

## ĐẦU TƯ DƯỚI MỨC VÀ HIỆU QUẢ TÀI CHÍNH: BẰNG CHỨNG THỰC NGHIỆM TỪ CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM

Lê Thị Nhung<sup>1</sup>

*Học viện Chính sách và Phát triển, Hà Nội, Việt Nam*

Ngày nhận: 31/10/2024; Ngày hoàn thành biên tập: 05/06/2025; Ngày duyệt đăng: 28/07/2025

DOI: <https://doi.org/10.38203/jiem.vi.102024.1203>

**Tóm tắt:** Nghiên cứu đo lường mức độ đầu tư dưới mức (underinvestment) của các doanh nghiệp niêm yết và đồng thời phân tích ảnh hưởng của hiện tượng này đến hiệu quả tài chính doanh nghiệp. Dữ liệu từ 214 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn 2012-2023 được phân tích bằng phương pháp hồi quy dữ liệu bảng tĩnh. Kết quả cho thấy có đến 47,90% doanh nghiệp đang rơi vào tình trạng đầu tư dưới mức. Phát hiện này phù hợp với các nghiên cứu trước đó, đồng thời khẳng định mối quan hệ tiêu cực giữa đầu tư dưới mức và hiệu quả tài chính doanh nghiệp. Từ đó, bài viết cung cấp bằng chứng thực nghiệm có giá trị, làm cơ sở điều chỉnh chiến lược, cũng như hỗ trợ nhà đầu tư trong quá trình đánh giá và ra quyết định trên thị trường tài chính.

**Từ khóa:** Đầu tư dưới mức, Hiệu quả tài chính, Doanh nghiệp phi tài chính

### UNDERINVESTMENT AND FINANCIAL PERFORMANCE: EMPIRICAL EVIDENCE FROM LISTED FIRMS IN VIETNAM

**Abstract:** This research aims to measure the extent of underinvestment among listed companies and to assess the impact of this phenomenon on corporate financial performance. The dataset comprises 214 non-financial firms listed in Vietnam during the period 2012-2023 and can be analyzed using a static panel data regression method. The findings show that approximately 47.90% of the companies are experiencing underinvestment. This result is consistent with previous studies and confirms the negative relationship between underinvestment and corporate financial performance. Accordingly, the research provides valuable empirical evidence that can serve as a basis for strategic adjustments and support investors in the process of evaluation and decision-making in the financial market.

**Keywords:** Underinvestment, Financial Performance, Non-Financial Enterprise

<sup>1</sup> Tác giả liên hệ, Email: [nhunglt@apd.edu.vn](mailto:nhunglt@apd.edu.vn)

## 1. Giới thiệu

Đầu tư là yếu tố cốt lõi để doanh nghiệp duy trì tăng trưởng bền vững. Về mặt lý thuyết, các doanh nghiệp nên thực hiện các khoản đầu tư tối ưu nhằm gia tăng giá trị doanh nghiệp, tuy nhiên, thực tế cho thấy quá trình ra quyết định đầu tư không phải lúc nào cũng diễn ra theo cách này. Xung đột lợi ích giữa các bên liên quan trong doanh nghiệp dẫn đến vấn đề đại diện, đặc biệt trong bối cảnh tồn tại bất cân xứng thông tin hoặc các hạn chế tài chính, có thể khiến doanh nghiệp đưa ra các quyết định đầu tư không tối ưu, trong đó có hiện tượng đầu tư dưới mức, gây ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả tài chính. Đầu tư dưới mức xảy ra khi doanh nghiệp từ chối hoặc không thể đầu tư vào các dự án có giá trị hiện tại ròng (NPV) dương, ngay cả khi các dự án này có tiềm năng sinh lời và gia tăng giá trị doanh nghiệp. Nguyên nhân của tình trạng này có thể xuất phát từ xung đột lợi ích giữa cổ đông và chủ nợ, liên quan đến vấn đề thay thế tài sản (Jensen & Meckling, 1976), rủi ro đạo đức (Myers, 1977) hoặc vấn đề lựa chọn bất lợi (Stiglitz & Weiss, 1981). Khi doanh nghiệp có mức nợ cao hoặc đối mặt với bất cân xứng thông tin, chủ nợ có thể thắt chặt điều kiện tài chính, làm tăng chi phí vốn và hạn chế khả năng đầu tư, từ đó tác động tiêu cực đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Bên cạnh đó, mâu thuẫn giữa cổ đông hiện tại và cổ đông tương lai cũng có thể gây ra vấn đề đầu tư dưới mức, đặc biệt khi tồn tại lựa chọn bất lợi do thông tin không đầy đủ (Myers & Majluf, 1984). Điều này làm gia tăng chi phí huy động vốn và khiến cổ đông hiện tại có xu hướng từ chối đầu tư, ngay cả khi các dự án có NPV dương. Từ đó cản trở quá trình nâng cao hiệu quả tài chính của doanh nghiệp.

Trong những năm gần đây, Việt Nam luôn chú trọng đến việc tạo điều kiện thuận lợi để thúc đẩy các hoạt động đầu tư của doanh nghiệp (Nguyen & cộng sự, 2020). Tuy nhiên, việc các hoạt động đầu tư có thể phát huy đúng tiềm năng trong việc gia tăng hiệu quả tài chính của doanh nghiệp hay không còn phụ thuộc vào chính sách đầu tư của doanh nghiệp. Trong đó, việc nhận diện và ngăn ngừa các hành vi đầu tư dưới mức là yếu tố quan trọng quyết định đến hiệu quả của hoạt động đầu tư.

Các nghiên cứu về mối quan hệ giữa đầu tư dưới mức và hiệu quả tài chính doanh nghiệp chủ yếu được thực hiện tại các quốc gia phát triển, trong khi các nghiên cứu trên thị trường đang phát triển vẫn còn hạn chế (Richardson, 2006; Titman & cộng sự, 2004; Farooq & cộng sự, 2014; Liu & cộng sự, 2021). Do đó, nghiên cứu này sử dụng dữ liệu của các doanh nghiệp tại Việt Nam nhằm xác định vấn đề đầu tư dưới mức trong bối cảnh thị trường mới nổi, đồng thời bổ sung bằng chứng thực nghiệm về tác động của đầu tư dưới mức đến hiệu quả tài chính doanh nghiệp tại thị trường đang phát triển. Nghiên cứu này đóng góp vào tài liệu nghiên cứu về hành vi đầu tư của các doanh nghiệp tại thị trường mới nổi, qua đó đánh giá vai trò của đầu tư trong quá trình tạo ra giá trị cho doanh nghiệp.

Nghiên cứu được thực hiện với hai mục tiêu chính. Một là, xác định hiện tượng đầu tư dưới mức, nghiên cứu áp dụng mô hình đầu tư của Richardson (2006) để phân tách tổng mức đầu tư của doanh nghiệp thành đầu tư dự kiến và đầu tư bất thường. Đầu tư bất thường được định nghĩa là phần chênh lệch giữa mức đầu tư thực tế và mức đầu tư dự kiến, được ước lượng từ hàm đầu tư theo phương pháp của Richardson (2006). Chỉ số này phản ánh mức độ chênh lệch giữa quyết định đầu tư thực tế của doanh nghiệp so với mức đầu tư tối ưu. Đầu tư dưới mức được xác định khi giá trị của đầu tư bất thường nhỏ hơn 0, tức là doanh nghiệp đầu tư thấp hơn mức tối ưu được ước lượng. Hai là, đánh giá tác động của đầu tư dưới mức đến hiệu quả tài chính doanh nghiệp. Nghiên cứu sử dụng

phương pháp hồi quy dữ liệu bảng tĩnh để kiểm tra mối quan hệ thực nghiệm giữa đầu tư dưới mức và hiệu quả tài chính doanh nghiệp. Hiệu quả tài chính doanh nghiệp được đo lường dựa trên cả dữ liệu kế toán và dữ liệu thị trường. Kết quả nghiên cứu cung cấp bằng chứng thực nghiệm về ảnh hưởng của đầu tư dưới mức trong bối cảnh một nền kinh tế đang phát triển, đồng thời góp phần làm rõ vai trò của đầu tư trong quá trình tạo giá trị doanh nghiệp tại thị trường mới nổi như Việt Nam.

Cấu trúc của bài viết gồm 5 phần. Sau phần giới thiệu, phần 2 trình bày tổng quan nghiên cứu. Tiếp đó, phần 3 đưa ra phương pháp nghiên cứu. Phần 4 trình bày kết quả và thảo luận kết quả nghiên cứu. Cuối cùng, phần 5 đưa ra hàm ý chính sách và kết luận.

## **2. Tổng quan nghiên cứu**

### **2.1 Cơ sở lý thuyết**

Vấn đề đại diện phát sinh từ mâu thuẫn lợi ích giữa các bên liên quan trong doanh nghiệp, chủ yếu bao gồm xung đột giữa cổ đông và chủ nợ, cổ đông và nhà quản lý hoặc cổ đông hiện tại và cổ đông tiềm năng. Do nhà quản lý không sở hữu toàn bộ công ty, họ có thể đưa ra quyết định đầu tư dựa trên lợi ích cá nhân thay vì tối đa hóa giá trị doanh nghiệp, dẫn đến quyết định đầu tư kém hiệu quả (Jensen & Meckling, 1976). Xung đột lợi ích giữa các bên liên quan, kết hợp với bất cân xứng thông tin và hạn chế tài chính, có thể làm phát sinh các quyết định đầu tư không tối ưu, dẫn đến hiện tượng đầu tư dưới mức hoặc đầu tư quá mức, qua đó cản trở quá trình tối đa hóa giá trị doanh nghiệp và chỉ mang lại lợi ích cho một nhóm đối tượng cụ thể.

Vấn đề đầu tư dưới mức có liên quan đến mối quan hệ đại diện giữa cổ đông và chủ nợ, dựa trên giả thuyết rằng nhà quản lý hành động vì lợi ích của cổ đông. Myers (1977) lần đầu tiên chỉ ra rằng các công ty có nợ rủi ro (tức là khoản nợ có giá trị thị trường thấp hơn giá trị danh nghĩa) có thể khiến các nhà quản lý từ chối các dự án có NPV dương, dẫn đến giảm hiệu quả tài chính doanh nghiệp. Nguyên nhân do mức nợ cao làm hạn chế khả năng tiếp cận vốn vay cho các dự án mới. Trong trường hợp này, lợi ích từ các khoản đầu tư mới có thể bị chủ nợ thu hồi dưới dạng lãi suất hoặc trả nợ, thay vì mang lại giá trị cho cổ đông, dẫn đến vấn đề rủi ro đạo đức (Myers, 1977). Do đó, nếu cổ đông nhận thấy lợi nhuận từ đầu tư không tương xứng với mức độ rủi ro họ phải gánh chịu, họ có thể từ chối đầu tư ngay cả khi dự án có NPV dương, gây ra tình trạng đầu tư dưới mức.

Tuy nhiên, Jensen & Meckling (1976) lại lập luận rằng các cổ đông thường có xu hướng ưa thích các khoản đầu tư rủi ro, do họ có trách nhiệm hữu hạn, ngay cả khi doanh nghiệp phá sản. Cổ đông kỳ vọng rằng nếu một khoản đầu tư rủi ro thành công, lợi nhuận thu được sẽ cao hơn so với phần mà chủ nợ nhận được, ngược lại, nếu khoản đầu tư thất bại, họ có thể chuyển khoản lỗ sang cho chủ nợ, dẫn đến vấn đề thay thế tài sản (Jensen & Meckling, 1976). Trước rủi ro này, chủ nợ có thể áp đặt các hạn chế lên quyết định đầu tư của doanh nghiệp nhằm bảo vệ quyền lợi của mình, bao gồm giới hạn khả năng vay thêm nợ, hạn chế đầu tư rủi ro và yêu cầu duy trì tỷ lệ đòn bẩy thấp. Khi đó chi phí huy động vốn tăng lên, làm giảm khả năng thực hiện các khoản đầu tư có NPV dương, dẫn đến tình trạng đầu tư dưới mức và ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp.

Bên cạnh đó, xung đột lợi ích giữa cổ đông và chủ nợ cũng có thể gây ra vấn đề lựa chọn bất lợi (Stiglitz & Weiss, 1981). Do chủ nợ có ít thông tin hơn cổ đông, họ không thể phân biệt chính xác chất lượng của các khoản đầu tư, dẫn đến xu hướng tăng lãi suất

hoặc áp đặt các hạn chế tín dụng đối với các khoản vay mới nhằm giảm thiểu rủi ro. Nếu chi phí vốn tăng quá mức, doanh nghiệp có thể từ bỏ các dự án có NPV dương do không thể huy động đủ vốn nội bộ, gây ra tình trạng đầu tư dưới mức và làm suy giảm khả năng tạo giá trị.

Ngoài xung đột giữa cổ đông và chủ nợ, vấn đề đầu tư dưới mức còn liên quan đến mối quan hệ đại diện giữa cổ đông hiện tại và cổ đông tiềm năng, dựa trên giả thuyết rằng nhà quản lý hành động vì lợi ích của cổ đông hiện tại. Khi doanh nghiệp cần huy động vốn cho các khoản đầu tư mới, họ có thể phát hành cổ phiếu mới thay vì vay nợ, điều này có thể tạo ra xung đột lợi ích giữa cổ đông hiện tại và cổ đông mới trong điều kiện bất cân xứng thông tin (Myers & Majluf, 1984). Cổ đông bên ngoài không có đầy đủ thông tin về chất lượng thực tế của các khoản đầu tư, do đó họ có xu hướng định giá rủi ro cao hơn. Nếu công ty phát hành cổ phiếu mới, thị trường có thể cho rằng nhà quản lý đang định giá doanh nghiệp cao hơn giá trị thực, dẫn đến việc cổ đông mới yêu cầu mức phí bù rủi ro cao để đổi lấy nguồn lực tài chính. Hệ quả là doanh nghiệp buộc phải phát hành cổ phiếu với mức giá thấp hơn giá thị trường, gây loãng giá trị cổ phần. Trong tình huống này, cổ đông hiện tại có thể từ chối đầu tư vì chi phí huy động vốn quá cao, ngay cả khi dự án có NPV dương có thể gây suy giảm giá trị doanh nghiệp, làm ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính trong dài hạn.

Như vậy, các xung đột lợi ích giữa cổ đông và chủ nợ, cũng như giữa cổ đông hiện tại và cổ đông tiềm năng, trong bối cảnh bất cân xứng thông tin và hạn chế tài chính, có thể dẫn đến tình trạng thiếu hụt nguồn lực đầu tư cần thiết, làm giảm khả năng tận dụng các cơ hội đầu tư có tiềm năng gia tăng giá trị. Vấn đề này dẫn đến quyết định đầu tư không tối ưu, trong đó có hiện tượng đầu tư dưới mức, gây ra tác động tiêu cực đến quá trình tạo giá trị và hiệu quả tài chính của doanh nghiệp, làm gia tăng rủi ro tài chính và hạn chế khả năng phát triển bền vững trong dài hạn.

## **2.2 Tổng quan nghiên cứu**

Richardson (2006) đặt nền móng quan trọng cho việc nghiên cứu mối quan hệ giữa đầu tư bất thường bao gồm cả đầu tư dưới mức, đầu tư quá mức và hiệu quả tài chính doanh nghiệp. Bằng cách sử dụng dữ liệu lớn từ hơn 58.000 quan sát tại các công ty Mỹ, nghiên cứu xây dựng mô hình hàm cầu đầu tư nhằm xác định mức đầu tư dự kiến và đo lường phân chênh lệch giữa đầu tư thực tế và mức đầu tư tối ưu. Theo cách tiếp cận này, đầu tư dưới mức được hiểu là phân chênh lệch âm, tức là khi doanh nghiệp đầu tư ít hơn mức được coi là hợp lý. Kết quả chỉ ra rằng những hành vi đầu tư không hợp lý này có thể làm suy giảm hiệu quả tài chính, gia tăng rủi ro và gây tổn hại đến giá trị cổ đông.

Tiếp nối hướng nghiên cứu đó, Morgado & Pindado (2003) phân tích dữ liệu bảng từ các doanh nghiệp phi tài chính tại Tây Ban Nha giai đoạn 1990-1999 và đưa ra bằng chứng thực nghiệm cho thấy khi doanh nghiệp rơi vào tình trạng đầu tư dưới mức, việc tăng cường đầu tư có thể giúp cải thiện giá trị thị trường của doanh nghiệp. Ngược lại, nếu doanh nghiệp đầu tư vượt quá mức tối ưu, giá trị có thể giảm sút do hiệu quả đầu tư kém. Phát hiện này làm nổi bật tầm quan trọng của việc xác định đúng “mức đầu tư tối ưu” và cảnh báo rằng việc đầu tư dưới ngưỡng này có thể kìm hãm sự tăng trưởng giá trị của doanh nghiệp.

Các nghiên cứu tại Trung Quốc của Richardson (2006) và Liu & Bredin (2010) cũng cho thấy một xu hướng tương tự, đầu tư dưới mức có ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả

tài chính doanh nghiệp. Điều đáng chú ý là tại các doanh nghiệp Trung Quốc, hiện tượng đầu tư dưới mức xuất hiện phổ biến hơn so với đầu tư quá mức. Điều này cho thấy thách thức lớn trong việc quản lý đầu tư hợp lý tại các nền kinh tế mới nổi, nơi mà sự bất cân xứng thông tin và các rào cản tài chính vẫn còn phổ biến.

Làm rõ thêm mối liên hệ giữa đầu tư và hiệu quả tài chính trong dài hạn, Liu & cộng sự (2021) sử dụng dữ liệu của các công ty đại chúng tại Mỹ trong giai đoạn 1974-2017 để kiểm định mối quan hệ giữa đầu tư bất thường và lợi nhuận cổ phiếu trong tương lai. Kết quả cho thấy, đầu tư dưới mức là yếu tố chủ yếu dẫn đến mối quan hệ tiêu cực giữa đầu tư bất thường và lợi nhuận cổ phiếu, qua đó nhấn mạnh tính hệ trọng của việc ra quyết định đầu tư hợp lý.

Những phát hiện này được củng cố thêm bởi Titman & cộng sự (2004), Yang (2005) và Fu (2010), khi tất cả đều cho thấy rằng cả đầu tư quá mức lẫn đầu tư dưới mức đều mang lại hệ quả tiêu cực đáng kể cho hiệu quả tài chính doanh nghiệp. Trên cơ sở đó, giả thuyết nghiên cứu được đề xuất như sau:

*H: Hoạt động đầu tư dưới mức có tác động tiêu cực đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp.*

### 3. Phương pháp nghiên cứu

#### 3.1 Mô hình nghiên cứu

Nghiên cứu áp dụng phương pháp của Richardson (2006) để phân tách đầu tư mới vào các dự án đầu tư của doanh nghiệp thành đầu tư dự kiến và đầu tư bất thường. Dựa trên mô hình hàm cầu đầu tư, nghiên cứu ước lượng đầu tư bất thường, được định nghĩa là phần chênh lệch giữa mức đầu tư thực tế và mức đầu tư dự kiến. Theo đó, đầu tư bất thường bao gồm đầu tư quá mức (khi chênh lệch dương) và đầu tư dưới mức (khi chênh lệch âm). Theo phương pháp của Richardson (2006), đầu tư của doanh nghiệp được chia thành hai phần chính. Một là đầu tư dự kiến, phụ thuộc vào các yếu tố như cơ hội tăng trưởng và hạn chế tài chính. Hai là đầu tư bất thường, được xác định là phần chênh lệch so với mức đầu tư dự kiến. Dựa trên khái niệm này, một phương trình hồi quy được xây dựng để ước tính mức đầu tư dự kiến, trong khi phần dư của mô hình được xem là đầu tư bất thường, có thể có giá trị dương, âm hoặc bằng 0. Khi phần dư có giá trị âm, doanh nghiệp được xác định là có đầu tư dưới mức.

Vì vậy, quy trình xác định đầu tư dưới mức của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam gồm 4 bước. Bước 1 là xây dựng mô hình hàm cầu đầu tư. Dựa trên nghiên cứu của Richardson (2006), mô hình hàm cầu đầu tư được xây dựng như sau:

$$IVT_{i,t} = \beta_1 FL_{i,t} + \beta_2 STD_{i,t} + \beta_3 FSIZE_{i,t} + \beta_4 GROW_{i,t} + \beta_5 ATR_{i,t} + \beta_6 TBQ_{i,t} + \beta_7 CFA_{i,t} + v_{i,t} \quad (1)$$

trong đó,  $IVT_{i,t}$  là tỷ lệ đầu tư của doanh nghiệp  $i$  tại thời điểm  $t$ ;  $FL_{i,t}$  là đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp  $i$  tại thời điểm  $t$ ;  $STD_{i,t}$  là rủi ro tài chính của doanh nghiệp  $i$  tại thời điểm  $t$ ;  $FSIZE_{i,t}$  là quy mô doanh nghiệp  $i$  tại thời điểm  $t$ ;  $GROW_{i,t}$  là tốc độ tăng trưởng doanh thu;  $ATR_{i,t}$  là vòng quay tổng tài sản của doanh nghiệp  $i$  tại thời điểm  $t$ ;  $TBQ_{i,t}$  là cơ hội tăng trưởng giá trị thị trường của doanh nghiệp  $i$  tại thời điểm  $t$ ;  $CFA_{i,t}$  là tỷ lệ dòng tiền từ hoạt động kinh doanh trên tổng tài sản của doanh nghiệp  $i$  tại thời điểm  $t$ ,  $v_{i,t}$  là phần dư. Các biến được diễn giải chi tiết trong Bảng 1.

Bước 2 là ước lượng phần dư từ mô hình hồi quy (1). Dựa trên mô hình, phần dư của hồi quy được sử dụng để xác định đầu tư bất thường. Bước 3 là xác định doanh nghiệp có đầu tư dưới mức. Dựa trên phần dư ước lượng từ mô hình (1), nếu phần dư ước lượng có giá trị âm, doanh nghiệp được xác định có đầu tư dưới mức. Nếu phần dư ước lượng có giá trị bằng 0 trở lên, doanh nghiệp không có hoạt động đầu tư dưới mức (Richardson, 2006). Bước 4 là mã hóa biến giả UINV. Sau khi xác định giá trị ước lượng phần dư âm đại diện cho đầu tư dưới mức, nghiên cứu sử dụng biến giả UINV và thực hiện mã hóa, trong đó UINV bằng 1 nếu doanh nghiệp có đầu tư dưới mức, ngược lại, UINV bằng 0 nếu doanh nghiệp không có đầu tư dưới mức. Tiếp theo, để kiểm định ảnh hưởng của đầu tư dưới mức đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp, mô hình hồi quy dựa trên mô hình của Liu & Bredin (2010) và Miller & cộng sự (2020) được xây dựng như sau:

$$PF_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 UINV_{i,t} + \beta_2 GROW_{i,t} + \beta_3 STDR_{i,t} + \beta_4 LIR_{i,t} + \beta_5 AST_{i,t} + \mu_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

trong đó,  $PF_{i,t}$  là hiệu quả tài chính của doanh nghiệp  $i$  tại thời điểm  $t$ ;  $UINV_{i,t}$  là biến giả phân biệt có hay không có hoạt động đầu tư dưới mức, với  $UINV$  bằng 1 là có hoạt động đầu tư dưới mức,  $UINV$  bằng 0 là không có hoạt động đầu tư dưới mức;  $GROW_{i,t}$  là tốc độ tăng trưởng doanh thu;  $STDR_{i,t}$  là biến động lợi nhuận của doanh nghiệp  $i$  tại thời điểm  $t$ ;  $LIR_{i,t}$  là khả năng thanh toán của doanh nghiệp  $i$  tại thời điểm  $t$ ;  $AST_{i,t}$  là cấu trúc tài sản của doanh nghiệp  $i$  tại thời điểm  $t$ ;  $\mu_{i,t}$  phản ánh những tác động không quan sát được của các doanh nghiệp;  $v_{i,t}$  là phần dư của mô hình. Các biến được diễn giải chi tiết trong Bảng 2.

**Bảng 1. Diễn giải các biến trong mô hình (1)**

Biến	Ký hiệu	Đo lường	Nguồn
<i>Biến phụ thuộc</i>			
Tỷ lệ đầu tư	IVT	Tổng đầu tư/ Tổng tài sản	Wu & Wang (2021)
<i>Biến độc lập</i>			
Đòn bẩy tài chính	FL	Nợ phải trả/ Tổng tài sản	Dao & cộng sự (2021)
Rủi ro tài chính	STD	Độ lệch chuẩn ba năm liên tiếp của (EBIT/ Tổng tài sản)	Trang & Tho (2017)
Quy mô DN	FSIZE	Logarit cơ số tự nhiên (Tổng tài sản)	Lê (2023)
Tăng trưởng doanh thu	GROW	(Doanh thu $t$ - Doanh thu $t-1$ )/ Doanh thu $t-1$	Dao & cộng sự (2021)
Vòng quay tổng tài sản	ATR	Doanh thu thuần/ Tổng tài sản bình quân	Lê (2023)
Cơ hội tăng trưởng giá trị thị trường	TBQ	Giá trị thị trường của Tổng tài sản/ Giá trị sổ sách của Tổng tài sản	Chiang & cộng sự (2019)
Dòng tiền hoạt động kinh doanh	CFA	Dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh/ Tổng tài sản bình quân	Abel (2018)

*Nguồn: Tổng hợp của tác giả*

**Bảng 2. Diễn giải các biến trong mô hình (2)**

<b>Biến</b>	<b>Ký hiệu</b>	<b>Đo lường</b>	<b>Nguồn</b>
<i>Biến phụ thuộc</i>			
Hiệu quả tài chính	PF_ROA	Lợi nhuận sau thuế/ Tổng tài sản	Buallay & cộng sự (2017)
	PF_TBQ	Hệ số Tobin's Q	Liu & Bredin (2010)
<i>Biến độc lập</i>			
Đầu tư dưới mức	UINV	UINV nhận giá trị bằng 1 nếu doanh nghiệp có đầu tư dưới mức, UINV nhận giá trị bằng 0 nếu doanh nghiệp không có đầu tư dưới mức.	Richardson (2006)
<i>Biến kiểm soát</i>			
Tăng trưởng doanh thu	GROW	(Doanh thu t - Doanh thu t-1)/ Doanh thu t-1	Soininen & cộng sự (2012)
Độ biến động của lợi nhuận	STDR	Độ lệch chuẩn ba năm liên tiếp của tỷ suất lợi nhuận	Rehman & cộng sự (2020)
Hệ số thanh toán	LIR	Tỷ lệ tài sản ngắn hạn trên nợ ngắn hạn	Bhatt & Verghese (2018)
Cấu trúc tài sản	AST	Tổng tài sản cố định, bất động sản và hàng tồn kho/ Tổng tài sản	Khan & cộng sự (2018)

*Nguồn: Tổng hợp của tác giả*

### **3.2 Dữ liệu nghiên cứu**

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu từ báo cáo tài chính sau kiểm toán và dữ liệu thị trường của các doanh nghiệp niêm yết trên HOSE và HNX trong giai đoạn 2012-2023. Năm 2012 được chọn làm mốc thời gian bắt đầu nhằm loại trừ tác động của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu đối với thị trường chứng khoán Việt Nam, do biến động mạnh mẽ trong giai đoạn này có thể ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính và hoạt động đầu tư của các doanh nghiệp. Dữ liệu được thu thập và cập nhật liên tục đến hết năm 2023. Mẫu nghiên cứu bao gồm các doanh nghiệp niêm yết, ngoại trừ các ngân hàng thương mại, công ty bảo hiểm và công ty chứng khoán, do đặc thù về cấu trúc tài sản và nguồn vốn của các tổ chức tài chính này có thể ảnh hưởng đến kết quả nghiên cứu. Trong quá trình thu thập dữ liệu, hai doanh nghiệp không đáp ứng đủ tiêu chí về dữ liệu đã bị loại khỏi mẫu nên số lượng doanh nghiệp còn lại là 214. Hơn nữa, do kỹ thuật đo lường các biến rủi ro dựa trên độ lệch chuẩn của ba năm liên tiếp, hai năm đầu của giai đoạn nghiên cứu bị loại khỏi phân tích, làm giảm số lượng quan sát hiệu dụng. Như vậy, mẫu dữ liệu cuối cùng bao gồm 2.140 quan sát, được thu thập từ báo cáo tài chính và dữ liệu thị trường của 214 doanh nghiệp trong giai đoạn 2012-2023. Bảng 3 trình bày thống kê số lượng doanh nghiệp trong mẫu theo các nhóm ngành, dựa trên phân loại ngành ICB cấp 2.

**Bảng 3. Thống kê các doanh nghiệp niêm yết trong mẫu theo nhóm ngành**

STT	Nhóm ngành	Số lượng doanh nghiệp
1	Dầu khí	3
2	Hóa chất	8
3	Tài nguyên cơ bản	5
4	Xây dựng và vật liệu xây dựng	60
5	Các sản phẩm và dịch vụ công nghiệp	41
6	Ô tô và linh kiện ô tô	2
7	Thực phẩm và đồ uống	9
8	Hàng tiêu dùng cá nhân và gia đình	7
9	Y tế	12
10	Bán lẻ	1
11	Truyền thông	16
12	Du lịch và giải trí	3
13	Các dịch vụ hạ tầng	10
14	Bất động sản	24
15	Công nghệ	13

*Nguồn: Tổng hợp của tác giả*

Bảng 3 trình bày sự phân bố các doanh nghiệp trong mẫu theo 15 nhóm ngành. Trong đó, phần lớn các doanh nghiệp thuộc các ngành xây dựng và vật liệu xây dựng, sản phẩm và dịch vụ công nghiệp, bất động sản. Đây là những ngành chiếm tỷ trọng lớn trong tổng số các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam hiện nay.

### **3.3 Phương pháp phân tích**

Dữ liệu nghiên cứu được tổ chức dưới dạng dữ liệu bảng, bao gồm 214 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trong giai đoạn 2012-2023. Theo Wooldridge (2018), có hai phương pháp phổ biến để xử lý dữ liệu bảng, bao gồm mô hình hiệu ứng cố định (FEM) và mô hình hiệu ứng ngẫu nhiên (REM). Để xác định mô hình phù hợp, nghiên cứu sử dụng kiểm định Hausman (Gujarati & Porter, 2009; Wooldridge, 2018). Bên cạnh đó, nghiên cứu áp dụng kiểm định Wooldridge để phát hiện hiện tượng tự tương quan và kiểm định Lagrange Breusch and Pagan để kiểm tra sự tồn tại của phương sai sai số thay đổi trong mô hình được lựa chọn từ kiểm định Hausman. Nếu mô hình REM có hiện tượng tự tương quan và phương sai sai số thay đổi, ước lượng thông số kỹ thuật thực nghiệm bằng mô hình REM với lỗi theo cụm. Trong trường hợp mô hình FEM gặp vấn đề tự tương quan và phương sai sai số thay đổi, phương pháp bình phương tổng quát (GLS) sẽ được sử dụng để hiệu chỉnh ước lượng (Wooldridge, 2018).

## **4. Kết quả và thảo luận kết quả**

### **4.1 Kết quả xác định đầu tư dưới mức**

Số liệu thống kê về số lượng doanh nghiệp có hoạt động đầu tư dưới mức theo từng

năm, được xác định dựa trên phương pháp của Richardson (2006) trình bày trong Bảng 4.

**Bảng 4. Thống kê số lượng doanh nghiệp có hoạt động đầu tư dưới mức**

Năm	Số lượng doanh nghiệp	Tỷ lệ (%)
2014	104	48,60
2015	116	54,21
2016	108	50,47
2017	103	48,13
2018	103	48,13
2019	97	45,33
2020	91	42,52
2021	95	44,39
2022	101	47,20
2023	107	50,00

*Nguồn: Tổng hợp của tác giả*

Kết quả Bảng 4 chỉ ra rằng tỷ lệ các doanh nghiệp Việt Nam thực hiện đầu tư dưới mức trong giai đoạn nghiên cứu ở mức cao. Đặc biệt, trong các năm 2015, 2016 và 2023, tỷ lệ này vượt quá 50% tổng số doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu.

**Bảng 5. Thống kê số lượng doanh nghiệp đầu tư dưới mức theo ngành**

STT	Ngành	Tổng số quan sát	Số lượng	Tỷ lệ (%)
1	Bán lẻ	10	0	0
2	Bất động sản	240	163	67,92
3	Công nghệ	130	79	60,77
4	Dầu khí	30	11	36,67
5	Các dịch vụ hạ tầng	100	18	18
6	Du lịch và giải trí	30	1	3,33
7	Hàng tiêu dùng cá nhân và gia đình	70	25	35,71
8	Hóa chất	80	27	33,75
9	Ô tô và linh kiện ô tô	30	21	70
10	Các sản phẩm và dịch vụ công nghiệp	410	156	38,05
11	Tài nguyên cơ bản	50	43	86
12	Thực phẩm đồ uống	80	28	35
13	Truyền thông	160	61	38,13
14	Xây dựng và vật liệu xây dựng	600	351	58,5
15	Y tế	120	41	34,17
	<i>Tổng cộng</i>	<i>2.140</i>		<i>47,90</i>

*Nguồn: Tổng hợp của tác giả*

Kết quả Bảng 5 cho thấy các ngành như tài nguyên cơ bản, ô tô và linh kiện ô tô, bất động sản, công nghệ, xây dựng và vật liệu xây dựng có tỷ lệ đầu tư dưới mức cao trong giai đoạn 2012-2023, với hơn 50% quan sát thuộc nhóm này. Đặc biệt, hai ngành tài nguyên cơ bản, ô tô và linh kiện ô tô có tỷ lệ doanh nghiệp đầu tư dưới mức vượt quá 70% trong toàn bộ giai đoạn nghiên cứu. Ngược lại, các ngành bán lẻ và dịch vụ hạ tầng ghi nhận tỷ lệ doanh nghiệp đầu tư dưới mức thấp nhất trong giai đoạn nghiên cứu.

#### 4.2 Phân tích ban đầu với dữ liệu nghiên cứu

Số liệu thống kê mô tả các biến sử dụng trong Mô hình (2) được trình bày trong Bảng 6.

**Bảng 6. Thống kê mô tả**

Biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
PF_ROA	2.140	0,059	0,168	-0,041	0,228
PF_TBQ	2.140	0,940	0,460	0,162	2,350
GROW	2.139	8,094	3,505	-0,993	16,209
STDR	2.140	0,025	0,367	0,000	0,307
LIR	2.140	2,336	3,161	0	4,771
AST	2.140	0,278	3,535	0	0,877

*Nguồn: Tổng hợp của tác giả*

Các số liệu thống kê mô tả cho thấy hiệu quả tài chính tổng thể của các doanh nghiệp Việt Nam trong mẫu nghiên cứu không cao, xét trên cả dữ liệu kế toán (ROA) và dữ liệu thị trường (TBQ). Cụ thể, ROA trung bình đạt 5,9%, với giá trị thấp nhất là -4,1% và cao nhất là 22,8%. TBQ trung bình ở mức 0,94, phản ánh việc thị trường định giá thấp cơ hội tăng trưởng của các doanh nghiệp Việt Nam. Kết quả thống kê các biến kiểm soát trong mô hình cho thấy tốc độ tăng trưởng doanh thu của các doanh nghiệp Việt Nam ở mức trung bình nhưng có sự biến động lớn, trong khi lợi nhuận có mức dao động cao. Ngoài ra, các doanh nghiệp trong mẫu có khả năng thanh toán tốt và cấu trúc tài sản phù hợp.

Bảng 7 trình bày phân tích tương quan giữa các biến trong mô hình. Dữ liệu từ bảng phân tích tương quan chỉ ra rằng không có hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến. Ngoài ra, Bảng 7 cũng cung cấp thông tin về hệ số VIF, giúp kiểm tra có hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình hay không. Kết quả hệ số VIF đối với cả hai mô hình sử dụng biến phụ thuộc ROA và TBQ đều cho thấy không có khuyết tật đa cộng tuyến.

**Bảng 7. Bảng hệ số tương quan và hệ số nhân tử phóng đại phương sai (VIF)**

Biến	UINV	GROW	STDR	LIR	AST	VIF(ROA)	VIF(TBQ)
UINV	1,000					1,01	1,01
GROW	-0,020	1,000				1,00	1,00
STDR	0,015	0,010	1,000			1,01	1,01
LIR	-0,084	-0,004	0,108	1,000		1,02	1,02
AST	-0,007	-0,001	0,002	-0,009	1,000	1,00	1,00

*Nguồn: Tổng hợp của tác giả*

### 4.3 Kết quả lựa chọn mô hình

Nghiên cứu ước lượng tác động của đầu tư dưới mức đến hiệu quả tài chính doanh nghiệp bằng cả hai phương pháp FEM và REM. Tiếp đó, kiểm định Hausman được thực hiện để xác định mô hình phù hợp hơn giữa REM hay FEM. Kết quả kiểm định Hausman với biến phụ thuộc TBQ và ROA đều cho p-value xấp xỉ 0, cho thấy mô hình FEM phù hợp hơn với dữ liệu nghiên cứu. Các kết quả từ các kiểm định này được tổng hợp tại Bảng 8.

**Bảng 8. Tổng hợp kết quả lựa chọn mô hình**

Kiểm định	p-value	Mô hình được chọn
Kiểm định Hausman (TBQ)	0,000	FEM phù hợp hơn REM
Kiểm định Hausman (ROA)	0,002	FEM phù hợp hơn REM

*Nguồn: Tổng hợp của tác giả*

Bảng 9 trình bày kết quả tổng hợp kết quả kiểm định khuyết tật của hai mô hình FEM được chọn với biến phụ thuộc TBQ và ROA. Kết quả kiểm định Wooldridge được thực hiện trên mô hình FEM với biến phụ thuộc TBQ có p-value xấp xỉ bằng 0, cho thấy sự tồn tại của hiện tượng tự tương quan trong mô hình. Kiểm định Wooldridge trên mô hình FEM với biến phụ thuộc ROA cho p-value bằng 0,232, cho thấy mô hình FEM với biến phụ thuộc ROA không có vấn đề tự tương quan. Kiểm định nhân tử Lagrange Breusch và Pagan thực hiện trên mô hình với biến phụ thuộc TBQ và ROA đều cho p-value xấp xỉ bằng 0, cho thấy sự hiện diện của vấn đề phương sai sai số thay đổi.

**Bảng 9. Tổng hợp kết quả kiểm định khuyết tật mô hình FEM**

Kiểm định	p-value	Kết luận
Phương sai sai số thay đổi (TBQ)	0,000	Mô hình có phương sai sai số thay đổi
Phương sai sai số thay đổi (ROA)	0,000	Mô hình có phương sai sai số thay đổi
Tự tương quan (TBQ)	0,000	Mô hình có tự tương quan
Tự tương quan (ROA)	0,232	Mô hình không có tự tương quan

*Nguồn: Tổng hợp của tác giả*

Để giải quyết vấn đề tự tương quan và phương sai sai số thay đổi, bài viết áp dụng kỹ thuật do Wooldridge (2018) đề xuất, trong đó sử dụng kỹ thuật GLS để ước tính cho cả hai mô hình với biến phụ thuộc TBQ và ROA. Kết quả ước lượng GLS đối với biến phụ thuộc TBQ và ROA được trình bày trong Bảng 10.

**Bảng 10. Kết quả ước lượng GLS của mô hình (2)**

Biến	GLS (TBQ)	GLS (ROA)
UINV	-0,376*** (0,125)	-0,217*** (0,081)
GROW	0,145* (0,104)	0,119** (0,066)
STDR	0,235**	0,196***

**Bảng 10. Kết quả ước lượng GLS của mô hình (2) (tiếp theo)**

<b>Biến</b>	<b>GLS (TBQ)</b>	<b>GLS (ROA)</b>
	(0,101)	(0,077)
LIR	0,032	0,021
	(0,136)	(0,125)
AST	0,112*	0,088*
	(0,063)	(0,042)
_CONS	0,178***	0,165***
	(0,058)	(0,061)
N	2.139	2.139

*Chú thích: \*\*\*, \*\*, \* biểu thị mức ý nghĩa tương ứng 1%, 5% và 10%.*

*Nguồn: Tổng hợp của tác giả*

#### **4.4 Thảo luận kết quả nghiên cứu**

Kết quả Bảng 10 củng cố giả thuyết nghiên cứu, xác nhận rằng tình trạng đầu tư dưới mức có tác động tiêu cực đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp, được thể hiện rõ ràng thông qua cả dữ liệu thị trường và dữ liệu kế toán. Cụ thể, hiện tượng đầu tư dưới mức dẫn đến suy giảm đáng kể hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp Việt Nam, với mức ý nghĩa thống kê 1% đối với cả hai biến phụ thuộc là TBQ và ROA. Đặc biệt, ảnh hưởng tiêu cực này thể hiện rõ rệt hơn trong mô hình sử dụng TBQ làm biến phụ thuộc. Kết quả này nhất quán với các phát hiện trước đây của Liu & Bredin (2010) và Miller & cộng sự (2020).

Những phát hiện trên cho thấy xung đột lợi ích giữa các bên liên quan trong doanh nghiệp, cùng với sự tồn tại của tình trạng thông tin bất cân xứng và các ràng buộc tài chính đã cản trở doanh nghiệp triển khai các dự án đầu tư có NPV dương, qua đó làm suy giảm khả năng gia tăng hiệu quả tài chính. Nói cách khác, các doanh nghiệp Việt Nam đang phải đối mặt với tình trạng đầu tư dưới mức, xuất phát từ vấn đề bất cân xứng thông tin và hạn chế tài chính. Điều này khiến các chủ nợ và các cổ đông mới áp đặt mức chi phí vốn cao hơn đối với các dự án đầu tư mới, từ đó làm giảm hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Đáng chú ý, tác động tiêu cực của đầu tư dưới mức đến hiệu quả tài chính được phản ánh mạnh mẽ hơn trong dữ liệu thị trường so với dữ liệu kế toán, cho thấy các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán có xu hướng nhạy cảm hơn với vấn đề đầu tư này.

Ngoài ra, kết quả cũng chỉ ra rằng tăng trưởng doanh thu có ảnh hưởng tích cực và có ý nghĩa thống kê đối với hiệu quả tài chính của doanh nghiệp trong cả hai mô hình, tương đồng với phát hiện của (Soininen & cộng sự, 2012). Tương tự, sự biến động của lợi nhuận cũng tác động tích cực và có ý nghĩa thống kê đến hiệu quả tài chính trên cả dữ liệu kế toán và dữ liệu thị trường, phù hợp với nghiên cứu của Rehman & cộng sự (2020). Trong khi đó, mặc dù khả năng thanh khoản có tác động cùng chiều với hiệu quả tài chính, tác động này không có ý nghĩa thống kê trong cả hai mô hình. Bên cạnh đó, cấu trúc tài sản được xác định có tác động tích cực và có ý nghĩa thống kê đối với hiệu quả tài chính của doanh nghiệp trong cả hai mô hình, cho thấy rằng một cấu trúc tài sản hợp lý có thể góp phần nâng cao hiệu quả tài chính. Kết quả này nhất quán với quan điểm của Khan & cộng sự (2018), theo đó việc mở rộng đầu tư kết hợp với điều chỉnh cấu trúc tài sản phù hợp sẽ

góp phần cải thiện hiệu quả tài chính của doanh nghiệp.

## 5. Hàm ý quản trị và kết luận

Nghiên cứu này sử dụng dữ liệu từ báo cáo tài chính đã được kiểm toán và dữ liệu thị trường của 214 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết tại Việt Nam từ 2012 đến 2023. Nghiên cứu được thực hiện với hai mục tiêu chính. Thứ nhất là đo lường mức độ đầu tư dưới mức của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam. Thứ hai là đánh giá tác động của đầu tư dưới mức đối với hiệu quả tài chính doanh nghiệp, dựa trên cả dữ liệu kế toán và dữ liệu thị trường.

Kết quả nghiên cứu cho thấy trung bình 47,90% doanh nghiệp Việt Nam đang đối mặt với tình trạng đầu tư dưới mức, đầu tư dưới mức có tác động tiêu cực đáng kể đến hiệu quả tài chính doanh nghiệp, được xác nhận trên cả dữ liệu kế toán và dữ liệu thị trường. Kết quả này hoàn toàn phù hợp với các nghiên cứu thực nghiệm trước đó, đồng thời củng cố giả thuyết nghiên cứu. Hơn nữa, phát hiện này chỉ ra rằng mâu thuẫn lợi ích giữa các bên liên quan trong doanh nghiệp, trong bối cảnh tồn tại thông tin bất cân xứng và các hạn chế tài chính, là nguyên nhân chính khiến các doanh nghiệp Việt Nam rơi vào tình trạng đầu tư dưới mức, từ đó làm suy giảm hiệu quả tài chính. Đáng chú ý, hiệu quả tài chính đo lường bằng dữ liệu thị trường phản ứng mạnh mẽ hơn so với dữ liệu kế toán, cho thấy các nhà đầu tư trên thị trường đặc biệt nhạy cảm với tình trạng đầu tư dưới mức của doanh nghiệp.

Dựa trên những phát hiện thực nghiệm, nghiên cứu đề xuất một số hàm ý đối với các nhà quản trị doanh nghiệp tại Việt Nam nhằm giảm thiểu đầu tư dưới mức và tác động tiêu cực của nó tới hiệu quả tài chính. Thứ nhất là tối ưu hóa cơ cấu vốn theo hướng giảm tỷ lệ nợ vay nhằm hạn chế các ràng buộc tài chính. Thứ hai là cải thiện tính minh bạch tài chính và nâng cao chất lượng công bố thông tin, tạo điều kiện thuận lợi cho các nhà đầu tư trong việc đánh giá rủi ro doanh nghiệp. Thứ ba là đa dạng hóa các kênh huy động vốn cho các dự án đầu tư mới, chẳng hạn như sử dụng trái phiếu chuyển đổi hoặc cổ phiếu ưu đãi, giúp cân bằng lợi ích giữa cổ đông và chủ nợ. Cuối cùng, thực hiện chiến lược tái cấu trúc nợ, bao gồm đàm phán lại điều khoản nợ với chủ nợ đối với những doanh nghiệp có tỷ lệ nợ vay cao. Ngoài ra, các nhà đầu tư trên thị trường cũng cần cân trọng trong việc đánh giá chất lượng hoạt động đầu tư của doanh nghiệp, đồng thời xem xét kỹ lưỡng cơ cấu nợ của doanh nghiệp trước khi đưa ra quyết định đầu tư.

Nghiên cứu này tồn tại hai hạn chế chính. Thứ nhất, phạm vi nghiên cứu chỉ giới hạn trong các doanh nghiệp niêm yết trên HOSE và HNX và thời gian nghiên cứu tương đối ngắn. Thứ hai, nghiên cứu chưa xem xét các yếu tố điều tiết mối quan hệ giữa đầu tư dưới mức và hiệu quả tài chính doanh nghiệp, chẳng hạn sự tham gia của các nhà đầu tư tổ chức trong cơ cấu quản trị doanh nghiệp. Đây là những hạn chế sẽ được tiếp tục nghiên cứu và hoàn thiện trong các nghiên cứu tiếp theo.

### Tài liệu tham khảo

- Abel, A.B. (2018), "The effects of  $q$  and cash flow on investment in the presence of measurement error", *Journal of Financial Economics*, Vol. 128 No. 2, pp. 363-377.
- Bhatt, S. & Verghese, N. (2018), "Influence of Liquidity on Profitability: evidence from Nepalese Banks", *Int. J. of Multidisciplinary and Current Research*, Vol. 6, pp.

1085-1090.

- Buallay, A., Hamdan, A. & Zureigat, Q. (2017), “Corporate governance and firm performance: evidence from Saudi Arabia”, *Australasian Accounting Business and Finance Journal*, Vol. 11 No. 1, pp. 78-98.
- Chiang, K.C., Wachtel, G.J. & Zhou, X. (2019), “Corporate social responsibility and growth opportunity: the case of real estate investment trusts”, *Journal of Business Ethics*, Vol. 155 No. 2, pp. 463-478.
- Dao, V.H., Le, T.N. & Nguyen, T.H. (2021), “The impact of capital structure on firm value in Vietnam”, *Advances and Applications in Statistics*, Vol. 69, pp. 115-132.
- Farooq, O., Payaud, M., Merunka, D. & Valette-Florence, P. (2014), “The impact of Corporate social responsibility on Organizational commitment: exploring multiple mediation mechanisms”, *Journal of Business Ethics*, Vol. 125, pp. 563-580.
- Fu, F. (2010), “Overinvestment and operating performance of Seo firms”, *Financial Management*, Vol. 39, pp. 249-272.
- Gujarati, D.N. & Porter, D.C. (2009), *Basic Econometrics*, McGraw- Hill, pp. 365-374.
- Jensen, M. & Meckling, W. (1976), “Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, pp. 305-360.
- Khan, T., Shamim, M. & Goyal, J. (2018), “Panel data analysis of profitability determinants: Evidence from Indian telecom companies”, *Theoretical Economics Letters*, Vol. 8 No. 15, pp. 35-81.
- Lê, T.N. (2023), “Tác động của quản trị công ty tới hiệu quả tài chính của các công ty cổ phần phi tài chính niêm yết tại Việt Nam”, *Tạp chí Khoa học Thương mại*, Vol. 182, pp. 35-49.
- Liu, N. & Bredin, D. (2010), *Institutional Investors, Over-investment and Corporate Performance*, University College Dublin, pp. 1-30.
- Liu, T., Chen, X. & Yang, S. (2021), “Economic policy uncertainty and enterprise investment decision: evidence from China”, *Pacific- Basin Finance Journal*, Vol. 75, pp. 133-151.
- Miller, S.R., Eden, L. & Li, D. (2020), “CSR reputation and firm performance: a dynamic approach”, *Journal of Business Ethics*, Vol. 163 No. 3, pp. 619-636.
- Morgado, A. & Pindado, J. (2003), “The underinvestment and overinvestment hypotheses: an analysis using panel data”, *European Financial Management*, Vol. 9 No. 2, pp. 163-177.
- Myers, S. (1977), “Determinants of corporate borrowing”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 5, pp. 147-176.
- Myers, S. & Majluf, N. (1984), “Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, pp. 187-221.

- Nguyen, H.T., Luu, H.N. & Do, N.H. (2020), “The dynamic relationship between green-field investments, cross-border M&As, domestic investment and economic growth in Vietnam”, *Economic Change and Restructuring*, pp. 1-25.
- Rehman, Z.U., Khan, A. & Rahman, A. (2020), “Corporate social responsibility’s influence on firm risk and firm performance: the mediating role of firm reputation”, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, Vol. 27 No. 6, pp. 2991-3005.
- Richardson, S. (2006), “Over-investment of free cash flow”, *Review of accounting studies*, Vol. 11 No. 2-3, pp. 159-189.
- Soininen, J., Martikainen, M., Puumalainen, K. & Kyläheiko, K. (2012), “Entrepreneurial orientation: Growth and profitability of Finnish small-and medium-sized enterprises”, *International Journal of Production Economics*, Vol. 140 No. 2, pp. 614-621.
- Stiglitz, J. & Weiss, A. (1981), “Credit rationing in markets with imperfect information”, *The American Economic Review*, Vol. 71 No. 3, pp. 393-410.
- Titman, S., Wei, J.K. C. & Xie, F. (2004), “Capital Investment & Stock Returns”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 39, pp. 677-700.
- Trang, P.T.M. & Tho, N.H. (2017), “Perceived risk, investment performance and intentions in emerging stock markets”, *International Journal of Economics and Financial Issues*, Vol. 7 No. 1, pp. 269-278.
- Wooldridge, J.M. (2018), “Control function methods in applied Econometrics”, *The Journal of Human Resources*, Vol. 50 No. 2, pp. 420-445.
- Wu, X. & Wang, Y. (2021), “How does corporate investment react to oil price changes? Evidence from China”, *Energy Economics*, Vol. 97, pp. 105-215.
- Yang, W. (2005), “Corporate investment and value creation”, *Indiana University Bloomington*, Working Paper Series, pp. 70-82.