặc biệt như khủng hoảng tài chính toàn cầu, đại dịch covid.

**Ghi chú:**

1. Báo cáo Tổng điều tra kinh tế 2021 - Tổng cục Thống kê.

**Tài liệu tham khảo:**

- Aksar, M., Hassan, S., Kayani, M., Khan, S. & Ahmed, T. (2022), 'Cash holding and investment efficiency nexus for financially distressed firms: The moderating role of corporate governance', *Management Science Letters*, 12(1), 67-74.
- Aktar, M., Abedin, M.Z. & Gupta, A.D. (2021), 'The impact of monetary policy shocks on corporate dynamic investment activity with financial heterogeneity', *SAGE Journal*, 11(1), 1-20.
- Almazan, A., Motta, A.D., Titman, S. & Uysal, V. (2010), 'Financial structure, liquidity and firm locations', *Journal of Finance*, 65, 529-563.
- Bernanke, B., & Gertler, M. (1995), 'Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission', *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 27-48.
- Biddle, G., Hilary, G. & Verdi, R. (2009), 'How does financial reporting quality relate to investment efficiency?', *Journal of Accounting and Economics*, 48(2-3), 112-131.
- Cherkasova, V. & Rasadi, D. (2017), 'Earnings quality and investment efficiency: evidence from Eastern Europe', *Review of Economic Perspectives*, 17(4), 441-468.
- Duchin, R., Ozbas, O. & Sensoy, B. (2010), 'Costly external finance, corporate investment, and the subprime mortgage credit crisis', *Journal of Financial Economics*, 97(3), 418-435.
- Gaiotti, E. & Generale, A. (2002), 'Does the monetary policy have asymmetric effects? A look at the investment decisions of Italian firms', *Giornale degli Economisti*, 61(1), 29-59.
- Han, D. & Zhang, P. (2016), 'Monetary policy, financing constraints and investment efficiency: Evidence from listed private companies of China', *Nankai Business Review International*, 7(1), 80-98.
- He, L., Wu, M., Zhong, Z., Xia, Y., Yu, J. & Jiang, Y. (2019), 'Can monetary policy affect renewable energy enterprises' investment efficiency? A case study of 92 listed enterprises in China', *Journal of Renewable and Sustainable Energy*, 11(1), p.015903.
- Huang, Y.S. & Wang, Y. (2013), 'Asset price, risk transfer and economic activities: Firm-level evidence from China', *The North American Journal of Economics and Finance*, 26, 663-676.
- Huang, Y., Song, F. & Wang, Y. (2012), 'Monetary policy and corporate investment: evidence from Chinese micro data', *China and World Economy*, 20(5), 1-20.
- Iddrisu, A.A. & Alagidede, I.P. (2020), 'Revisiting interest rate and lending channels of monetary policy transmission in the light of theoretical prescriptions', *Central Bank Review*, 20(4), 183-193.
- Lại Trung Thành & Nguyễn Quang Bình (2018), 'Chính sách tiền tệ và hoạt động đầu tư của doanh nghiệp: Bằng chứng thực nghiệm tại Việt Nam', *Tạp chí nghiên cứu Kinh tế và Kinh doanh Châu Á*, 29(5), 46-67.
- Li, B. & Liu, Q. (2017), 'On the choice of monetary policy rules for China: A Bayesian DSGE approach', *China Economic Review*, 44, 166-185.
- Luo, M. & Nie, W. (2012), 'Fiscal policy, monetary policy and dynamic adjustment of corporate capital structure: empirical evidence based on listed firms in China', *Economic Science*, 5, 18-32.

- 
- Meltzer, A.H. (1995), 'Monetary, credit and (other) transmission processes: A monetarist perspective', *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 49-72.
- Mileva, E. (2007), *Using Arellano-Bond dynamic panel GMM estimators in stata*, Economic Department, Fordham University.
- Mishkin, F.S. (1996), 'The channels of monetary transmission: Lessons for monetary policy', *National Bureau of Economic Research Working Paper Series No. 5464*, National Bureau of Economic Research.
- Morck, R., Yavuz, M. & Yeung, B. (2013), 'State-controlled banks and the effectiveness of monetary policy', *SSRN Electronic Journal*, DOI:10.2139/ssrn.2255234.
- Nguyễn Phúc Cảnh (2014), 'Truyền dẫn của chính sách tiền tệ qua kênh giá tài sản tài chính: Nghiên cứu thực nghiệm tại Việt Nam', *Tạp chí Phát triển và Hội nhập*, 19(29), 11-18.
- Nickell, S. (1981), 'Biases in dynamic models with fixed effects', *Econometrica*, 49(6), 1417-1426.
- Riccetti, L., Russo, A. & Gallegati, M. (2013), 'Financial regulation in an agent-based macroeconomic model', *SSRN Electronic Journal*, DOI:10.2139/ssrn.2345904.
- Shao, Y., Hernández, R. & Liu, P. (2015), 'Government intervention and corporate policies: Evidence from China', *Journal of Business Research*, 68(6), 1205-1215.
- Tăng Mỹ Sang (2019), 'Tác động của chính sách tiền tệ đến tăng trưởng kinh tế', *Tạp chí tài chính*, 2.
- Trần Ngọc Thơ & Nguyễn Hữu Tuấn (2013), 'Cơ chế truyền dẫn chính sách tiền tệ ở Việt Nam tiếp cận theo mô hình SVAR', *Tạp chí Phát triển và Hội nhập*, 10(20), 8-16.
- Tobin, J. (1969), 'A general equilibrium approach to monetary theory', *Journal of Money: Credit and Banking*, 1(1), 15-29.
- Tran, L.M., Le, P.H., Bui, C.L., Nguyen, L.V. & Huynh, T.L. (2019), 'Monetary policy, cash flow and corporate investment: Empirical evidence from Vietnam', *Journal Risk Financial Management*, 12(46), 1-14.
- Tran, Q.T. (2020), 'Expansionary monetary policy and corporate investment in an emerging market', *Journal of Financial Economic Policy*, 13(2), 239-255.
- Wan, L. (2013), 'Legal environment and investment efficiency: Evidence from China's listed companies', *Journal of Financial Research*, 12, 154-166.
- Xiao, F. (2009), 'Does the stock market affect investment by Chinese firms? Some new evidence', *International Review of Applied Economics*, 23(2), 197-213.
- Yang, X., Han, L., Li, W., Yin, X., & Tian, L. (2017), 'Monetary policy, cash holding and corporate investment: Evidence from China', *China Economic Review*, 46, 110-122.
- Zhao, J., Chen, X. & Hao, Y. (2018), 'Monetary policy, government control and capital investment: Evidence from China', *China Journal of Accounting Research*, 11(3), 233-254.
- Zulhibri, M. (2013), 'Corporate investment behaviour and monetary policy: evidence from firm-level data for Malaysia', *Global Economic Review*, 42(3), 269-290.