



THE IMPACT OF FINANCIAL FLEXIBILITY ON INVESTMENT EFFICIENCY: THE CASE OF MANUFACTURING AND CONSTRUCTION-LISTED FIRMS IN VIETNAM

Ngô Thanh Trung¹, Pham Thi Tuyen¹, Nguyen Van Diep^{1*}

¹Ho Chi Minh City Open University, Vietnam

ARTICLE INFO	ABSTRACT
DOI: 10.52932/jfmr.v17i1visp.1121 <i>Received:</i> October 07, 2025 <i>Accepted:</i> February 10, 2026 <i>Published:</i> June 25, 2026 Keywords: Financial flexibility, Investment efficiency, Manufacturing and construction firms. JEL codes: G31, G32, O16	This paper aims to explore the impact of financial flexibility on the investment efficiency of enterprises in the Vietnamese market. The empirical results using GMM estimation, based on a dataset of 80 manufacturing and construction firms in the period 2014-2023, show a positive impact of financial flexibility on investment efficiency of enterprises. Specifically, firms with high levels of financial flexibility often achieve better investment efficiency. Even in the case of firms tending to overinvest, this impact is still maintained positively, showing that the role of financial flexibility is not only in supporting timely investment but also in helping to minimize risks from suboptimal investment decisions.

*Corresponding author:

Email: diep.nv@ou.edu.vn



**TÁC ĐỘNG CỦA TÍNH LINH HOẠT TÀI CHÍNH ĐẾN HIỆU QUẢ ĐẦU TƯ:
TRƯỜNG HỢP CÁC CÔNG TY SẢN XUẤT VÀ XÂY DỰNG NIÊM YẾT
TẠI VIỆT NAM**

Ngô Thành Trung¹, Phạm Thị Tuyền¹, Nguyễn Văn Điệp^{1*}

¹Trường Đại học Mở Thành phố Hồ Chí Minh

THÔNG TIN	TÓM TẮT
DOI: 10.52932/jfmr.v17i1visp.1121 Ngày nhận bài: 07/10/2025 Ngày nhận lại: 10/02/2026 Ngày đăng: 25/06/2026 Từ khóa: Doanh nghiệp sản xuất và xây dựng, Hiệu quả đầu tư, Linh hoạt tài chính. Mã JEL: G31, G32, O16	Bài viết này nhằm mục đích khám phá tác động của Linh hoạt tài chính (Financial Flexibility – FF) đến hiệu quả đầu tư của các doanh nghiệp tại thị trường Việt Nam. Kết quả nghiên cứu thực nghiệm bằng ước lượng GMM, dựa trên bộ dữ liệu của 80 doanh nghiệp sản xuất và xây dựng trong giai đoạn 2014-2023 cho thấy, tác động tích cực của FF lên hiệu quả đầu tư của các doanh nghiệp. Cụ thể, các doanh nghiệp có mức độ FF cao thường đạt hiệu quả đầu tư tốt hơn. Ngay cả trong trường hợp doanh nghiệp có xu hướng đầu tư quá mức tác động này vẫn được duy trì tích cực cho thấy, vai trò của FF không chỉ nằm ở việc hỗ trợ đầu tư đúng thời điểm, mà còn giúp giảm thiểu rủi ro từ các quyết định đầu tư không tối ưu.

1. Giới thiệu

Nền kinh tế toàn cầu hiện nay đang ngày càng trở nên phức tạp với nhiều biến động khó lường, từ những bất ổn của thị trường tài chính, xu hướng hội nhập kinh tế đến những thay đổi về chính sách kinh tế vĩ mô. Việc tối ưu hóa hiệu quả đầu tư (Investment Efficiency – IE) trở thành mục tiêu cốt lõi để doanh nghiệp duy

trì sự phát triển bền vững. FF nổi lên như một yếu tố then chốt, cho phép doanh nghiệp duy trì khả năng ứng phó trước rủi ro, tận dụng cơ hội và tối ưu hóa quyết định đầu tư (Sun & Chaoqun, 2023). Không chỉ dừng ở việc nắm giữ tiền mặt hay tài sản an toàn, FF còn mang lại khả năng phản ứng nhanh và duy trì nhiều lựa chọn trong tương lai, góp phần nâng cao IE (Teng và cộng sự, 2021).

Theo lý thuyết trật tự phân hạng (Pecking Order Theory) của (Myers & Majluf, 1984) cho

**Tác giả liên hệ:*
Email: diep.nv@ou.edu.vn

thấy, FF có mối quan hệ mật thiết với hành vi quyết định đầu tư của doanh nghiệp. Bên cạnh đó, dưới lăng kính của lý thuyết danh mục đầu tư hiện đại của (Markowitz, 1952) FF là điều kiện cần để các doanh nghiệp tối ưu hóa danh mục đầu tư, từ đó nâng cao hiệu quả đầu tư trong giới hạn rủi ro cho phép. Các nghiên cứu quốc tế ghi nhận kết quả chưa thống nhất về tác động của FF đến IE: nhiều nghiên cứu khẳng định mối quan hệ tích cực (Omara & Rashed, 2023; Sun & Chaoqun, 2023; Islam và cộng sự, 2020) trong khi một số khác lại phát hiện tác động ngược chiều (Cherkasova & Kuzmin, 2018; Le, 2016).

Trong lĩnh vực sản xuất và xây dựng, các doanh nghiệp này thực sự cần nguồn vốn đáng kể và ổn định để quản lý chi phí vận hành, thiết bị, vật liệu và nhân công, đặc biệt là trong bối cảnh chi phí cao và các vấn đề về chuỗi cung ứng (Case, 2025). Các doanh nghiệp này đòi hỏi vốn đầu tư lớn, đầu tư đáng kể vào thiết bị và vật liệu hạng nặng, và thường gặp khó khăn về vốn lưu động do chênh lệch thời gian giữa chi phí dự án và thời gian thanh toán của khách hàng. Do đó, các lĩnh vực này rất nhạy cảm với biến động kinh tế, và việc thiếu vốn có thể cản trở nghiêm trọng khả năng hoạt động và phát triển của doanh nghiệp.

Tuy nhiên, tại Việt Nam chưa có nghiên cứu chuyên sâu nào, đặc biệt trong lĩnh vực xây dựng và sản xuất – những ngành giữ vai trò quan trọng trong nền kinh tế. Do đó, việc nghiên cứu tác động của FF đến IE trong bối cảnh doanh nghiệp Việt Nam là cần thiết, vừa góp phần bổ sung bằng chứng thực nghiệm cho các nền kinh tế đang phát triển, vừa mang lại gợi ý quản trị giúp doanh nghiệp nâng cao khả năng thích ứng và phát triển bền vững.

Phần còn lại của bài báo được tổ chức như sau. Phần 2 trình bày tổng quan tài liệu về mối quan hệ giữa FF và hiệu quả đầu tư vốn. Phần 3 mô tả phương pháp nghiên cứu. Phần 4 trình bày kết quả hồi quy và thảo luận. Phần 5 là kết luận.

2. Tổng quan tài liệu

2.1. Khái niệm về linh hoạt tài chính

Khái niệm về FF của doanh nghiệp bắt nguồn từ bài viết của Modigliani và Miller (1963), Myers (1984). Họ cho rằng, doanh nghiệp duy trì mức đòn bẩy hợp lý sẽ có khả năng tận dụng cơ hội đầu tư tương lai. Các nghiên cứu sau đó Zhou và Li (2019), Byoun (2011), Frank và Goyal (2008) mở rộng khái niệm theo hướng đa chiều, bao gồm khía cạnh tài chính, quản lý, đầu tư và phân phối lợi nhuận. FF phản ánh khả năng doanh nghiệp duy trì cân bằng giữa vay nợ và dự trữ tiền mặt, tối ưu hóa chiến lược huy động vốn, ứng phó biến động thị trường, giảm thiểu đầu tư kém hiệu quả và nâng cao IE (Cherkasova & Kuzmin, 2018). Trong nghiên cứu này, FF được hiểu là khả năng huy động nguồn vốn linh hoạt để phản ứng kịp thời trước các biến động, đồng thời tối đa hóa lợi nhuận doanh nghiệp.

2.2. Khái niệm hiệu quả đầu tư

Khái niệm IE bắt nguồn từ lý thuyết danh mục đầu tư hiện đại (Modern Portfolio Theory – MPT) do Harry Max Markowitz phát triển năm 1952, nhấn mạnh cân bằng giữa rủi ro và lợi nhuận. Các nghiên cứu sau đó, như Michaud (1998) đã phát triển khái niệm này theo hướng: IE phản ánh khả năng doanh nghiệp sử dụng vốn tối ưu, thực hiện các dự án có giá trị hiện tại ròng dương, đồng thời tránh tình trạng đầu tư dưới mức hoặc quá mức. Nói cách khác, IE là trạng thái doanh nghiệp đưa ra quyết định phân bổ vốn hợp lý, tận dụng cơ hội lợi nhuận nhưng vẫn kiểm soát rủi ro (Islam và cộng sự, 2020).

2.3. Khung lý thuyết

Lý thuyết danh mục đầu tư hiện đại

Lý thuyết danh mục đầu tư hiện đại được Harry Markowitz đề xuất vào năm 1952 giải thích các quyết định đầu tư tối ưu được xác định dựa trên mối quan hệ đánh đổi giữa lợi nhuận kỳ vọng và rủi ro của toàn bộ danh

mục đầu tư, trong đó việc đa dạng hóa danh mục cho phép các nhà đầu tư lựa chọn danh mục đầu tư nằm trên đường biên hiệu quả (Markowitz, 1952). Theo đó, FF đóng vai trò quan trọng giúp các doanh nghiệp phân bổ nguồn vốn và tái cơ cấu nguồn vốn giữa các dự án có rủi ro và lợi nhuận khác nhau, từ đó tối ưu hóa rủi ro đầu tư ở các danh mục (Chen và cộng sự, 2014; Gamba & Triantis, 2008). Nhờ vậy, doanh nghiệp có mức độ FF cao có khả năng hạn chế đầu tư kém hiệu quả hoặc rủi ro đầu tư quá mức dẫn đến nâng cao được hiệu quả đầu tư tổng thể (Richardson, 2006).

Lý thuyết trật tự phân hạng

Lý thuyết trật tự phân hạng được giới thiệu lần đầu bởi Donaldson và sau đó được Myers và Majluf phát triển thêm vào năm 1984 (Jahanzeb và cộng sự, 2013; Myers & Majluf, 1984) giải thích hành vi tài trợ của doanh nghiệp trong điều kiện bất cân xứng thông tin. Doanh nghiệp ưu tiên sử dụng vốn nội sinh (lợi nhuận giữ lại, dòng tiền) trước khi vay nợ, và chỉ phát hành cổ phần khi các nguồn trên không đủ. Điều này giúp giảm chi phí tài chính, duy trì tính linh hoạt và đảm bảo IE (Fazzari & Petersen, 1988). Trật tự này đồng thời lý giải tại sao doanh nghiệp có khả năng FF sẽ dễ dàng thực hiện quyết định đầu tư đúng thời điểm, hạn chế rủi ro và tối đa hóa giá trị (Chen, 2011; Frank & Goyal, 2008).

2.4. Mối liên hệ giữa linh hoạt tài chính và hiệu quả đầu tư qua các nghiên cứu thực nghiệm

Mối liên hệ lý thuyết giữa FF và IE được liên kết bởi lý thuyết trật tự phân hạng và lý thuyết danh mục đầu tư hiện đại (Omara & Rashed, 2023; Sun & Chaoqun, 2023; Islam và cộng sự, 2020; Cherkasova & Kuzmin, 2018; Richardson, 2006). Theo Sun và Chaoqun (2023), FF giúp doanh nghiệp đáp ứng nhu cầu vốn trong điều kiện bất ổn, nhanh chóng nắm bắt cơ hội và cải thiện. Islam và cộng sự (2020) cho rằng, FF tối ưu hóa chiến lược đầu tư nhờ đòn bẩy, lợi nhuận giữ lại và tiền mặt, giúp doanh nghiệp có sức mạnh đàm phán, huy động vốn linh hoạt và

đầu tư vào dự án có giá trị hiện tại ròng (NPV) dương. Cherkasova và Kuzmin (2018) đã chứng minh, FF có ảnh hưởng tích cực đến hoạt động đầu tư, giúp giảm thiểu đầu tư quá mức hoặc dưới mức, đặc biệt trong khủng hoảng. Myers (1974) và de Jong và cộng sự (2012) cũng khẳng định, FF giúp giảm xung đột đại diện, hạn chế sai lệch đầu tư, còn Bancel và Mittoo (2011) cho thấy, FF là nhân tố quyết định cấu trúc vốn trong khủng hoảng 2008. Ma và Jin (2016) nhấn mạnh, FF ảnh hưởng tích cực đến quy mô và IE, trong khi Yung và cộng sự (2015) cho thấy, FF giảm sự nhạy cảm của IE với dòng tiền. Omara và Rashed (2023) kết luận FF là phương tiện quan trọng để đạt IE.

Do vậy, mối liên hệ giữa FF và IE nằm ở khả năng giúp doanh nghiệp tối ưu hóa các quyết định đầu tư, nâng cao hiệu quả sử dụng vốn và ứng phó linh hoạt với biến động thị trường. Từ những lập luận về mối liên hệ giữa FF tác động đến IE, nghiên cứu đưa ra giả thuyết H1:

Giả thuyết H1: Linh hoạt tài chính tác động tích cực đến hiệu quả đầu tư.

Các doanh nghiệp có sự FF dễ dàng điều chỉnh chiến lược đầu tư, phân bổ vốn vào dự án sinh lời và tránh dự án rủi ro, nhờ đó tối ưu hóa quyết định và bảo vệ nguồn lực trước các rủi ro tiềm ẩn từ những khoản đầu tư thiếu hiệu quả (Ma & Jin, 2016; Denis & McKeon, 2012). FF cũng giúp hạn chế đầu tư quá mức – tức là phân bổ vốn vào dự án không phù hợp với tiềm năng tăng trưởng, gây giảm IE (Islam và cộng sự, 2020). Khi chịu áp lực từ cổ đông hay cạnh tranh, doanh nghiệp dễ đầu tư vào dự án kém giá trị. Trong bối cảnh này, FF giúp duy trì mức đầu tư tối ưu, giảm rủi ro và nâng cao hiệu quả (Cherkasova & Kuzmin, 2018). Như vậy, FF thúc đẩy các chiến lược đầu tư khôn ngoan và tránh các dự án thiếu hiệu quả. Do đó, giả thuyết H2 được đưa ra như sau:

Giả thuyết H2: Linh hoạt tài chính giúp cải thiện hiệu quả đầu tư khi doanh nghiệp tránh các khoản đầu tư quá mức.

3. Phương pháp nghiên cứu và dữ liệu

3.1. Phương pháp ước lượng và dữ liệu

Nghiên cứu sử dụng phương pháp ước lượng Generalized Methods of Moments (GMM) thông qua mô hình hồi quy dữ liệu bảng để phân tích tác động của FF đến IE. Dữ liệu bảng cho phép theo dõi biến động theo thời gian, kiểm soát các biến số không quan sát được và giảm thiểu sai lệch (Hsiao, 2022). GMM không yêu cầu giả định phân phối dữ liệu, điều này quan trọng trong các mô hình mà phân phối xác suất không rõ ràng hoặc không có dạng đóng (Hall, 2003), đồng thời xử lý được vấn đề phương sai thay đổi và nội sinh từ đó đảm bảo tính nhất quán và không chệch của các hệ số ước lượng Arellano và Bond (1991).

Mẫu nghiên cứu gồm 80 doanh nghiệp sản xuất và xây dựng niêm yết trên HoSE giai đoạn 2014-2023, với 800 quan sát. Đây là hai ngành có nhu cầu vốn lớn, chịu tác động mạnh của biến động kinh tế vĩ mô, nên FF đặc biệt quan trọng trong việc nâng cao IE. Việc tập trung vào các doanh nghiệp được niêm yết trên sàn HoSE nhằm đảm bảo tính nhất quán, độ tin cậy và khả năng so sánh của dữ liệu tài chính. Việc không lựa chọn HNX và UPCoM nhằm đảm bảo tính đồng nhất của mẫu nghiên cứu, đồng thời tránh hiện tượng nhiễu dữ liệu do sự khác biệt quá lớn về tiêu chuẩn niêm yết và chất lượng báo cáo tài chính, từ đó thúc đẩy các kết quả hồi quy GMM đạt được độ chính xác cao nhất. Đồng thời, giai đoạn nghiên cứu 2014-2023 được lựa chọn là khoảng thời gian đủ dài để đánh giá tác động của FF đến hiệu quả đầu tư trong các giai đoạn khác nhau của chu kỳ kinh tế, từ đó nâng cao tính khái quát của kết quả nghiên cứu. Các mẫu nghiên cứu được lựa chọn dựa vào các tiêu chí như: doanh nghiệp phải hoạt động liên tục trong giai đoạn nghiên cứu; đảm bảo đầy đủ các báo cáo tài chính hàng năm và đã được kiểm toán; các dữ liệu đáp ứng đủ yêu cầu tính toán các biến nghiên cứu. Sau quá trình sàng lọc, mẫu nghiên cứu cuối cùng gồm 80 doanh nghiệp, tạo nên bộ dữ liệu bảng cân đối. Cấu trúc dữ liệu cho phép nghiên cứu có thể áp dụng các kỹ thuật ước lượng GMM.

3.2. Mô hình nghiên cứu

Để đánh giá tác động của FF đến IE: Phần dư từ mô hình trước đó được sử dụng để kiểm tra sự ảnh hưởng của FF đến IE theo nghiên cứu của Islam và cộng sự (2020), Cherkasova và Kuzmin (2018) (*xem Phụ lục 1 online*). Mô hình ước lượng có dạng tổng quát như sau:

$$IE_{it} = \alpha_0 + \beta_1 FF_{it} + \sum \beta_n ControlVar_{i,t-1} + u_{it} \dots \quad (4)$$

Trong đó:

IE_{it} : Hiệu quả đầu tư của công ty i tại thời điểm t , được tính qua trị tuyệt đối của phần dư giữa đầu tư thực tế và đầu tư kỳ vọng.

FF_{it} : Tính linh hoạt tài chính của công ty.

$ControlVar_{i,t-1}$: Các yếu tố khác ngoài tính FF có thể ảnh hưởng đến IE của doanh nghiệp bao gồm: $Tan_{i,t-1}$, $TobinQ_{i,t-1}$, $CF_{i,t-1}$, $Size_{i,t-1}$.

u_{it} : Sai số.

4. Kết quả thực nghiệm

4.1. Thống kê mô tả

Thống kê mô tả các biến định lượng (*xem Phụ lục 2 online*) cho thấy, số liệu thống kê mô tả cung cấp cái nhìn rõ nét về các yếu tố ảnh hưởng đến IE và FF. IE có giá trị trung bình tương ứng 0,16% một giá trị khá nhỏ, phản ánh các công ty có xu hướng đầu tư thận trọng của các doanh nghiệp. Độ lệch chuẩn 0,033, với giá trị nhỏ nhất -0,067 và lớn nhất 0,128 cho thấy, mức độ đầu tư giữa các công ty không đồng nhất: một số dưới mức kỳ vọng, trong khi một số khác vượt mức. Về FF, giá trị trung bình chỉ đạt 0,002, thể hiện khả năng linh hoạt chưa cao. Tuy nhiên, độ lệch chuẩn 0,154 cao hơn nhiều so với trung bình, phản ánh sự chênh lệch đáng kể giữa các doanh nghiệp. Giá trị tối đa 0,367 cho thấy, một số công ty có năng lực tài chính mạnh, nguồn quỹ dồi dào, dễ dàng tiếp cận tín dụng và ít chịu tác động kinh tế. Ngược lại, giá trị tối thiểu -0,329 cho thấy, một số công ty gặp khó khăn nghiêm trọng về dòng tiền, chi phí tài chính và khả năng huy động vốn.

Đối với biến kiểm soát, quy mô doanh nghiệp năm trước ($Size_{i,t-1}$) có giá trị trung bình là 21,48 và độ lệch chuẩn là 1,16, phản ánh sự đồng đều tương đối, giúp giảm thiểu sai lệch trong phân tích. Tài sản hữu hình năm trước ($Tan_{i,t-1}$) chiếm trung bình 20,4% tổng tài sản, với độ lệch chuẩn 0,17 cho thấy, mức phân tác khá lớn. Chỉ số Tobin $Q_{i,t-1}$ trung bình đạt 392,99 phản ánh kỳ vọng tăng trưởng đáng kể của nhiều doanh nghiệp, nhưng độ lệch chuẩn cao 336,00, cho thấy, sự khác biệt lớn về kỳ vọng này. Cuối cùng, dòng tiền năm trước ($CF_{i,t-1}$) có giá trị trung bình 0,094, mức vừa phải, cùng độ lệch chuẩn 0,067 cho thấy, sự khác biệt rõ rệt: một số công ty có dòng tiền ổn định, trong khi số khác có nhiều hạn chế, dễ gặp khó khăn trong duy trì tài chính.

4.2. Phân tích tương quan

Theo Asuero và cộng sự (2007), hệ số tương quan là một chỉ số thống kê dùng để đo lường mức độ và mối quan hệ tuyến tính giữa hai biến liên tục. Hệ số tương quan (r) là một giá trị số nằm trong khoảng từ -1 đến 1, cho biết mức độ liên kết giữa hai biến. Hệ số tương quan r lớn hơn hoặc nhỏ hơn trị tuyệt đối của 0,8 có thể xuất hiện đa cộng tuyến giữa các biến độc lập. Khi hệ số tương quan nằm ngoài khoảng này, các biến độc lập có khả năng tương quan chặt chẽ, dẫn đến nguy cơ xảy ra đa cộng tuyến trong phân tích hồi quy (Farrar & Glauber, 1967). Theo Phụ lục 3 (xem Phụ lục 3 online) cho thấy, không có hệ số tương quan nào giữa các biến vượt qua ngưỡng lớn hơn 0,8 hoặc nhỏ hơn 0,8 cho nên đa cộng tuyến là không đáng kể. Tuy nhiên, để đảm bảo dữ liệu nghiên cứu không có đa cộng tuyến tiềm ẩn, vẫn cần xem xét thêm các chỉ số như hệ số phóng đại phương sai (VIF) nhằm tăng độ chính xác cho phân tích.

Theo Daoud (2017), đa cộng tuyến xảy ra khi các biến độc lập trong một mô hình hồi quy có mối tương quan cao, dẫn đến khó xác định biến nào tác động thực sự đến biến phụ thuộc. Hiện tượng này làm tăng độ lệch chuẩn của các hệ số hồi quy, khiến chúng kém ổn

định, khó giải thích và làm cho các kiểm định t có thể không đáng tin cậy. Thông qua kết quả tra hiện tượng đa cộng tuyến cho thấy, VIF của các biến dao động từ 1,20 đến 1,68 với giá trị trung bình là 1,43, nằm trong ngưỡng an toàn. Do đó, dữ liệu nghiên cứu không có mối quan hệ đa cộng tuyến hoàn hảo giữa các biến (xem Phụ lục 4 online).

4.3. Phân tích mô hình hồi quy

Theo kết quả hồi quy được trình bày trong Phụ lục 5 (xem Phụ lục 5 online) cho thấy, tác động của các yếu tố tài chính như FF, quy mô doanh nghiệp, tài sản cố định, Tobin's Q và dòng tiền đến IE. Mô hình có ý nghĩa thống kê với thống kê F-statistic bằng 64,40 (giá trị $P = 0,0000$). R bình phương bằng 0,2885 cho thấy, 28,85% biến động IE được giải thích bởi các biến độc lập, trong khi R bình phương điều chỉnh là 0,2841 phản ánh mức giải thích vừa phải, cần bổ sung thêm biến để nâng cao độ phù hợp của mô hình.

Biến FF có hệ số hồi quy 0,1055, thể hiện mối quan hệ tích cực với IE. Khi khả năng FF, IE cũng tăng, hàm ý doanh nghiệp có nguồn lực tài chính linh hoạt sẽ chủ động hơn trong nắm bắt cơ hội và quản trị rủi ro. Quy mô doanh nghiệp năm trước ($Size_{i,t-1}$) có hệ số hồi quy âm -0,0106, chỉ ra tác động tiêu cực của quy mô kỳ trước đến IE hiện tại. Kết quả này phù hợp với quan điểm của Marchica và Mura (2010) cũng như Harris và Raviv (1991) cho rằng, các doanh nghiệp lớn thường phải đối mặt với hiệu quả cận biên giảm dần và sự phức tạp trong cơ cấu quản trị, làm giảm hiệu quả của các quyết định đầu tư. Tài sản hữu hình năm trước ($Tan_{i,t-1}$) có hệ số dương 0,0565 cho thấy, tỷ lệ tài sản hữu hình cao trong kỳ trước góp phần cải thiện IE ở kỳ hiện tại. Sai số chuẩn thấp 0,0065 củng cố độ tin cậy của kết quả. Chỉ số Tobin $Q_{i,t-1}$ cũng thể hiện mối quan hệ cùng chiều với IE, mặc dù hệ số hồi quy 0,000023 khá nhỏ. Chỉ số này phản ánh kỳ vọng tích cực của thị trường về khả năng sinh lời trong tương lai, từ đó khuyến khích doanh nghiệp mở rộng đầu tư và tạo điều kiện thuận lợi trong huy động vốn. Ngược lại, dòng

tiền năm trước ($CF_{i,t-1}$) có hệ số âm -0,2276 cho thấy, mức dự trữ tiền mặt cao trong kỳ trước có thể làm giảm IE ở kỳ hiện tại. Nguyên nhân có thể xuất phát từ việc doanh nghiệp sử dụng tiền mặt vào các dự án kém hiệu quả hoặc thiếu chiến lược quản trị dòng tiền tối ưu. Điều này nhấn mạnh tầm quan trọng của việc quản lý nguồn lực tài chính một cách hợp lý nhằm hạn chế. Kết quả hồi quy tác động của linh hoạt tài chính đến hiệu quả đầu tư chi phí cơ hội và nâng cao hiệu quả sử dụng vốn.

Kết quả hồi quy GMM tại Bảng 1 cho thấy, mô hình có ý nghĩa thống kê với kiểm định Wald chi bình phương là 700,72 và giá trị P của kiểm định này bằng 0,0000. Điều này khẳng định các biến độc lập có ảnh hưởng đáng kể đến IE.

Ngoài ra, kiểm định tính nội sinh (Durbin-Wu-Hausman) cho kết quả có ý nghĩa thống kê với giá trị P là 0,003 bác bỏ giả thuyết H_0 về tính ngoại sinh của các biến giải thích và tồn tại ít nhất một biến giải thích có khả năng nội sinh. Để thêm căn cứ cho việc lựa chọn mô hình nghiên cứu là phù hợp, nghiên cứu đã thực hiện kiểm định về khuyết tật của dữ liệu bảng. Kết quả kiểm định Modified Wald là $X^2 = 96,851.16$; $p = 0,000$ cho thấy, hiện tượng phương sai sai số thay đổi với mức độ đáng kể. Kiểm định Wooldridge với giá trị $F = 32,301$; $p = 0,000$ cũng cho thấy, giả định về tính độc lập của sai số bị vi phạm, tồn tại hiện tượng tự tương quan bậc nhất trong mô hình. Điều này khẳng định các phương pháp truyền thống như OLS hay tác động cố định (FE) sẽ cho ra các ước lượng bị chệch và không hiệu quả. Do đó, việc sử dụng phương pháp GMM là lựa chọn tốt nhất để xử lý triệt để các khuyết tật này. Các kiểm định Sargan có giá trị P là 0,3780 cho thấy, các công cụ được sử dụng trong mô hình là hợp lệ. Thêm vào đó, kết quả kiểm định tự tương quan cho thấy, mô hình có tự tương quan bậc nhất AR(1) trong phần dư nhưng không có tự tương quan bậc hai AR(2). Điều này khẳng định rằng, kết quả thu được theo GMM của mô hình là đáng tin cậy.

Cụ thể, kết quả hồi quy cho thấy, biến độ trễ IE (L1) có hệ số dương 0,400, có ý nghĩa ở mức 1%, điều này hàm ý rằng, IE có xu hướng duy trì qua các kỳ. Kết quả này phản ánh tác động tích cực của hiệu quả quá khứ đến hiện tại, củng cố xu hướng ổn định và gia tăng hiệu quả trong dài hạn. Đặc biệt, biến FF có tác động cùng chiều tích cực với hệ số dương 0,0561 và có ý nghĩa ở mức 1% cho thấy, khả năng điều chỉnh tài chính giúp doanh nghiệp tận dụng cơ hội, duy trì thanh khoản và hạn chế rủi ro, từ đó nâng cao IE. Kết quả phù hợp với các nghiên cứu trước đây (Omara & Rashed, 2023; Sun & Chaoqun, 2023; Islam và cộng sự, 2020), qua đó củng cố giả thuyết H1.

Về mặt kinh tế, kết quả này phản ánh vai trò của FF như một nguồn lực thúc đẩy tăng trưởng, giúp doanh nghiệp nâng cao khả năng chủ động tài chính và nắm bắt cơ hội đầu tư, lựa chọn thời điểm và quy mô đầu tư phù hợp, hạn chế rủi ro đầu tư kém hiệu quả ngay cả trong điều kiện thị trường biến động, từ đó nâng cao IE. Đối chiếu với kết quả của dòng tiền có hệ số âm ($CF_{i,t-1}$) -0,2700 cho thấy, một thực tế việc các doanh nghiệp quá phụ thuộc vào dòng tiền nội bộ có sẵn mà thiếu đi khả năng huy động vốn linh hoạt sẽ làm xói mòn hiệu quả đầu tư. Điều này phù hợp với lập luận của lý thuyết trật tự phân hạng và nghiên cứu về ràng buộc tài chính (Almeida & Campello, 2006; Fabozzi và cộng sự, 2002; Myers & Majluf, 1984).

Đối với ngành sản xuất, IE thường bị gián đoạn do biến động chi phí nguyên vật liệu hoặc công nghệ lỗi thời. FF mang đặc thù như một giá trị quyền chọn tài chính, cấp quyền giúp doanh nghiệp trì hoãn, từ chối hoặc điều chỉnh các quyết định đầu tư khi điều kiện thị trường trở nên bất lợi. Theo Gamba và Triantis (2008), FF có vai trò giúp doanh nghiệp duy trì năng lực chống chịu trước các cú sốc tài chính và điều chỉnh kịp thời cấu trúc tài trợ khi đối mặt với những rủi ro biến động. Theo Mura và Marchica (2008) các doanh nghiệp có FF cao sẽ đạt được sự tăng trưởng tài sản và đầu tư hiệu quả hơn. Như vậy qua kết quả nghiên cứu cho thấy, FF giúp các doanh nghiệp Việt Nam duy trì dòng

vốn cho các kế hoạch nâng cấp máy móc và mở rộng quy mô theo đúng lộ trình kế hoạch. Đồng thời, giữ vững vị thế trong chuỗi cung ứng và không bị tụt hậu về công nghệ sản xuất.

Với ngành xây dựng, với đặc điểm thâm dụng vốn lớn và chu kỳ thanh toán kéo dài, thường xuyên đối mặt với nhiều áp lực về thanh khoản. FF vận hành như một nguồn lực thanh khoản chiến lược, hỗ trợ doanh nghiệp triển khai các dự án gối đầu một cách liên tục. Khi doanh nghiệp có FF tốt, doanh nghiệp có thể thực hiện dự án mà không cần chờ đợi tới nguồn tiền thu hồi từ các công trình trước đó. Việc này giúp các doanh nghiệp Việt Nam tối ưu hóa nguồn nhân lực, máy móc và xây dựng uy tín tốt với chủ đầu tư, từ đó nâng cao năng lực thắng thầu và thúc đẩy hiệu quả danh mục dự thầu (Chen và cộng sự, 2014; Byoun, 2011).

Ngược lại, biến quy mô doanh nghiệp ($Size_{i,t-1}$) có tác động âm ($-0,01026$, $p < 0,01$) phản ánh doanh nghiệp lớn thường gặp khó khăn trong việc duy trì IE cao. Kết quả này đồng với nghiên cứu của Wu và cộng sự (2024), Cherkasova và Kuzmin (2018). Biến tài sản hữu hình ($Tan_{i,t-1}$) cũng có hệ số âm ($-0,036$, $p < 0,01$), phản ánh việc đầu tư vào tài sản hữu hình thường yêu cầu một lượng vốn lớn và không thể tạo ra lợi nhuận ngay lập tức. Do đó, doanh nghiệp có thể phải đối mặt với chi phí đầu tư cao mà không thu được lợi ích ngắn hạn, dẫn đến suy giảm IE. Kết quả phù hợp với nghiên

cứu của Marchica và Mura (2010), Almeida và Campello (2006). Biến Tobin's Q kỳ trước có hệ số hồi quy dương là 0,0000243 cho thấy, ý nghĩa thống kê cao ở mức 1%, hệ số hồi quy thể hiện mối quan hệ tích cực giữa Tobin's Q kỳ trước và IE hiện tại (IE). Kết quả này tương đồng với nghiên cứu của (Cherkasova và Kuzmin, 2018). Trong khi đó, biến dòng tiền ($CF_{i,t-1}$) có hệ số hồi quy âm ($-0,2701$, $p < 0,01$) cho thấy, mối quan hệ nghịch chiều giữa lượng tiền mặt của kỳ trước và IE hiện tại. Điều này có nghĩa là khi lượng tiền mặt của công ty trong kỳ trước tăng lên, IE trong kỳ hiện tại có xu hướng giảm. Việc giữ quá nhiều tiền mặt không chỉ nhằm đảm bảo an toàn tài chính mà còn có thể chỉ ra chiến lược đầu tư kém hiệu quả. Kết quả này phù hợp với các nghiên cứu trước đó của (Sun & Chaoqun, 2023). Hằng số ($_cons$) có hệ số hồi quy 0,2430, với ý nghĩa thống kê cao ở mức 1%. Hệ số này thể hiện giá trị dự báo của IE khi tất cả các biến độc lập trong mô hình (FF, Size, Tan, Pro, Cash, Tobin's Q) đều bằng 0. Mức dương của hằng số cho thấy rằng, trong trường hợp không có ảnh hưởng từ các yếu tố độc lập, IE dự kiến vẫn đạt mức cơ bản là 0,2430 đơn vị.

Tóm lại, kết quả hồi quy GMM cho thấy rằng, độ trễ của IE và FF có tác động tích cực, trong khi quy mô, lợi nhuận, tài sản cố định, và tiền mặt có tác động tiêu cực đến IE. Kết quả này ủng hộ giả thuyết H1, khẳng định rằng, FF có ảnh hưởng tích cực đến IE.

Bảng 1. Kết quả hồi quy bằng GMM

Biến phụ thuộc: IE	
Biến độc lập	Hệ số hồi quy
IE L1.	0,400*** [0,0345]
FF	0,0561*** [0,0090]
Size _{i,t-1}	-0,0103*** [0,0025]
Tan _{i,t-1}	-0,0360*** [0,0113]

Biến phụ thuộc: IE	
Biến độc lập	Hệ số hồi quy
TobinQ _{i,t-1}	0,0000243*** [0,0000]
CF _{i,t-1}	-0,2700*** [0,0195]
_cons	0,2430*** [0,0547]
Số quan sát	640
Kiểm định Wald Chi bình phương	700,72***
Số biến công cụ	44
Kiểm định nội sinh (Durbin-Wu-Hausman)	0,0031***
Kiểm định Sargan	0,3780
Kiểm định tự tương quan bậc 1 – AR(1)	0,0000***
Kiểm định tự tương quan bậc 2 – AR(2)	0,2191
Kiểm định phương sai sai số thay đổi Modified Wald	96851,16*** / 0,000
Kiểm định tự tương quan Wooldridge	32,301*** / 0,000

Ghi chú: [Sai số chuẩn]; *, ** và *** lần lượt có ý nghĩa thống kê mức 10%, 5%, và 1%.

4.4. Kết quả ước lượng hồi quy mô hình hiệu quả đầu tư quá mức

Bảng 2. Kết quả ước lượng hiệu quả đầu tư quá mức

Biến phụ thuộc: IE		Hệ số hồi quy
Biến độc lập	Hiệu quả đầu tư (mô hình gốc)	Hiệu quả đầu tư (quá mức)
IE L1.	0,4000*** [0,0345]	0,357*** [0,0151]
FF	0,0561*** [0,0090]	0,0414*** [0,0041]
Size _{i,t-1}	-0,0103*** [0,0025]	- 0,0200*** [0,0016]
Tan _{i,t-1}	-0,0360*** [0,0113]	- 0,0327*** [0,0060]
TobinQ _{i,t-1}	0,0000243*** [0,0000]	0,0000207*** [0,0000]
CF _{i,t-1}	-0,2700*** [0,0195]	- 0,3050*** [0,0128]
_cons	0,2430*** [0,0547]	0,4640*** [0,0342]
Số quan sát	640	230
Kiểm định Wald Chi bình phương	577,01***	8339,30***
Số công cụ	44	44

Biến phụ thuộc: IE	Hệ số hồi quy	
Kiểm định nội sinh (Durbin-Wu-Hausman)	0,0031***	0,1521***
Kiểm định Sargan	0,3780	0,3666
Kiểm định tự tương quan bậc 1 – AR(1)	0,0000***	0,0002
Kiểm định tự tương quan bậc 2 – AR(2)	0,2191	0,1666
Kiểm định phương sai sai số thay đổi Modified Wald	96851,16 /0,000	2,1*10 ³² /0,000
Kiểm định tự tương quan Wooldridge	32,301 /0,000	26,272/0,000

Ghi chú: [Sai số chuẩn]; *, ** và *** lần lượt có ý nghĩa thống kê mức 10%, 5%, và 1%.

Theo kết quả của Bảng 2 trình bày kết quả ước lượng cho mô hình hiệu quả đầu tư quá mức, biến độ trễ IE (IE L1.) mang hệ số dương và có ý nghĩa thống kê trong cả hai mô hình cho thấy, IE quá khứ tác động tích cực đến hiện tại. Điều này phản ánh doanh nghiệp có lịch sử đầu tư hiệu quả thường duy trì chiến lược ổn định và tiếp tục tối ưu hóa nguồn lực. Tương tự mô hình tổng thể, các kiểm định đối với mô hình đầu tư quá mức cho thấy, bộ công cụ hợp lệ và không tồn tại tự tương quan bậc hai của sai số. Kiểm định nội sinh tổng hợp không cho thấy, bằng chứng rõ ràng về nội sinh nhưng kết quả kiểm định theo từng biến chỉ ra rằng, dòng tiền CF vẫn mang tính nội sinh với giá trị 0,0152. Kiểm định Modified Wald đạt giá trị cực lớn cho thấy, phương sai sai số thay đổi diễn ra mạnh mẽ. Kiểm định Wooldridge cho thấy, sự tồn tại hiện tượng tự tương quan bậc nhất. Vì vậy, các kết quả đã khẳng định việc sử dụng phương pháp GMM được xem là phù hợp, đáng tin cậy và cần thiết để khắc phục các khuyết tật của dữ liệu bảng.

FF có tác động dương trong cả hai mô hình: hệ số giảm từ 0,0561 trong mô hình gốc xuống còn 0,0414 trong mô hình đầu tư quá mức, song vẫn còn ý nghĩa cao. Kết quả này cho thấy, trong điều kiện bình thường, FF giúp doanh nghiệp ra quyết định hợp lý và kịp thời; nhưng khi đầu tư vượt mức tối ưu, vai trò kiểm soát của nó suy giảm. Theo Wu và cộng sự (2024), tình trạng đầu tư quá mức dễ dẫn đến phân tán nguồn lực vào dự án kém sinh lời, làm giảm hiệu quả sử dụng FF. Ngược lại, Omara và Rashed (2023) nhấn mạnh rằng, doanh nghiệp có ít FF thường

cần trọng hơn, từ đó hạn chế nguy cơ đầu tư quá mức.

Về mặt kinh tế, hệ số hồi quy 0,0414 cho thấy, FF đóng vai trò không chỉ là nguồn tài trợ mà còn như một bộ lọc quản trị giúp doanh nghiệp duy trì kỷ luật phân bổ vốn ngay cả trong bối cảnh đầu tư quá mức. Ý nghĩa của kết quả này được lý giải qua cơ chế đối trọng với dòng tiền tự do ($CF_{i,t-1}$) có hệ số âm lớn -0,3050 cho thấy, sự dư thừa tiền mặt thường dẫn đến việc đầu tư dàn trải và kém hiệu quả nếu thiếu sự giám sát chặt chẽ (Jensen, 1986).

Đối với ngành sản xuất, đầu tư quá mức thường biểu hiện qua việc mở rộng quy mô, xây dựng nhà xưởng, mua sắm máy móc nhằm tận dụng nguồn vốn sẵn có. Điều này phù hợp với nhận định của Jensen (1986) về chi phí đại diện của dòng tiền tự do, cũng như bằng chứng thực nghiệm về hành vi đầu tư quá mức trong các doanh nghiệp thâm dụng vốn (Richardson, 2006; Shleifer & Vishny, 1997). Trong bối cảnh đó, FF tác động như lá chắn rủi ro giúp doanh nghiệp dừng lại để đầu tư vào chiều như công nghệ xanh, tự động hóa, và đảm bảo việc chuyển đổi không bị gián đoạn, tập trung vào thay đổi chất lượng danh mục đầu tư thay vì chỉ gia tăng số lượng máy móc cũ. Bên cạnh đó theo tác giả Guariglia (2008), FF hỗ trợ doanh nghiệp không bị đứt gãy nguồn vốn khi triển khai các dự án dài hạn. Kết quả nghiên cứu thực nghiệm cũng cho thấy, tại Việt Nam, nơi ngân hàng giữ vai trò chủ đạo trong việc cung cấp nguồn vốn và lãi suất có xu hướng biến động, duy trì FF nhằm giúp doanh nghiệp ổn định chiến lược

và thúc đẩy chất lượng danh mục đầu tư, từ đó nâng cao IE.

Đối với ngành xây dựng, chu kỳ vốn dài và thường xuyên bị chủ đầu tư chiếm dụng vốn. Các doanh nghiệp thường đầu tư quá mức thông qua việc nhận thầu dàn trải nhằm duy trì dòng vốn và bộ máy, dẫn tới rủi ro nợ đọng cao và danh mục dự án bị loãng. Biểu hiện điển hình của đầu tư quá mức, phù hợp với nhận định trong lý thuyết đại diện và danh mục đầu tư hiện đại (Jensen, 1986; Jensen & Meckling, 1976; Markowitz, 1952). Trong bối cảnh đó, FF đóng vai trò như kỷ luật tài chính để doanh nghiệp lựa chọn các dự án thầu có biên lợi nhuận cao thay vì dàn trải nhằm bảo vệ nguồn vốn cho các dự án chất lượng trong tương lai (Byoun, 2011). Tính linh hoạt này giúp doanh nghiệp giữ vững tiến độ thi công, từ chối các gói thầu có rủi ro cao, biên lợi nhuận thấp và tập trung nguồn lực vào các dự án trọng điểm nhằm đảm bảo uy tín, hiệu quả danh mục dự thầu ngay cả khi chủ đầu tư chậm thanh toán.

Ngoài ra, các biến như quy mô công ty năm trước ($Size_{i,t-1}$), tài sản cố định hữu hình năm trước ($Tan_{i,t-1}$) và dòng tiền năm trước ($CF_{i,t-1}$) đều cho thấy, sự suy giảm hệ số khi xét đến đầu tư quá mức. Đặc biệt, hệ số của dòng tiền ($CF_{i,t-1}$) giảm từ -0,2700 xuống -0,3050, phản ánh việc quản lý nguồn tiền kém hiệu quả hơn dẫn đến hiệu quả thấp hơn.

Nhìn chung, kết quả ủng hộ giả thuyết H2: FF giúp cải thiện IE và hạn chế đầu tư quá mức. Dù mức tác động có giảm nhẹ trong bối cảnh này, FF vẫn là nhân tố quan trọng trong tối ưu hóa quyết định và gia tăng giá trị doanh nghiệp.

5. Kết luận và kiến nghị

5.1. Kết luận

Nghiên cứu sử dụng mô hình GMM để đánh giá mối quan hệ giữa FF và IE của doanh nghiệp Việt Nam giai đoạn 2014-2023. Kết quả cho thấy, FF có vai trò quan trọng trong tối ưu hóa quyết định đầu tư thông qua khả năng tái cấu trúc nợ, huy động vốn và điều chỉnh chiến lược

khi cần thiết. Doanh nghiệp duy trì FF có thể cải thiện hiệu quả tài chính, giảm rủi ro và đảm bảo sự ổn định dài hạn.

Tuy nhiên, trong bối cảnh đầu tư quá mức, tác động tích cực của FF suy giảm cho thấy, điều kiện đầu tư hợp lý là cần thiết để tối ưu hóa nguồn lực. Với ngành xây dựng, FF giúp doanh nghiệp ứng phó với biến động giá nguyên vật liệu, duy trì khả năng vay vốn và ổn định tài chính dài hạn. Trong ngành sản xuất, FF hỗ trợ doanh nghiệp thích ứng nhanh với thay đổi nhu cầu thị trường và biến động chi phí, cho phép đầu tư vào công nghệ, mở rộng quy mô hoặc điều chỉnh chiến lược nhằm giảm chi phí vận hành.

Trong cả hai ngành xây dựng và sản xuất, FF là yếu tố then chốt giúp doanh nghiệp duy trì ổn định, nâng cao IE và cải thiện năng lực cạnh tranh. Việc quản trị tài chính linh hoạt không chỉ giảm thiểu rủi ro mà còn thúc đẩy tăng trưởng bền vững, góp phần củng cố hiệu quả hoạt động và giá trị doanh nghiệp.

5.2. Kiến nghị

Dựa trên kết quả phân tích, nghiên cứu đề xuất một số khuyến nghị nhằm nâng cao FF và IE của doanh nghiệp xây dựng và sản xuất như sau:

Thứ nhất, quản lý dòng tiền (CF): Trong bối cảnh ngành xây dựng Việt Nam thường xuyên đối mặt với sự chiếm dụng vốn giữa các nhà thầu, nợ đọng vốn đầu tư công, hệ số âm của dòng tiền cho thấy, việc tích trữ tiền mặt không còn hiệu quả. Doanh nghiệp cần chính sách quản trị dòng tiền hiệu quả để phản ứng nhanh với cơ hội đầu tư, giảm phụ thuộc nợ vay và chi phí lãi vay. Doanh nghiệp sản xuất nên kiểm soát tồn kho, rút ngắn thời gian thu hồi công nợ. Còn doanh nghiệp xây dựng cần kế hoạch tài chính rõ ràng cho các dự án lớn.

Thứ hai, tối ưu hóa tài sản hữu hình (Tan): Tỷ lệ tài sản hữu hình cao làm gánh nặng cho IE do các chi phí khấu hao, vốn vay và các khoản đầu tư máy móc thiết bị cao. Vì vậy doanh nghiệp sản xuất cần nâng cao hiệu suất sử dụng

thay vì mở rộng không cần thiết. Giải pháp gồm bảo trì, nâng cấp thiết bị, áp dụng công nghệ số, tự động hóa. Doanh nghiệp xây dựng có thể bán hoặc chuyển nhượng tài sản thừa để giảm áp lực tài chính.

Thứ ba, nâng cao giá trị thị trường (Tobin's Q): Thị trường chứng khoán đang hướng đến mục tiêu nâng hạng, vì vậy sự kỳ vọng của nhà đầu tư là động lực lớn để doanh nghiệp có thể tiếp cận nguồn vốn ưu đãi. Giá trị thị trường còn thấp so với tiềm năng. Doanh nghiệp sản xuất và xây dựng nên chú trọng phát triển bền vững đổi mới sản phẩm, cải tiến quy trình, minh bạch hóa thông tin dự án. Điều này giúp các doanh nghiệp củng cố thương hiệu và tạo lợi thế cạnh tranh khi huy động vốn, đồng thời củng cố vị thế dài hạn.

Thứ tư, quản lý quy mô (Size): Quy mô lớn làm giảm IE cho thấy, các doanh nghiệp có cấu trúc đa ngành hoặc nhận thầu vượt quá khả năng quản trị và thiếu linh hoạt. Doanh nghiệp sản xuất nên hạn chế mở rộng cơ sở hạ tầng, tập trung tối ưu nguồn lực. Doanh nghiệp xây dựng

nhên cân nhắc triển khai dự án phù hợp với năng lực quản lý.

Hạn chế và hướng nghiên cứu tiếp theo

Mặc dù nghiên cứu đã đạt được những kết quả nhất định trong việc kiểm định FF tác động đến hiệu quả đầu tư. Tuy nhiên, vẫn tồn tại một số hạn chế cần được khắc phục trong các nghiên cứu tiếp theo. *Thứ nhất*, phạm vi nghiên cứu chỉ tập trung tại một quốc gia điều này khiến cho kết quả khó có thể khái quát hóa cho các bối cảnh khác nhau ở phạm vi quốc tế. *Thứ hai*, thời gian nghiên cứu bị giới hạn và mẫu quan sát còn hẹp so với các nghiên cứu trước đó dẫn đến việc chưa thể phản ánh toàn diện về các yếu tố tác động và mức độ ảnh hưởng trong mô hình nghiên cứu.

Để khắc phục những hạn chế này, các nghiên cứu trong tương lai sẽ mở rộng phạm vi địa lý để so sánh và đánh giá tính tương đồng hoặc khác biệt giữa các quốc gia. Đồng thời, việc mở rộng khung thời gian nghiên cứu, tăng quy mô mẫu quan sát sẽ giúp cải thiện tính chính xác và khả năng tổng quát hóa của kết quả.

Tài liệu tham khảo

- Almeida, H., & Campello, M. (2007). Financial constraints, asset tangibility, and corporate investment. *The Review of Financial Studies*, 20(3), 1429–1460. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhm019>
- Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *The Review of Economic Studies*, 58(2), 277–297. <https://doi.org/https://doi.org/10.2307/2297968>
- Asuero, A. G., Sayago, A., & González, A. G. (2007). The Correlation Coefficient: An Overview. *Critical Reviews in Analytical Chemistry*, 36(1), 41–59. <https://doi.org/10.1080/10408340500526766>
- Bancel, F., & Mittoo, U. R. (2011). Financial flexibility and the impact of the global financial crisis: Evidence from France. *International Journal of Managerial Finance*, 7(2), 179–216. <https://doi.org/10.1108/17439131111122157>
- Banerjee, S., Mitra, A., & Mohanti, D. (2023). Leverage and corporate investment – a cross country analysis. *Investment Management and Financial Innovations*, 20(3), 126–136. [https://doi.org/10.21511/imfi.20\(3\).2023.11](https://doi.org/10.21511/imfi.20(3).2023.11)
- Byoun, S. (2011). Financial flexibility and capital structure decision. *Journal of Economic Literature*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1108850>
- Case, J. (2025). *Waiting for the boom: Embattled construction companies need nuanced capital strategies*. RAM Group Holdings. <https://www.monitordaily.com/opinion/waiting-for-the-boom-embattled-construction-companies-need-nuanced-capital-strategies/>
- Chen, L. J., & Chen, S. Y. (2011). How the pecking-order theory explain capital structure. *Journal of International Management Studies*, 6(3), 92–100.

- Chen, T., Harford, J., & Lin, C. (2014). *Financial flexibility and corporate cash policy*. <http://52.76.234.106/media/abfer-events-2014/annual-conference/corporate-finance/financial-flexibility-and-corporate-cash-policy.pdf>
- Cherkasova, V., & Kuzmin, E. (2018). *Financial flexibility as an investment efficiency factor in Asian companies*. *Gadjah Mada International Journal of Business*, 20(2), 137-164. <https://doi.org/10.22146/gamaijb.26239>
- Daoud, I. J. (2017). Multicollinearity and regression analysis. *Journal of Physics: Conference Series*, 949(1). <https://doi.org/10.1088/1742-6596/949/1/012009>
- de Jong, A., Verbeek, M., & Verwijmeren, P. (2012). Does financial flexibility reduce investment distortions? *Journal of Financial Research*, 35(2), 243–259. <https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.2012.01316.x>
- Denis, D. J., & McKeon, S. B. (2012). Debt financing and financial flexibility evidence from proactive leverage increases. *The Review of Financial Studies*, 25(6), 1897-1929. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhs005>
- Farrar, E. D., & Glauber, R. R. (1967). Multicollinearity in regression analysis: The problem revisited. *The Review of Economic and Statistics*, 49(1), 92-107. <https://doi.org/10.2307/1937887>
- Fazzari, S. M., Hubbard, R. G., Petersen, B. C. (1988). Financing constraints and corporate investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1988(1), 141–206. <https://doi.org/10.2307/2534426>
- Fabozzi, F. J., Gupta, F., & Markowitz, H. M. (2002). The legacy of modern portfolio theory. *The Journal of Investing*, 11(3), 7-22.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2008). Chapter 12 - Trade-off and pecking order theories of debt. In *Handbook of Empirical Corporate Finance* (pp. 135-202). Elsevier. <https://doi.org/10.1016/b978-0-444-53265-7.50004-4>
- Gamba, A., & Triantis, A. (2008). The value of financial flexibility. *The Journal of Finance*, 63(5), 2263-2296. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01397.x>
- Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2001). *The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field*. *Journal of Financial Economics*, 60(2–3), 187–243. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(01\)00044-7](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00044-7)
- Guariglia, A. (2008). Internal financial constraints, external financial constraints, and investment choice: Evidence from a panel of UK firms. *Journal of Banking and Finance*, 32(9), 1795-1809. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.12.008>
- Hall, A. R. (2003). Generalized method of moments. In B. H. Baltagi (Ed.), *A companion to theoretical econometrics* (pp. 230-255). John Wiley & Sons. <https://doi.org/10.1002/9780470996249.ch12>
- Hall, T. W. (2012). The collateral channel: Evidence on leverage and asset tangibility. *Journal of Corporate Finance*, 18(3), 570-583. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.12.003>
- Harris, M., & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *The Journal of Finance*, 46(1), 297-355. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03753.x>
- Hsiao, C. (2022). *Analysis of Panel Data* (4th ed.). Cambridge University Press. <https://doi.org/10.1017/9781009057745>
- Islam, M. R., Hossain, M. A., Uddin, M. S., & Bahta, D. T. (2020). Does financial flexibility foster investment efficiency? Evidence from an emerging market. *Asian Business Review*, 10(2), 121-136. <https://doi.org/10.18034/abr.v10i2.476>
- Jahanzeb, A., Rehman, S. U., Bajuri, N. H., Karami, M., & Ahmadimousaab, A. (2013). Trade-off theory, pecking order theory and market timing theory: A comprehensive review of capital structure theories. *International Journal of Management and Commerce Innovations*, 1(1), 11-18.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 76(2), 323-329. <https://www.jstor.org/stable/1818789>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Le, Q. S. (2016). *Value of financial flexibility, investment efficiency and adjustment speed of working capital*. Southampton Business School, University of Southampton.
- Ma, C.-A., & Jin, Y. (2016). What drives the relationship between financial flexibility and firm performance: Investment scale or investment efficiency? Evidence from China. *Emerging Markets Finance and Trade*, 52(9), 2043-2055. <https://doi.org/10.1080/1540496x.2015.1098036>

- Mahmood, Y., Rashid, A., & Rizwan, M. F. (2021). Do corporate financial flexibility, financial sector development and regulatory environment affect corporate investment decisions? *Journal of Economic and Administrative Sciences*, 38(3), 485-508. <https://doi.org/10.1108/jeas-10-2019-0109>
- Marchica, M.-T., & Mura, R. (2010). Financial flexibility, investment ability, and firm value: Evidence from firms with spare debt capacity. *Financial Management*, 39(34), 1339–1365. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053x.2010.01115.x>
- Markowitz, H. (1952). Portfolio selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77-91. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1952.tb01525.x>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443. <https://www.jstor.org/stable/1809167>
- Medlen, C. (2003). Veblen's Q-Tobin's Q. *Journal of Economic Issues*, 37(4), 967–986. <https://doi.org/10.1080/00213624.2003.11506638>
- Mura, R., & Marchica, M. T. (2008). *Financial flexibility and investment decisions: Evidence from low-leverage firms*. SSRN Electronic Journal. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1108544>
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information the investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Myers, S. C. (1974). Interactions of corporate financing and investment decisions-implications for capital budgeting. *The Journal of finance*, 29(1), 1-25. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1974.tb00021.x>
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *Journal of Finance*, 39(3), 575-592. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x>
- Nguyen, T. N. L., & Nguyen, V. C. (2020). The determinants of profitability in listed enterprises: A study from Vietnamese stock exchange. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(1), 47-58. https://oak.go.kr/central/journallist/journaldetail.do?article_seq=23369
- Omara, M. R., & Rashed, A. (2023). Financial flexibility and investment efficiency: The moderating role of board financial expertise. *Investment Management and Financial Innovations*, 20(4), 283-296. [https://doi.org/10.21511/imfi.20\(4\).2023.23](https://doi.org/10.21511/imfi.20(4).2023.23)
- Michaud, R. O. (1998). *Efficient asset management: A practical guide to stock portfolio optimization and asset allocation*. Harvard Business School Press. <https://newfrontieradvisors.com/media/1alhzu0/efficient-asset-management-1998.pdf>
- Richardson, S. (2006). Over-investment of free cash flow. *Review of Accounting Studies*, 11, 159-189. <https://doi.org/10.1007/s11142-006-9012-1>
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- Sun, S., & Chaoqun, G. (2023). Financial flexibility and investment efficiency. *Pacific International Journal*, 6(1), 98-103. <https://doi.org/10.55014/pij.v6i1.316>
- Teng, X., Chang, B.-G., & Wu, K.-S. (2021). The role of financial flexibility on enterprise sustainable development during the COVID-19 crisis—A consideration of tangible assets. *Sustainability*, 13(3). <https://doi.org/10.3390/su13031245>
- Wu, W., Le, C., Shi, Y., & Alkaraan, F. (2024). The influence of financial flexibility on firm performance: The moderating effects of investment efficiency and investment scale. *Journal of Applied Accounting Research*, 25(5), 1183-1202. <https://doi.org/10.1108/JAAR-07-2023-0192>
- Yung, K., Li, D. D., & Jian, Y. (2015). The value of corporate financial flexibility in emerging countries. *Journal of Multinational Financial Management*, 32-33, 25-41. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2015.07.001>
- Zhou, X., & Li, J. (2019). Factors influencing financial flexibility of enterprises. In N. Xiong, Z. Xiao, Z. Tong, J. Du, L. Wang, M. Li (Eds.), *Advances in Computational Science and Computing* (Vol. 877, pp. 69-77). Springer. https://doi.org/10.1007/978-3-030-02116-0_9