
CHỐNG THAM NHŨNG VÀ HÀNH VI NẮM GIỮ TIỀN MẶT CỦA DOANH NGHIỆP QUY MÔ VỪA VÀ NHỎ TẠI VIỆT NAM

Nguyễn Thành Công

Khoa Tài chính – Kế toán, Trường Kinh tế Phenikaa, Đại học Phenikaa

Email: cong.nguyenthanh@phenikaa-uni.edu.vn

Nguyễn Xuân Thắng*

Viện đào tạo Sau Đại học, Đại học Kinh tế Quốc dân

Email: thangnx@neu.edu.vn

Ngô Hồng Hạnh

Khoa Tài chính – Kế toán, Trường Kinh tế Phenikaa, Đại học Phenikaa

Email: hanh.ngohong@phenikaa-uni.edu.vn

Mã bài báo: JED-2743

Ngày nhận: 27/11/2025

Ngày nhận bản sửa: 09/01/2026

Ngày duyệt đăng: 10/02/2026

DOI: 10.33301/JED.VI.2743

Tóm tắt:

Nghiên cứu này phân tích tác động của chống tham nhũng đến xu hướng nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp vừa và nhỏ tại Việt Nam. Sử dụng dữ liệu từ các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết quy mô vừa và nhỏ trong giai đoạn 2006-2022, nghiên cứu này phát hiện ra rằng các nỗ lực chống tham nhũng của Nhà nước ảnh hưởng đáng kể đến quyết định nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp, đặc biệt là nhóm doanh nghiệp vừa và nhỏ. Bên cạnh đó, mối quan hệ giữa chống tham nhũng và mức độ nắm giữ tiền mặt của các nhóm doanh nghiệp quy mô vừa và nhỏ và nhóm doanh nghiệp quy mô lớn đều được chứng minh là phi tuyến tính. Cụ thể, các doanh nghiệp này có xu hướng tăng cường nắm giữ tiền mặt để phòng ngừa rủi ro trong tương lai khi các nỗ lực chống tham nhũng của Nhà nước có thể làm tăng mức độ bất định kinh tế và bất ổn chính trị. Tuy nhiên, mức độ nắm giữ tiền mặt nhanh chóng giảm dần sau một năm khi hoạt động chống tham nhũng giúp cải thiện môi trường kinh doanh, và doanh nghiệp cũng không thể nắm giữ nhiều tiền mặt trong thời gian dài do vấn đề chi phí đại diện và khả năng sinh lời.

Từ khóa: Chống tham nhũng, tỷ trọng tiền mặt, doanh nghiệp vừa và nhỏ.

Mã JEL: D73, D22, G32.

Anti-corruption and the cash-holding behavior of small and medium-sized firms in Vietnam

Abstract:

This research examines the impact of anti-corruption efforts on the cash-holding behavior of small and medium-sized firms in Vietnam. Using data from listed non-financial small and medium-sized firms over the period 2006-2022, the study concludes that the government's anti-corruption initiatives significantly influence corporate cash-holding decisions, especially small and medium-sized firms. In addition, the relationships between anti-corruption efforts and the cash-holding level of small and medium-sized firms and large firms are shown to be nonlinear. Specifically, firms tend to increase their cash holdings as a precaution against future risks when intensified anti-corruption actions may heighten economic uncertainty and political instability. However, their cash holdings decline rapidly after one year, as anti-corruption activities help improve the business environment, and firms are unable to maintain high levels of cash for an extended period due to agency costs and profitability considerations.

Keywords: Anti-corruption, cash ratio, small and medium-sized firms.

JEL Codes: D73, D22, G32.

1. Giới thiệu

Việt Nam đang tiến gần đến một ngã rẽ mang tính bước ngoặt cả về nhân khẩu học và kinh tế. Với giai đoạn cơ cấu dân số vàng dự kiến sẽ kết thúc trước năm 2040, Việt Nam đang phải đối mặt với áp lực ngày càng lớn trong việc đạt được tăng trưởng kinh tế nhanh và bền vững trước khi bước vào thời kỳ già hóa dân số. Nhằm hiện thực hóa mục tiêu tăng trưởng nhanh chóng và hướng đến “kỷ nguyên vươn mình của dân tộc”, Việt Nam đã và đang thực hiện hàng loạt các chính sách kinh tế và xã hội quan trọng. Tuy nhiên, tham nhũng vẫn là một trong những rào cản lớn đối với tăng trưởng kinh tế của một quốc gia. Tham nhũng làm suy yếu hiệu quả của các chính sách tài khóa và tiền tệ, làm giảm niềm tin của nhà đầu tư, và cản trở sự phát triển của khu vực tư nhân (Hossain & cộng sự, 2021). Trước thực trạng đó, Việt Nam đã khởi động chiến dịch “Đốt lò” – một chiến dịch chống tham nhũng chưa từng có tiền lệ trong lịch sử của đất nước, với mục tiêu khôi phục niềm tin của công chúng và cải thiện chất lượng thể chế.

Mặc dù chiến dịch chống tham nhũng quyết liệt của Việt Nam đã làm thay đổi đáng kể bức tranh chính trị và môi trường kinh doanh trong nước, chưa có nghiên cứu nào phân tích tác động của các nỗ lực chống tham nhũng của Nhà nước đến các quyết định tài chính của doanh nghiệp. Nghiên cứu liên quan gần đây của Nguyen & cộng sự (2025) về chống tham nhũng tại Việt Nam đã cho thấy rằng các nỗ lực chống tham nhũng của Việt Nam làm suy yếu mối quan hệ đồng biến giữa tham nhũng cấp địa phương và tỷ trọng nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp. Tuy nhiên, nghiên cứu này chưa phân tích tác động trực tiếp của chống tham nhũng đến tỷ lệ tiền mặt của doanh nghiệp. Trên phạm vi toàn cầu, các nghiên cứu về mối quan hệ giữa chống tham nhũng và các quyết định tài chính của doanh nghiệp cũng vẫn còn rất hạn chế. Các nghiên cứu trước đây thường tập trung vào tác động của mức độ tham nhũng chính trị thay vì khía cạnh chống tham nhũng (Smith, 2016; Xu & Li, 2018; Thakur & Kannadhasan, 2019). Điều này phản ánh một khoảng trống nghiên cứu quan trọng về ảnh hưởng của các nỗ lực chống tham nhũng đến quyết định tài chính của doanh nghiệp.

Mục tiêu của nghiên cứu này là phân tích tác động của nỗ lực chống tham nhũng đến xu hướng nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp vốn hóa vừa và nhỏ tại Việt Nam, đồng thời so sánh với nhóm doanh nghiệp quy mô lớn. Việc so sánh này đóng vai trò quan trọng để giúp các nhà làm chính sách đánh giá được sự khác biệt trong cách thức mà các nhóm doanh nghiệp phản ứng với các nỗ lực chống tham nhũng của Chính phủ và từ đó có thể xây dựng các chính sách phù hợp với nhóm doanh nghiệp vừa và nhỏ. Bên cạnh đó, nghiên cứu này cũng tập trung vào khía cạnh chính sách nắm giữ tiền mặt được xem xét vì đây là một trong những chính sách tài chính quan trọng nhất của doanh nghiệp và cũng là chính sách có thể bị ảnh hưởng đáng kể bởi vấn đề tham nhũng và chống tham nhũng. Việc tập trung vào nhóm doanh nghiệp vốn hóa vừa và nhỏ là rất cần thiết vì nhóm doanh nghiệp này chiếm tỷ trọng lớn trong nền kinh tế và là động lực quan trọng trong việc thúc đẩy kinh tế, nhưng lại dễ bị tổn thương hơn với các cú sốc kinh tế hay sự biến động về thể chế (Nguyen & cộng sự, 2025). Ngoài ra, nhóm doanh nghiệp này có năng lực quản trị yếu kém hơn (Danneels, 2002), gặp nhiều khó khăn trong việc huy động vốn hơn so với các doanh nghiệp quy mô lớn (Nguyen & Thuy, 2023), và cũng là nhóm gặp rủi ro cao hơn dưới áp lực của các hành vi trục lợi do không có đủ nguồn lực để hồi lộ (Bliss & Tella, 1997).

Các đóng góp mới của nghiên cứu này được thể hiện trên ba khía cạnh sau đây. Thứ nhất, nghiên cứu này cung cấp tổng quan cơ sở lý thuyết một cách toàn diện, giải thích tác động của việc chống tham nhũng đến mức độ nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp. Thứ hai, đây là một trong số ít nghiên cứu cung cấp bằng chứng thực nghiệm về mối quan hệ giữa nỗ lực chống tham nhũng của Nhà nước và tỷ trọng nắm giữ tiền mặt của nhóm doanh nghiệp quy mô vừa và nhỏ, đồng thời so sánh với nhóm doanh nghiệp quy mô lớn. Thứ ba, phát hiện về mối quan hệ phi tuyến tính giữa chống tham nhũng và tỷ trọng nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp góp phần giải thích sự không nhất quán của các nghiên cứu trước đây tại Trung Quốc. Phát hiện của nghiên cứu này được kỳ vọng giúp các nhà làm chính sách hiểu được cơ chế tác động của việc chống tham nhũng đến chính sách nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp vốn hóa vừa và nhỏ để đưa ra các chính sách phù hợp.

Cấu trúc của nghiên cứu này được trình bày như sau. Phần 2 cung cấp tổng quan cơ sở lý thuyết và phát triển các giả thuyết nghiên cứu. Phần 3 mô tả dữ liệu nghiên cứu, các biến và mô hình nghiên cứu. Phần 4

trình bày và phân tích kết quả nghiên cứu. Phần 5 kết luận và đưa ra các hàm ý chính sách.

2. Tổng quan cơ sở lý thuyết

Tham nhũng chính trị tồn tại tại tất cả các quốc gia trên thế giới nhưng có xu hướng trầm trọng hơn tại các quốc gia mới nổi và đang phát triển với thể chế yếu kém (Smith, 2016). Điều này làm xói mòn niềm tin của công chúng, làm giảm hiệu quả các chính sách kinh tế, và ảnh hưởng tiêu cực đến môi trường kinh doanh. Trong thập kỷ vừa qua, Việt Nam đã và đang chứng kiến một chiến dịch chống tham nhũng toàn diện và chưa từng có tiền lệ kể từ khi Nhà nước Việt Nam được thành lập năm 1945. Trong giai đoạn 2013-2020, đã có hơn 131.000 đảng viên bị kỷ luật, bao gồm hàng trăm quan chức và quân nhân cấp cao tại trung ương và địa phương, góp phần thu hồi hàng chục tỷ USD tiền tham nhũng. Chiến dịch “Đốt lò” do vậy trở thành chiến dịch chống tham nhũng lớn nhất từng được ghi nhận tại Việt Nam. Tuy nhiên, các nỗ lực chống tham nhũng này có thể có tác động tích cực lẫn tiêu cực đến môi trường kinh doanh và dẫn đến các quyết định tài chính khác nhau của doanh nghiệp.

Giả thuyết hối lộ (*bribery hypothesis*) cho rằng doanh nghiệp xem việc hối lộ là một công cụ hiệu quả để vượt qua bộ máy quan liêu một cách nhanh chóng (Smith, 2016). Khảo sát gần đây của VCCI năm 2022 cho thấy hơn 60% doanh nghiệp Việt Nam trả lời rằng việc chi trả chi phí không chính thức thường xuyên hoặc luôn luôn giúp doanh nghiệp đạt được kết quả mà họ kỳ vọng¹. Tiền bôi trơn đã được các nghiên cứu trước chứng minh là mang lại nhiều lợi ích cho doanh nghiệp trên nhiều khía cạnh như giúp giảm thời gian chờ đợi để có giấy phép, tiếp cận các dự án nhà nước hoặc các khoản vay ưu đãi, và nhận được trợ cấp từ chính phủ (Tahoun, 2014). Do vậy, các doanh nghiệp có xu hướng nắm giữ tiền mặt nhiều hơn để phục vụ mục đích hối lộ (Thakur & Kannadhasan, 2019). Tuy nhiên, nghiên cứu gần đây của Hoang & cộng sự (2022) cho thấy rằng chiến dịch “Đốt lò” đã cải thiện đáng kể chất lượng thể chế của Việt Nam và nâng cao tính minh bạch tài chính của các doanh nghiệp tại Việt Nam. Cụ thể, việc thực thi chống tham nhũng quyết liệt khiến các quan chức tham nhũng thận trọng hơn trong hành vi của họ, từ đó kiềm chế họ thực hiện các hành vi sai trái (Xie & Zhang, 2020). Tương tự, nghiên cứu gần đây của Nguyen & cộng sự (2025) cung cấp bằng chứng về mối quan hệ đồng biến giữa tham nhũng địa phương và tỷ trọng nắm giữ tiền mặt, nhưng các hoạt động chống tham nhũng của Nhà nước lại giúp làm suy yếu mối quan hệ này. Nguyên nhân là vì các doanh nghiệp được kỳ vọng sẽ hoạt động trong một môi trường thể chế minh bạch và công bằng hơn, với áp lực trực lợi giảm bớt, qua đó giảm nhu cầu nắm giữ lượng tiền mặt dư thừa để chi cho các khoản thanh toán phi chính thức. Do đó, giả thuyết nghiên cứu được đưa ra như sau:

H1: Nỗ lực chống tham nhũng làm giảm tỷ trọng nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp.

Giả thuyết động cơ phòng ngừa (*precautionary motive hypothesis*) lại cung cấp một góc nhìn đối lập về cách thức mà các nỗ lực chống tham nhũng ảnh hưởng đến quyết định nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp. Cụ thể, các nỗ lực chống tham nhũng có thể dẫn đến sự biến động về vị trí lãnh đạo cấp cao của Chính phủ hay các cơ quan quan trọng của Nhà nước (Akhtari & cộng sự, 2022). Điều này làm gia tăng bất ổn chính trị và sự bất định liên quan đến chính sách kinh tế, đặc biệt là khi quá trình bổ nhiệm các nhân sự phù hợp thay thế có thể kéo dài. Hơn nữa, các nhà lãnh đạo kế nhiệm mới có thể xuất thân từ những nền tảng chính trị hoặc khu vực khác nhau, do đó họ có thể thực thi các chính sách khác biệt đáng kể so với những người tiền nhiệm (Nguyen & Tran, 2023), làm gia tăng thêm mức độ bất định của các chính sách kinh tế. Trong bối cảnh này, giả thuyết động cơ phòng ngừa cho rằng các doanh nghiệp có xu hướng thu hẹp quy mô đầu tư và tăng cường tích trữ tiền mặt để đối phó với sự gia tăng bất ổn chính trị và bất định kinh tế khi các hoạt động chống tham nhũng đang diễn ra mạnh mẽ. Các doanh nghiệp vừa và nhỏ có thể có động cơ phòng ngừa cao hơn so với các doanh nghiệp lớn vì nhóm doanh nghiệp này thường gặp khó khăn trong việc huy động vốn hoặc phải chấp nhận huy động vốn với chi phí cao trong giai đoạn bất định kinh tế và chính trị (Nguyen & Thuy, 2023). Do đó, dựa trên giả thuyết động cơ phòng ngừa, giả thuyết nghiên cứu thứ hai được đưa ra như sau:

H2: Nỗ lực chống tham nhũng làm tăng tỷ trọng nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp.

Mặc dù giả thuyết hối lộ và giả thuyết động cơ phòng ngừa đưa ra hai quan điểm trái ngược, các bằng

chúng thực nghiệm về tác động của các nỗ lực chống tham nhũng đến tỷ trọng nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp vẫn còn hạn chế và chủ yếu tập trung vào các doanh nghiệp tại Trung Quốc. Một mặt, Chen & cộng sự (2025) cung cấp bằng chứng cho thấy các doanh nghiệp giảm lượng tiền mặt nắm giữ vì chiến dịch chống tham nhũng tại Trung Quốc đã cải thiện đáng kể chất lượng thể chế và ngăn chặn các hành vi trục lợi từ quan chức nhà nước. Xie & Zhang (2020) cũng đưa ra lập luận tương tự rằng mức độ chống tham nhũng mạnh mẽ đóng vai trò như một cơ chế bảo vệ thể chế khỏi hành vi chiếm đoạt của quan chức, khiến doanh nghiệp tại Trung Quốc giảm lượng tiền mặt nắm giữ do rủi ro bị chiếm đoạt giảm xuống. Mặt khác, phù hợp với giả thuyết động cơ phòng ngừa, Cai & cộng sự (2022) ghi nhận rằng các doanh nghiệp tại Trung Quốc áp dụng chiến lược quản lý tiền mặt thận trọng hơn để ứng phó với sự bất ổn chính trị gia tăng gắn liền với các nỗ lực chống tham nhũng của chính phủ. Cụ thể, nhóm tác giả này phát hiện ra rằng doanh nghiệp tăng đáng kể lượng dự trữ tiền mặt sau khi các quan chức địa phương bị điều tra vì các hành vi liên quan đến tham nhũng.

Sự không nhất quán giữa giả thuyết động cơ phòng ngừa và giả thuyết hối lộ, cùng sự mâu thuẫn trong các bằng chứng thực nghiệm tại Trung Quốc cho thấy một khoảng trống nghiên cứu quan trọng về tác động của việc chống tham nhũng đến chính sách nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp. Nghiên cứu này đóng góp vào tổng quan cơ sở lý thuyết hiện tại bằng cách xác định liệu chính sách nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp vừa và nhỏ tại Việt Nam có bị ảnh hưởng bởi mức độ chống tham nhũng hay không. Nghiên cứu này cũng khám phá mối quan hệ phi tuyến giữa nỗ lực chống tham nhũng và lượng tiền mặt doanh nghiệp nắm giữ – một chủ đề gần như chưa được nghiên cứu tại Việt Nam.

3. Dữ liệu và mô hình nghiên cứu

3.1. Đo lường mức độ chống tham nhũng tại Việt Nam

Nghiên cứu này sử dụng chỉ số chống tham nhũng tại Việt Nam (ACI) của Hoang & cộng sự (2022). Dựa trên luận điểm rằng truyền thông đại chúng – vốn thúc đẩy quyền tự do quan điểm và tự do ngôn luận rộng rãi – đã được sử dụng một cách phổ biến trên toàn cầu như một công cụ hiệu quả để hỗ trợ các nỗ lực chống tham nhũng và kiềm chế tham nhũng (Camaj, 2013; Jha & Sarangi, 2017). Hoang & cộng sự (2022) đã xây dựng chỉ số chống tham nhũng tại Việt Nam trong giai đoạn 2006-2022. Chỉ số này được xây dựng bằng cách đếm tần suất xuất hiện của một tập hợp các thuật ngữ liên quan đến các nỗ lực chống tham nhũng, các vi phạm trong quản lý và sử dụng tài sản nhà nước, cũng như thông tin về các cuộc điều tra và truy tố các vụ án liên quan đến hối lộ trên ba tờ báo điện tử lớn tại Việt Nam. Chỉ số chống tham nhũng có giá trị càng cao thì càng phản ánh nỗ lực chống tham nhũng của Nhà nước Việt Nam. Để dễ dàng phân tích hệ số hồi quy, biến chống tham nhũng (*ACI*) được chuẩn hóa và do vậy hệ số hồi quy phản ánh sự thay đổi của tỷ trọng nắm giữ tiền mặt khi mức độ chống tham nhũng tăng thêm một độ lệch chuẩn.

Khác với các nghiên cứu gần đây của Elvira-Lorilla & cộng sự (2024) hay Al-Najjar & Sarhan (2024) tập trung vào nỗ lực chống tham nhũng của doanh nghiệp, nghiên cứu này sử dụng chỉ số ACI để phản ánh nỗ lực chống tham nhũng của Nhà nước để phân tích ảnh hưởng của việc chống tham nhũng cấp quốc gia đến quyết định tài chính của doanh nghiệp.

3.2. Dữ liệu và các biến

Nghiên cứu này sử dụng dữ liệu từ 1.601 doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn 2006-2022. Các doanh nghiệp tài chính và các doanh nghiệp tiện ích công cộng không được xem xét trong nghiên cứu này do có cấu trúc tài chính khác biệt và chịu nhiều quy định đặc thù liên quan đến chính sách nắm giữ tiền mặt (Smith, 2016; Nguyen & cộng sự, 2025). Dữ liệu về doanh nghiệp được thu thập từ cơ sở dữ liệu Thompson Reuters Eikon. Dựa trên các nghiên cứu trước đây về xu hướng nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp (Smith, 2016; Xie & Zhang, 2020; Chen & cộng sự, 2025), nghiên cứu này thêm nhiều biến kiểm soát ở cấp độ doanh nghiệp và cấp độ vĩ mô mà đã được chứng minh dựa trên cơ sở lý thuyết và bằng chứng thực tiễn về tác động quan trọng của chúng đến biến phụ thuộc. Cụ thể, quy mô doanh nghiệp (*Size*), tỷ trọng vay nợ (*Leverage*), vốn lưu động (*Working capital*), tỷ suất sinh lời (*ROA*), tỷ trọng chi trả cổ tức bằng tiền mặt (*Cash dividend*), tỷ lệ tăng trưởng doanh thu (*Revenue growth*), tỷ trọng tài sản hữu hình (*Tangibility*), tỷ lệ tăng trưởng kinh tế (*GDP growth*), và mức độ bất định kinh tế toàn cầu (*Global uncertainty*) được thêm

vào mô hình nghiên cứu. Để giảm thiểu tác động của các điểm dữ liệu ngoại lai, các quan sát có giá trị bé hơn phân vị thứ nhất và lớn hơn phân vị thứ 99 bị loại bỏ.

Định nghĩa của các biến được sử dụng trong nghiên cứu này và số liệu thống kê mô tả của các biến được cung cấp trong Bảng 1. Hệ số tương quan giữa các biến trong mô hình hồi quy được trình bày trong Bảng 2. Nhìn chung, mức độ tương quan giữa các biến tương đối thấp, trung bình (dưới |0,5|), cho thấy rằng mô hình hồi quy không có dấu hiệu sai lệch do hiện tượng đa cộng tuyến nghiêm trọng.

Bảng 1. Định nghĩa và thống kê mô tả

Biến	Định nghĩa	Obs	Mean	SD	Min	Max
<i>Cash</i>	Tỷ lệ tiền mặt và các khoản tương đương tiền trên tổng tài sản.	5.361	4,7	5,9	0,0	31,3
<i>ACI_raw</i>	Chỉ số chống tham nhũng đo lường mức độ chống tham nhũng của Việt Nam.	5.361	32,2	18,6	10,1	66,3
<i>ACI</i>	Chỉ số chống tham nhũng đã chuẩn hóa dựa trên <i>ACI_raw</i> .	5.361	0,1	1,1	-1,1	2,1
<i>Size</i>	Logarit cơ số tự nhiên của tổng tài sản.	5.361	25,9	1,1	23,6	30,2
<i>Leverage</i>	Tỷ trọng nợ vay trên tổng tài sản.	5.361	18,1	20,7	0,0	90,9
<i>Working capital</i>	Hiệu số giữa tài sản ngắn hạn và nợ ngắn hạn trên tổng tài sản.	5.361	20,6	33,0	-111,4	81,6
<i>ROA</i>	Tỷ lệ lợi nhuận sau thuế trên tổng tài sản.	5.361	2,7	8,5	-29,4	26,2
<i>Cash dividend</i>	Tỷ lệ cổ tức tiền mặt trên tổng tài sản.	5.361	0,0	0,0	0,0	0,2
<i>Revenue growth</i>	Tỷ lệ tăng trưởng doanh thu.	5.361	8,3	45,3	-52,3	125,8
<i>Tangibility</i>	Tỷ lệ tài sản hữu hình trên tổng tài sản.	5.361	50,1	30,8	-51,2	96,0
<i>GDP growth</i>	Tỷ lệ tăng trưởng GDP hàng năm.	5.361	6,1	1,6	2,6	8,0
<i>Global uncertainty</i>	Chỉ số bất định kinh tế toàn cầu với giá trị càng cao phản ánh mức độ bất định càng lớn.	5.361	0,1	0,0	0,0	0,1

Bảng 2. Ma trận hệ số tương quan

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
(1) <i>Cash</i>	1										
(2) <i>ACI</i>	0,00	1									
(3) <i>Size</i>	-0,28	0,08	1								
(4) <i>Leverage</i>	-0,19	-0,02	0,19	1							
(5) <i>Working capital</i>	0,23	-0,03	-0,11	-0,39	1						
(6) <i>ROA</i>	0,21	-0,09	-0,12	-0,37	0,42	1					
(7) <i>Cash dividend</i>	0,12	-0,04	-0,17	-0,26	0,25	0,47	1				
(8) <i>Revenue growth</i>	0,07	-0,04	-0,04	-0,03	0,04	0,21	-0,03	1			
(9) <i>Tangibility</i>	0,14	0,00	-0,16	-0,49	0,32	0,44	0,30	0,04	1		
(10) <i>GDP growth</i>	0,02	0,48	-0,02	0,01	0,01	0,03	0,02	0,08	-0,01	1	
(11) <i>Global uncertainty</i>	-0,11	0,33	0,14	-0,03	-0,03	-0,20	-0,07	-0,14	0,01	-0,11	1

3.3. Mô hình nghiên cứu

Kế thừa từ các nghiên cứu trước đây như Smith (2016), Xie & Zhang (2020) và Thakur & Kannadhasan (2019), để đánh giá tác động của nỗ lực chống tham nhũng đến tỷ trọng nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp vừa và nhỏ tại Việt Nam, nghiên cứu này sử dụng mô hình nghiên cứu sau đây:

$$Cash_{it} = \alpha + \beta ACI_t + \gamma Firms_{it-1} + \delta Country_t + \varphi_i + \varepsilon_{it}, \quad (1)$$

Trong đó: i và t lần lượt là doanh nghiệp và năm; $Cash$ là tỷ trọng nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp, được đo lường bởi tỷ lệ tiền và các khoản tương đương tiền trên tổng tài sản; ACI là biến đo lường mức độ chống tham nhũng tại Việt Nam; $Firms$ đại diện cho nhóm các biến kiểm soát cấp độ doanh nghiệp; $Country$ đại diện cho nhóm các biến kiểm soát cấp độ vĩ mô; α là hằng số; β , γ , và δ là các hệ số hồi quy cần ước lượng; φ_i là hiệu ứng tác động cố định của doanh nghiệp (Firm FE); và ε là sai số thông thường. Vì chỉ số chống tham nhũng (ACI) là biến cấp quốc gia và chỉ thay đổi theo từng năm, tất cả doanh nghiệp trong cùng năm đều chịu chung các cú sốc vĩ mô và môi trường chính sách. Do đó, nghiên cứu này không kiểm soát

tác động cố định theo năm. Ngoài ra, phần dư giữa các doanh nghiệp trong cùng năm có thể tương quan với nhau nên sai số chuẩn được phân cụm (*clustered*) theo doanh nghiệp và năm để giúp sai số được đánh giá đúng hơn và kết quả kiểm định ít bị sai lệch hơn. Nghiên cứu này sử dụng phương pháp bình phương nhỏ nhất với đa tác động cố định để ước lượng phương trình (1). Phương pháp hồi quy GMM sau đó được sử dụng để khắc phục vấn đề biến nội sinh.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Chống tham nhũng và xu hướng nắm giữ tiền mặt theo quy mô doanh nghiệp

Kiểm soát tác động cố định của doanh nghiệp, Bảng 3 báo cáo kết quả nghiên cứu về mối quan hệ giữa chống tham nhũng và xu hướng nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp tại Việt Nam theo quy mô, bao gồm nhóm doanh nghiệp quy mô nhỏ (doanh thu dưới 100 tỷ VND), quy mô vừa (doanh thu từ 100 đến 300 tỷ VND), quy mô vừa và nhỏ (doanh thu từ 300 tỷ VND trở xuống), và quy mô lớn (doanh thu trên 300 tỷ VND). Việc phân loại doanh nghiệp theo quy mô nêu trên được căn cứ theo Luật Hỗ trợ doanh nghiệp nhỏ và vừa. Kết quả nghiên cứu cho thấy rằng các nỗ lực chống tham nhũng làm tăng tỷ trọng nắm giữ tiền mặt tại nhóm doanh nghiệp có quy mô vừa và/hoặc nhỏ. Phát hiện này phù hợp với giả thuyết nghiên cứu H2 về động cơ phòng ngừa. Cụ thể, việc chống tham nhũng gây ra sự bất ổn về chính trị và bất định về chính sách kinh tế khiến doanh nghiệp vừa và nhỏ có xu hướng tăng cường tích trữ tiền mặt để phòng ngừa rủi ro xảy ra trong tương lai (Akhtari & cộng sự, 2022).

Xét về mặt độ lớn, khi giữ nguyên các yếu tố khác trong Mô hình (3) không đổi tại giá trị trung bình, hệ số hồi quy của biến *ACI* cho thấy khi mức độ chống tham nhũng tăng lên một độ lệch chuẩn, ứng với mức tăng

Bảng 3. Chống tham nhũng và tỷ trọng nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp

	Quy mô nhỏ (1)	Quy mô vừa (2)	Quy mô vừa và nhỏ (3)	Quy mô lớn (4)
<i>ACI</i>	0,458*** (0,129)	0,413*** (0,103)	0,426*** (0,0776)	0,0183 (0,0553)
<i>Size</i>	-1,573*** (0,276)	-1,324*** (0,334)	-1,235*** (0,173)	-1,130*** (0,137)
<i>Leverage</i>	-0,0386*** (0,0137)	-0,0376*** (0,0125)	-0,0394*** (0,00823)	-0,0558*** (0,00631)
<i>Working capital</i>	0,0309*** (0,00719)	0,0406*** (0,00710)	0,0326*** (0,00475)	0,0429*** (0,00588)
<i>ROA</i>	0,0818*** (0,0172)	0,0932*** (0,0219)	0,0851*** (0,0131)	0,0863*** (0,0159)
<i>Cash dividend</i>	-3,565 (4,651)	-6,123* (3,352)	-4,745* (2,598)	-9,844*** (2,004)
<i>Revenue growth</i>	0,00470** (0,00213)	0,00512** (0,00238)	0,00489*** (0,00150)	0,00365*** (0,00141)
<i>Tangibility</i>	-0,0273** (0,0111)	-0,0226** (0,0112)	-0,0249*** (0,00721)	-0,0447*** (0,00794)
<i>GDP growth</i>	-0,200*** (0,0752)	-0,110*** (0,0230)	-0,126*** (0,0474)	-0,0153 (0,0302)
<i>Global uncertainty</i>	9,594* (5,09)	10,85** (5,219)	14,22** (6,193)	17,75*** (4,482)
Hàng số	47,82*** (7,016)	41,51*** (8,756)	39,60*** (4,452)	39,88*** (3,889)
Số quan sát	2.381	2.873	5.361	7.250
R2	0,511	0,548	0,487	0,528
Firm FE	Có	Có	Có	Có

Ghi chú: Sai số chuẩn được phân cụm theo năm được báo cáo trong ngoặc đơn (.). ***, **, và * lần lượt biểu thị mức ý nghĩa thống kê 1%, 5%, và 10%.

Nguồn: Tính toán của tác giả.

gần 58% (18,6/32,2), thì tỷ trọng nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp vừa và nhỏ tăng thêm gần 25% ($0,58 \times 0,426$). Đây là một mức tăng rất lớn, cho thấy rằng các doanh nghiệp vừa và nhỏ tại Việt Nam rất nhạy cảm với các thông tin về chống tham nhũng. Một nguyên nhân là do nhóm doanh nghiệp vừa và nhỏ thường có năng lực quản trị yếu kém hơn (Danneels, 2002) và có chi phí huy động vốn cao hơn đáng kể so với doanh nghiệp lớn khi bất định tăng cao (Nguyen & Thuy, 2023; Nguyen & cộng sự, 2025).

Không giống như nhóm doanh nghiệp quy mô vừa và nhỏ, Mô hình (4) cho thấy rằng tác động của mức độ chống tham nhũng đến tỷ trọng nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp lớn không có ý nghĩa về mặt thống kê. Phát hiện này nhấn mạnh vai trò của việc tập trung xem xét nhóm doanh nghiệp quy mô vừa và nhỏ vì nhóm này rất nhạy cảm với các nỗ lực chống tham nhũng của Nhà nước.

4.2. Chống tham nhũng và tỷ trọng tiền mặt: Mối quan hệ phi tuyến tính

Mặc dù các hoạt động chống tham nhũng của Nhà nước kích hoạt động cơ phòng ngừa khiến doanh nghiệp trì hoãn đầu tư và tăng cường nắm giữ tiền mặt để phòng ngừa rủi ro, chiến dịch chống tham nhũng trên thực tế kéo dài nhiều năm. Chiến dịch chống tham nhũng “Đốt lò” tại Việt Nam đã kéo dài trên 10 năm và vẫn tiếp tục trong tương lai. Các doanh nghiệp không thể trì hoãn đầu tư và tích trữ tiền mặt trong một thời gian dài vì điều này ảnh hưởng tiêu cực đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp trong dài hạn và khiến vấn đề chi phí đại diện trở nên trầm trọng (Jensen, 1986). Bên cạnh đó, việc chống tham nhũng hiệu quả giúp

Bảng 4. Chống tham nhũng và xu hướng nắm giữ tiền mặt: Mối quan hệ phi tuyến tính

	Quy mô nhỏ (1)	Quy mô vừa (2)	Quy mô vừa & nhỏ (3)	Quy mô lớn (4)
<i>ACI</i>	1,072*** (0,199)	0,850*** (0,176)	0,983*** (0,130)	0,401*** (0,112)
<i>ACP²</i>	-0,531*** (0,128)	-0,386*** (0,114)	-0,498*** (0,0852)	-0,304*** (0,0654)
<i>Size</i>	-1,537*** (0,271)	-1,313*** (0,332)	-1,200*** (0,170)	-1,189*** (0,141)
<i>Leverage</i>	-0,0372*** (0,0137)	-0,0349*** (0,0124)	-0,0365*** (0,00817)	-0,0538*** (0,00632)
<i>Working capital</i>	0,0311*** (0,00720)	0,0398*** (0,00703)	0,0322*** (0,00472)	0,0421*** (0,00586)
<i>ROA</i>	0,0836*** (0,0172)	0,0921*** (0,0217)	0,0857*** (0,0131)	0,0880*** (0,0158)
<i>Cash dividend</i>	-2,528 (4,597)	-5,494 (3,361)	-3,787 (2,593)	-9,078*** (1,987)
<i>Revenue growth</i>	0,00404* (0,00212)	0,00453* (0,00236)	0,00433*** (0,00149)	0,00335** (0,00141)
<i>Tangibility</i>	-0,0266** (0,0112)	-0,0221** (0,0111)	-0,0236*** (0,00720)	-0,0450*** (0,00790)
<i>GDP growth</i>	-0,204*** (0,0752)	-0,0704 (0,0631)	-0,123*** (0,0474)	-0,0256 (0,0305)
<i>Global uncertainty</i>	19,57* (10,47)	18,39** (8,653)	23,87*** (6,542)	23,18*** (4,710)
Hàng số	48,07*** (6,907)	42,09*** (8,719)	39,73*** (4,384)	42,24*** (4,036)
Số quan sát	2.381	2.873	5.361	7.250
R2	0,515	0,550	0,491	0,530
Firm FE	Có	Có	Có	Có

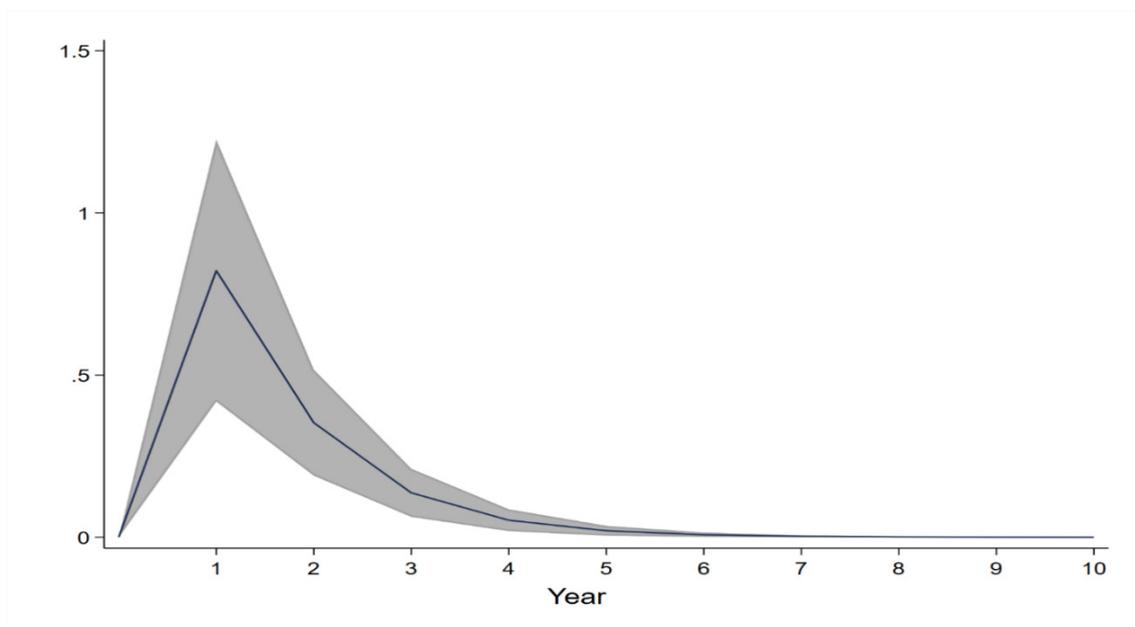
Ghi chú: Sai số chuẩn được phân cụm theo năm được báo cáo trong ngoặc đơn (.). ***, **, và * lần lượt biểu thị mức ý nghĩa thống kê 1%, 5%, và 10%.

Nguồn: Tính toán của tác giả.

cải thiện môi trường kinh doanh và chất lượng thể chế, khiến doanh nghiệp tự tin hơn trong việc giảm tỷ trọng nắm giữ tiền mặt và tăng cường đầu tư. Điều này ám chỉ rằng mối quan hệ giữa chống tham nhũng và xu hướng nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp quy mô vừa và nhỏ có thể là một mối quan hệ phi tuyến tính.

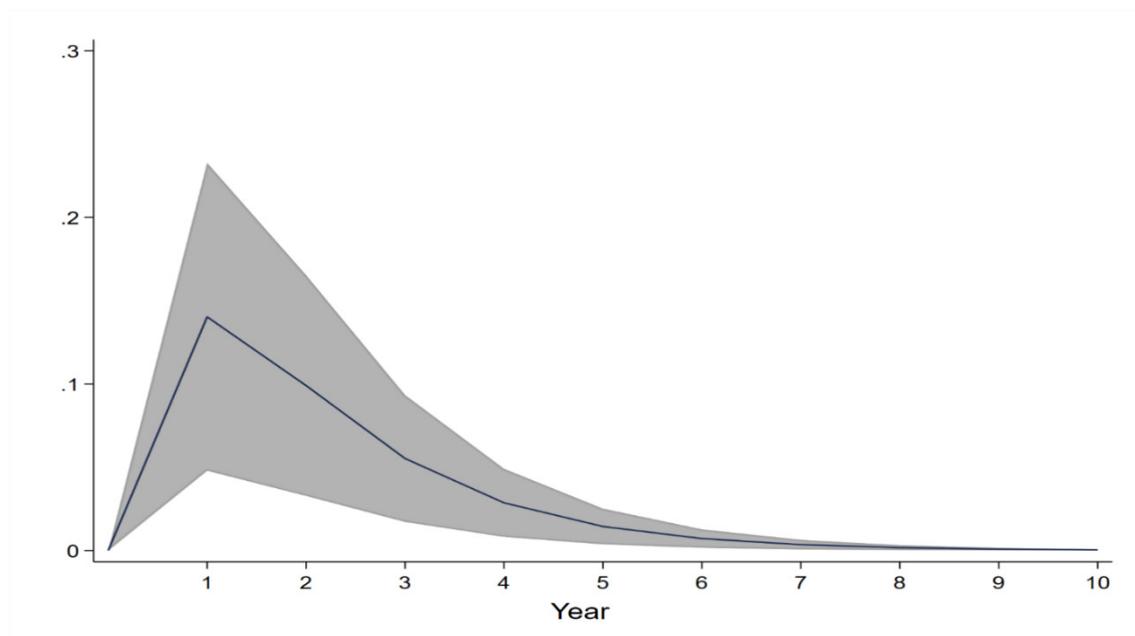
Bảng 4 xem xét luận điểm này bằng cách thêm vào mô hình hồi quy các hạng tử bậc hai (ACF^2) của biến chống tham nhũng. Kết quả nghiên cứu từ Mô hình (1) – (4) xác nhận rằng mối quan hệ giữa chống tham nhũng và xu hướng nắm giữ tiền mặt của nhóm doanh nghiệp tại Việt Nam là phi tuyến tính. Cụ thể, các

Hình 1. Chống tham nhũng và tỷ lệ tiền mặt của doanh nghiệp quy mô vừa và nhỏ: Hàm IRF



*Ghi chú: Vùng xám phản ánh khoảng tin cậy 95%.
 Nguồn: Tính toán của tác giả.*

Hình 2. Chống tham nhũng và tỷ lệ tiền mặt của doanh nghiệp quy mô lớn: Hàm IRF



*Ghi chú: Vùng xám phản ánh khoảng tin cậy 95%.
 Nguồn: Tính toán của tác giả.*

doanh nghiệp quy mô vừa và nhỏ và doanh nghiệp quy mô lớn với tâm thế phòng ngừa rủi ro (giả thuyết động cơ phòng ngừa) có xu hướng tăng cường tích trữ tiền mặt khi các nỗ lực chống tham nhũng của Nhà nước tăng cao. Sau đó, các doanh nghiệp này lại giảm dần mức độ nắm giữ tiền mặt khi chất lượng thể chế và môi trường kinh doanh được cải thiện và đồng thời không thể nắm giữ tiền mặt quá lâu dưới áp lực đảm bảo khả năng sinh lời và vấn đề chi phí đại diện.

Sử dụng hàm phản ứng xung (Impulse response function – IRF) để kiểm tra phản ứng của tỷ trọng nắm giữ tiền mặt khi một cú sốc (sự tăng lên của một độ lệch chuẩn) chống tham nhũng xảy ra. Kết quả của IRF được trình bày trong Hình 1 và Hình 2 cho thấy rằng tỷ trọng nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp tăng lên trong năm đầu tiên khi cú sốc về chống tham nhũng xảy ra và sau đó giảm dần về mức ban đầu. Phát hiện này xác nhận rằng động cơ phòng ngừa của doanh nghiệp khi cường độ chống tham nhũng gia tăng là một phản ứng có tính ngắn hạn. Tuy nhiên, xét trong khuôn khổ phản ứng tương đối quanh mức cơ sở trong tỷ lệ nắm giữ tiền mặt của từng nhóm, hàm phản ứng xung lực cho thấy tỷ lệ nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp vừa và nhỏ phản ứng mạnh hơn trước các cú sốc so với doanh nghiệp lớn. Phát hiện này góp phần củng cố luận điểm rằng các doanh nghiệp vừa và nhỏ có động cơ phòng ngừa mạnh hơn.

4.3. Giải quyết vấn đề biến nội sinh

Bảng 5. Chống tham nhũng và tỷ trọng nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp: Ước lượng GMM

	Doanh nghiệp quy mô vừa và nhỏ		Doanh nghiệp quy mô lớn	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>L.Cash</i>	0,374*** (0,0459)	0,349*** (0,0450)	0,368*** (0,0455)	0,351*** (0,0447)
<i>ACI</i>	0,331*** (0,0711)	0,797*** (0,134)	0,0713 (0,0469)	0,544*** (0,100)
<i>ACP</i>		-0,409*** (0,0819)		-0,360*** (0,0591)
<i>Size</i>	-1,561*** (0,313)	-1,630*** (0,324)	-0,869*** (0,178)	-1,139*** (0,189)
<i>Leverage</i>	-0,0102 (0,0131)	0,000872 (0,0144)	-0,0301** (0,0132)	-0,0271** (0,0135)
<i>Working capital</i>	0,0248*** (0,00432)	0,0258*** (0,00419)	0,0190*** (0,00454)	0,0196*** (0,00461)
<i>ROA</i>	0,0482*** (0,0125)	0,0514*** (0,0123)	0,0626*** (0,0143)	0,0633*** (0,0148)
<i>Cash dividend</i>	-3,578 (2,530)	-2,447 (2,508)	-8,200*** (1,760)	-7,819*** (1,830)
<i>Revenue growth</i>	0,00432*** (0,00148)	0,00368** (0,00148)	0,00202 (0,00124)	0,00145 (0,00119)
<i>Tangibility</i>	-0,0193*** (0,00689)	-0,0159** (0,00746)	-0,0274*** (0,00731)	-0,0301*** (0,00749)
<i>GDP growth</i>	-0,102** (0,0422)	-0,0972** (0,0415)	-0,0338 (0,0259)	-0,0495* (0,0262)
<i>Global uncertainty</i>	4,820 (5,992)	7,481 (6,552)	-5,874 (3,942)	11,23*** (4,017)
Hằng số	44,43*** (8,293)	46,83*** (8,610)	28,88*** (5,186)	37,33*** (5,569)
Số quan sát	5.365	5.365	7.229	7.229
Số doanh nghiệp	710	710	891	891
Số biến công cụ	391	391	391	391
AR(1)	0,000	0,000	0,000	0,000
AR(2)	0,182	0,221	0,436	0,522
Hansen <i>J</i>	0,297	0,230	0,220	0,203

Ghi chú: Sai số chuẩn mạnh được báo cáo trong ngoặc đơn (.). ***, **, và * lần lượt biểu thị mức ý nghĩa thống kê 1%, 5%, và 10%.

Nguồn: Tính toán của tác giả.

Để giải quyết vấn đề biến nội sinh có thể ảnh hưởng đến mô hình hồi quy, nghiên cứu này sử dụng mô hình hồi quy hai bước hệ thống GMM (*two-step system GMM*). Mô hình GMM phù hợp với cấu trúc dữ liệu bảng lớn và giải quyết vấn đề nội sinh bằng cách trực tiếp thêm biến độ trễ của biến phụ thuộc (*L.Cash*) vào mô hình mà không gây ra sự sai lệch như các mô hình OLS thông thường. Bảng 5 báo cáo kết quả tác động của chống tham nhũng đến xu hướng nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp sử dụng phương pháp GMM. Trong đó, biến độ trễ của biến phụ thuộc, biến chống tham nhũng, và các biến kiểm soát về doanh nghiệp được xem là biến nội sinh. Hệ số hồi quy của biến *L.Cash* đều có ý nghĩa về mặt thống kê ở mức 1%, xác nhận tính xu thế theo thời gian của tỷ trọng nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp vừa và nhỏ cũng như xác nhận sự cần thiết phải sử dụng mô hình GMM để giảm thiểu vấn đề bỏ sót biến. Kết quả kiểm định AR(1), AR(2) và Hansen *J* cũng xác nhận tính hợp lệ của các biến công cụ được sử dụng. Các yếu tố này cho thấy rằng kết quả mô hình GMM là hợp lệ.

Nhìn chung hệ số hồi quy của biến *ACI* và *ACI²* được trình bày trong Bảng 5 xác nhận rằng mối quan hệ giữa chống tham nhũng và tỷ trọng nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp tại Việt Nam là phi tuyến tính. Xét về độ lớn, hệ số hồi quy của biến chống tham nhũng không có sự chênh lệch đáng kể giữa mô hình GMM và mô hình OLS với đa tác động cố định được trình bày bên trên. Do vậy, có thể khẳng định rằng kết quả nghiên cứu không bị sai lệch nghiêm trọng do vấn đề biến nội sinh gây ra.

5. Kết luận

Phân tích tác động của chống tham nhũng đến chính sách nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp, nghiên cứu này cung cấp bằng chứng rằng các nỗ lực chống tham nhũng làm tăng đáng kể tỷ trọng nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp vừa và nhỏ. Bên cạnh đó, mối quan hệ giữa chống tham nhũng và tỷ trọng nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp là mối quan hệ phi tuyến tính. Các doanh nghiệp quy mô vừa và nhỏ hay quy mô lớn đều tăng cường nắm giữ tiền mặt khi mức độ chống tham nhũng gia tăng và bắt đầu giảm dần mức tiền mặt sau một năm. Tuy nhiên, phản ứng của nhóm doanh nghiệp vừa và nhỏ mạnh hơn so với nhóm doanh nghiệp lớn.

Các phát hiện trong nghiên cứu này đưa ra một số hàm ý chính sách quan trọng sau. Thứ nhất, gia tăng mức độ chống tham nhũng có thể gây ra một số tác động tiêu cực ngắn hạn, kích hoạt hoạt động cơ phòng ngừa của doanh nghiệp. Các chính sách hỗ trợ, đặc biệt là hỗ trợ thanh khoản thông qua các khoản vay lãi suất thấp, nên tập trung vào nhóm doanh nghiệp vừa và nhỏ. Thứ hai, các chính sách hỗ trợ nên được thiết kế cho mục đích ngắn hạn vì xu hướng nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp vừa và nhỏ sẽ giảm nhanh chóng sau một năm. Thứ ba, tăng cường công bố các thông tin về chống tham nhũng và định hướng chính sách để giảm thiểu sự bất định và thiếu hụt thông tin trên thị trường. Điều này giúp giảm thiểu động cơ phòng ngừa của doanh nghiệp khi cường độ chống tham nhũng của Nhà nước tăng cao.

Trong giới hạn của nghiên cứu này, nhiều khía cạnh quan trọng vẫn chưa được khai thác như đặc điểm của ban giám đốc hay hội đồng quản trị. Các nghiên cứu trong tương lai có thể xem xét hiệu ứng tương tác của các nhân tố này đối với mối quan hệ giữa chống tham nhũng và chính sách tiền mặt của doanh nghiệp.

Ghi chú:

1. Nguồn dữ liệu VCCI: <https://pcivietnam.vn/du-lieu-pci>

Lời thừa nhận/cảm ơn:

Nghiên cứu này được tài trợ bởi Quỹ Phát triển khoa học và công nghệ Quốc gia (NAFOSTED) trong đề tài mã số 502.01-2023.41

Tài liệu tham khảo

- Akhtari, M., Moreira, D. & Trucco, L. (2022). Political turnover, bureaucratic turnover, and the quality of public services. *American Economic Review*, 112(2), 442-493.
- Al-Najjar, B. & Sarhan, A.A. (2024). Cash holdings and corruption prevention commitment: Evidence from the UK. *International Journal of Finance & Economics*, 29(3), 3738-3757.
- Bliss, C. & Tella, R.D. (1997). Does competition kill corruption?. *Journal of Political Economy*, 105(5), 1001-2023.
- Cai, W., Hu, F., Xu, F. & Zheng, L. (2022). Anti-corruption campaign and corporate cash holdings: Evidence from China. *Emerging Markets Review*, 51, 100843.
- Camaj, L. (2013). The media's role in fighting corruption: Media effects on government accountability. *The International Journal of Press/Politics*, 18(1), 21-42.
- Chen, Y., Wang, C., Yi, Y. & Zeng, J. (2025). Holding cash for corruption? Evidence from China's anti-corruption campaign. *Accounting & Finance*, 65, 581-619.
- Danneels, E. (2022). The dynamics of product innovation and firm competencies. *Strategic Management Journal*, 23(12), 1095-1121.
- Elvira-Lorilla, T., Garcia-Rodriguez, I., Romero-Merino, M.E. & Santamaria-Mariscal, M. (2024). Country corruption and corporate cash holdings: the mediating effect of a firm's anti-bribery policy. *European Journal of Finance*, 30, 385-410.
- 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.
- Hossain, A.T., Hossain, T. & Kryzanowski, L. (2021). Political corruption and corporate payouts. *Journal of Banking & Finance*, 123, 106016.
- Jensen, M.C. (1986). Agency costs of free cash flows, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jha, C.K. & Sarangi, S. (2017). Does social media reduce corruption?. *Information Economics and Policy*, 39, 60-71.
- Nguyen, T.C., Hoang, H.V. & Nguyen, X.T. (2025). Local corruption and corporate cash holdings: the interactive effect of the anti-corruption campaign in Vietnam. *Post-Communist Economies*, 38(1), 67-89.
- Nguyen, T.C. & Thuy, T.H. (2023). Geopolitical risk and the cost of bank loans. *Finance Research Letters*, 54, 103812.
- Nguyen, T.C. & Tran, T.L. (2023). The political budget cycles in emerging and developing countries. *Journal of Economics and Development*, 25(3), 205-225.
- Smith, J.D. (2016). US political corruption and firm financial policies. *Journal of Financial Economics*, 121(2), 350-367.
- Tahoun, A. (2014). The role of stock ownership by US members of Congress on the market for political favors. *Journal of Financial Economics*, 111(1), 86-110.
- Thakur, B.P.S. & Kannadhasan, M. (2019). Corruption and cash holdings: Evidence from emerging market economies. *Emerging Markets Review*, 38, 1-17.
- Xie, J. & Zhang, Y. (2020). Anti-corruption, government intervention, and corporate cash holdings: Evidence from China. *Economic Systems*, 44, 100745.
- Xu, X. & Li, Y. (2018). Local corruption and corporate cash holdings: Sheltering assets or agency conflict?. *China Journal of Accounting Research*, 11, 307-324.

*Tác giả liên hệ: Nguyễn Xuân Thắng. Email: thangnx@neu.edu.vn