

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

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

Ngày nhận: 07/10/2025

Ngày chấp nhận: 10/02/2026

Ngày đăng: 25/06/2026

DOI: 10.52932/jfmr.17i1visp.1121

Phụ lục 1. Đo lường biến số

Linh hoạt tài chính

Việc đo lường các biến số đóng một vai trò quan trọng trong các bài nghiên cứu vì nó không chỉ giúp chúng ta hiểu sâu hơn về các đặc tính và mối liên hệ giữa chúng mà còn cung cấp cơ sở khoa học cho việc đánh giá hiệu quả của các phương pháp nghiên cứu.

Theo Omara và Rashed (2023), Sun và Chaoqun (2023), Islam và cộng sự (2020) và Cherkasova và Kuzmin (2018), FF được xem là yếu tố có ảnh hưởng đến nhiều hoạt động doanh nghiệp, đặc biệt là IE. Cherkasova và Kuzmin (2018), Bancel và Mittoo (2011) và Graham và Harvey (2001) khẳng định, FF được duy trì chủ yếu thông qua các quyết định đòn bẩy, phản ánh khả năng tăng trưởng tương lai. Đòn bẩy là yếu tố được dự đoán và quan sát được, và được xác định là yếu tố tạo nên sự khác biệt giữa các công ty.

Nghiên cứu này đo lường FF thông qua ước tính đòn bẩy tài chính, dựa trên nghiên cứu của Cherkasova và Kuzmin (2018) và Marchica và Mura (2010). Theo đó, công ty được coi là có FF nếu duy trì khả năng nợ dự trữ (Spare Debt Capacity - SDC) trong ít nhất ba năm liên tiếp, tức là có thể vay thêm vốn nhưng không sử dụng.

FF được ước tính dựa trên các yếu tố: đòn bẩy, giá trị thị trường so với giá trị sách (MTB), kích thước công ty (Size), tỷ lệ tài sản cố định (Tangibility), và tỷ lệ lợi nhuận (Profitability), và phương trình mô hình được thể hiện dưới đây:

$$FF_{i,t} = \alpha_0 \text{Leverage}_{i,t-1} + \beta_1 \text{MTB}_{i,t} + \beta_2 \text{Size}_{i,t} + \beta_3 \text{Tan}_{i,t} + \beta_4 \text{Pro}_{i,t} + \mu_{i,t} \quad (1)$$

Trong đó:

$\text{Leverage}_{i,t-1}$: là tỷ lệ đòn bẩy tài chính của công ty năm trước đó.

$\text{MTB}_{i,t}$: là tỷ lệ giá trị thị trường so với giá trị sách.

$\text{Size}_{i,t}$: là logarit tự nhiên của tổng tài sản.

$\text{Tangibility}_{i,t}$: là tỷ lệ tài sản cố định trên tổng tài sản.

$\text{Profitability}_{i,t}$: là tỷ lệ giữa lợi nhuận ròng và tổng tài sản.

$\mu_{i,t}$: Sai số.

Hiệu quả đầu tư

Theo Omara và Rashed (2023), Mahmood và cộng sự (2021), IE chịu tác động bởi nhiều yếu tố, trong đó FF là nhân tố quan trọng. Do khó đo lường trực tiếp, các nghiên cứu thường dùng biến thay thế để phản ánh IE (Sun & Chaoqun, 2023). Nghiên cứu này tiến hành: (i) kiểm tra mối quan hệ giữa FF và khả năng đầu tư của doanh nghiệp; (ii) đo lường IE dựa trên sự chênh lệch giữa đầu tư thực tế và đầu tư kỳ vọng, với trị tuyệt đối phần dư phản ánh mức đầu tư không tối ưu (Omara & Rashed, 2023; Sun & Chaoqun, 2023; Islam và cộng sự, 2020; Cherkasova & Kuzmin, 2018).

(i) *Kiểm tra mối quan hệ giữa linh hoạt tài chính và khả năng đầu tư*

Marchica và Mura (2010) chỉ ra rằng, công ty duy trì đòn bẩy thấp có thể gia tăng chi tiêu vốn, thường qua phát hành nợ, cho thấy FF giúp tận dụng cơ hội và giảm rủi ro thanh khoản. Tương tự, Islam và cộng sự (2020) nhấn mạnh, FF hỗ trợ doanh nghiệp dễ dàng tiếp cận vốn, quản lý nợ hiệu quả và thúc đẩy đầu tư mở rộng. Như vậy, FF thể hiện khả năng huy động vốn và sử dụng tối ưu nguồn lực tài chính, được lượng hóa trong mô hình (2):

$$\text{InvestCapability}_{i,t} = \alpha_0 \text{InvestCapability}_{i,t-1} + \beta_1 \text{CF}_{i,t-1} + \beta_2 \text{TobinQ}_{i,t} + \beta_3 \text{FF}_{i,t} + \mu_{i,t} \quad (2)$$

Trong đó:

$\text{InvestCapability}_{i,t}$: Khả năng đầu tư của công ty i trong thời điểm t.

$\text{InvestCapability}_{i,t-1}$: Khả năng đầu tư của công ty i trong thời điểm trước đó t-1.

$\text{CF}_{i,t-1}$: Dòng tiền của công ty tại thời điểm t-1.

$\text{TobinQ}_{i,t}$: Chỉ số Tobin's Q của công ty i trong thời điểm t.

$\text{FF}_{i,t}$: Linh hoạt tài chính của khả năng nợ dự trữ được xác định ở mô hình 1.

$\mu_{i,t}$: Sai số.

(ii) *Đo lường hiệu quả đầu tư*

Theo Cherkasova và Kuzmin (2018), IE được đo lường dựa trên mô hình hồi quy của Richardson (2006), dự đoán mức đầu tư kỳ vọng từ các yếu tố ảnh hưởng. Hiệu quả được xác định qua phần dư $e_{i,t}$, tức là chênh lệch giữa đầu tư thực tế và dự đoán. Nếu $e_{i,t}$ dương, công ty đầu tư quá mức; nếu $e_{i,t}$ âm, công ty đầu tư dưới mức. Giá trị tuyệt đối của $e_{i,t}$ phản ánh hiệu quả đầu tư IE_{it} : càng nhỏ thì đầu tư càng hiệu quả, càng lớn thì mức bất thường càng cao. Mô hình tổng quát được thực hiện như sau:

$$\text{Inv}_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 \text{Leverage}_{i,t-1} + \beta_2 \text{Cash}_{i,t-1} + \beta_3 \text{MTB}_{i,t-1} + \beta_4 \text{Size}_{i,t-1} + \beta_5 \text{Return}_{i,t-1} + \beta_6 \text{Inv}_{i,t-1} + e_{i,t} \quad (3)$$

Trong đó:

$\text{Inv}_{i,t}$: Mức đầu tư của công ty trong giai đoạn t.

$\text{Leverage}_{i,t-1}$: Tỷ lệ đòn bẩy tài chính của công ty i tại thời điểm t-1.

$\text{Cash}_{i,t-1}$: Tỷ lệ tiền mặt và đầu tư ngắn hạn so với tổng tài sản.

$\text{MTB}_{i,t-1}$: Tỷ lệ giữa giá trị thị trường và giá trị sổ sách.

$\text{Size}_{i,t-1}$: Quy mô công ty trong giai đoạn trước đó.

$\text{Return}_{i,t-1}$: Tỷ lệ lợi nhuận trên tài sản

$\text{Inv}_{i,t-1}$: Mức độ đầu tư của công ty trong giai đoạn trước đó.

$e_{i,t}$: Giá trị phần dư trong mô hình

3.1. Các biến kiểm soát

Theo các nghiên cứu trước (Omara & Rashed, 2023; Sun & Chaoqun, 2023; Islam và cộng sự, 2020; Cherkasova & Kuzmin, 2018), bài nghiên cứu có các biến kiểm soát sau:

MTB: Tỷ lệ giá trị thị trường/giá trị sổ sách, phản ánh mức định giá công ty (Jensen & Meckling, 1976).

$$MTB = \frac{\text{Giá trị sổ sách của TS} + \text{Giá trị VHTT của cổ phiếu} - \text{Giá trị VCSH sổ sách}}{\text{Giá trị sổ sách của TS}}$$

Size: Kích thước công ty, đo bằng logarit tổng tài sản (Sun và Chaoqun, 2023).

$$\text{Size} = \ln (\text{Tổng tài sản công ty})$$

Return: Lợi tức cổ phiếu hàng năm (Sun và Chaoqun, 2023).

$$\text{Return} = \frac{\text{Giá đóng cửa của cổ phiếu} - \text{Giá mở cửa cổ phiếu}}{\text{Giá mở cửa cổ phiếu}}$$

Tobin's Q: Định giá công ty so với chi phí thay thế tài sản (Medlen, 2003).

$$\text{Tobin Q} = \frac{\text{Tổng vốn hóa thị trường của công ty} + \text{Nợ phải trả}}{\text{Tổng tài sản}}$$

Cash: Tỷ lệ tiền mặt và tương đương tiền (Cherkasova và Kuzmin, 2018).

$$\text{Cash} = \frac{\text{Tiền mặt} + \text{Các khoản tương đương tiền} + \text{Đầu tư ngắn hạn}}{\text{Tổng tài sản}}$$

Leverage: Đòn bẩy tài chính Byoun (2011).

$$\text{Leverage} = \frac{\text{Tổng nợ}}{\text{Tổng tài sản}}$$

Cash Flows: Khả năng tạo tiền từ hoạt động kinh doanh (Banerjee và cộng sự, 2023).

$$CF = \frac{\text{Dòng tiền hoạt động ròng}}{\text{Tổng tài sản}}$$

Tangibility: Tài sản hữu hình trong tổng tài sản (Hall, 2012).

$$\text{Tangibility} = \frac{\text{Tài sản cố định}}{\text{Tổng tài sản}}$$

Profitability: Lợi nhuận ròng trên tổng tài sản (Nguyen và Nguyen, 2020).

$$\text{Profitability} = \frac{\text{Lợi nhuận ròng}}{\text{Tổng tài sản}}$$

Phụ lục 2. Thống kê mô tả

Tên biến	Số quan sát	Giá trị Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
IE	800	0,002	0,033	-0,067	0,128
FF	800	0,002	0,154	-0,329	0,367
Size _{i,t-1}	800	21,475	1,156	19,492	23,786
Tan _{i,t-1}	800	0,204	0,170	0,006	0,609
TobinQ _{i,t-1}	800	392,985	336,00	60,540	1.321,386
CF _{i,t-1}	800	0,094	0,067	0,010	0,250

Phụ lục 3. Ma trận tương quan

Tên biến	IE	FF	Size _{i,t-1}	Tan _{i,t-1}	TobinQ _{i,t-1}	CF _{i,t-1}
IE	1,0000					
FF	0,2740	1,0000				
Size _{i,t-1}	-0,1313	0,3826	1,0000			
Tan _{i,t-1}	0,0890	-0,1069	0,0761	1,0000		
TobinQ _{i,t-1}	0,1214	0,3707	0,1884	0,1216	1,0000	
CF _{i,t-1}	-0,1172	0,2754	0,0335	0,3176	0,5576	1,0000

Phụ lục 4. Kiểm tra đa cộng tuyến

Tên Biến	VIF	1/VIF
CF _{i,t-1}	1,69	0,9320
TobinQ _{i,t-1}	1,59	0,6295
FF	1,42	0,7023
Size _{i,t-1}	1,23	0,8129
Tan _{i,t-1}	1,20	0,8329
Mean VIF	1,43	

Phụ lục 5. Kết quả hồi quy

Biến phụ thuộc: IE	Hệ số hồi quy
Biến độc lập	
FF	0,1055*** [0,0078]
Size _{i,t-1}	-0,0106*** 0,0565*** [0,0065]
Tan _{i,t-1}	0,000023*** [0,0000]
TobinQ _{i,t-1}	-0,2276*** [0,0193]
CF _{i,t-1}	0,2303*** [0,0206]
_cons	
Số quan sát	800
R bình phương	0,2885
R bình phương điều chỉnh	0,2841
Thống kê F	64,40***

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