

Tác động của đòn bẩy tài chính đến hoạt động đầu tư: Tiếp cận bằng hồi quy phân vị đối với các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết tại Việt Nam

Nguyễn Việt Hồng Anh, Phạm Thanh Truyền

Trường Đại học Tài chính- Marketing, Việt Nam

Ngày nhận: 13/03/2025

Ngày nhận bản sửa: 10/12/2025

Ngày duyệt đăng: 05/01/2026

Tóm tắt: Nghiên cứu này phân tích mối quan hệ giữa hoạt động đầu tư (đo lường thông qua tỷ lệ đầu tư ròng) và mức độ sử dụng nợ vay tại 98 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết tại Việt Nam, không bao gồm các công ty bảo hiểm, ngân hàng thương mại và tổ chức tín dụng khác, trong giai đoạn 2016-2023 bằng phương pháp hồi quy phân vị. Kết quả nghiên cứu cho thấy các doanh nghiệp sở hữu tỷ lệ đầu tư ròng cao, nghĩa là doanh nghiệp hiện đang đầu tư nhiều vào các loại tài sản cố định (máy móc, thiết bị, bất động sản...), thì khi tăng cường sử dụng nợ vay, sẽ có xu hướng giảm mức độ đầu tư mạnh hơn so với các doanh nghiệp có tỷ lệ đầu tư ròng thấp. Từ đó, một số hàm ý chính sách được đề xuất liên quan đến các quyết định tài trợ và sử dụng nợ vay nhằm hướng tới duy trì hoạt động đầu tư doanh nghiệp bền vững.

Từ khóa: Đòn bẩy tài chính, Hoạt động đầu tư, Hồi quy phân vị

The impact of financial leverage on corporate investment activities: A quantile regression approach for non-financial listed enterprises in Viet Nam

Abstract: This study examines the correlation between the net investment ratio and the extent of debt utilization among 98 publicly traded non-financial firms in Viet Nam, excluding insurance companies, commercial banks, and other credit institutions, throughout the period from 2016 to 2023, employing the quantile regression method. The research findings indicate that enterprises exhibiting a high net investment ratio, characterized by substantial investments in fixed assets (such as machinery, equipment, and real estate), tend to decrease their investment levels more significantly when they increase their reliance on debt compared to those with a low net investment ratio. Consequently, some policy implications are suggested for finance decisions and debt utilization to uphold sustainable corporate investment practices.

Keywords: Financial leverage, Corporate investment activities, Quantile regression

Link Doi: <https://doi.org/10.59276/JELB.2026.04.2912>

Nguyen Viet Hong Anh¹, Pham Thanh Truyen²

Email: nvhanh@ufm.edu.vn¹, phamtruyen@ufm.edu.vn²

Organization of all: University of Finance- Marketing, Viet Nam

Trích dẫn: Nguyễn Việt Hồng Anh, & Phạm Thanh Truyền. (2026). Tác động của đòn bẩy tài chính đến hoạt động đầu tư: Tiếp cận bằng hồi quy phân vị đối với các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết tại Việt Nam. *Tạp chí Kinh tế - Luật và Ngân hàng*, 28(4), 90-101. <https://doi.org/10.59276/JELB.2026.04.2912>

1. Giới thiệu

Hoạt động đầu tư (HĐĐT) đóng vai trò quan trọng đối với cả nền kinh tế và doanh nghiệp. Trong chu kỳ kinh tế, HĐĐT thúc đẩy sản lượng, năng lực sản xuất, công nghệ, lao động và thu nhập quốc gia ở giai đoạn phục hồi và mở rộng. Ngược lại, đầu tư sẽ có xu hướng giảm do kỳ vọng lợi nhuận thấp, chi phí vốn cao hoặc nhu cầu giảm vào giai đoạn suy thoái hoặc khủng hoảng kinh tế. Với doanh nghiệp, HĐĐT là một trong ba hoạt động tài chính cốt lõi- đầu tư, tài trợ, phân phối lợi nhuận- giúp duy trì và phát triển kinh doanh. Theo Lý thuyết cấu trúc vốn của Modigliani và Miller (1958); Myers và Majluf (1984), doanh nghiệp chủ yếu sử dụng vốn chủ sở hữu (VCSH) và nợ vay, mỗi loại ảnh hưởng khác nhau đến hiệu quả kinh doanh và tài chính. Do đó, việc đánh giá tác động của đòn bẩy tài chính (ĐBTC)- tức mức độ sử dụng nợ vay- đến HĐĐT là cần thiết.

Ảnh hưởng của ĐBTC đến HĐĐT đã được nghiên cứu rộng rãi trên thế giới với kết quả khác biệt giữa các quốc gia và giai đoạn phát triển. Ở các nền kinh tế phát triển, nhiều bằng chứng thực nghiệm cho thấy nợ vay có thể đóng vai trò hỗ trợ đầu tư khi thị trường vốn minh bạch và hệ thống tài chính phát triển (Hermuningsih và cộng sự, 2020; Kumar & Aleemi, 2020). Ngược lại, tại các thị trường mới nổi, tình trạng bất cân xứng thông tin, chi phí đại diện và rủi ro thanh khoản khiến nợ vay thường trở thành yếu tố kìm hãm đầu tư (Danso và cộng sự, 2019; Yilmaz, 2022). Như vậy, bối cảnh khác nhau quyết định tính hai mặt

của ĐBTC đối với HĐĐT.

Tại Việt Nam, một số nghiên cứu định lượng đã tiếp cận chủ đề này với nhiều phương pháp khác nhau. Nguyễn Thị Ngọc Trang và Trang Thúy Quyên (2013) sử dụng hồi quy dữ liệu bảng và cho thấy ĐBTC có tác động tích cực đến đầu tư. Tran và cộng sự (2023) vận dụng GMM và ngưỡng động, khẳng định ĐBTC làm giảm dòng tiền dành cho đầu tư. Tuy nhiên, các nghiên cứu trong nước nhìn chung vẫn tập trung vào một số giai đoạn ngắn, phương pháp truyền thống và chưa khai thác sâu tác động dị biệt của ĐBTC theo mức độ đầu tư. Các phương pháp được áp dụng từ các nghiên cứu trước chủ yếu là các phương pháp hồi quy tuyến tính truyền thống theo dữ liệu bảng tĩnh để đánh giá mức độ ảnh hưởng của ĐBTC đối với HĐĐT trên giá trị trung bình. Khoảng trống nghiên cứu chính là thiếu các bằng chứng cập nhật và phân tích theo phân phối đầu tư để phản ánh sự không đồng nhất giữa các nhóm doanh nghiệp.

Do vậy, về mặt học thuật, nghiên cứu này mở rộng bằng chứng thực nghiệm tại Việt Nam với bộ dữ liệu cập nhật đến năm 2023 và vận dụng hồi quy phân vị (Koenker & Bassett, 1978) trong việc phân tích dữ liệu, cho phép đánh giá những tác động không đồng nhất của ĐBTC trên các mức độ HĐĐT khác nhau thay vì chỉ tập trung phản ánh ở giá trị trung bình. Điều này giúp làm rõ sự khác biệt giữa các nhóm doanh nghiệp có cường độ đầu tư thấp và cao, từ đó phản ánh chân thực hơn bản chất mối quan hệ ĐBTC- HĐĐT trong bối cảnh thị trường mới nổi tại Việt Nam. Về mặt

thực tiễn, kết quả mang lại cơ sở cho doanh nghiệp cũng như nhà hoạch định chính sách trong việc thiết kế cấu trúc vốn và chính sách tín dụng nhằm nâng cao hiệu quả đầu tư. Nghiên cứu được trình bày với kết cấu 5 phần. Sau phần giới thiệu sẽ là phần 2 trình bày cơ sở lý luận và tổng quan các nghiên cứu trước về tác động của ĐBTC đến HĐĐT. Phần 3 sẽ trình bày mô hình và phương pháp nghiên cứu. Kết quả nghiên cứu cùng kết luận và các hàm ý chính sách được nêu lần lượt ở phần 4 và phần 5.

2. Tổng quan nghiên cứu

2.1. Cơ sở lý luận về ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính đến hoạt động đầu tư của doanh nghiệp

ĐBTC được hiểu là việc doanh nghiệp sử dụng nợ vay trong cơ cấu vốn nhằm gia tăng lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE). Trong nghiên cứu về mối quan hệ giữa ĐBTC và HĐĐT, nhiều lý thuyết nền tảng đã được vận dụng để giải thích cơ chế tác động. Trước hết, Lý thuyết M&M (Modigliani & Miller, 1958) khẳng định rằng trong thị trường hoàn hảo, cấu trúc vốn không ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp hay quyết định đầu tư. Tuy nhiên, khi đưa vào yếu tố thuế và các yếu tố như chi phí giao dịch, chi phí phá sản hay bất cân xứng thông tin, nợ vay có thể tạo ra cả tác động tích cực và tiêu cực đối với đầu tư. Cụ thể, nợ giúp doanh nghiệp gia tăng giá trị nhờ lợi ích lá chắn thuế, song đồng thời cũng làm phát sinh rủi ro hạn chế đầu tư khi gánh nặng nợ quá lớn. Kế thừa Lý thuyết M&M, Lý thuyết đánh đổi (Trade-off Theory) cho rằng doanh nghiệp sẽ cân bằng giữa lợi ích thuế và chi phí nợ vay để xác lập mức nợ tối ưu. Như vậy, đòn bẩy có thể thúc đẩy đầu tư khi còn trong giới hạn an toàn, nhưng sẽ kìm hãm đầu tư khi vượt quá ngưỡng rủi ro. Theo Pecking Order

Theory (Myers & Majluf, 1984), sự tồn tại của bất cân xứng thông tin khiến doanh nghiệp ưu tiên sử dụng nguồn vốn nội bộ (lợi nhuận giữ lại) trước khi vay nợ, và chỉ phát hành vốn chủ sở hữu khi không còn lựa chọn khác. Điều này phản ánh một trật tự phân hạng khi sử dụng vốn cho HĐĐT của doanh nghiệp. Khi nhu cầu đầu tư vượt quá khả năng tài trợ nội bộ, doanh nghiệp buộc phải tăng nợ, qua đó làm tăng ĐBTC. Mặc dù lý thuyết này không trực tiếp khẳng định đòn bẩy tác động đến quy mô đầu tư, nhưng thông qua cơ chế lựa chọn nguồn vốn dựa trên chi phí và thông tin bất cân xứng, nợ vay trở thành công cụ gián tiếp quyết định khả năng duy trì và mở rộng HĐĐT.

Cuối cùng, Lý thuyết chi phí đại diện (Agency Cost Theory) của Jensen và Meckling (1976) khẳng định sự tách biệt giữa quyền sở hữu và quyền quản lý làm phát sinh mâu thuẫn lợi ích giữa cổ đông và nhà quản trị. Việc sử dụng nợ vay có thể trở thành cơ chế kỷ luật tài chính, buộc nhà quản trị phân bổ vốn hiệu quả hơn và hạn chế hiện tượng đầu tư quá mức. Tuy nhiên, khi gánh nặng nợ gia tăng, chi phí đại diện cũng tăng theo, dẫn đến nguy cơ hạn chế dòng tiền cho các dự án tiềm năng và gây ra tình trạng đầu tư dưới mức. Song song đó, Lý thuyết tín hiệu (Signaling Theory) (Ross, 1977) cho rằng quyết định huy động vốn phản ánh thông tin quan trọng cho thị trường: vay nợ thường được diễn giải là tín hiệu tích cực về kỳ vọng lợi nhuận, trong khi phát hành cổ phiếu có thể mang hàm ý tiêu cực.

Như vậy, ĐBTC tác động đến hoạt động đầu tư không chỉ thông qua chi phí sử dụng vốn mà còn thông qua cơ chế thông tin và kỳ vọng của thị trường. Tổng thể, các lý thuyết trên chỉ ra rằng ĐBTC vừa là công cụ hỗ trợ, vừa là rào cản đối với HĐĐT tùy thuộc vào cấu trúc vốn, hiệu quả kinh doanh và bối cảnh thị trường.

2.2. Các nghiên cứu thực nghiệm về tác động của đòn bẩy tài chính đến hoạt động đầu tư của doanh nghiệp

Các nghiên cứu thực nghiệm về mối quan hệ giữa ĐBTC và HĐĐT cho thấy những kết quả không đồng nhất, phản ánh sự khác biệt về đặc điểm thị trường, bối cảnh kinh tế và đặc trưng doanh nghiệp.

Thứ nhất, nhiều nghiên cứu chỉ ra tác động tích cực của ĐBTC đối với HĐĐT. Hermuningsih và cộng sự (2020) cho thấy các doanh nghiệp dịch vụ ăn uống tại Indonesia gia tăng cơ hội đầu tư nhờ vay nợ. Tương tự, Kumar và Aleemi (2020) khẳng định ĐBTC có quan hệ thuận chiều với HĐĐT trong hệ thống ngân hàng Pakistan, phù hợp với Lý thuyết M&M. Những kết quả này nhấn mạnh vai trò của nợ vay như một kênh tài trợ, giúp doanh nghiệp mở rộng đầu tư khi thị trường vốn còn hạn chế. Ngược lại, nhiều nghiên cứu lại khẳng định ĐBTC có tác động tiêu cực đến HĐĐT. Gebauer và cộng sự (2018) phân tích dữ liệu từ 920 doanh nghiệp niêm yết và chưa niêm yết tại 5 quốc gia châu Âu (Italy, Tây Ban Nha, Bồ Đào Nha, Hy Lạp, Slovenia) giai đoạn 2005- 2014, sử dụng hồi quy ngưỡng (Panel Threshold Regression) và GMM hệ thống. Kết quả cho thấy mối quan hệ nghịch giữa nợ và đầu tư rõ rệt ở mọi lĩnh vực, bất kể doanh nghiệp tăng trưởng hay không, nhưng tác động tiêu cực chỉ quan sát được ở doanh nghiệp siêu nhỏ và vừa (SME). Danso và cộng sự (2019) cho thấy tại Ấn Độ, cả nợ ngắn hạn lẫn dài hạn đều làm suy giảm đầu tư, đặc biệt ở doanh nghiệp có mức độ bất cân xứng thông tin cao. Ali và cộng sự (2019) nghiên cứu các doanh nghiệp niêm yết tại Pakistan từ 2008- 2017 và cho thấy ĐBTC tác động tiêu cực đến HĐĐT ở các doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng thấp, trong khi ở các doanh nghiệp tăng trưởng cao, ĐBTC lại hỗ

trợ mở rộng đầu tư. Akca và cộng sự (2021) với dữ liệu tại 06 quốc gia mới nổi chỉ ra rằng mức nợ cao kìm hãm đầu tư do hiệu ứng thanh khoản tiêu cực. Yilmaz (2022) xem xét 66 doanh nghiệp niêm yết tại Oman giai đoạn 2013- 2019 nhấn mạnh rằng ĐBTC cao không chỉ hạn chế đầu tư mà còn tiềm ẩn nguy cơ đầu tư dưới mức hoặc bằng 0. Những bằng chứng này cho thấy khi chi phí sử dụng vốn và rủi ro tài chính gia tăng, ĐBTC trở thành nhân tố hạn chế đầu tư, đặc biệt ở các doanh nghiệp tăng trưởng thấp hoặc có cấu trúc vốn kém bền vững.

Ngoài các nghiên cứu quốc tế, tại Việt Nam đã có một số công trình đáng chú ý. Nguyễn Thị Ngọc Trang và Trang Thúy Quyên (2013) sử dụng hồi quy dữ liệu bảng, chỉ ra ĐBTC thúc đẩy đầu tư. Phan Thị Bích Nguyệt và cộng sự (2014) phân tích bằng mô hình FEM và REM trên dữ liệu bảng, cho rằng tác động nghịch chiều của ĐBTC đến hoạt động đầu tư là khác nhau giữa các doanh nghiệp quy mô lớn và nhỏ. Tran và cộng sự (2023) dùng phương pháp GMM hệ thống để làm rõ tác động hạn chế đầu tư của ĐBTC. Từ các bằng chứng quốc tế và trong nước, có thể thấy tác động của ĐBTC đến HĐĐT vừa mang tính hai mặt vừa phụ thuộc vào đặc thù bối cảnh.

Nhìn chung, các nghiên cứu trước đây tại Việt Nam hầu hết chỉ kết luận về tác động của ĐBTC đến giá trị trung bình của HĐĐT, nhất là chưa có nhiều nghiên cứu tiếp cận bằng phương pháp hồi quy phân vị. Việc sử dụng hồi quy phân vị cho phép nhận diện rõ hơn sự khác biệt trong tác động của đòn bẩy tài chính đối với các nhóm doanh nghiệp có mức độ đầu tư khác nhau. Trong bối cảnh Việt Nam, các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết có sự phân hóa mạnh về quy mô, ngành nghề và khả năng tiếp cận vốn, do đó tác động của nợ vay không đồng nhất trên toàn bộ mẫu. Hồi quy phân vị cung cấp bằng chứng thực tế

Tác động của đòn bẩy tài chính đến hoạt động đầu tư: Tiếp cận bằng hồi quy phân vị
đối với các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết tại Việt Nam

cho từng nhóm phân vị đầu tư, giúp nhà quản trị và nhà hoạch định chính sách xây dựng giải pháp phù hợp với đặc điểm của từng loại hình doanh nghiệp. Với bộ dữ liệu được mở rộng, cập nhật đến giai đoạn 2016- 2023 nghiên cứu này cũng bổ sung thêm bằng chứng thực nghiệm cho chủ đề nghiên cứu này trong bối cảnh Việt Nam. Cụ thể, nghiên cứu này sẽ tập trung kiểm định giả thuyết nghiên cứu sau:

H₁: ĐBTC tác động ngược chiều đến HĐĐT của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam.

3. Mô hình và phương pháp nghiên cứu

3.1. Mô hình nghiên cứu

Kế thừa nghiên cứu của Akca và cộng sự (2021), Kumar và Aleemi (2020), Tran và cộng sự (2023), mô hình nghiên cứu được sử dụng để phân tích các yếu tố tác động đến HĐĐT (đo lường qua to lường qua các INV- net investment rate) của doanh nghiệp như sau:

$$INV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 LEV_{i,t-1} + \beta_2 CF_{i,t-1} + \beta_3 LIQ_{i,t-1} + \beta_4 SALE_{i,t-1} + \beta_5 ROA_{i,t-1} + \beta_6 SIZE_{i,t-1} +$$

$$\beta_7 AGE_{i,t-1} + \beta_8 Q_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Trong đó: $i = 1, 2, \dots, N$; $t = 1, 2, \dots, T$ (N là số lượng doanh nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam và T là số năm quan sát); $\varepsilon_{i,t}$ là sai lệch giữa giá trị ước lượng với giá trị thực có phân phối độc lập tương tự nhau ($E(\mu_i/e_{it}) = 0$); t là năm hiện tại và $t-1$ là năm trước đó. Chi tiết các biến trong mô hình được thể hiện trong Bảng 1.

Cơ sở lựa chọn các biến trong mô hình xuất phát từ nền tảng lý thuyết tài chính doanh nghiệp và kế thừa các nghiên cứu trước.

Biến phụ thuộc là HĐĐT (INV): được đo lường thông qua tỷ lệ gia tăng tài sản cố định ròng sau khi đã loại trừ khấu hao, hay còn gọi là tỷ lệ đầu tư ròng. Trong nghiên cứu ở lĩnh vực tài chính doanh nghiệp, tỷ lệ đầu tư ròng được xem là thang đo phù hợp nhằm đại diện cho HĐĐT vì chỉ số này thể hiện sự thay đổi trong tài sản cố định- một chỉ báo quan trọng của quyết định mở rộng sản xuất, bởi nó phản ánh trực tiếp chi tiêu vốn hướng vào năng lực hoạt động dài hạn của doanh nghiệp (Fama & French, 2002). So với các thước đo thay thế như chi tiêu vốn (CAPEX), tăng trưởng tổng tài sản hoặc Tobin's Q, tỷ lệ đầu tư ròng thể

Bảng 1. Bảng mô tả biến

Ký hiệu	Tên biến	Đo lường	Đơn vị tính
INV	Hoạt động đầu tư	(Giá sổ sách TSCĐ _{it} - Giá sổ sách TSCĐ _{i,t-1} + Dep _{it})/Tài sản cố định ròng _{i,t-1}	Lần
LEV	Đòn bẩy tài chính	Tổng nợ _{i,t-1} /Tổng tài sản _{i,t-1}	Lần
CF	Dòng tiền	OCF _{i,t-1} =[EBIT(1-t) _{i,t-1} +Dep _{i,t-1}]/Tài sản cố định ròng _{i,t-1}	Lần
LIQ	Khả năng thanh toán ngắn hạn	Tài sản ngắn hạn _{i,t-1} /Nợ ngắn hạn _{i,t-1}	Lần
SALE	Hiệu quả sử dụng tài sản	Doanh thu thuần _{i,t-1} /Tài sản cố định ròng _{i,t-1}	Lần
ROA	Tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản	Lợi nhuận sau thuế _{i,t-1} /Tổng tài sản _{i,t-1}	Lần
SIZE	Quy mô	Logarithm của tổng tài sản _{i,t-1}	
AGE	Số năm hoạt động	Số năm kể từ ngày thành lập doanh nghiệp _{i,t-1}	Năm
Tobin's Q	Giá trị của doanh nghiệp	(Giá trị thị trường của cổ phiếu _{i,t-1} + Giá trị sổ sách của các khoản nợ _{i,t-1})/Giá trị sổ sách của tài sản _{i,t-1}	Lần

Nguồn: Tác giả tổng hợp

hiện ưu thế rõ rệt khi đo lường HĐĐT thực của doanh nghiệp. CAPEX và tăng trưởng tài sản thường bị ảnh hưởng bởi biến động ghi nhận tài sản tài chính hoặc mua bán tài sản không liên quan đến hoạt động sản xuất (Richardson, 2006). Tobin's Q mang tính dựa trên kỳ vọng thị trường và dễ bị sai lệch trong các thị trường đang phát triển, nơi mức độ hiệu quả thông tin còn hạn chế (Almeida & Campello, 2007). Ngược lại, tỷ lệ đầu tư ròng phản ánh mức tăng tài sản cố định sau khấu hao, được khuyến nghị bởi Fama và French (2002) như thước đo nhất quán hơn đối với đầu tư thực của doanh nghiệp.

Biến độc lập chính là ĐBTC (LEV), được xác định bằng tỷ lệ nợ trên tổng tài sản, dựa trên các lý thuyết cấu trúc vốn như M&M (Modigliani & Miller, 1958) và Trade-off Theory (Myers & Majluf, 1984), cho rằng mức nợ tác động đến quyết định đầu tư thông qua lá chắn thuế và chi phí khủng hoảng tài chính. Các biến kiểm soát cũng được lựa chọn theo cả lý thuyết và thực nghiệm: dòng tiền (CF) và khả năng thanh toán ngắn hạn (LIQ) kế thừa từ Pecking Order Theory (Myers & Majluf, 1984), nhấn mạnh vai trò của nguồn vốn nội bộ; tỷ suất sinh lợi (ROA), hiệu quả sử dụng tài sản (SALE) được đưa vào theo Fama và French (2002) nhằm phản ánh hiệu quả hoạt động; quy mô (SIZE) và tuổi doanh nghiệp (AGE) theo Rajan và Zingales (1995) cho thấy đặc điểm doanh nghiệp ảnh hưởng đến khả năng tiếp cận vốn và rủi ro đầu tư; cuối cùng, Tobin's Q (Q) được sử dụng rộng rãi trong các nghiên cứu đầu tư (Kumar & Aleemi, 2020) như thước đo cơ hội tăng trưởng và kỳ vọng thị trường. Việc kết hợp các biến này giúp mô hình vừa bám sát cơ sở lý thuyết, vừa đảm bảo tính kế thừa và so sánh được với các nghiên cứu quốc tế gần đây.

3.2. Phương pháp phân tích dữ liệu

Trong nghiên cứu này, nhóm tác giả sử dụng phương pháp hồi vi phân vị (Quantile regression), phương pháp này ước lượng tham số hồi quy trên từng phân vị của biến phụ thuộc để sao cho tổng chênh lệch tuyệt đối của hàm hồi quy tại phân vị τ của biến phụ thuộc là nhỏ nhất thay vì ước lượng tham số theo hồi quy OLS thông thường (Koenker & Bassett, 1978). Hồi quy phân vị có một số ưu điểm như sau: Thể hiện rõ mối quan hệ giữa biến phụ thuộc và các biến độc lập trên từng phân vị của biến phụ thuộc. Hồi quy phân vị phù hợp để xử lý các dữ liệu trong mô hình bị vi phạm về phương sai thay đổi hoặc hàm phân phối của biến phụ thuộc bị bất đối xứng quanh giá trị trung bình trong mẫu số liệu. Nghiên cứu áp dụng phương pháp hồi quy phân vị với mục đích kiểm định tác động của yếu tố ĐBTC đến HĐĐT ở các nhóm doanh nghiệp có quy mô đầu tư khác nhau.

3.3. Dữ liệu nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu bảng tính với số liệu được thu thập từ BCTC của 98 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh (HOSE), Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) và UPCOM (Unlisted Public Company Market), được phân bổ ở nhiều ngành nghề trong giai đoạn 2016- 2023, tập trung ở các ngành công nghiệp chế biến-chế tạo (dệt may, thực phẩm, vật liệu xây dựng), dịch vụ tiêu dùng (bán lẻ, logistics, du lịch), bất động sản, xây dựng và năng lượng. Nguồn dữ liệu từ website finance.vietstock.vn.

Các doanh nghiệp đưa vào mẫu nghiên cứu đảm bảo 4 tiêu chí: (i) Dữ liệu đầy đủ và liên tục, nhiều doanh nghiệp niêm yết sau năm 2018 hoặc bị hủy niêm yết nên không đáp ứng điều kiện này. (ii) Loại trừ các ngành đặc thù như các doanh nghiệp

Tác động của đòn bẩy tài chính đến hoạt động đầu tư: Tiếp cận bằng hồi quy phân vị
đối với các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết tại Việt Nam

thuộc lĩnh vực tài chính- ngân hàng, bảo hiểm, chứng khoán bị loại trừ vì đặc điểm cấu trúc vốn và HĐĐT rất khác biệt, dễ gây sai lệch khi đo lường đòn bẩy và đầu tư. (iii) Loại trừ doanh nghiệp có dữ liệu bất thường bao gồm những doanh nghiệp có số liệu âm kéo dài, giá trị ngoại lai cực lớn để tăng độ tin cậy cho mô hình định lượng. Mẫu nghiên cứu cuối cùng là dữ liệu bảng cân bằng (balanced panel data) gồm 98 doanh nghiệp trong 8 năm với tổng số quan sát là 784.

Thời gian nghiên cứu được xác định từ năm 2016 đến 2023, trong đó 2016 được chọn làm điểm khởi đầu bởi đây là thời kỳ thị trường chứng khoán Việt Nam đã có sự ổn định nhất định về khuôn khổ pháp lý, chế độ kế toán và công bố thông tin tài chính, giúp dữ liệu trở nên tin cậy và đồng nhất hơn so với giai đoạn trước đó. Giai đoạn 2016- 2023 phản ánh đầy đủ hai bối cảnh quan trọng: (i) giai đoạn kinh tế tăng trưởng mạnh và thị trường vốn phát triển sâu rộng (2016- 2019), và (ii) giai đoạn chịu tác động bất thường từ đại dịch Covid-19 (2020-2021) cũng như giai đoạn phục hồi (2022-2023). Điều này cho phép nghiên cứu không chỉ phản ánh mối quan hệ giữa ĐBTC và HĐĐT trong điều kiện bình thường, mà còn

kiểm chứng trong bối cảnh biến động lớn về môi trường kinh doanh.

4. Kết quả và thảo luận

4.1. Kết quả nghiên cứu

Thống kê mô tả

Bảng 2 cung cấp thống kê mô tả về đầu tư thuần, ĐBTC và các biến kiểm soát khác. Có thể nhìn thấy, tất cả các biến đều có giá trị trung bình dương trong giai đoạn nghiên cứu. Kiểm định tương quan Pearson được thực hiện giữa các biến giải thích để xem xét tính đa cộng tuyến giữa các biến và kết quả được thể hiện ở Bảng 3. Từ kết quả cho thấy hầu hết các hệ số tương quan cặp giữa các biến đều nhỏ hơn 0,5. Hệ số tương quan cao nhất là 0,6 giữa biến đầu tư thuần (INV) và dòng tiền (CF). Theo Hair và cộng sự (2019), hệ số tương quan giữa các biến nhỏ hơn 0,6 chứng tỏ hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình nghiên cứu là không đáng kể.

ĐBTC (LEV) tác động ngược chiều đến HĐĐT (INV) và có ý nghĩa thống kê ở mức 5% tại các mức phân vị 0,1- 0,25- 0,5- 0,75- 0,9. Trong điều kiện các yếu tố khác là không đổi, khi các doanh nghiệp niêm yết trong mẫu nghiên cứu gia tăng mức

Bảng 2. Thống kê mô tả các biến trong mô hình

Biến	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
$INV_{i,t}$	1,6812	6,5182	-0,81	151,09
$LEV_{i,t-1}$	0,5475	0,1749	0,05	0,95
$CF_{i,t-1}$	2,1013	9,2328	-0,19	265,19
$LIQ_{i,t-1}$	1,7901	1,2075	0,24	12,51
$SALE_{i,t-1}$	8,4926	35,0253	-0,25	689,07
$ROA_{i,t-1}$	0,0701	0,0592	-0,29	0,79
$SIZE_{i,t-1}$	7,1025	0,5041	5,15	8,4
$AGE_{i,t-1}$	26,0282	16,4083	3	63
$Q_{i,t-1}$	1,2856	0,7902	0,08	9,01

Nguồn: Tính toán từ phần mềm Stata 17.0

Bảng 3. Ma trận hệ số tương quan giữa các biến trong mô hình

	INV	LEV	CF	LIQ	SALE	ROA	SIZE	AGE	Q
INV	1,0000								
LEV	-0,1592**	1,0000							
CF	0,5041**	-0,3609**	1,0000						
LIQ	0,1760**	-0,4954**	0,3506**	1,0000					
SALE	0,305**	-0,0594	0,4102**	0,0391	1,0000				
ROA	0,1802**	-0,5183**	0,4035**	0,2556**	0,2708**	1,0000			
SIZE	-0,1503**	0,0925**	-0,1029**	0,0012	-0,2253**	-0,0509	1,0000		
AGE	0,0721	-0,0951**	0,0601	-0,0370	0,1575**	0,2601**	-0,0205	1,0000	
Q	0,1085**	-0,2492**	0,2193**	0,1762**	0,1382**	0,4901**	0,1614**	0,3395**	1,0000

Ghi chú: ** là các ký hiệu cho mức ý nghĩa 5%.

Nguồn: Tính toán từ phần mềm Stata 17.0

độ sử dụng nợ vay thì HĐĐT của doanh nghiệp có xu hướng giảm. Hệ số hồi quy của biến LEV đến INV ở các phân vị trên Bảng 4 được thể hiện ở Hình 1 cho thấy mức độ tác động của biến LEV đến biến INV là khác nhau ở các phân vị khác nhau. Có thể dễ dàng nhận thấy từ Hình 1, tại các mức phân vị 0,5- 0,75- 0,9 thì đường cong càng dốc xuống hơn so với các phân vị 0,1- 0,25- 0,5 chứng tỏ tác động ngược chiều của ĐBTC đối với HĐĐT được biểu hiện rõ rệt hơn tại các mức phân vị cao hơn. Tại các mức phân vị 0,1- 0,25- 0,5 mức độ tác động của ĐBTC mang dấu âm nhưng hầu như đều duy trì ở mức tương đối bằng nhau tại các phân vị với mức dao động trung bình là -3,73%. Điều này chứng tỏ rằng việc đi vay của các nhóm doanh nghiệp niêm yết ở các phân vị thấp làm giảm mức đầu tư ròng nhưng nhìn chung xu hướng ảnh hưởng thấp hơn so với các nhóm doanh nghiệp ở các phân vị cao. Tại các mức phân vị 0,75 và 0,9 thì mức tác động của ĐBTC dao động trung bình -6,15% cho thấy đầu tư ròng của các nhóm doanh nghiệp niêm yết thuộc các mức phân vị này sẽ suy giảm trầm trọng nếu doanh nghiệp tăng tỷ lệ sử dụng nợ vay trong cơ cấu vốn.

4.2. Thảo luận

Giá trị của ĐBTC và HĐĐT được thể hiện ở các phân vị khác nhau trải dài từ 0,1 đến 0,9 và đều mang dấu âm cho thấy ảnh hưởng ngược chiều của ĐBTC đến HĐĐT của các doanh nghiệp niêm yết. Hay nói cách khác, mức độ ảnh hưởng của chính sách sử dụng nợ vay đến tỷ trọng đầu tư ròng được thể hiện ngày càng mạnh mẽ từ các doanh nghiệp thuộc có mức độ đầu tư thấp (nhóm phân vị thấp) đến các doanh nghiệp có cường độ đầu tư cao (nhóm phân vị cao).

Kết quả này ủng hộ lý thuyết chi phí đại diện ở các công ty cổ phần niêm yết tại thị

Tác động của đòn bẩy tài chính đến hoạt động đầu tư: Tiếp cận bằng hồi quy phân vị
đối với các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết tại Việt Nam

Bảng 4. Kết quả hồi quy theo phương pháp phân vị

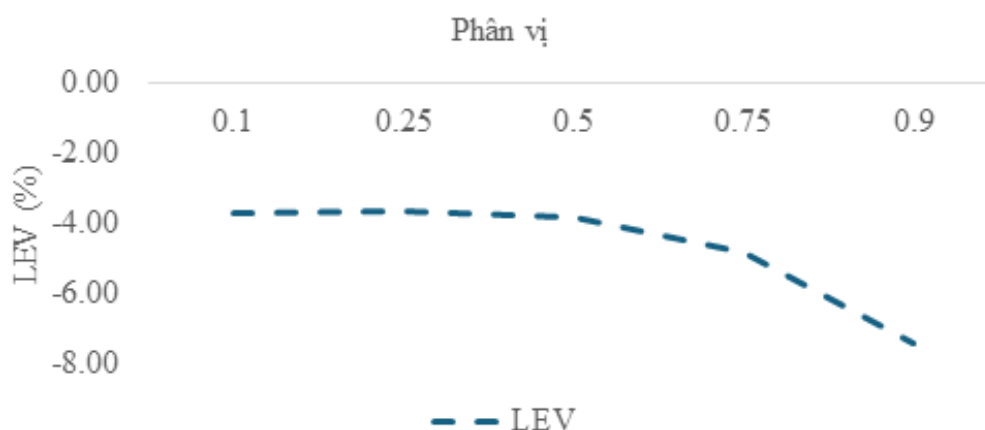
Biến độc lập	Hồi quy phân vị				
	0,1	0,25	0,5	0,75	0,9
LEV	-3,7324** [-19,19]	-3,6429** [-41,93]	-3,8145** [-38,50]	-4,8488** [-21,06]	-7,4464** [-17,48]
CF	0,0056** [2,48]	0,0022** [0,77]	0,0025* [0,43]	-0,0013** [-0,11]	0,0146** [0,19]
LIQ	-0,0001** [-0,11]	-0,0003** [-0,47]	-0,0007** [-0,64]	-0,0012** [-0,62]	-0,0035* [-0,60]
SALE	0,0000894 [0,71]	0,0001734 [1,04]	0,0001919 [0,70]	0,000216 [0,40]	0,0005492 [0,26]
ROA	-0,0446** [-0,77]	-0,1369* [-1,87]	-0,1014** [-0,77]	-0,1184* [-0,4]	-0,1334** [-2,01]
SIZE	-0,0109** [-0,95]	-0,0119** [-1,17]	-0,0544** [-3,50]	-0,1157** [-1,97]	-0,1696** [-2,38]
AGE	0,000178 [0,87]	0,0002064 [1,04]	0,0002206 [0,58]	-0,0011588 [-1,25]	-0,0040047 [0,97]
Q	0,0127** [2,44]	0,0046667 [0,75]	0,0224473 [2,20]	0,0450183 [1,91]	0,087186 [6,50]
_cons	2,9712	2,965816	3,418708	3,063368	4,756036

Ghi chú: **, * lần lượt là các ký hiệu cho mức ý nghĩa 5% và 10%.

Nguồn: Tính toán từ phần mềm Stata 17.0

trường chứng khoán Việt Nam. Trong điều kiện thị trường không hoàn hảo, khi xung đột đại diện giữa cổ đông và các nhà quản lý phát sinh thì ĐBTC được sử dụng như một công cụ để hạn chế sự phụ thuộc vào nguồn tài trợ từ VCSH và ngăn cản các nhà quản lý sử dụng dòng tiền tự do để tài trợ

vào các dự án mang lại NPV<0 (Jensen & Meckling, 1976). Hơn nữa, vấn đề xung đột đại diện giữa cổ đông và các nhà quản lý trong các công ty cổ phần phát sinh trầm trọng hơn ở các nhóm doanh nghiệp có tỷ lệ đầu tư ròng cao, khoảng 1,54- 2,61 (thuộc nhóm phân vị cao, từ phân vị 0,75



Nguồn: Tổng hợp từ kết quả nghiên cứu

Hình 1. Tác động của đòn bẩy tài chính đối với hoạt động đầu tư theo hồi quy phân vị

đến phân vị 0,9 trong mẫu nghiên cứu) bởi ảnh hưởng của việc sử dụng nợ vay đến HĐĐT của nhóm doanh nghiệp này tương đối mạnh hơn (trị tuyệt đối của hệ số hồi quy lớn hơn) so với các nhóm doanh nghiệp có tỷ lệ đầu tư ròng thuộc khoảng 0,26- 0,55- 0,9 (thuộc nhóm phân vị thấp, từ phân vị 0,1 đến phân vị 0,5 trong mẫu nghiên cứu).

Kết quả nghiên cứu được lý giải rằng, tại nhóm doanh nghiệp có tỷ trọng đầu tư ròng cao (nhóm phân vị cao) sẽ có xu hướng sử dụng nguồn tài trợ bên ngoài để kiểm chế vấn đề đầu tư quá mức và hạn chế rủi ro vỡ nợ gia tăng nếu các doanh nghiệp sử dụng nguồn vốn vay cho mục đích đầu tư vì lợi ích cá nhân hơn là lợi ích của cổ đông và công ty. Thực tiễn được minh chứng rõ nét qua một số doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam khi các doanh nghiệp này có tỷ trọng đầu tư ròng cao chứng tỏ các loại tài sản cố định như máy móc thiết bị, dây chuyền sản xuất, đất đai, tài sản thuê tài chính và bất động sản chiếm phần lớn trong cơ cấu tài sản của doanh nghiệp. Chẳng hạn, Tập đoàn Novaland (NVL) trong giai đoạn 2020- 2022 mở rộng quỹ đất và triển khai nhiều dự án bất động sản lớn, song do tỷ lệ nợ vay thường xuyên trên 65% tổng tài sản, công ty buộc phải hoãn hoặc giãn tiến độ nhiều dự án khi chi phí lãi vay tăng mạnh (Novaland, 2022). Tương tự, Hòa Phát (HPG) với chiến lược đầu tư quy mô lớn vào dự án Khu liên hợp gang thép Dung Quất cũng dựa nhiều vào vốn vay, làm chi phí tài chính gia tăng đáng kể; khi thị trường thép suy giảm năm 2022, HPG phải cắt giảm kế hoạch đầu tư, cho thấy đòn bẩy cao làm giảm tính linh hoạt trong quyết định đầu tư (Hòa Phát, 2022). Những minh chứng này cho thấy các doanh nghiệp có cường độ vốn lớn và phụ thuộc nhiều vào tài sản cố định thường có lợi thế tiếp cận tín dụng, nhưng việc sử dụng đòn bẩy quá

mức có thể dẫn đến rủi ro tài chính, hạn chế khả năng mở rộng đầu tư, phù hợp với bằng chứng thực nghiệm trước đây của Tran và cộng sự (2023); Yilmaz (2022).

Mặt khác, các doanh nghiệp thuộc phân vị thấp, tức các doanh nghiệp có tỷ trọng đầu tư ròng thấp, thường có giá trị tài sản cố định (máy móc, thiết bị, bất động sản) chiếm tỷ trọng nhỏ trong tổng tài sản. Thực tế trong mẫu nghiên cứu, nhiều doanh nghiệp thuộc lĩnh vực thương mại và dịch vụ tiêu dùng như Công ty Cổ phần Đầu tư Hạ tầng Kỹ thuật TP.HCM (CII), doanh nghiệp dệt may như Công ty Cổ phần Dệt may- Đầu tư- Thương mại Thành Công (TCM), hay doanh nghiệp xây dựng như Tổng Công ty Xây dựng số 1- CTCP (CC1) đều có tỷ trọng tài sản cố định thấp, hoạt động dựa nhiều vào vốn lưu động ngắn hạn. Điều này lý giải tại sao ở nhóm doanh nghiệp phân vị thấp, biến động về đòn bẩy tài chính ít tác động đến quyết định đầu tư, do nhu cầu tài sản dài hạn không phải là động lực chính trong chiến lược kinh doanh. Như vậy, kết quả nghiên cứu hồi quy phân vị (tác động tiêu cực mạnh hơn ở phân vị cao) trùng khớp với các nghiên cứu gần đây báo hiệu rủi ro nợ ức chế đầu tư (Tran và cộng sự, 2023) nhưng khác với nghiên cứu của Kumar và Aleemi (2020) báo hiệu đòn bẩy có thể hỗ trợ đầu tư trong điều kiện dòng tiền đủ và chi phí nợ thấp.

5. Kết luận và hàm ý chính sách

5.1. Kết luận

Nghiên cứu ảnh hưởng của ĐBTC đến HĐĐT của 98 công ty cổ phần phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2016- 2023 bằng phân tích hồi quy phân vị xác nhận tác động ngược chiều của ĐBTC lên HĐĐT. Kết quả hồi quy phân vị chỉ ra rằng các doanh nghiệp

Tác động của đòn bẩy tài chính đến hoạt động đầu tư: Tiếp cận bằng hồi quy phân vị
đối với các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết tại Việt Nam

có tỷ lệ đầu tư ròng thuộc nhóm phân vị cao chịu ảnh hưởng tiêu cực lớn hơn từ ĐBTC, với xu hướng đầu tư giảm mạnh khi nợ vay tăng, so với nhóm phân vị thấp. Điều này phản ánh chi phí đại diện từ xung đột giữa cổ đông và nhà quản lý.

5.2. Hàm ý chính sách

Dựa trên bằng chứng nghiên cứu thực nghiệm từ các doanh nghiệp phi niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2016- 2023 về tác động của ĐBTC đối với HĐĐT, nghiên cứu đề xuất một số khuyến nghị nhằm cải thiện HĐĐT như sau: Thứ nhất, các doanh nghiệp cần có chiến lược quản trị cấu trúc vốn thận trọng, cân bằng giữa lợi ích thuế của nợ vay và rủi ro hạn chế đầu tư.

a) Đối với các nhóm doanh nghiệp có tỷ lệ đầu tư ròng thuộc nhóm phân vị thấp, mức độ ảnh hưởng của ĐBTC đối với HĐĐT thể hiện chiều hướng nghịch nhưng hầu như không có sự biến động mạnh mẽ. Vì thế, các nhóm doanh nghiệp này khuyến khích tận dụng tối đa lợi ích từ việc sử dụng nợ để đạt được hiệu quả về mặt lợi nhuận cho công ty và lợi ích cho cổ đông.

b) Đối với các nhóm doanh nghiệp có tỷ lệ đầu tư ròng thuộc nhóm phân vị cao, do mức độ ảnh hưởng của chính sách nợ vay đối với tỷ trọng đầu tư ròng sẽ mạnh hơn nên các nhà quản lý cần cân nhắc phân bổ tỷ trọng sử dụng cơ cấu nợ hợp lý (nợ dài hạn và nợ ngắn hạn) để phát huy tác dụng của ĐBTC với HĐĐT cũng như giảm thiểu được các rủi ro kinh doanh và rủi ro tài chính khác. Nếu việc gánh nợ quá lớn sẽ khiến cho các doanh nghiệp từ bỏ các cơ hội đầu tư tốt trong tương lai.

Thứ hai, vấn đề đại diện giữa cổ đông và nhà quản lý cũng là một trong các nguyên nhân ảnh hưởng đến mối quan hệ giữa ĐBTC và HĐĐT. Do đó, các doanh nghiệp cần

kiểm soát vấn đề này trong quản trị doanh nghiệp, để mục đích sử dụng các nguồn tài trợ bên ngoài cho HĐĐT đạt được hiệu quả. Tùy tình trạng quản trị, chính sách nợ và cổ tức được chọn hoặc kết hợp để tối ưu hiệu quả.

Thứ ba, các nhà quản lý của doanh nghiệp cần thận trọng xem xét và đánh giá hiệu quả của việc sử dụng vốn vay liệu ĐBTC có thực sự mang lại lợi ích hay không hay việc đi vay chỉ đơn thuần là nhằm mục đích chi trả cho các khoản nợ đến hạn khác nhằm hạn chế vay nợ để đầu tư quá mức. Một điều cần lưu ý khi sử dụng ĐBTC là chi phí đi vay phải thấp hơn lợi nhuận dự kiến đạt được trong tương lai nên việc sử dụng ĐBTC cho HĐĐT chỉ thực sự hiệu quả khi giá trị ròng của các khoản đầu tư đó tăng dần trong tương lai và tỷ suất kỳ vọng đạt được cao hơn lãi suất vay hiện tại.

Thứ tư, kết quả nghiên cứu cũng cho thấy tác động tiêu cực của đòn bẩy mạnh hơn ở nhóm doanh nghiệp quy mô đầu tư lớn. Vì vậy, chính sách vĩ mô cần hỗ trợ doanh nghiệp tiếp cận đa dạng kênh huy động vốn thay thế, như thị trường trái phiếu doanh nghiệp minh bạch hoặc các quỹ đầu tư, nhằm giảm sự phụ thuộc quá mức vào tín dụng ngân hàng. Đồng thời, các chính sách khuyến khích tái cơ cấu nợ và ưu đãi thuế đối với HĐĐT hiệu quả có thể góp phần giảm áp lực tài chính, duy trì động lực tăng trưởng trong dài hạn.

Tuy nhiên, do hạn chế trong việc tiếp cận dữ liệu nên bài nghiên cứu chỉ tập trung vào mẫu 98 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trong giai đoạn 2016- 2023 và mới xem xét tác động của ĐBTC dưới góc độ hồi quy phân vị, chưa phản ánh đầy đủ sự khác biệt giữa các ngành hay yếu tố vĩ mô tác động đến quan hệ này. Đồng thời, những tác động riêng theo năm và ngành nghề chưa được phân tích trong nghiên cứu này. Do đó, các nghiên cứu tiếp theo có thể

mở rộng phạm vi mẫu, kết hợp thêm các biến vĩ mô như lãi suất, tăng trưởng GDP, chu kỳ kinh tế, yếu tố ngành nghề cũng như áp dụng các phương pháp phân tích động để kiểm định tính bền vững của kết quả. ■

Tài liệu tham khảo

- Akca, T., Karan, M. B., & Yıldız, Y. (2021). The effect of financial leverage on investment decisions: The evidence from emerging markets. In *Financial strategies in competitive markets* (pp. 137–150). Springer. https://doi.org/10.1007/978-3-030-68612-3_10
- Ali, F., Fareed, Z., Khan, T. M., & Raza, H. (2019). Impact of leverage on investment: A brief view of Pakistani listed firms. *International Journal of Engineering Management and Economics*, 10(17), 1–9. <http://dx.doi.org/10.14456/IJEMAST.2019.233>
- Almeida, H., & Campello, M. (2007). Financial constraints, asset tangibility, and corporate investment. *Review of Financial Studies*, 20(5), 1429–1460. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhm019>
- Danso, A., Lartey, T., Fosu, S., Owusu-Agyei, S., & Uddin, M. (2019). Leverage and firm investment: The role of information asymmetry and growth. *International Journal of Accounting & Information Management*, 27(1), 56–73. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-10-2017-0127>
- Fama, E. F., & French, K. R. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *The Review of Financial Studies*, 15(1), 1–33. <https://doi.org/10.1093/rfs/15.1.1>
- Gebauer, S., Setzer, R., & Westphal, A. (2018). Corporate debt and investment: A firm-level analysis for stressed euro area countries. *Journal of International Money and Finance*, 86, 112–130. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2018.04.009>
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2019). *Multivariate Data Analysis* (8th ed.). Cengage Learning. https://books.google.com.vn/books/about/Multivariate_Data_Analysis.html?id=0R9ZswEACAAJ&redir_esc=y
- Hermuningsih, S., Sari, P. P., & Rahmawati, A. D. (2020). The impact of leverage on investment for firms listed in the Indonesian Stock Exchange. *Jurnal Inovasi Bisnis dan Manajemen Indonesia*, 4(1), 1–12. <http://dx.doi.org/10.31842/jurnalinobis.v4i1.165>
- Hòa Phát. (2022). *Báo cáo thường niên 2022*. Công ty Cổ phần Tập đoàn Hòa Phát. <https://www.hoaphat.com.vn>
- 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)
- Koenker, R., & Bassett, G. (1978). Regression quantiles. *Econometrica*, 46(1), 33–50. <https://doi.org/10.2307/1913643>
- Kumar, V., & Aleemi, A. R. (2020). Financial leverage and firms' investment decisions: Evidence from banking sector of Pakistan. *JISR Management and Social Sciences & Economics*, 18(2), 1–18. <http://dx.doi.org/10.31384/jismssse/2020.18.2.10>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297. <https://www.jstor.org/stable/1809766>
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that 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)
- Nguyễn Thị Ngọc Trang & Trang Thúy Quyên. (2013). Mối quan hệ giữa sử dụng đòn bẩy tài chính và quyết định đầu tư. *Tạp chí Phát Triển & Hội Nhập*, 9(19), 19–25. <https://vjol.info.vn/index.php/kttc/article/view/12276>
- Novaland. (2022). *Báo cáo thường niên 2022*. Công ty Cổ phần Tập đoàn Đầu tư Địa ốc No Va. <https://www.novaland.com.vn>
- Phan Thị Bích Nguyệt, Phùng Đức Nam, & Hoàng Thị Phương Thảo. (2014). Đòn bẩy và hoạt động đầu tư: Vai trò của tăng trưởng và sở hữu nhà nước. *Tạp chí Phát triển & Hội nhập*, 16(26), 33–40. <https://www.uef.edu.vn/newsimg/tap-chi-uef/2014-05-06-16/5.pdf>
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421–1460. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x>
- Richardson, S. (2006). Over-investment of free cash flow. *Review of Accounting Studies*, 11(2–3), 159–189. <https://doi.org/10.1007/s11142-006-9012-1>
- Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure: the incentive-signalling approach. *The bell journal of economics*, 8(1), 23–40. <https://doi.org/10.2307/3003485>
- Tran, T. M., Hoang, T. T. H., & Nguyen, T. T. D. (2023). The impact of firm leverage on investment decisions: The new approach of hierarchical methods. *Cogent Business & Management*, 10(2), 2209380. <https://doi.org/10.1080/23311975.2023.2209380>
- Yilmaz, I. (2022). Leverage and investment cash flow sensitivity: Evidence from Muscat Securities Market in Oman. *SAGE Open*, 12(3), 1–9. <https://doi.org/10.1177/21582440221119487>