

TÁC ĐỘNG CỦA HẠN CHẾ TÀI CHÍNH, KIẾT QUỆ TÀI CHÍNH, ĐẶC ĐIỂM CỦA GIÁM ĐỐC ĐIỀU HÀNH ĐẾN QUYẾT ĐỊNH NẮM GIỮ TIỀN MẶT CỦA CÔNG TY PHI TÀI CHÍNH NIÊM YẾT

TS. Lê Bảo Thy* - Phạm Thị Minh Thư* - Trương Thị Hồng Nhung*

Mục tiêu nghiên cứu của chúng tôi nhằm khám phá tác động của hạn chế tài chính và kiệt quệ tài chính đến quyết định nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp, đặc biệt làm nổi rõ vai trò của giám đốc điều hành. Kết quả cho thấy các doanh nghiệp đối mặt với hạn chế tài chính nhiều hơn có xu hướng nắm giữ ít tiền mặt hơn. Ngược lại, các doanh nghiệp có nguy cơ kiệt quệ tài chính cao hơn lại có xu hướng nắm giữ nhiều tiền mặt hơn so với những doanh nghiệp có tình trạng tài chính ổn định. Ngoài ra, bài viết cũng cung cấp các bằng chứng mới liên quan đến đặc điểm của giám đốc điều hành như thâm niên, tuổi đời và giới tính có tác động đến phong cách ra quyết định bên cạnh các yếu tố về tài chính như đòn bẩy tài chính, hiệu quả sử dụng tài sản, tỷ suất sinh lời. Những phát hiện này cung cấp thông tin hữu ích cho các nhà quản trị trong việc xây dựng chiến lược tài chính phù hợp, nhằm tăng cường khả năng quản lý tiền mặt và ứng phó hiệu quả với các biến động tài chính.

• Từ khóa: hạn chế tài chính, kiệt quệ tài chính, đặc trưng của giám đốc điều hành.

Our study investigates the impact of financial constraints and financial distress on corporate cash-holding decisions, particularly highlighting the chief executive officer (CEO) role. The results show that firms facing greater financial constraints tend to hold less cash. Conversely, firms with a higher risk of financial distress tend to hold more cash than firms with stable financial conditions. In addition, the paper also provides new evidence regarding CEO characteristics such as tenure, age, and gender impacting decision-making styles alongside financial factors such as financial leverage, asset turnover, and profitability. These findings provide useful documents for financial managers to develop appropriate financial strategies to enhance cash management and effectively respond to financial fluctuations.

• Key words: financial constraint, financial distress, CEO characteristics.

Ngày gửi bài: 26/12/2024

Ngày gửi phản biện: 07/01/2025

Ngày nhận kết quả và sửa phản biện: 11/3/2025

Ngày chấp nhận đăng: 28/4/2025

DOI: <https://doi.org/10.71374/jfarv.v25.i288.13>

Tuy nhiên, việc tích lũy tiền mặt quá mức như chi phí cơ hội, mức tiền mặt cao thường tạo ra lợi nhuận thấp hơn so với các khoản đầu tư khác, cuối cùng làm giảm giá trị cho cổ đông. Những thách thức ảnh hưởng đến việc nắm giữ tiền mặt có thể phát sinh từ cả yếu tố bên trong và bên ngoài. Hạn chế tài chính (financial constraint) đề cập đến việc một công ty không có khả năng huy động nguồn vốn từ bên ngoài buộc các công ty phải dựa vào các nguồn lực bên trong như tiền mặt để tài trợ cho hoạt động của mình. Trong khi hạn chế tài chính liên quan đến khó khăn trong việc huy động nguồn vốn từ bên ngoài, thì kiệt quệ tài chính (financial distress) liên quan đến những khó khăn trong việc trả nợ hiện có. Trong bối cảnh phục hồi của nền kinh tế Việt Nam, việc giải quyết những thách thức tài chính này sẽ là yếu tố quan trọng để phát triển nền kinh tế bền vững. Mục tiêu của bài nghiên cứu nhằm đánh giá tác động của hạn chế tài chính và kiệt quệ tài chính đến quyết định nắm giữ tiền mặt. Khi đề cập đến quyết định nắm giữ tiền mặt không thể không nhắc đến vai trò của nhà quản lý doanh nghiệp, đặc biệt là các Giám đốc Điều hành (CEO). Hầu hết các nghiên cứu hiện nay tập trung vào vai trò của CEO trong các lĩnh vực khác, như quyết định đầu tư, quản trị công ty và quản lý rủi ro. Tuy nhiên, có rất ít các nghiên cứu khám phá vai trò của nhà quản trị ảnh hưởng trực tiếp đến việc

1. Giới thiệu

Nắm giữ tiền mặt được hiểu là quyết định của một công ty về mức tiền mặt có sẵn để đáp ứng kịp thời các nhu cầu tài chính cấp bách mà không cần phải tìm kiếm các nguồn tài trợ bên ngoài. Việc nắm giữ tiền mặt cung cấp cho doanh nghiệp một bộ đệm tài chính vững chắc, cho phép họ ứng phó với những biến động bất ngờ về dòng tiền, hỗ trợ hoạt động hàng ngày, tài trợ cho các khoản đầu tư dài hạn và giảm thiểu các rủi ro khác nhau.

* Đại học Tôn Đức Thắng; email: lebaothy@tdtu.edu.vn (ORCID: 0000-0002-0854-5967) -

phamthminhthu541@gmail.com (ORCID: 0009-0004-2620-4121) - truongnhung8522@gmail.com (ORCID: 0009-0001-1071-8097)

giữ tiền mặt. Nghiên cứu của chúng cũng cung cấp bằng chứng mới đóng góp vào cơ sở lý luận về tác động của đặc trưng của giám đốc điều hành đến quyết định nắm giữ tiền mặt.

2. Cơ sở lý luận và phát triển giả thuyết nghiên cứu

2.1. Tác động của hạn chế tài chính đến quyết định nắm giữ tiền mặt

Hạn chế tài chính đã được công nhận rộng rãi trong các nghiên cứu về tài chính doanh nghiệp như một yếu tố then chốt ảnh hưởng đến các quyết định nắm giữ tiền mặt. Khi các công ty bị hạn chế về tài chính, họ thường không thể tiếp cận nguồn tài trợ bên ngoài với các điều khoản thuận lợi do hồ sơ rủi ro cao hơn hoặc thiếu tài sản thế chấp. Do đó, các công ty này có nhiều khả năng tích lũy dự trữ tiền mặt để duy trì tính thanh khoản và giảm thiểu rủi ro tài chính, đặc biệt là trong thời kỳ bất ổn về kinh tế. Các nghiên cứu này cho thấy rằng động cơ phòng ngừa, các công ty xây dựng chính sách dự trữ tiền mặt để giảm sự phụ thuộc vào nguồn tài trợ bên ngoài, là một động lực quan trọng của các quyết định nắm giữ tiền mặt, đặc biệt là đối với các công ty phải đối mặt với những hạn chế tài chính (Lu et al., 2024; Hussain et al., 2023).

Giả thuyết H_{1a}: Các công ty có mức độ hạn chế tài chính cao hơn sẽ duy trì tỷ lệ dự trữ tiền mặt cao hơn.

Mặc dù một số nghiên cứu chỉ ra rằng các công ty bị hạn chế tài chính có thể nắm giữ nhiều tiền mặt hơn như một bộ đệm chống lại rủi ro thanh khoản, nhưng các nghiên cứu khác cho thấy khi những hạn chế tài chính trở nên nghiêm trọng hơn, các công ty khó duy trì đủ tiền mặt để đáp ứng các nhu cầu tài chính ngắn hạn (Yeh et al., 2022; Mansali et al., 2019).

Giả thuyết H_{1b}: Các công ty có mức độ hạn chế tài chính cao hơn duy trì tỷ lệ dự trữ tiền mặt thấp hơn.

2.2. Tác động của kiệt quệ tài chính đến quyết định nắm giữ tiền mặt

Một số nghiên cứu đã cung cấp bằng chứng về mối quan hệ cùng chiều giữa kiệt quệ tài chính và lượng tiền mặt nắm giữ. Bangun et al. (2023) nghiên cứu về các công ty trong lĩnh vực bất động sản, địa ốc và xây dựng của Indonesia, tiết lộ rằng kiệt quệ tài chính khuyến khích các công ty tích lũy dự trữ tiền mặt cao hơn để ngăn ngừa thiếu hụt thanh khoản. Bates et al. (2009) cũng lập luận rằng sự gia tăng đáng kể trong lượng tiền mặt nắm giữ của các công ty trong những thập kỷ gần đây có thể là do một số yếu tố, bao gồm mong muốn giảm thiểu rủi ro liên quan đến kiệt quệ tài chính.

Từ đó, chúng tôi đưa ra giả thuyết sau:

Giả thuyết H_{2a}: Kiệt quệ tài chính có tác động cùng chiều đến mức độ nắm giữ tiền mặt.

Mặt khác, các nghiên cứu khác cho thấy rằng kiệt quệ tài chính có thể có tác động ngược chiều đến lượng

tiền mặt nắm giữ, vì các công ty gặp khó khăn trong việc duy trì đủ thanh khoản do dòng tiền không đủ và khả năng tiếp cận hạn chế với vốn bên ngoài. Mặc dù các công ty ban đầu có thể cố gắng tăng dự trữ tiền mặt như một biện pháp phòng ngừa, nhưng khó khăn tài chính thường làm cạn kiệt các khoản dự trữ này theo thời gian, đặc biệt là khi các công ty phải đối mặt với thua lỗ hoạt động nghiêm trọng, nợ quá mức hoặc đòn bẩy cao. Trong những trường hợp như vậy, các công ty có thể buộc phải giảm lượng tiền mặt nắm giữ để đáp ứng các nghĩa vụ ngắn hạn, điều này có thể làm trầm trọng thêm tình trạng bất ổn tài chính của họ (Aksar et al., 2022; Muigai & Nasieku, 2021).

Chúng tôi đề xuất giả thuyết sau:

Giả thuyết H_{2b}: Kiệt quệ tài chính có tác động ngược chiều đến việc giữ tiền mặt của các công ty.

2.3. Tác động của tuổi đời CEO đến quyết định nắm giữ tiền mặt

Berger & Ofek (1995) đã đưa ra bằng chứng cho thấy các CEO lớn tuổi, những người thường ngại rủi ro hơn do kinh nghiệm dày dặn, có nhiều khả năng giữ lại mức tiền mặt cao hơn để tránh bất kỳ khó khăn tài chính tiềm ẩn nào có thể gây tổn hại đến thành tựu của họ hoặc triển vọng dài hạn của công ty. Malmendier & Tate (2005) cũng phát hiện rằng các CEO có thâm niên cao có xu hướng thận trọng hơn trong các khoản chi tiêu vốn và đầu tư. Khi gần đến tuổi nghỉ hưu, họ có thể áp dụng các biện pháp phòng ngừa, chẳng hạn như giữ nhiều tiền mặt hơn, để đảm bảo sự ổn định tài chính của công ty, bảo vệ thành quả đạt được. Từ kết quả nghiên cứu trước, chúng tôi đưa ra giả thuyết rằng:

Giả thuyết H3: Các CEO lớn tuổi có xu hướng nắm giữ nhiều tiền mặt hơn.

2.4. Tác động của thâm niên CEO đối với quyết định nắm giữ tiền mặt

Berger & Ofek (1995) đã cung cấp bằng chứng cho rằng các CEO có nhiệm kỳ dài hơn có nhiều khả năng áp dụng một chiến lược tài chính bảo thủ, ưu tiên tính thanh khoản và dự trữ tiền mặt cao hơn. Malmendier & Tate (2005) cũng chỉ ra rằng các CEO có sự nghiệp lâu dài hơn thể hiện sự thận trọng hơn trong việc ra quyết định, đặc biệt là về chi tiêu vốn và đầu tư. Chúng tôi giả thuyết rằng:

Giả thuyết H₄: Các CEO thâm niên cao có xu hướng nắm giữ nhiều tiền mặt.

2.5. Tác động của giới tính CEO đối với quyết định nắm giữ tiền mặt

Adams & Funk (2012) nhận thấy rằng, các nhà lãnh đạo nữ có xu hướng nắm giữ nhiều tiền mặt hơn để bảo vệ công ty khỏi những biến động của thị trường và bất ổn tài chính. Campbell & Mínguez-Vera (2008) lập luận rằng, phụ nữ ở các vị trí lãnh đạo có xu hướng ưu tiên các chiến lược tài chính bảo thủ, thường lựa chọn

mức thanh khoản cao hơn để giảm mức độ tiếp xúc của công ty với các cú sốc tài chính. Do đó, chúng tôi đưa ra giả thuyết:

Giả thuyết H5: CEO nữ có xu hướng nắm giữ tiền mặt cao hơn.

3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu nghiên cứu

Để thực hiện nghiên cứu, chúng tôi đã thu thập dữ liệu từ 354 công ty niêm yết phi tài chính trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE). Dữ liệu tài chính được thu thập từ báo cáo thường niên và báo cáo tài chính đã kiểm toán của các công ty, bao gồm 14 năm từ 2010 đến 2023 với 4.558 quan sát.

3.2. Mô tả biến

3.2.1. Hạn chế tài chính (Financial constraint)

Chỉ số Kaplan-Zingales đóng vai trò là một biến đại diện cho hạn chế tài chính và được tính toán theo phương pháp được nêu ra bởi Kaplan & Zingales (1997); Sheu & Lee (2012); Iqbal, (2017).

Công thức của chỉ số KZ như sau:

$$KZ_{it} = -1.001909 \times \frac{OCF_{it}}{K_{it-1}} + 0.2826389 \times Q_{it} + 3.139193 \times \frac{LEV_{it}}{K_{it-1}} - 39.3678 \times \frac{DIV_{it}}{K_{it-1}} - 1.314759 \times \frac{C_{it}}{K_{it-1}}$$

Trong đó:

OCF_{it} : Dòng tiền hoạt động của công ty i trong năm t.

Q_{it} : Tỷ lệ giữa giá trị thị trường của tài sản và giá trị sổ sách của tài sản của công ty i trong năm t.

LEV_{it} : Tỷ lệ nợ của công ty i trong năm t.

DIV_{it} : Giá trị cổ tức được công ty i chi trả trong năm t

C_{it} : Lượng tiền mặt dự trữ của công ty i trong năm t.

K_{it-1} : Vốn của công ty i tính theo giá trị tài sản cố định ròng trong năm t-1.

3.2.2. Kiệt quệ tài chính (Financial distress)

Zscore của Altman được sử dụng như một thước đo kiệt quệ tài chính và mô hình tính toán được đề xuất bởi Altman et al. (1998), áp dụng cho cả ngành sản xuất và phi sản xuất, cũng như các công ty ở các thị trường phát triển và mới nổi.

$$ZSCORE_{it} = 3.25 + 6.56LIQ_{it} + 3.26PROFIT_{it} + 6.72ROA_{it} + 1.05PB_{it}$$

Trong đó:

LIQ_{it} : Tỷ số thanh khoản (Vốn lưu động/Tổng tài sản).

$PROFIT_{it}$: Tỷ số lợi nhuận (Lợi nhuận giữ lại/Tổng tài sản).

ROA_{it} : Tỷ suất sinh lời trên tài sản (Lợi nhuận ròng/Tổng tài sản).

PB_{it} : Tỷ số giá trên giá trị sổ sách (Giá trị thị trường vốn chủ sở hữu / Giá trị sổ sách của tổng nợ).

Bảng 1: Mô tả biến

Biến	Tên biến	Đo lường
Biến phụ thuộc		
CH	Dự trữ tiền mặt	Tiền mặt và các khoản tương đương tiền / Tổng tài sản
Biến độc lập		
KZ	Chỉ số KZ (Kaplan-Zingales)	(Kaplan & Zingales, 1997)
ZSCORE	Hệ số Altman Z-Score	(Altman et al., 1998)
Biến kiểm soát		
SIZE	Quy mô công ty	Logarit tự nhiên của tổng tài sản
ROA	Tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản	Lợi nhuận sau thuế / Tổng tài sản
LEV	Đòn bẩy tài chính	Tổng nợ / Tổng tài sản
AT	Vòng quay tổng tài sản	Doanh thu bán hàng / Tổng tài sản
AGE	Tuổi đời của CEO	Tuổi của CEO tính theo năm
TENURE	Nhiệm kỳ của CEO	Thời gian CEO giữ chức vụ tại công ty, thể hiện qua số năm CEO đã lãnh đạo công ty
GENDER	Giới tính của CEO	Biến giả (Dummy Variable) có giá trị là 1 nếu CEO là nam và 0 nếu CEO là nữ.

3.3. Mô hình nghiên cứu

$$CH_{it} = \beta_0 + \beta_1 KZ_{it} + \beta_2 ZSCORE_{it} + \beta_{3-6} Control_{it} + \beta_{7-10} CEO_Char_{it} + \varepsilon_{it}$$

Trong đó:

CH_{it} : Dự trữ tiền mặt của công ty i trong năm t;

KZ_{it} : Chỉ số Kaplan-Zingales về hạn chế tài chính của công ty i trong năm t;

$ZSCORE_{it}$: Chỉ số Z Altman về kiệt quệ tài chính của công ty i trong năm t;

$Control_{it}$: Các biến kiểm soát được sử dụng trong mô hình bao gồm: SIZE, ROA, LEV, AT;

CEO_char : Các biến liên quan đến đặc trưng của CEO bao gồm: AGE, TENURE, GENDER;

ε_{it} : Sai số

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Thống kê mô tả

Bảng 2: Thống kê mô tả

Biến	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
CH	4,558	0.077	0.065	0.009	0.206
KZ	4,558	-12.891	17.094	-52.251	0.743
ZSCORE	4,558	6.737	1.763	4.267	9.790
SIZE	4,558	28.090	1.167	26.470	30.108
ROA	4,558	0.062	0.048	0.003	0.153
LEV	4,558	0.479	0.188	0.187	0.749
AT	4,558	0.871	0.607	0.148	2.033
TENURE	4,558	5.674	4.713	1	28
GENDER	4,558	0.117	0.321	0	1
AGE	4,558	49.403	8.146	24	80

Nguồn: Theo tính toán của nhóm tác giả

Bảng 3: Kết quả hồi quy

	Hệ số tương quan
	(Sai số chuẩn)
KZ	-0.0003*** (0.00005)
ZSCORE	0.0063*** (0.0006)
SIZE	-0.0006 (0.0007)
ROA	0.2900*** (0.0218)
LEV	-0.0139*** (0.0046)

	Hệ số tương quan (Sai số chuẩn)
AT	0.0243*** (0.0014)
TENURE	-0.0008*** (0.0002)
GENDER	-0.0064*** (0.0019)
AGE	0.0003*** (0.0001)
Hàng số	0.0019 (0.0188)
Số lượng quan sát	4558

Ghi chú: Mức ý nghĩa 10%, 5% và 1% lần lượt được ký hiệu bằng *, ** và ***. Sai số chuẩn được đặt trong ngoặc đơn. Nguồn: Theo tính toán của nhóm tác giả.

Bảng 5 cho thấy mối quan hệ ngược chiều giữa các hạn chế tài chính (KZ) và dự trữ tiền mặt với mức ý nghĩa thống kê 1%. Kết quả này cho thấy các công ty đối mặt với các hạn chế tài chính ít có khả năng duy trì dự trữ tiền mặt lớn. Các công ty gặp phải các hạn chế tài chính có thể ưu tiên sử dụng tiền mặt có sẵn cho các nhu cầu vận hành ngay lập tức hoặc đầu tư, thay vì tăng chi phí cơ hội do thừa thanh khoản. Kết quả của chúng tôi được ủng hộ bởi nghiên cứu của Yeh et al. (2022), cho rằng các công ty bị hạn chế tài chính có xu hướng giữ ít tiền mặt hơn do hạn chế trong việc tiếp cận nguồn vốn.

Kết quả của chúng tôi cũng cho thấy mối quan hệ cùng chiều giữa kiệt quệ tài chính (ZSCORE) và dự trữ tiền mặt, có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Các công ty gặp khủng hoảng tài chính thường gặp phải sự hạn chế trong việc tiếp cận vốn bên ngoài và phải đối mặt với rủi ro tài chính cao hơn. Kết quả được ủng hộ bởi các nghiên cứu trước như (Bangun et al., 2023; Tekin, 2022).

Phân tích của chúng tôi chỉ ra mối quan hệ ngược chiều và có ý nghĩa giữa thâm niên của CEO (TENURE) và dự trữ tiền mặt. Hệ số âm của TENURE cho thấy khi thâm niên của CEO tăng lên, các công ty có xu hướng giữ ít tiền mặt hơn. Các CEO có thâm niên dài hơn, khi đã có sự tự tin vào khả năng lãnh đạo và quyết định của mình, có thể ưu tiên phân bổ tiền mặt cho các khoản đầu tư hoặc sáng kiến chiến lược thay vì giữ tiền mặt như một dự trữ phòng ngừa. Kết quả của chúng tôi tương tự như kết quả của Fahlenbrach (2009).

Hệ số âm của biến GENDER cho thấy các công ty có CEO nữ có xu hướng giữ ít tiền mặt hơn. Một lý do giải thích cho mối quan hệ này là các CEO nữ, đối mặt với những thách thức và áp lực bên ngoài đặc biệt, có thể ưu tiên phân bổ tiền mặt cho các khoản đầu tư hoặc sáng kiến chiến lược thay vì giữ tiền mặt như một dự trữ phòng ngừa. Kết quả của chúng tôi phù hợp với nghiên cứu của (Dezsö & Ross, 2012).

Phân tích của chúng tôi chỉ ra mối quan hệ ngược chiều giữa tỷ lệ nợ (LEV) và dự trữ tiền mặt, với hệ số SIZE âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Mối quan hệ giữa vòng quay tài sản (AT) và dự trữ tiền mặt là cùng chiều và có mức ý nghĩa thống kê 1%. Điều này có nghĩa là các công ty có vòng quay tài sản cao hơn

cho thấy khả năng tạo ra doanh thu từ tài sản hiệu quả hơn, có nhiều khả năng tích lũy dự trữ tiền mặt.

5. Kết luận

Bài nghiên cứu đã cung cấp bằng chứng về tác động của hạn chế tài chính và kiệt quệ tài chính ảnh hưởng đến quyết định nắm giữ tiền mặt của các công ty phi tài chính niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán TP HCM (HOSE). Điểm mới của nghiên cứu là ngoài các yếu tố tài chính của công ty, nghiên cứu cũng tập trung vào các yếu tố thuộc tính của CEO nhằm nhấn mạnh vai trò, phong cách của CEO tác động đến việc ra quyết định. Ngoài ra, các yếu tố như khả năng sinh lời (ROA) và đòn bẩy tài chính (LEV) cũng có ảnh hưởng đáng kể đến việc giữ tiền mặt. Kết luận, nghiên cứu nhấn mạnh tầm quan trọng của tình hình tài chính trong việc hình thành các quyết định về thanh khoản của các công ty và cung cấp những cái nhìn giá trị cho các nhà quản lý, nhà đầu tư và các nhà hoạch định chính sách.

Tài liệu tham khảo:

- Adams, R. B., & Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Financial Economics*, 94(2), 291-309.
- Adams, R. B., & Funk, P. (2012). Beyond the glass ceiling: Does gender matter? *Management Science*, 58(2), 219-235.
- 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.
- Altman, E. I., Hartzell, J., & Peck, M. (1998). Emerging market corporate bonds—a scoring system. *Emerging Market Capital Flows: Proceedings of a Conference Held at the Stern School of Business, New York University on May 23-24, 1996*, 391-400.
- Bangun, N., Natsir, K., & Ngadiman, N. (2023). Factors Influencing Cash Holding In Property, Real Estate And Construction Companies. *Jurnal Akuntansi*/Volume, 27(02), 281-298.
- Bates, T. W., Kahle, K. M., & Stulz, R. M. (2009). Why do US firms hold so much more cash than they used to? *The Journal of Finance*, 64(5), 1985-2021.
- Ben-David, I., Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2013). Managerial miscalibration. *The Quarterly Journal of Economics*, 128(4), 1547-1584.
- Berger, P. G., & Ofek, E. (1995a). Diversification's effect on firm value. *Journal of Financial Economics*, 37(1), 39-65.
- Berger, P. G., & Ofek, E. (1995b). Diversification's effect on firm value. *Journal of Financial Economics*, 37(1), 39-65.
- Bertrand, M., & Schoar, A. (2003). Managing with style: The effect of managers on firm policies. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(4), 1169-1208.
- Campbell, K., & Minguez-Vera, A. (2008). Gender diversity in the boardroom and firm financial performance. *Journal of Business Ethics*, 83, 435-451.
- Dezsö, C. L., & Ross, D. G. (2012). Does female representation in top management improve firm performance? A panel data investigation. *Strategic Management Journal*, 33(9), 1072-1089.
- Fahlenbrach, R. (2009). Shareholder rights, boards, and CEO compensation. *Review of Finance*, 13(1), 81-113.
- Finkelstein, S., & Hambrick, D. C. (n.d.). *Strategic leadership: top executives and their effects on organizations*. (No Title).
- Iqbal, A. M. (2017). The role of financial constraints on precautionary cash holdings: evidence from Pakistan. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 30(1), 596-610.
- Kaplan, S. N., & Zingales, L. (1997). Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints? *The Quarterly Journal of Economics*, 112(1), 169-215.
- Karas, M., & Režňáková, M. (2020). Cash flows indicators in the prediction of financial distress. *Engineering Economics*, 31(5), 525-535.
- Lu, C. L., Chen, H. C., Chou, R. K., & Lin, C. Y. (2024). Debt capacity, cash holdings and financial constraints. *Journal of Business Finance and Accounting*, 51(7-8), 2020-2054. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12771>
- Malmendier, U., & Tate, G. (2005). CEO overconfidence and corporate investment. *The Journal of Finance*, 60(6), 2661-2700.
- Mansali, H., Derouiche, I., & Jemai, K. (2019). Accruals quality, financial constraints, and corporate cash holdings. *Managerial Finance*, 45(8), 1129-1145.
- Muigai, R. G., & Nasieku, T. (2021). Working capital management and financial distress of non-financial companies listed at the Nairobi securities exchange. *European Journal of Economic and Financial Research*, 5(1).
- Sheu, H., & Lee, S. (2012). Excess cash holdings and investment: the moderating roles of financial constraints and managerial entrenchment. *Accounting & Finance*, 52, 287-310.
- Shivdasani, A., & Yermack, D. (1999). CEO involvement in the selection of new board members: An empirical analysis. *The Journal of Finance*, 54(5), 1829-1853.
- Tangchitpianvit, P. (2020). Financial constraints, corporate governance and corporate cash holdings: evidence from Thai market.
- Tekin, H. (2022). How do financial constraints and financial crises matter in cash management?: Evidence from developing Asian economies. In *Handbook of research on current trends in Asian economics, Business, and Administration* (pp. 228-248). IGI Global.
- Yeh, S.-K., Yang, W.-R., Chen, R.-R., & Yeh, C.-Y. (2022). Stock liquidity risk and cash preservation. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 25(04), 2250032.