

Liệu rằng cải thiện nhận thức tham nhũng có làm giảm quyết định nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp niêm yết Việt Nam? Vai trò của sở hữu nhà nước và sở hữu nước ngoài

Vương Thị Hương Giang*

Trường Đại học Ngân hàng Thành phố Hồ Chí Minh, Việt Nam

TỪ KHÓA

Chỉ số nhận thức tham nhũng (CPI),
Nắm giữ tiền mặt,
Ước lượng SGMM,
Sở hữu nhà nước,
Sở hữu nước ngoài.

TÓM TẮT

Chỉ số nhận thức tham nhũng (CPI) là một chỉ số tổng hợp, được xây dựng dựa trên việc khảo sát và đánh giá vấn đề tham nhũng, và được công bố bởi tổ chức minh bạch quốc tế. Cải thiện chỉ số này ở các quốc gia có mức tham nhũng cao là điều cần thiết. Nghiên cứu này điều tra tác động của việc nâng cao nhận thức tham nhũng đến việc nắm giữ tiền mặt của các công ty niêm yết tại Việt Nam từ 2010 đến 2022. Kết quả ước lượng từ phương pháp hệ thống hóa tổng quát các khoảng khắc (SGMM) cho thấy việc gia tăng CPI làm giảm lượng tiền mặt nắm giữ của doanh nghiệp. Điều thú vị nhất là khi CPI ở Việt Nam được cải thiện, các công ty có tỷ lệ sở hữu nước ngoài cao có xu hướng nắm giữ ít tiền mặt hơn trong khi các công ty có tỷ lệ sở hữu nhà nước cao có xu hướng nắm giữ nhiều tiền mặt hơn. Kết quả nghiên cứu cho thấy nâng cao nhận thức tham nhũng không chỉ làm tăng tính minh bạch của thị trường mà còn làm giảm động cơ phòng ngừa và vấn đề đại diện của doanh nghiệp Việt Nam, đặc biệt là doanh nghiệp có tỷ lệ sở hữu Nước Ngoài cao. Bài viết này là nghiên cứu mang tính tiên phong, làm sáng tỏ lợi ích của việc nâng cao nhận thức tham nhũng đối với chính sách quản lý tiền mặt của doanh nghiệp trong bối cảnh phòng chống tham nhũng quyết liệt tại Việt Nam.

1. Đặt vấn đề nghiên cứu

Theobald và Theobald (1990) nhận định “Tham nhũng là hành vi của công chức đi chệch khỏi các chuẩn mực được quy định nhằm phục vụ mục đích riêng”. Tham nhũng là mối bận tâm lớn đối với các quốc gia toàn cầu, đặc biệt là các nền kinh tế đang phát triển (Nam & cộng sự, 2020). Tham nhũng đóng một vai trò quan trọng trong việc xác định môi trường thể chế và hành vi của doanh nghiệp (Cai & cộng sự., 2022). Tham nhũng có thể gây ra sự bất ổn định chính trị và cản trở phát triển kinh tế của mỗi quốc gia. Điều

này có thể dẫn đến sự bất định của môi trường vĩ mô và tạo ra rủi ro trong đầu tư, ảnh hưởng đến sự phát triển kinh tế (Cieřlik & Goczek, 2018). Vì vậy, nâng cao nhận thức tham nhũng đối với mọi nền kinh tế là cần thiết để đảm bảo sự công bằng, minh bạch trong môi trường hoạt động của doanh nghiệp ở các quốc gia đang phát triển. Ở cấp độ vĩ mô, một số nghiên cứu trước đây cho thấy tham nhũng ảnh hưởng tiêu cực đến các khía cạnh của nền kinh tế như: đầu tư quốc gia, thu hút dòng vốn đầu tư nước ngoài, và tăng trưởng kinh tế (Cieřlik & Goczek, 2018), hay gây ra tình trạng bất bình đẳng thu nhập và nghèo đói nghiêm trọng (Dincer

*Tác giả liên hệ. Email: giangvth@hub.edu.vn

<https://doi.org/10.61602/jdi.2025.82.06>

Ngày nộp bài: 18/10/2024; Ngày chỉnh sửa: 18/12/2024; Ngày duyệt đăng: 27/12/2024; Ngày online: 27/3/2025

ISSN (print): 1859-428X, ISSN (online): 2815-6234

& Gunalp, 2018).

Một lượng lớn các nghiên cứu trước đây chỉ ra rằng tham nhũng ảnh hưởng đến các quyết định và hoạt động của doanh nghiệp (viết tắt DN). Tác động của tham nhũng đến hiệu quả hoạt động tài chính và hiệu quả hoạt động của DN (Hoang & cộng sự, 2022), đầu tư doanh nghiệp (Pan & Tian, 2020), chi trả cổ tức DN (Dong & cộng sự, 2022), hay nắm giữ tiền mặt của DN (Thakur & Kannadhasan, 2019; Cai & cộng sự, 2022) trên thế giới. Liên quan đến quyết định nắm giữ tiền mặt, Tran (2020) cho rằng vấn nạn tham nhũng khiến các DN trên toàn cầu nắm giữ tiền mặt nhiều hơn nhằm động cơ phòng ngừa. Nghiên cứu của Xie và Zhang (2020) cho thấy mối quan hệ ngược chiều giữa tham nhũng và nắm giữ tiền mặt đáng kể tại những địa phương có chiến lược phòng chống tham nhũng quyết liệt, hàm ý rằng tại những địa phương có chiến lược phòng chống tham nhũng mạnh có môi trường kinh doanh minh bạch hơn, vậy nên DN nắm giữ ít tiền mặt.

Chỉ số nhận thức Tham nhũng (viết tắt CPI) là một chỉ số xếp hạng các quốc gia “theo mức độ cảm nhận về tham nhũng trong khu vực công, được khảo sát và đánh giá tổ chức phi chính phủ Minh bạch Quốc tế. Giá trị của chỉ số CPI càng lớn chứng tỏ môi trường chính trị quốc gia đó càng minh bạch hay vấn nạn tham nhũng được kiểm soát tốt. Tại Việt Nam, vấn đề phòng chống tham nhũng (viết tắt PCTN) đã được cụ thể hóa trong các văn bản pháp luật. Điều này cho thấy sự quan tâm đặc biệt của Đảng và Nhà nước ta về vấn đề tham nhũng tại nước ta. Cụ thể, Luật PCTN năm 2018 nhận định “tham nhũng là hành vi của người có chức vụ, quyền hạn đã lợi dụng chức vụ, quyền hạn đó vì vụ lợi” (Khoản 1, Điều 3). Bộ Luật Hình sự 2015 cũng định danh các tội danh được coi là hành vi tham nhũng được xử lý theo Bộ Luật hình sự. Năm 2013, dưới sự lãnh đạo của Tổng bí thư Nguyễn Phú Trọng, chiến dịch “Đốt lò tham nhũng” đã được khởi xướng. Chiến dịch này được xem là một cuộc chiến PCTN quy mô diện rộng tại Việt Nam từ trước đến nay (Minh Ngọc, 2025). Tất cả những nỗ lực này thể hiện bằng kết quả đáng tự hào khi chỉ số nhận thức tham nhũng CPI của Việt Nam tăng đáng kể từ năm 2012 đến năm 2022 (Hình 1).

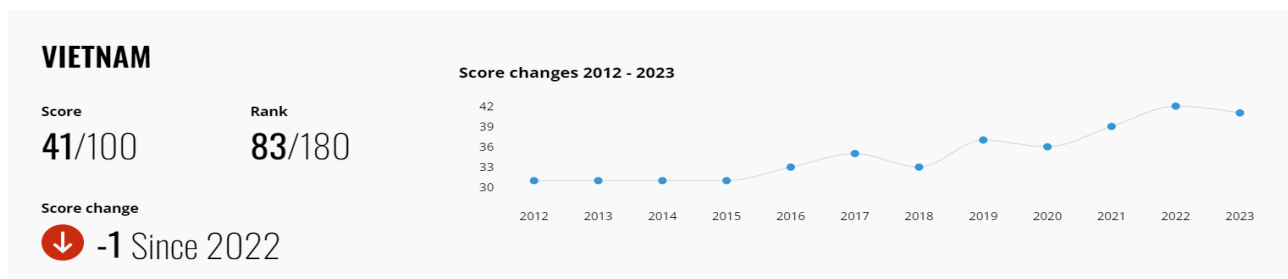
Theo hiểu biết tốt nhất của nhóm tác giả, hiện

nay vẫn chưa có nghiên cứu nào khảo sát mối quan hệ giữa nhận thức tham nhũng và nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp niêm yết (DNNY) tại Việt Nam. Nghiên cứu của Vo (2018), Nguyen và cộng sự (2023), Al-Haddad và Al-Ahmad (2024) đều nhấn mạnh rằng vốn sở hữu nhà nước và nước ngoài ảnh hưởng đáng kể đến nắm giữ tiền mặt của các DN. So với các DN nhà nước, các DN tư nhân và nước ngoài không có mối liên hệ chính trị, do đó, họ thường chịu ảnh tác động nghiêm trọng hơn của vấn nạn tham nhũng hơn so với các DN nhà nước (Nam & cộng sự, 2020; Le & cộng sự, 2023). Có thể, mối quan hệ giữa nhận thức tham nhũng và nắm giữ tiền mặt của DN có thể sự khác biệt đối với các DN có tỷ lệ sở hữu nhà nước và nước ngoài khác nhau. Tuy nhiên, những mối bận tâm kể trên vẫn là những câu hỏi mở tại thị trường Việt Nam. Chính bởi vậy, chủ đề “Gia tăng nhận thức tham nhũng có làm giảm việc nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp niêm yết Việt Nam? Vai trò của sở hữu Nhà nước và sở hữu Nước ngoài” được thực hiện nhằm làm sáng tỏ những lỗ hổng nghiên cứu đang tồn tại.

Bên cạnh Phần 1 - Đặt vấn đề nghiên cứu, các phần còn lại bài viết gồm: Phần 2 - Tổng quan các lý thuyết liên quan đến vấn đề nhận thức tham nhũng và nắm giữ tiền mặt cũng như xây dựng các giả thuyết nghiên cứu của bài viết, Phần 3 - Trình bày phương pháp nghiên cứu, Phần 4 - Phân tích các kết quả nghiên cứu và Phần 5 - Đưa ra các đề xuất và kết luận.

2. Tổng quan lý thuyết - Xây dựng giả thuyết nghiên cứu

Việc dự trữ tiền mặt được xem như một tấm đệm hơi an toàn xuất phát từ động cơ phòng ngừa của DN. Các công ty tiết kiệm tiền mặt để nắm bắt các dự án có lợi nhuận và đáp ứng các tình huống bất ngờ không thể đoán trước; ngược lại, các công ty thiếu tiền mặt có thể gặp khó khăn khi đối mặt với các tình huống không thể dự toán và bỏ qua các cơ hội đầu tư sinh lời (Demir & Ersan, 2017). Hơn nữa, nắm giữ tiền mặt nảy sinh vấn đề đại diện. Theo Jensen và Meckling (1976), do có sự tách biệt giữa quyền kiểm soát và quyền sở hữu DN, các nhà quản lý có xu hướng sử dụng nguồn lực của DN để phục vụ lợi ích riêng của họ bằng việc đầu



Hình 1. Chỉ số nhận thức tham nhũng (CPI) của Việt Nam từ 2012-2023 (Tổ chức Minh bạch Thế giới)

tư vào các dự án có khả năng sinh lời thấp thay vì tối đa hóa giá trị vốn chủ sở hữu. Jensen (1986) cho thấy rằng các công ty nắm giữ lượng tiền mặt lớn thường tiến hành các hoạt động M&A kém hiệu quả.

Tham nhũng được xem như một khía cạnh để đánh giá chất lượng thể chế của mỗi quốc gia. Do vấn đề này gây ra sự suy giảm niềm tin của dân chúng vào Chính phủ, xói mòn nguồn lực và quốc gia, gây ra những bất công trong xã hội. Nghiên cứu của Thakur & Kannadhasan (2019) tại các thị trường mới nổi cho thấy tham nhũng có mối quan hệ tích cực với việc nắm giữ tiền mặt của DN. Nghiên cứu của Almeida và cộng sự (2004) cho thấy các DN tích lũy tiền từ dòng tiền nhiều hơn khi tham nhũng gia tăng. Tham nhũng có thể ảnh hưởng đến quyết định nắm giữ tiền mặt và độ nhạy cảm của dòng tiền trong DN thông qua hai phương thức. Thứ nhất, Xu và cộng sự (2018), Thakur và Kannadhasan (2019) cho rằng các nhà quản lý DN có động cơ cao hơn để tích lũy nhiều tiền từ dòng tiền hơn để chuẩn bị đưa hối lộ nhằm trục lợi từ các cơ hội tham nhũng. Thứ hai, các nhà quản lý DN có thể lợi dụng môi trường tham nhũng để tiết kiệm nhiều tiền hơn từ dòng tiền. Lý thuyết đại diện cho hay các nhà quản lý có xu hướng sử dụng dòng tiền tự do của công ty để đầu tư vào các dự án không mang lại lợi nhuận nhằm phục vụ lợi ích của chính họ thay vì tối đa hóa giá trị của cổ đông (Jensen & Meckling, 1976); bởi vậy, họ có khả năng nắm giữ nhiều tiền mặt hơn cần thiết cho việc đầu tư quá mức của họ vào những dự án không mang lại lợi nhuận này (Jensen, 1986). Trong môi trường tham nhũng cao, xác suất đưa hối lộ của các nhà quản lý DN cao hơn môi trường tham nhũng thấp (Nam & cộng sự, 2020; Le & cộng sự, 2023). Chúng tôi dự đoán rằng các DN hoạt động trong môi trường ít tham nhũng hơn (hay minh bạch hơn) hơn có xu hướng nắm giữ ít tiền mặt hơn và ít nhạy cảm với dòng tiền hoạt động.

Giả thuyết H1a: Gia tăng nhận thức tham nhũng làm giảm tỷ lệ nắm giữ tiền và các khoản tương đương tiền trong các DNNY tại Việt Nam.

Giả thuyết H1b: Gia tăng nhận thức tham nhũng làm giảm độ nhạy cảm của dòng tiền trong các DNNY tại Việt Nam.

Nghiên cứu của Megginson và cộng sự (2014), Nguyen và cộng sự (2022) chỉ ra rằng mức độ nắm giữ tiền mặt tăng lên khi sở hữu Nhà Nước trong các DN có xu hướng giảm đi. Họ đưa ra luận giải cho mối quan hệ ngược chiều này dựa theo học thuyết ràng buộc ngân sách mềm ("The soft-budget constraint theory"). Sở hữu Nhà Nước có thể làm giảm động cơ tiết kiệm tiền mặt của các nhà quản lý do vấn đề hạn chế ngân sách mềm. Chính phủ sẵn sàng đem cho các DN nhà nước những đặc quyền và ưu đãi thuận lợi, đặc biệt là khả năng tiếp cận thị trường tín dụng tốt hơn (Kornai, 1979; Vương & Nguyen, 2020). Vương và Nguyen (2020) lập luận rằng các DN Nhà Nước được tài trợ dễ dàng hơn thông qua các khoản vay ngân hàng được

chính phủ Việt Nam bảo lãnh. Tại Trung Quốc, Cong và cộng sự (2019) cũng tìm thấy bằng chứng hỗ trợ cho cơ chế ràng buộc ngân sách mềm trong các DN với tỷ lệ sở hữu Nhà nước cao. Phần lớn bằng chứng thực nghiệm đều ủng hộ mối quan hệ ngược chiều giữa tỷ lệ sở hữu Nhà Nước và hành vi nắm giữ tiền mặt trong DN. Các DN Nhà nước do chính phủ kiểm soát, do đó về lẽ tự nhiên, những DN này có mối liên hệ mật thiết với chính phủ (Pan & cộng sự, 2020). Nghiên cứu của Kornai (1979) cho hay quan chức chính phủ các nước tham nhũng cao can thiệp sâu để đưa ra các quyết định cho vay có lợi cho các DN có quan hệ chính trị; do đó bóp méo lãi suất cho vay, hướng hoạt động cho vay tới các dự án kém hiệu quả và gia tăng nợ xấu cho các ngân hàng. Chúng tôi kỳ vọng rằng hành vi gia tăng nắm giữ tiền mặt trong các DN có vốn sở hữu Nhà nước cũng được tăng cường đáng kể khi nhận thức tham nhũng được gia tăng. Để kiểm chứng phỏng đoán này, chúng tôi xây dựng hai giả thuyết sau:

Giả thuyết H2a: Gia tăng nhận thức tham nhũng làm gia tăng tỷ lệ nắm giữ tiền và các khoản tương đương tiền trong các DN có tỷ lệ vốn sở hữu Nhà Nước cao.

Giả thuyết H2b: Gia tăng nhận thức tham nhũng làm gia tăng độ nhạy cảm của dòng tiền trong các DN có tỷ lệ vốn sở hữu Nhà Nước cao.

Nghiên cứu của Vo (2018), Nguyen và cộng sự (2022) cho thấy các nhà đầu tư nước ngoài tác động đến việc nắm giữ tiền mặt của DN thông qua một cơ chế khác trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Họ đều chứng minh rằng các DN có tỷ lệ sở hữu nước ngoài cao có xu hướng nắm giữ nhiều tiền mặt hơn bằng các phân tích với mẫu các doanh nghiệp niêm yết (viết tắt DNNY) tại Việt Nam từ 2007 đến 2015 (hoặc 2017). Mối quan hệ cùng chiều giữa tỷ lệ sở hữu Nước Ngoài và tiền mặt dự trữ trong các DNNY Việt Nam có thể được giải thích theo hai cách sau. Thứ nhất, các nhà đầu tư nước ngoài tỏ ra thận trọng hơn hay bị chi phối cao bởi động cơ phòng ngừa của việc nắm giữ tiền mặt khi hoạt động tại Việt Nam (Vo, 2018). Vương và Nguyen (2020) lập luận thị trường tài chính Việt Nam được xếp hạng vào tiệm cận (frontier market) do thị trường trái phiếu quy mô nhỏ với phần lớn là trái phiếu chính phủ, hệ thống ngân hàng cạnh tranh kém và bị chi phối bởi Ngân hàng Nhà nước. Do đó, các DN hoạt động tại Việt Nam buộc phải dựa vào phần lớn nguồn tài trợ nội bộ hơn là thị trường vốn bên ngoài. Động cơ phòng ngừa thúc đẩy các nhà đầu tư nước ngoài yêu cầu DN của họ phải nắm giữ nhiều tiền mặt hơn để nắm bắt cơ hội đầu tư vào các dự án có lợi và ứng phó với các tình huống bất ngờ không thể đoán trước. Thứ hai, không như DN Nhà Nước được nhận những đặc quyền và ưu đãi về tiếp cận vốn của Chính Phủ và có liên kết chính trị với Cơ quan Nhà nước (Nam & cộng sự, 2020; Le & cộng sự, 2023), các DN với tỷ lệ sở hữu nước ngoài cao hơn buộc phải tích trữ thanh khoản nhiều hơn để tài trợ cho hoạt động của họ (Al-Haddad & Al-Ahmad, 2024). Các quốc gia có tỷ

lệ tham nhũng cao thường thu hút được ít đầu tư nước ngoài hơn vì hệ thống hối lộ bí mật quốc gia hoạt động như một bàn tay chiếm đoạt (“the grabbing hand”), gia tăng chi phí sử dụng vốn và rủi ro cao hơn cho các nhà đầu tư nước ngoài hoạt động tại quốc gia đó (Petro & Thanos, 2014). Nâng cao nhận thức tham nhũng quốc gia một mặt vừa cải thiện môi trường kinh doanh nhằm thu hút vốn đầu tư nước ngoài và sự tham gia của nhà đầu tư nước ngoài vào thị trường trong nước, một mặt vừa giảm động cơ phòng ngừa của các nhà đầu tư nước ngoài trong các DN có vốn sở hữu nước ngoài. Do đó, chúng tôi xây dựng hai giả thuyết dưới đây để kiểm chứng nhận định này:

Giả thuyết H3a: Gia tăng nhận thức tham nhũng làm giảm tỷ lệ nắm giữ tiền mặt và các khoản tương đương tiền trong các DN có tỷ lệ vốn sở hữu nước ngoài cao.

Giả thuyết H3b: Gia tăng nhận thức tham nhũng làm giảm độ nhạy cảm của dòng tiền trong các DN có tỷ lệ vốn sở hữu nước ngoài cao.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu nghiên cứu bao gồm các DN niêm yết trên cả Sở giao dịch chứng khoán TP.HCM (HSX) và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) từ năm 2010

- 2022. Chỉ số nhận thức tham nhũng (CPI) và tốc độ tăng trưởng kinh tế thường niên của Việt Nam được thu thập trong cùng giai đoạn. Theo nghiên cứu của Vương và cộng sự (2022), chúng tôi loại bỏ các công ty tài chính, DN thiếu quan sát về tổng tài sản, tiền các khoản tương đương và dòng tiền từ hoạt động. Các DN có đầy đủ các quan sát trong vòng 13 năm được giữ lại, do chúng tôi muốn có thể quan sát tác động của gia tăng nhận thức tham nhũng đến hành vi nắm giữ tiền mặt của DNNY liên tục từ năm 2010 đến 2022 tại Việt Nam. Mẫu dữ liệu bảng cân bằng mạnh được sử dụng trong nghiên cứu với 1.261 quan sát năm của 97 DNNY. Cuối cùng, kỹ thuật winsor được sử dụng trong ngưỡng từ 1% đến 99% để giới hạn giá trị cực trị của các quan sát, nó giúp giảm tác động của các quan sát ngoại lệ (outliers) đến kết quả hồi quy.

3.2. Mô hình thực nghiệm và Phương pháp hồi quy

Theo nghiên cứu của Xu và Li (2018), Thakur và Kannadhasan (2018), Tran (2020), Vương và cộng sự (2022), chúng tôi xây dựng ba mô hình bảng sau để kiểm chứng ba cặp giả thuyết đặt ra trong phần 2:

$$\text{CASHHOLD}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{CASHHOLD}_{i,t-1} + \alpha_2 \text{CPI}_t + \alpha_3 \text{GDP}_t + \beta X_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

Bảng 1. Mô tả các biến sử dụng trong mô hình

Biến	Tên biến	Đo lường	Nguồn dữ liệu	Kỳ vọng dấu
Biến phụ thuộc				
CASHHOLD/TA	Tỷ lệ nắm giữ tiền mặt	Tiền và các khoản tương đương tiền/Tổng tài sản	Tác giả tính toán từ cơ sở dữ liệu thu thập từ Fiin-ProX.	NA
CASHFLOW/TA	Tỷ lệ dòng tiền hoạt động trên tổng tài sản	Dòng tiền hoạt động/Tổng tài sản		NA
Biến giải thích chính				
CPI	Nhận thức tham nhũng	Điểm chỉ số nhận thức tham nhũng Việt Nam. <i>Giá trị biến CPI càng cao cho thấy môi trường kinh doanh càng minh bạch (ít tham nhũng)</i>	https://www.transparency.org/en/cpi	(-) Thakur và Kannadhasan (2018); Tran (2020); Xu và Li (2018); Cai và cộng sự (2022)
Biến đặc điểm DN				
TOBINQ	Tỷ số ToBin's Q	Giá trị thị trường vốn chủ sở hữu/Giá trị sổ sách vốn chủ sở hữu		(+) Thakur và Kannadhasan (2018); Tran (2020); Xu và Li (2018)
TDTA	Đòn bẩy	Tổng Nợ vay/Tổng tài sản		(-) Xu và Li ((2018); Tran (2020); Vương và cộng sự (2022)
DIVID	Trả cổ tức	Biến giả DIVID có giá trị bằng 1 nếu DN chi trả cổ tức		(+) Vương và cộng sự (2022)
CAPEXTA	Tỷ lệ chi tiêu vốn	Chi tiêu vốn/Tổng tài sản		(+) Thakur và Kannadhasan (2018); Vương và cộng sự (2022)/ (-) Xu và Li (2018); Tran (2020)
MARCAP	Quy mô vốn hóa thị trường DN	Logarithm tự nhiên giá trị vốn hóa DN		(+) Tran (2020)/ (-) Xu và Li (2018)
Biến vĩ mô				
GDP	Chu kỳ kinh tế	Tốc độ tăng trưởng kinh tế thường niên Việt Nam/100	Cơ sở dữ liệu World Bank.	(+) Vương và cộng sự (2022); Thakur và Kannadhasan (2018)/ (-) Tran (2020)

$$\text{CASHHOLD}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{CASHHOLD}_{i,t-1} + \alpha_2 \text{CPI}_t + \alpha_3 \text{GDP}_t + \alpha_4 \text{CPI}_t * \text{STATEOWN}_{i,t} + \beta \text{X}_{i,t-1} + \pi_{i,t} \quad (2)$$

$$\text{CASHHOLD}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{CASHHOLD}_{i,t-1} + \alpha_2 \text{CPI}_t + \alpha_3 \text{GDP}_t + \alpha_4 \text{CPI}_t * \text{FOREOWN}_{i,t} + \beta \text{X}_{i,t-1} + \rho_{i,t} \quad (3)$$

Trong đó: Theo Vo (2018), Vương và cộng sự (2022), biến phụ thuộc CASHHOLD_{i,t} được đo bằng tỷ lệ tiền và các khoản tương đương tiền trên tổng tài sản (CASHHOLD/TA). Theo Tran (2020), CASHFLOW/TA được sử dụng như một biến thay thế cho biến biến phụ thuộc CASHHOLD/TA trong các mô hình (1-3) nhằm đánh giá tác động của biến nhận thức tham nhũng (CPI) và các biến kiểm soát (X_{i,t} và GDP) đến mức độ nhạy cảm của dòng tiền trong DN. X_{i,t} đại diện cho các đặc điểm của DN, bao gồm TOBINQ (tỷ lệ ToBin' Q), TDTA (đòn bẩy), DIVID (chi trả cổ tức), CAPEXTA (chi tiêu vốn) và MARCAP (giá trị vốn hóa thị trường). Đo lường và định nghĩa các biến được trình bày trong Bảng 1. Theo Vương và cộng sự (2022), các mô hình (1-3) đều là mô hình động với độ trễ của biến phụ thuộc bên phía về phải của ba phương trình và tiềm ẩn hiện tượng nội sinh. Vậy nên, chúng tôi sử dụng ước lượng hệ thống hóa tổng quát các khoảng khắc (SGMM) để ước lượng cả ba mô hình trên. Các kiểm định AR (1), AR (2), và Hansen giúp xác minh hiệu lực của biến công cụ trong việc giải quyết vấn đề nội sinh.

4. Thảo luận kết quả nghiên cứu

4.1. Thống kê mô tả

Bảng 2 trình bày thống kê mô tả các biến được sử dụng trong mô hình nghiên cứu thực nghiệm, được thu thập trong giai đoạn 2010-2022. Biến phụ thuộc chính (CASHHOLD/TA) có giá trị trung bình khoảng 0,0810

cho biết trong 1 đồng tài sản của DN, tiền và các khoản tương đương tiền chiếm 8,10%, thấp hơn mức nắm giữ tiền và các khoản tương đương tiền bình quân của các DNNY Việt Nam trong giai đoạn 2007-2015 (Vo, 2018) và 2007-2017 (Nguyễn & cộng sự., 2022). Bình quân tiền và các khoản tương đương tiền chiếm 18,49%% dòng tiền hoạt động. Giá trị logarit bình quân của chỉ số CPI đạt 33,923, đạt giá trị cao nhất 42,00 năm 2012 và thấp nhất 27,00 năm 2010. Giá trị bình quân biến TOBINQ lớn hơn 1 cho thấy giá trị thị trường vốn chủ sở hữu DNNY cao hơn giá trị sổ sách của DNNY. Một đồng tài sản của các DNNY trong giai đoạn quan sát được hình thành bởi 0,2513 đồng nợ vay. Bình quân có khoảng 71,53% các quan sát năm cho thấy DNNY chi trả cổ tức trong tổng quan sát. Chi tiêu vốn bình quân chiếm hơn 10% tổng tài sản. Quy mô vốn hóa bình quân DN đạt ngưỡng 30,2823. Tốc độ tăng trưởng GDP của Việt Nam đạt cao nhất mức 8,02% năm 2022 và thấp nhất 2,56% năm 2021. Bảng 3 báo cáo hệ số tương quan giữa các biến được sử dụng trong mô hình. Đáng chú ý, biến CPI tương quan âm với cả hai biến CASHHOLD/TA và CASHFLOW/TA ở mức ý nghĩa 1%. Tỷ số Tobin's Q và trả cổ tức có mối quan hệ dương với hai biến phụ thuộc cũng ở mức ý nghĩa 1%.

4.2. Tác động của nhận thức tham nhũng đến việc nắm giữ tiền mặt của DNNY Việt Nam

Bảng 4 trình bày kết quả thực nghiệm từ mô hình cơ bản (1). Cột 1 báo cáo kết quả hồi quy với biến phụ thuộc CASHHOLD/TA và cột 2 hiển thị kết quả hồi quy với biến phụ thuộc CASHFLOW/TA. Hệ số các biến độ trễ các biến phụ thuộc đều nhỏ hơn một và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%, hàm ý tồn tại tốc độ điều chỉnh đến tỷ lệ nắm giữ tiền mục tiêu và dòng tiền mục tiêu của các DNNY tại Việt Nam. Các kiểm định AR (1), AR (2) và Hansen xác định ước lượng SGMM

Bảng 2. Thống kê mô tả các biến

Biến	Quan sát	Giá trị bình quân	Độ lệch chuẩn	Nhỏ nhất	Lớn nhất
Biến phụ thuộc					
CASHHOLD/TA	1.261	0,0810	0,0825	0,0003	0,4000
CASHFLOW/TA	1.261	0,1849	0,1883	-0,4412	1,0947
Biến giải thích					
CPI	1.261	33,9231	3,8538	27,0000	42,0000
Đặc trưng của DN					
TOBINQ	1.261	1,2985	1,0081	-0,0098	5,4494
TDTA	1.261	0,2513	0,1871	0,0000	0,7000
DIVID	1.261	0,7153	0,4514	0,0000	1,0000
CAPEXTA	1.261	0,1012	0,2434	-0,3259	1,5971
MARCAP	1.261	30,2823	16,9200	12,4740	76,1440
Biến vĩ mô					
GDP	1.261	0,0609	0,0159	0,0256	0,0802

Bảng 3. Hệ số tương quan giữa các biến

Biến	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
CASHHOLD/TA (1)	1,0000								
CASHFLOW/TA (2)	0,0740*	1,0000							
CPI (3)	-0,0948*	-0,0622	1,0000						
GDP (4)	0,0128	-0,0021	-0,0931*	1,0000					
TOBINQ (5)	0,0880*	0,2118*	0,0041	-0,0920*	1,0000				
DIVID (6)	0,1969*	0,3071*	-0,0318	0,0239	0,1703*	1,0000			
TDTA (7)	-0,3007*	0,0633	-0,0725*	0,0285	-0,0082	-0,1284*	1,0000		
CAPEXTA (8)	-0,1219*	0,3266*	-0,1068*	0,0242	0,0514	0,0475	0,3071*	1,0000	
MARCAP (9)	-0,0695	-0,0206	0,6411*	-0,6956*	0,0398	-0,0326	-0,0751*	-0,0659	1,0000

Chú ý: Ký hiệu (*) chỉ ra mức ý nghĩa 1%.

với biến công cụ được sử dụng là hoàn toàn phù hợp. Biến giải thích CPI có hệ số âm và ý nghĩa ở mức 1% trong cả hai cột, phù hợp với dự toán trong giải thuyết H1a và H1b. Hệ số CPI trong cột (1) bằng -0,0012 cho biết khi nhận thức tham nhũng gia tăng, các DNNY Việt Nam có xu hướng nắm giữ ít tiền và các khoản tương đương tiền hơn. Hệ số CPI trong cột (1) bằng -0,0036 chỉ ra khi mức độ tham nhũng thấp (hay nhận thức tham nhũng cao) có mối quan hệ ngược chiều với độ nhạy cảm dòng tiền của các DNNY Việt Nam, phù hợp với nhận định của Xu và cộng sự (2018), Thakur và Kannadhasan (2019). Khi vấn nạn tham nhũng ở mức cao, các DN dễ dàng hối lộ các cơ quan Nhà Nước để có được những ưu đãi chính trị nhất định, bao gồm cả việc tiếp cận ưu đãi với các hợp đồng của chính phủ hoặc các điều khoản cấp tín dụng thuận lợi. DN duy trì dự trữ tiền mặt cao để có thể nhanh chóng cung cấp lợi ích tài chính cho quan chức (đưa hối lộ) nhằm đổi lấy các ưu đãi chính trị. Những hành vi như vậy được gọi là hiệu ứng thanh khoản trong tham nhũng. Chiến dịch PCTN diễn ra làm tăng nguy phát hiện hành vi tham nhũng và giảm lợi ích từ hành vi đưa hối lộ (Cai và cộng sự., 2022). Nhận thức tham nhũng được cải thiện, các DN sẽ giảm mức nắm giữ tiền mặt khi nhu cầu nhận hối lộ và lợi ích từ việc đưa hối lộ giảm đi. Kết quả trong Bảng 4 hàm ý những nỗ lực của Đảng và Nhà nước Việt Nam thông qua hoạt động PCTN thời gian qua đã nâng cao nhận thức tham nhũng, cải thiện đáng kể tính minh bạch của môi trường chính trị. Động cơ phòng ngừa và vấn đề đại diện có xu hướng thấp đi trong môi trường kinh doanh với tỷ lệ tham nhũng thấp (Xu & Li, 2018). Kết quả là các DNNY Việt Nam có xu hướng nắm giữ tiền mặt ít hơn.

Bảng 4. Kết quả ước lượng từ mô hình cơ bản (1)

Hệ số	Biến phụ thuộc	
	CASHHOLD/TA (1)	CASHFLOW/TA (2)
Hằng số	0,0911*** (0,0040)	0,1378*** (0,0103)
Lag. CASHHOLD/TA	0,4762*** (0,0060)	
Lag. CASHFLOW/TA		0,3116*** (0,0038)
CPI	-0,0012*** (0,0002)	-0,0036*** (0,0003)
GDP	-0,0777** (0,0386)	0,4933*** (0,0593)
TOBINQ	0,0011* (0,0006)	0,0067*** (0,0013)
TDTA	-0,0525*** (0,0037)	-0,0247*** (0,0065)
DIVID	0,0122*** (0,0012)	0,0502*** (0,0021)
CAPEXTA	-0,0190*** (0,0020)	0,0771*** (0,0042)
MARCAP	-0,0000 (0,0000)	0,0009*** (0,0001)
Kiểm định AR (1)	0,000	0,005
Kiểm định AR (2)	0,229	0,141
Kiểm định Hansen	0,116	0,243
Số quan sát	1.164	1.164
Số DN	97	97

Chú ý: Sai số chuẩn trong ngoặc đơn. *** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,1$.

4.3. Vai trò điều tiết của sở hữu Nhà Nước và Nước Ngoài đến mối quan hệ giữa nhận thức tham nhũng và việc nắm giữ tiền mặt của DN Việt Nam

Bảng 5 báo cáo kết quả ước lượng mô hình (2) và (3) với hai biến phụ thuộc CASHHOLD/TA và CASHFLOW/TA. Trước hết, trong hai cột của Bảng phụ A, hệ số biến STATEOWN đều âm và có ý nghĩa

thống kê ở mức 1%. Trong hai cột của Bảng phụ B, hệ số biến FOREOWN đều dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Những hệ số lượng này phù hợp với phát hiện trong các nghiên cứu trước đây của Nguyen và cộng sự. (2022) và Vo (2018) về ảnh hưởng của sở hữu Nhà Nước và Nước Ngoài đối với quyết định nắm giữ tiền mặt của các DN Việt Nam trong giai đoạn 2007-2017. Hệ số biến CPI vẫn duy trì giá trị âm và có ý

Bảng 5. Kết quả ước lượng từ mô hình (2) và (3)

Hệ số	Bảng phụ A: Sở hữu Nhà Nước (STATEOWN)		Bảng phụ B: Sở hữu Nước Ngoài (FOREOWN)	
	Biến phụ thuộc			
	CASHHOLD/TA	CASHFLOW/TA	CASHHOLD/TA	CASHFLOW/TA
	(1)	(2)	(3)	(4)
Hằng số	0,1699*** (0,0122)	0,1839*** (0,0164)	0,0869*** (0,0042)	0,0703*** (0,0114)
Lag. CASHHOLD/TA	0,4290*** (0,0065)		0,4811*** (0,0059)	
Lag. CASHFLOW/TA		0,2639*** (0,0040)		0,3127*** (0,0047)
CPI	-0,0039*** (0,0004)	-0,0060*** (0,0006)	-0,0014*** (0,0002)	-0,0016*** (0,0004)
STATE	-0,0885*** (0,0315)	-0,1837*** (0,0589)		
STATE*CPI	0,0023*** (0,0009)	0,0099*** (0,0017)		
FORE			0,1417*** (0,0395)	2,0079*** (0,1779)
FORE*CPI			-0,0029*** (0,0010)	-0,0581*** (0,0052)
GDP	0,0879* (0,0511)	0,5075*** (0,0633)	0,0200 (0,0529)	0,4309*** (0,0714)
TOBINQ	0,0021** (0,0008)	0,0097*** (0,0014)	0,0012* (0,0007)	0,0067*** (0,0015)
TDTA	-0,0557*** (0,0039)	-0,0004 (0,0066)	-0,0525*** (0,0039)	-0,0225** (0,0093)
DIVID	0,0108*** (0,0017)	0,0385*** (0,0023)	0,0118*** (0,0014)	0,0516*** (0,0022)
CAPEXTA	-0,0172*** (0,0020)	0,0693*** (0,0038)	-0,0195*** (0,0022)	0,0790*** (0,0042)
MARCAP	0,0003*** (0,0001)	0,0009*** (0,0001)	0,0001* (0,0001)	0,0009*** (0,0001)
Kiểm định AR (1)	0,000	0,006	0,000	0,006
Kiểm định AR (2)	0,226	0,155	0,230	0,144
Kiểm định Hansen	0,264	0,295	0,087	0,182
Số quan sát	1.164	1.164	1.164	1.164
Số DN	97	97	97	97

Chú ý: Sai số chuẩn trong ngoặc đơn. *** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,1$.

nghĩa thống kê ở mức 1% trong cả 4 cột, khẳng định chắc chắn giả thuyết H1a và H1b hoàn toàn phù hợp.

Tính mới của bài viết của chúng tôi liên quan đến đánh giá tác động điều tiết của vốn chủ sở hữu Nhà Nước và Nước Ngoài đến mối quan hệ giữa nhận thức tham nhũng và nắm giữ tiền mặt của các DNNY Việt Nam. Hệ số biến tương tác STATE*CPI dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% trong cột 1 và 2, trong khi, hệ số biến tương tác FORE*CPI âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% trong cột 3 và 4. Những hệ số ước lượng này còn cho thấy rằng việc cải thiện nhận thức tham nhũng sẽ làm giảm đáng kể động cơ phòng ngừa và chi phí đại diện trong các DNNY với tỷ lệ sở hữu Nước Ngoài cao hơn, trái lại, nâng cao nhận thức tham nhũng sẽ làm gia tăng đáng kể động cơ phòng ngừa và chi phí đại diện trong các DNNY với tỷ lệ sở hữu Nhà Nước cao tại Việt Nam. Tóm lại, các kết quả đạt được ủng hộ các suy luận đã nêu trong Phần 2 và giả thuyết nghiên cứu H2a, H2b, H3a, và H3b.

5. Kết luận và hàm ý quản trị

Nâng cao chất lượng thể chế và cải thiện môi trường chính trị là những mục tiêu chung tại phần lớn các quốc gia đang phát triển. Đạt được những mục tiêu này sẽ giúp gia tăng tính minh bạch trong môi trường kinh doanh của DN và thu hút đầu tư nước ngoài. Nghiên cứu này tập trung vào việc làm sáng tỏ tác động của nhận thức tham nhũng đối với quyết định nắm giữ tiền mặt của các DNNY tại Việt Nam từ 2010 đến 2022. Hơn nữa, nghiên cứu cũng xem xét đến vai trò điều tiết của vốn chủ sở hữu Nhà Nước và Nước Ngoài đến mối quan hệ giữa nhận thức tham nhũng và nắm giữ tiền mặt của DN. Kết quả đạt được từ nghiên cứu cho thấy: (1) Nâng cao nhận thức tham nhũng giúp giảm thiểu việc nắm giữ tiền và mức độ nhạy cảm với dòng tiền của DN; (2) Các DN với sự hiện diện của vốn sở hữu Nhà Nước nhiều hơn có xu hướng nắm giữ tiền mặt ít hơn, ngược lại, các DN có tỷ lệ sở hữu Nước ngoài cao hơn có xu hướng nắm giữ nhiều tiền mặt hơn; (3) Khi nhận thức tham nhũng được cải thiện, các DN có tỷ lệ vốn sở hữu Nhà Nước cao có xu hướng nắm giữ nhiều tiền mặt và mức độ nhạy cảm với dòng tiền cao hơn, ngược lại, các DN có tỷ lệ sở hữu Nước Ngoài cao có xu hướng giảm nắm giữ tiền mặt và mức độ nhạy cảm với dòng tiền thấp hơn.

Bài viết này đóng góp về mặt lý thuyết và thực nghiệm như sau: Thứ nhất, đây là nghiên cứu đầu tiên điều tra mối quan hệ giữa nhận thức tham nhũng và nắm giữ tiền mặt trong bối cảnh chiến dịch PCTN tại Việt Nam đã và đang diễn ra quyết liệt. Chính bởi vậy, kết quả của nghiên cứu bổ sung bằng chứng thực nghiệm liên quan đến hành vi nắm giữ tiền mặt DN trong mối liên hệ với vấn đề tham nhũng tại một quốc gia mới nổi. Thứ hai, nghiên cứu này cho thấy vai trò của việc nâng cao nhận thức tham nhũng đối với động cơ phòng ngừa và chi phí đại diện liên quan đến nắm

giữ tiền mặt DN, hay nói cách khác việc cải thiện chất lượng môi trường chính trị thay đổi đáng kể đến hành vi và động cơ phòng ngừa của các nhà quản lý DN. Thứ ba, tác động của nhận thức đến hành vi nắm giữ tiền mặt của DN tại Việt Nam bị chi phối đáng kể bởi sở hữu Nhà Nước và Nước Ngoài trong DN. Thứ tư, kết quả bài viết nhấn mạnh những nỗ lực đáng kể của Chính phủ Việt Nam dưới sự lãnh đạo của Đảng Cộng Sản trong công cuộc đấu tranh bài trừ vấn nạn tham nhũng và ổn định môi trường chính trị tạo điều kiện thuận lợi cho hoạt động DN trong suốt 13 năm trở lại đây.

Nghiên cứu này còn tồn tại ba hạn chế lớn, các nghiên cứu tương lai có thể mở rộng và phát triển những hạn chế này: (1) mẫu nghiên cứu chỉ được quan sát từ năm 2010 đến năm 2022 với 97 DNNY với đầy đủ quan sát; (2) tác động của nhận thức tham nhũng đến quyết định nắm giữ tiền mặt của các DNNY trước và sau cuộc chiến chống tham nhũng quốc gia – “Đốt lò”, chưa được thực hiện; (3) ảnh hưởng của nhận thức tham nhũng đến quyết định nắm giữ tiền mặt của các DNNY với các hạn chế tài chính khác nhau chưa được khảo sát trong bài viết.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Al-Haddad, L., & Al-Ahmad, A. (2024). Does foreign ownership affect corporate cash holdings? Evidence from Amman Stock Exchange. *International Journal of Business Governance and Ethics*, 18(3), 297-312. DOI: <https://doi.org/10.1504/IJBGE.2024.138185>.
- Cai, W., Hu, F., Xu, F., & Zheng, L. (2022). Anti-corruption campaign and corporate cash holdings: Evidence from China. *Emerging Markets Review*, 51, 100843. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2021.100843>.
- Cieřlik, A., & Goczek, Ł. (2018). Control of corruption, international investment, and economic growth—Evidence from panel data. *World Development*, 103, 323-335. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.worlddev.2017.10.028>.
- Cong, L.W., Gao, H., Ponticelli, J. & Yang, X. (2019), “Credit allocation under economic stimulus: Evidence from China”, *The Review of Financial Studies*, 32(9), 3412-3460. DOI: <https://doi.org/10.1093/rfs/hhz008>.
- Demir, E., & Ersan, O. (2017). Economic policy uncertainty and cash holdings: Evidence from BRIC countries. *Emerging Markets Review*, 33, 189-200. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2017.08.001>.
- Dincer, O. C., & Gunalp, B. (2008). Corruption, income inequality, and poverty in the United States. DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1158446>.
- Dong, B., Chen, Y., & Fan, C. (2022). Local corruption and dividend policy: Evidence from China. *Finance Research Letters*, 47, 102698. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.102698>.
- Hoang, K., Doan, H. T., Tran, T. T., Nguyen, T. X., & Le, A. Q. (2022). Anti-corruption campaign and firm

- financial performance: Evidence from Vietnam firms. *Evaluation Review*, 46(2), 103-137. DOI: <https://doi.org/10.1177/0193841X211072707>.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329. DOI: <https://www.jstor.org/stable/1818789>.
- Kornai, J. (1979), "Resource-constrained versus demand-constrained systems", *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 47(4), 801-819. DOI: <https://doi.org/10.2307/1914132>.
- Minh Ngọc (2025). <https://ubkttw.vn/danh-muc/tin-tuc-thoi-su/hoi-nghi-toan-quoc-tong-ket-10-nam-cong-tac-phong-chong-tham-nhung-tieu-cuc-giai-doan-2012-2022.html>.
- Le, T. H., Park, D., & Castillejos-Petalcorin, C. (2023). Performance comparison of state-owned enterprises versus private firms in selected emerging Asian countries. *Journal of Asian Business and Economic Studies*, 30(1), 26-48. DOI: <https://doi.org/10.1108/JABES-08-2021-0116>.
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm. Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. DOI: https://doi.org/10.1007/978-94-009-9257-3_8.
- Meggison, W. L., Ullah, B., & Wei, Z. (2014). State ownership, soft-budget constraints, and cash holdings: Evidence from China's privatized firms. *Journal of Banking & Finance*, 48, 276-291. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.06.011>.
- Nam, V. H., Nguyen, M. N., Nguyen, D. A., & Luu, H. N. (2020). The impact of corruption on the performance of newly established enterprises: Empirical evidence from a transition economy. *Borsa Istanbul Review*, 20(4), 383-395. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.bir.2020.05.006>.
- Nguyen, T. Q. N., Tran, Q. T., & Doan, H. P. (2023). Foreign ownership, state ownership, and cash holdings under the global financial crisis: evidence from the emerging market of Vietnam. *International Journal of Emerging Markets*, 18(9), 3354-3369. DOI: <https://doi.org/10.1108/IJOEM-03-2020-0303>.
- Pan, X., & Tian, G. G. (2020). Political connections and corporate investments: Evidence from the recent anti-corruption campaign in China. *Journal of Banking & Finance*, 119, 105108. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2017.03.005>.
- Petrou, A. P., & Thanos, I. C. (2014). The "grabbing hand" or the "helping hand" view of corruption: Evidence from bank foreign market entries. *Journal of World Business*, 49(3), 444-454. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jwb.2013.10.004>.
- Thakur, B. P. S., & Kannadhasan, M. (2019). Corruption and cash holdings: Evidence from emerging market economies. *Emerging Markets Review*, 38, 1-17. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2018.11.008>.
- Theobald, R., & Theobald, R. (1990). What is corruption? Corruption, development and underdevelopment, 1-18. DOI: https://doi.org/10.1007/978-1-349-20430-4_1.
- Tran, Q. T. (2020). Corruption and corporate cash holdings: International evidence. *Journal of Multinational Financial Management*, 54, 100611. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2019.100611>.
- Xie, J., & Zhang, Y. (2020). Anti-corruption, government intervention, and corporate cash holdings: Evidence from China. *Economic Systems*, 44(1), 100745. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.ecosys.2020.100745>.
- Xu, X., & Li, Y. (2018). Local corruption and corporate cash holdings: Sheltering assets or agency conflict? *China Journal of Accounting Research*, 11(4), 307-324. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.cjar.2018.05.001>.
- Transparency International. *Vietnam*. Accessed at <https://www.transparency.org/en/countries/vietnam>.
- Vo, X. V. (2018). Foreign ownership and corporate cash holdings in emerging markets. *International Review of Finance*, 18(2), 297-303. DOI: <https://doi.org/10.1111/irfi.12130>.
- Vuong, T. H. G., Dao, T. H., Le, T. T. H., & Nguyen, H. M. (2022). Debts and corporate cash holdings: Evidence from ASEAN-5. *Investment Management and Financial Innovations*, 19(1), 186-200. DOI: [https://doi.org/10.21511/imfi.19\(1\).2022.14](https://doi.org/10.21511/imfi.19(1).2022.14).
- Vuong, G. T. H., & Nguyen, M. H. (2020). Revenue diversification and banking risk: Does the state ownership matter? Evidence from an emerging market. *Annals of Financial Economics*, 15(04), 2050019. DOI: <https://doi.org/10.1142/S2010495220500190>.

Does Improving the Perception of Corruption Depress the Cash-Holding Decisions of Vietnamese-listed Firms? Roles of State Ownership and Foreign Ownership

Vương Thị Hương Giang

Ho Chi Minh University of Banking, Vietnam

Abstract

The Corruption Perception Index (CPI) is a synthetic index based on a combination of surveys and assessments on corruption issues, announced by Transparency International Organization. Enhancing this index in countries with high levels of corruption is highly critical. This study researches the effect of improving corruption perception on corporate cash holdings in Vietnam. Estimated results from the System Generalized Method of Moments (SGMM) show that increased CPI reduces corporate cash holdings in Vietnam from 2010 to 2022. Most interestingly, as the CPI index in Vietnam improves, enterprises with a high percentage of foreign ownership tend to hold less cash. In contrast, companies with a high ratio of state ownership tend to hold more cash. Research results show that raising corruption perception not only enhances market transparency but also reduces prevention motivation and agency problems of Vietnamese enterprises, mainly foreign-owned enterprises. This paper is a pioneering study, shedding light on the benefits of raising corruption awareness on the cash management policies of firms in the context of drastic anti-corruption efforts in Vietnam.

Keywords: Corruption perception index (CPI), Cash holdings, SGMM estimation, State ownership, Foreign ownership.