



Đầu tư tài chính tại các doanh nghiệp phi tài chính ở Việt Nam: Hiệu ứng lấn át hay nhu cầu linh hoạt tài chính?

NGUYỄN HOÀNG LONG^{a, *}, TÔ CÔNG NGUYỄN BẢO^a

^a Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh

THÔNG TIN	TÓM TẮT
<p>Ngày nhận: 27/11/2025 Ngày nhận lại: 04/02/2026 Duyệt đăng: 04/02/2026</p> <p>Mã phân loại JEL: G30; G32; H23.</p> <p>Từ khóa: Tài chính hóa; Linh hoạt tài chính; Hiệu ứng lấn át.</p> <p>Keywords: Financialization; Financial flexibility; Crowding-out effect.</p>	<p>Nghiên cứu này phân tích cơ chế đứng sau xu hướng gia tăng bền vững của tài sản tài chính trong các doanh nghiệp phi tài chính tại Việt Nam, với mục tiêu kiểm định liệu hiện tượng này phản ánh hiệu ứng lấn át đối với đầu tư vào tài sản cố định hay là kết quả của sự điều chỉnh động trong hành vi phân bổ vốn do nhu cầu linh hoạt tài chính. Sử dụng dữ liệu bảng của 1.156 doanh nghiệp phi tài chính trong giai đoạn 2013–2023 và phương pháp chiếu cục bộ kết hợp giải quyết nội sinh với biến công cụ từ sự khác biệt phương sai của mô hình, nghiên cứu cho thấy sự gia tăng tài sản tài chính không dẫn đến sự suy giảm bền vững của đầu tư vào tài sản cố định. Thay vào đó, cú sốc linh hoạt tài chính làm gia tăng đầu tư tài chính trong ngắn hạn và làm chậm đầu tư tài sản cố định, nhưng hiệu ứng này đảo chiều trong trung hạn khi doanh nghiệp tái phân bổ vốn sang đầu tư thực. Phân tích sâu hơn cho thấy đầu tư tài chính làm tăng đòn bẩy nhưng không làm tăng lượng tiền mặt, ngụ ý sự tồn tại cơ chế “tái phân bổ và tái cấp vốn” giải thích cho sự tích lũy bền vững của tài sản tài chính: tài sản tài chính mở rộng khả năng vay nợ, nợ tài trợ cho đầu tư tài sản cố định và dòng tiền tạo ra lại được dùng để giảm đòn bẩy và tái tạo linh hoạt tài chính.</p> <p>Abstract</p> <p>This study investigates the mechanisms underlying the sustained increase in financial assets held by non-financial corporations in Vietnam, with the aim of examining whether this trend reflects a</p>

* Tác giả liên hệ.

Biên tập viên: Nguyễn Thị Hồng Cẩm.

Email: longnh@ueh.edu.vn (Nguyễn Hoàng Long), baotcn@ueh.edu.vn (Tô Công Nguyễn Bảo).

ORCID: <https://orcid.org/0009-0000-0517-6003> (Nguyễn Hoàng Long), <https://orcid.org/0000-0003-3313-4614>

(Tô Công Nguyễn Bảo).

Trích dẫn bài viết: Nguyễn Hoàng Long, & Tô Công Nguyễn Bảo. (2025). Đầu tư tài chính tại các doanh nghiệp phi tài chính ở Việt Nam: Hiệu ứng lấn át hay nhu cầu linh hoạt tài chính?. Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế và Kinh doanh Châu Á, 36(12), 56-75. <https://doi.org/10.24311/jabes/2025.36.12.04>

crowding-out effect on fixed asset investment or instead results from dynamic adjustments in capital allocation driven by financial flexibility needs. Using panel data on 1,156 non-financial corporations over the period 2013–2023 and employing the local projections method combined with heteroskedasticity-based instrumental variables, the study finds that the accumulation of financial assets does not lead to a persistent decline in investment in fixed assets. Rather, shocks to financial flexibility increase financial investment in the short run and temporarily slow down fixed asset investment, but this effect reverses in the medium run as firms reallocate capital toward real investment. Further analysis shows that financial investment is associated with higher leverage rather than increased cash holdings, indicating the presence of a “reallocation–refinancing” mechanism that explains the sustained accumulation of financial assets. Under this mechanism, financial assets enhance firms’ borrowing capacity, debt financing supports fixed asset investment, and the resulting cash flows are subsequently used to deleverage and restore financial flexibility.

1. Giới thiệu

Hiện tượng tài chính hóa trong các doanh nghiệp phi tài chính (Non-Financial Corporations – NFCs) thu hút sự quan tâm ngày càng lớn của giới học thuật (Abel & Panageas, 2023; Chen & Duchin, 2024). Tài chính hóa thường được hiểu là việc tỷ trọng tài sản tài chính (TSTC) tăng mạnh trong tổng tài sản, khiến nhiều tập đoàn vận hành tương tự các định chế tài chính (Davis, 2018). Dữ liệu của Abel và Panageas (2023) cho thấy Apple từng nắm giữ 121 tỷ USD TSTC, tương đương 70% tổng tài sản sổ sách. Xu hướng này cũng xuất hiện ở Trung Quốc (Gong và cộng sự, 2023), và trước đó tại Mexico và Argentina từ những năm 1980 (Tornell, 1990). Điều này gây lo ngại vì dòng vốn luân chuyển quá mức vào TSTC có thể làm lệch lạc phân bổ nguồn lực, cản trở hình thành vốn thực và từ đó gây ra hiệu ứng lần át (Keynes, 1937).

Bài nghiên cứu này lập luận rằng cách nhìn về hiệu ứng lần át bỏ qua các điều chỉnh động quan trọng trong phân bổ vốn của NFCs, đặc biệt trong bối cảnh thị trường vốn chưa hoàn thiện và đầu tư TSCĐ mang tính không đảo ngược. Thay vì xem đầu tư tài chính (ĐTTC) và đầu tư tài sản cố định (TSCĐ) là hai lựa chọn thay thế trực tiếp, nghiên cứu nhấn mạnh vai trò của linh hoạt tài chính (LHTC) trong việc điều phối thời điểm và trình tự đầu tư. Theo đó, NFCs có thể gia tăng ĐTTC không nhằm thay thế đầu tư thực, mà để duy trì khả năng tự tài trợ, đối phó với bất định và bảo toàn quyền chọn đầu tư trong tương lai (Fahlenbrach và cộng sự, 2021; Liu, 2024).

Sử dụng hàm phản ứng xung (IRFs) với phương pháp chiếu cục bộ (Local Projection - LP) trên dữ liệu bảng của 1.156 NFCs giai đoạn 2013–2023, kết quả cho thấy cú sốc LHTC làm ĐTTC tăng và đầu tư TSCĐ giảm trong ngắn hạn, nhưng mối quan hệ này đảo chiều trong trung hạn khi NFCs tái phân bổ vốn. Mẫu hình này không phù hợp với hiệu ứng lần át, mà phản ánh việc trì hoãn đầu tư TSCĐ nhằm bảo toàn tính linh hoạt trong môi trường bất định. Các kết quả vẫn không thay đổi sau khi đã xử lý nội sinh, thay đổi độ trễ, loại trừ giai đoạn COVID-19 và các NFCs thuộc sở hữu nhà

nước. Đáng chú ý, các cú sốc ĐTTC đi kèm với gia tăng đòn bẩy thay vì tiền mặt, cho thấy TSTC chủ yếu được sử dụng để hỗ trợ khả năng vay vốn.

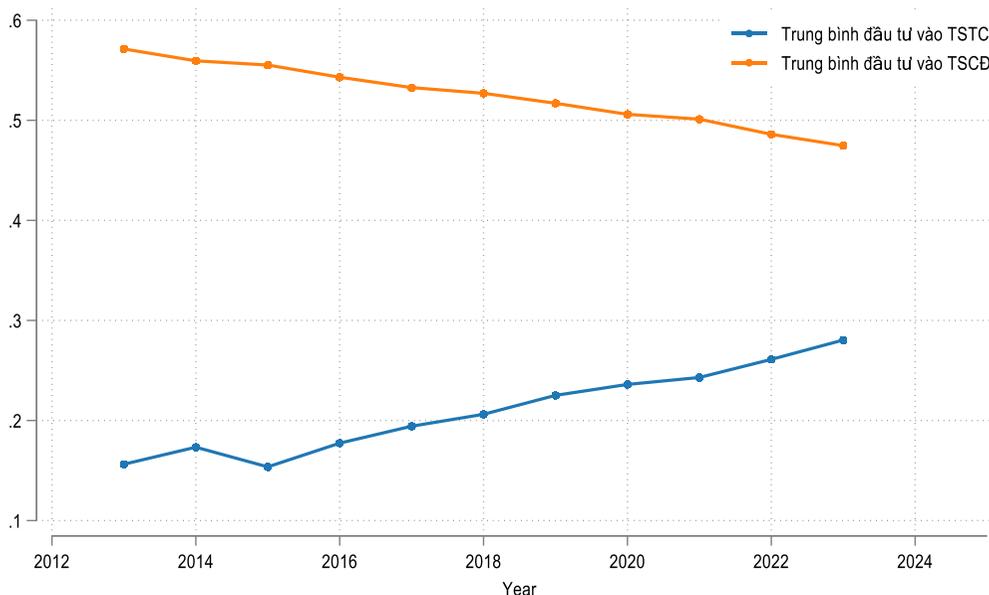
Nghiên cứu này đóng góp theo ba hướng. *Thứ nhất*, bài nghiên cứu tạo ra một khung thực nghiệm vững chắc để nhận diện các động lực thúc đẩy đầu tư tài chính của NFCs tại Việt Nam. *Thứ hai*, nghiên cứu phát hiện một cơ chế thay thế mang tính động giữa đầu tư tài sản tài chính và đầu tư tài sản cố định. Phát hiện này cho thấy mối quan hệ giữa LHTC và ĐTTC không đơn thuần là hiệu ứng lần át, khác với quan điểm của Liu (2024) khi sử dụng mô hình tuyến tính. *Thứ ba*, nghiên cứu phân tích về cách NFCs phân bổ vốn giữa TSTC và TSCĐ trong cả ngắn hạn và trung hạn, từ đó, đề xuất cơ chế “tái phân bổ và tái cấp vốn”: TSTC mở rộng khả năng vay nợ, nợ tài trợ cho đầu tư TSCĐ và dòng tiền tạo ra lại được dùng để giảm đòn bẩy và tái tạo LHTC.

Các phần tiếp theo được trình bày như sau: mục 2 giới thiệu nền tảng lý thuyết và giả thuyết nghiên cứu; mục 3 mô tả dữ liệu, mô hình và phương pháp ước lượng; mục 4, 5 và 6 trình bày kết quả nghiên cứu và các thảo luận; và mục 7 đưa ra kết luận.

2. Tổng hợp lý thuyết và xây dựng giả thuyết nghiên cứu

Tại Việt Nam, Hình 1 cho thấy sự dịch chuyển rõ rệt từ TSCĐ sang TSTC giai đoạn 2013–2023. Tỷ trọng đầu tư vào TSCĐ so với tổng mức đầu tư giảm từ 57,130% xuống 47,469%, trong khi ĐTTC gần như tăng gấp đôi từ 15,366% lên 28,039%. Qua đó, khoảng cách dần thu hẹp từ 41,764% năm 2013 xuống dưới 20% năm 2023. Sự hội tụ này hàm ý TSTC tăng có thể tạo hiệu ứng lần át đối với đầu tư thực, làm suy yếu năng lực sản xuất và đổi mới (Orhangazi, 2008).

Tỷ lệ ĐTTC và đầu tư TSCĐ bình quân của các NFCs tại Việt Nam, 2013–2023



Hình 1. Tỷ lệ ĐTTC và đầu tư TSCĐ bình quân của các NFCs tại Việt Nam giai đoạn 2013–2023

Tuy nhiên, liệu rằng sự gia tăng ĐTTC liên tục qua các năm quan sát được ở trên có thật sự tạo ra hiệu ứng lần át đối với đầu tư TSCĐ (Orhangazi, 2008), hay chỉ phản ánh một điều chỉnh chiến lược trong phân bổ vốn nhằm duy trì LHTC (Abel & Panageas, 2023)? Để trả lời câu hỏi này, nghiên cứu đối chiếu ba khung lý thuyết chính: mô hình Q, hành vi tìm kiếm rủi ro, và lý thuyết LHTC; trong đó hai cách tiếp cận đầu cung cấp các dự đoán có thể kiểm chứng trực tiếp về hiệu ứng lần át.

Theo mô hình Q (Tobin & Brainard, 1976), sự gia tăng ĐTTC hàm ý rằng các TSTC mang lại lợi suất điều chỉnh rủi ro cao hơn tương đối so với đầu tư thực. Khi đó, hiệu ứng lần át được kỳ vọng đi kèm với sự cải thiện bền vững trong hiệu quả hoạt động khi ĐTTC tăng, trong khi đầu tư TSCĐ dẫn đến suy giảm kéo dài. Theo đó, nghiên cứu kiểm định phản ứng của ROA, ROE và Tobin's Q¹ trước các cú sốc ĐTTC và đầu tư TSCĐ. Nếu không quan sát được sự cải thiện bền vững về hiệu quả, hoặc nếu đầu tư TSCĐ chỉ giảm trong ngắn hạn rồi phục hồi, các mẫu hình này không phù hợp với hiệu ứng lần át theo dự đoán của mô hình Q. Giả thuyết đầu tiên như sau:

Giả thuyết H₁: Hiệu ứng lần át có tồn tại nếu cú sốc ĐTTC sẽ dẫn đến cải thiện bền vững trong hiệu quả hoạt động và cú sốc đầu tư TSCĐ sẽ dẫn đến suy giảm bền vững trong hiệu quả hoạt động.

Tuy nhiên, nhiều nghiên cứu cho thấy Tobin's Q thường dự báo kém hành vi đầu tư trong bối cảnh tồn tại các "ma sát" thị trường như bất cân xứng thông tin và hạn chế tài chính (Blundell và cộng sự, 1992; Fazzari và cộng sự, 1987). Điều này dẫn đến các yếu tố như dòng tiền và khả năng tiếp cận tín dụng thường đóng vai trò chi phối mạnh hơn. Nghiên cứu này giảm nhẹ các hạn chế trên bằng cách kiểm soát dòng tiền tự do, chi phí thay thế, hạn chế tài chính và thời gian hữu dụng của tài sản vốn theo đề xuất của Livdan và Nezlobin (2021).

Một hướng giải thích khác nhấn mạnh vai trò của hành vi tìm kiếm rủi ro. Theo cách tiếp cận này, NFCs có xu hướng chuyển sang các TSTC để theo đuổi lợi suất ngắn hạn (Della Seta và cộng sự, 2020; Stiglitz & Weiss, 1981). Chen và Duchin (2024) cho thấy NFCs có thể ưu tiên TSTC hơn TSCĐ vì các tài sản này đòi hỏi vốn đầu tư ban đầu thấp, thanh khoản cao và cho phép điều chỉnh danh mục nhanh chóng. Dưới cơ chế này, hiệu ứng lần át được kỳ vọng đi kèm với sự gia tăng bền vững trong biến động hiệu quả hoạt động (đại diện cho hành vi tìm kiếm rủi ro). Do đó, nghiên cứu kiểm định phản ứng của độ lệch chuẩn trượt ba năm của ROA, ROE và Tobin's Q trước các cú sốc ĐTTC và đầu tư TSCĐ. Từ đó, giả thuyết thứ 2 là:

Giả thuyết H₂: Hiệu ứng lần át có tồn tại nếu cú sốc ĐTTC sẽ làm gia tăng một cách bền vững biến động của hiệu quả hoạt động và cú sốc đầu tư TSCĐ sẽ làm suy giảm một cách bền vững biến động của hiệu quả hoạt động.

Cuối cùng, khi không tìm thấy bằng chứng ủng hộ hiệu ứng lần át theo mô hình Q hay hành vi tìm kiếm rủi ro, nghiên cứu tập trung vào LHTC như cơ chế trung tâm điều phối phân bổ vốn. LHTC phản ánh khả năng NFCs duy trì và tái phân bổ nguồn lực tài chính để đối phó với bất định và bảo toàn quyền chọn đầu tư (Fahlenbrach và cộng sự, 2021). Theo cách tiếp cận này, ĐTTC không nhất thiết phản ánh kỳ vọng lợi nhuận vượt trội hay khẩu vị rủi ro cao hơn. Lý thuyết LHTC dự đoán rằng NFCs có thể gia tăng ĐTTC và giảm đầu tư TSCĐ trong ngắn hạn, nhưng xu hướng này mang tính động và đảo chiều trong trung hạn khi điều kiện đầu tư cải thiện. Từ đó, giả thuyết thứ ba được đề xuất, nhấn mạnh sự tái phân bổ vốn theo thời gian thay vì một hiệu ứng lần át bền vững.

¹ Trong nghiên cứu này, chỉ số Tobin's Q được đo lường bằng tổng giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu cộng với giá trị sổ sách của nợ, chia cho tổng giá trị sổ sách của tổng tài sản.

Giả thuyết H₃: Linh hoạt tài chính làm suy giảm đầu tư TSCĐ và gia tăng ĐTTC trong ngắn hạn nhưng hiệu ứng này lại đảo chiều trong trung hạn.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Mẫu nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu tài chính thường niên của các NFCs niêm yết trên cả 3 sàn giao dịch tại Việt Nam (UPCOM, HNX và HOSE) từ cơ sở dữ liệu DataStream (Thomson Reuters)². Các biến liên tục được điều chỉnh lạm phát theo CPI năm gốc 2021 và được xử lý các quan sát ngoại lai bằng cách thay các giá trị tại mức bách phân vị 1% và 99%. Các doanh nghiệp tài chính (ngân hàng, bảo hiểm, chứng khoán), và tiện ích (điện, nước, xăng, dầu khí) được loại bỏ do đặc thù hoạt động và các quy định đặc thù. Mẫu nghiên cứu gồm 8.780 quan sát cho 1.156 NFCs trong giai đoạn 2013–2023.

Các mô hình thực nghiệm

Theo thiết kế thực nghiệm, nghiên cứu đánh giá tác động của ĐTTC và đầu tư TSCĐ lên hiệu quả và biến động NFCs theo thời gian. Dựa trên mô hình của Davis và cộng sự (2023), phản ứng động được ước lượng bằng LP:

$$Y_{i,t+h} = \alpha_i^h + \theta_t^h + \sum_{p=0}^P \beta_{NFCp}^h \left(\frac{Z_{it-p}}{T_{it-p-1}} \right) + \lambda' X_{it-1} + \varepsilon_{it+h} \quad (1)$$

Trong đó, $Y_{i,t+h}$ là hiệu quả NFCs (ROA, ROE, Tobin's Q) hoặc biến động hiệu quả, đo bằng độ lệch chuẩn ba năm; Biến chính, $\frac{Z_{it-p}}{T_{it-p-1}}$, là ĐTTC hoặc đầu tư TSCĐ trên tổng tài sản trừ tiền và tương đương tiền. ĐTTC gồm chứng khoán kinh doanh, phái sinh, nắm giữ đến ngày đáo hạn và bất động sản đầu tư. Đầu tư TSCĐ gồm tài sản hữu hình, vô hình và xây dựng dở dang (Liu, 2024; Zhu & Guo, 2024); Hiệu ứng cố định NFCs (α_i^h) và thời gian (θ_t^h) được kiểm soát để loại bỏ các tác động không quan sát được theo NFCs và thời gian; Bộ biến kiểm soát, X_{it-1} , được xác định theo các nghiên cứu trước (Chen & Duchin, 2024; Davis, 2018; Fahlenbrach và cộng sự, 2021; Livdan & Nezlobin, 2021; Orhangazi, 2008), bao gồm: quy mô, tuổi, tăng trưởng doanh thu, dòng tiền tự do, vốn lưu động ròng, tiền mặt, nợ ngắn - dài hạn, chi phí thay thế, thời gian sử dụng hữu ích của tài sản vốn và các chỉ số hạn chế tài chính. Các định nghĩa biến cụ thể được trình bày trong Bảng 1; Thời hạn dự báo đặt tại $h = 5$ năm, phù hợp chu kỳ kế hoạch thường là 5 năm của Việt Nam. Với bộ dữ liệu 11 năm, độ trễ $P = 3$ được chọn theo khuyến nghị của Montiel Olea và Plagborg-Møller (2021). Vì dữ liệu theo năm nên nghiên cứu không đưa độ trễ của biến phụ thuộc vào về phải để tránh sai lệch Nickell (Nickell, 1981). Mô hình (1) được ước lượng bằng OLS với hiệu ứng cố định và sai số vững.

Để kiểm định giả thuyết LHTC, kỳ vọng NFCs linh hoạt tăng ĐTTC ngắn hạn và giảm đầu tư TSCĐ, nghiên cứu ước lượng:

$$\left(\frac{Z_{it}}{T_{it-1}} \right) = \alpha_i^h + \theta_t^h + \sum_{p=0}^P \beta_{NFCp}^h FF_{it-p} + \lambda' X_{it-1} + \varepsilon_{it+h} \quad (2)$$

Trong đó, FF_{it-p} đo LHTC theo Liu (2024) và Hunjra và cộng sự (2024):

$$FF_{it} = Cashflexibility_{it} + DebtFlexibility_{it} \quad (3)$$

² Xem thêm tại: <https://eikon.refinitiv.com/>

Trong đó,

$$CashFlexibility \text{ là } \frac{(\overline{\text{Tiền và tương đương tiền}_{it}} - \overline{\text{Tiền và tương đương tiền}_{\text{ngành},t})}{(\text{Tổng tài sản}_{it} - \text{Tiền và tương đương tiền}_{it})},$$

$$DebtFlexibility \text{ là } \frac{(\overline{\text{Tổng nợ}_{\text{ngành},t}} - \overline{\text{Tổng nợ}_{it}})}{(\text{Tổng tài sản}_{it} - \text{Tiền và tương đương tiền}_{it})}.$$

Kiểm định tính vững sử dụng thêm thước đo FF11 dựa trên trung bình ngành 11 năm³ và chỉ số FFPROX⁴ theo Hunjra và cộng sự (2024).

4. Kết quả và thảo luận

4.1. Thống kê mô tả

³ $FF11_{it} = \frac{(\overline{\text{Tiền và tương đương tiền}_{it}} - \overline{\text{Tiền và tương đương tiền}_{\text{ngành},11 \text{ năm}}})}{(\text{Tổng tài sản}_{it} - \text{Tiền và tương đương tiền}_{it})} + \frac{(\overline{\text{Tổng nợ}_{\text{ngành},11 \text{ năm}}} - \overline{\text{Tổng nợ}_{it}})}{(\text{Tổng tài sản}_{it} - \text{Tiền và tương đương tiền}_{it})}$

⁴ $FFPROX_{it} = \frac{\overline{\text{Tiền và tương đương tiền}_{it}}}{(\text{Tổng tài sản}_{it} - \text{Tiền và tương đương tiền}_{it})} + \left(1 - \frac{\overline{\text{Tổng nợ}_{it}}}{\text{Tổng tài sản}_{it}}\right)$

Bảng 1.

Thống kê mô tả

Biến	Định nghĩa	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất	Skewness	Kurtosis	Nguồn
ROA	Tỷ suất sinh lợi trên tài sản	0,047	0,069	-0,174	0,286	0,367	5,471	Fahlenbrach và cộng sự (2021)
ROE	Tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu	0,085	0,136	-0,525	0,461	-1,084	8,332	Fahlenbrach và cộng sự (2021)
TOBINQ	Chỉ số Tobin's Q	1,261	0,695	-0,038	4,463	2,037	9,123	Tori và Onaran (2020)
ROA_SD3	Độ lệch chuẩn ROA trượt 3 năm	0,027	0,035	0,000	0,197	2,757	11,715	Hunjra và cộng sự (2024)
ROE_SD3	Độ lệch chuẩn ROE trượt 3 năm	0,058	0,089	0,001	0,623	3,958	21,963	Hunjra và cộng sự (2024)
TOBINQ_SD3	Độ lệch chuẩn Tobin's Q trượt 3 năm	0,246	0,293	0,003	1,730	2,776	12,347	Hunjra và cộng sự (2024)
FIV	ĐTTC	0,233	0,326	-0,012	2,021	1,916	6,661	(Liu, 2024; Zhu & Guo, 2024)
PIV	Đầu tư TSCĐ	0,509	0,244	0,000	0,991	-0,097	2,107	(Liu, 2024; Zhu & Guo, 2024)
FF	LHTC	0,048	0,283	-0,785	0,923	0,125	3,849	(Liu, 2024; Zhu & Guo, 2024)
SIZE	Quy mô NFCs	26,576	1,618	23,177	30,952	0,385	2,959	Fahlenbrach và cộng sự (2021)
AGE	Tuổi NFCs	7,339	4,618	0,000	17,000	0,208	2,058	Fahlenbrach và cộng sự (2021)
SALEGROWTH	Tăng trưởng doanh thu	0,068	0,594	-0,884	4,080	3,902	24,874	Fahlenbrach và cộng sự (2021)
FCF	Dòng tiền tự do (điều chỉnh cho chi tiêu vốn)	0,029	0,165	-0,843	0,503	-1,446	10,551	Fahlenbrach và cộng sự (2021)
NWC	Thay đổi vốn lưu động ròng	0,009	0,114	-0,385	0,485	0,378	7,357	Fahlenbrach và cộng sự (2021)
CASH	Tỷ lệ tiền mặt	0,085	0,101	0,000	0,855	2,519	11,542	Fahlenbrach và cộng sự (2021)
STDEBT_RATIO	Tỷ lệ nợ ngắn hạn	0,413	0,242	0,026	1,010	0,374	2,286	Fahlenbrach và cộng sự (2021)
LTDEBT_RATIO	Tỷ lệ nợ dài hạn	0,100	0,145	0,000	0,668	1,857	6,102	Fahlenbrach và cộng sự (2021)

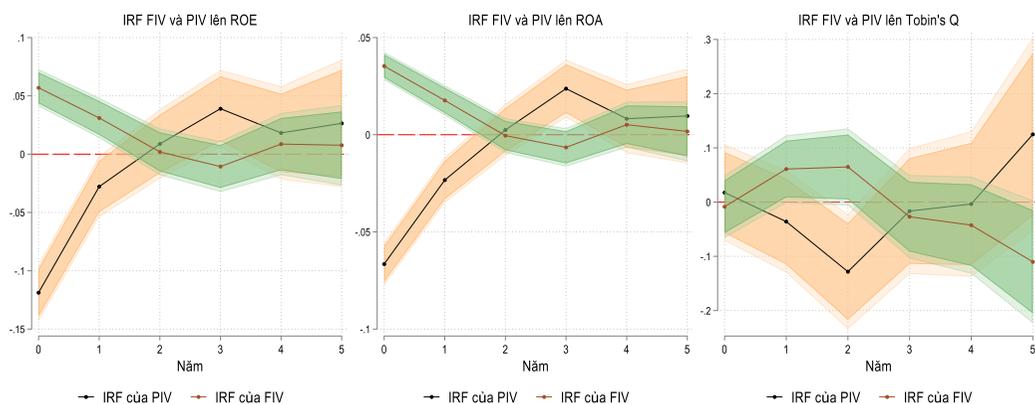
Biến	Định nghĩa	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất	Skewness	Kurtosis	Nguồn
RC	Chi phí thay thế	0,417	0,208	0,013	0,915	0,174	2,418	Livdan và Nezlobin (2021)
TINVERSE	Thời gian hữu dụng của tài sản vốn	0,069	0,085	0,000	0,610	4,048	23,851	Livdan và Nezlobin (2021)
KZ_INDEX	Chi số hạn chế tài chính Kaplan–Zingales	-0,029	6,579	-52,396	3,275	-6,263	46,212	Fahlenbrach và cộng sự (2021)
SA_INDEX	Chi số hạn chế tài chính theo Quy mô–Tuổi	10,604	2,550	5,690	18,236	0,635	3,335	Fahlenbrach và cộng sự (2021)
WW_INDEX	Chi số hạn chế tài chính Whited–Wu	-1,147	0,123	-1,378	-0,410	3,002	18,425	Fahlenbrach và cộng sự (2021)
Số quan sát	8.780							

Bảng 1 tổng hợp thống kê mô tả cho 8.780 quan sát. ĐTTC trung bình 0,233, trong khi đầu tư TSCĐ đạt 0,509, cho thấy NFCs dành hơn gấp đôi nguồn lực cho TSCĐ. Tuy nhiên, độ lệch chuẩn cao của ĐTTC (0,266) cho thấy mức nắm giữ TSTC khác biệt đáng kể. Chỉ số LHTC trung bình 0,048 nhưng phân tán rộng (0,283), phản ánh sự khác biệt lớn về mức độ LHTC của NFCs.

4.2. Hiệu quả hoạt động, hành vi tìm kiếm rủi ro và hoạt động đầu tư tại các NFCs

Phân tích trước hết so sánh tác động của ĐTTC và đầu tư TSCĐ lên hiệu quả và biến động trong hiệu quả hoạt động của các NFCs. Mục tiêu là nhận diện liệu xu hướng gia tăng ĐTTC có thể được diễn giải như một hiệu ứng lấn át hay không. Dựa trên phương pháp LP, phương trình (1) ước lượng các IRFs theo thời gian của hiệu quả và rủi ro trước các cú sốc từ ĐTTC và đầu tư TSCĐ.

Hình 2 cho thấy các phản ứng động đối nghịch của ĐTTC và đầu tư TSCĐ lên ROA, ROE và Tobin's Q. ĐTTC làm cải thiện hiệu quả trong ngắn hạn (năm 0–1, và đến năm 2 với Tobin's Q), phù hợp với các bằng chứng về lợi nhuận ngắn hạn từ tài chính hóa (Orhangazi, 2008). Tuy nhiên, tác động này suy giảm và chuyển âm trong các giai đoạn sau, phản ánh giới hạn về lợi ích dài hạn (Della Seta và cộng sự, 2020). Ngược lại, đầu tư TSCĐ làm giảm hiệu quả trong giai đoạn đầu nhưng cải thiện rõ rệt trong năm 3, 4 và 5, khi các TSCĐ bắt đầu tạo lợi nhuận.



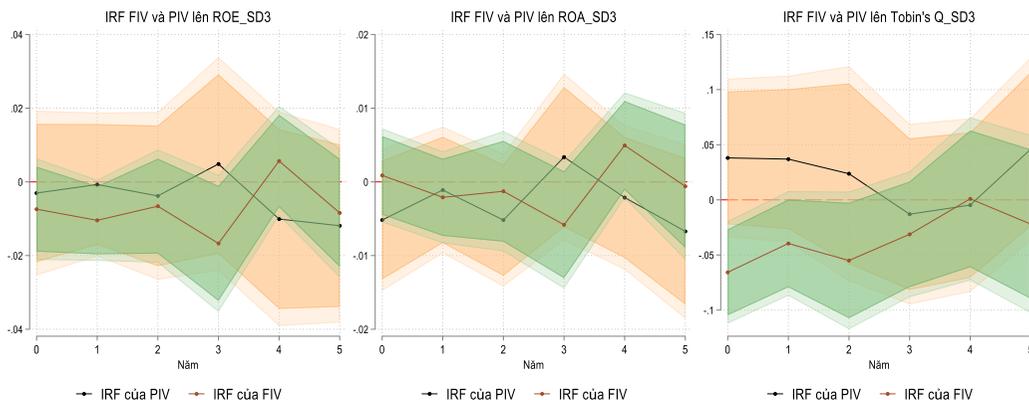
Ghi chú: Biến phụ thuộc lần lượt là ROA, ROE và Tobin's Q; các biến kiểm soát được xác định trong mục 3.2.

Hình 2. IRFs của ĐTTC và đầu tư TSCĐ đối với các chỉ tiêu hiệu quả NFCs

Các mẫu hình này không phù hợp với dự đoán từ mô hình Q về hiệu ứng lấn át. Nếu ĐTTC phản ánh các cơ hội sinh lợi vượt trội một cách bền vững, hiệu quả NFCs được kỳ vọng cải thiện ổn định, đồng thời đầu tư TSCĐ suy giảm kéo dài. Thực tế, kết quả cho thấy sự khác biệt chủ yếu nằm ở thời điểm sinh lợi giữa hai loại hình đầu tư, hàm ý sự tái sắp xếp trình tự đầu tư hơn là sự thay thế dài hạn. Do đó, không tìm thấy các bằng chứng ủng hộ giả thuyết H_1 .

Hình 3 tiếp tục kiểm định hiệu ứng lấn át dưới góc độ hành vi tìm kiếm rủi ro thông qua phản ứng của độ lệch chuẩn trượt ba năm của ROA, ROE và Tobin's Q. Theo cơ chế này, các NFCs có thể ưu tiên TSTC hơn TSCĐ do các tài sản tài chính đòi hỏi vốn đầu tư ban đầu thấp, có tính thanh khoản cao và cho phép điều chỉnh danh mục nhanh chóng, từ đó thúc đẩy việc luân chuyển vốn vào TSTC nhằm tìm kiếm cơ hội lợi suất ngắn hạn (Chen & Duchin, 2024). Tuy nhiên, kết quả thực nghiệm cho thấy cả ĐTTC và đầu tư TSCĐ không tạo ra tác động bền vững lên mức độ biến động của hiệu quả

hoạt động, ngoại trừ một phản ứng rất ngắn hạn của Tobin's Q, phù hợp với Hunjra và cộng sự (2024). Vì vậy, giả thuyết H₂ cũng không được ủng hộ.

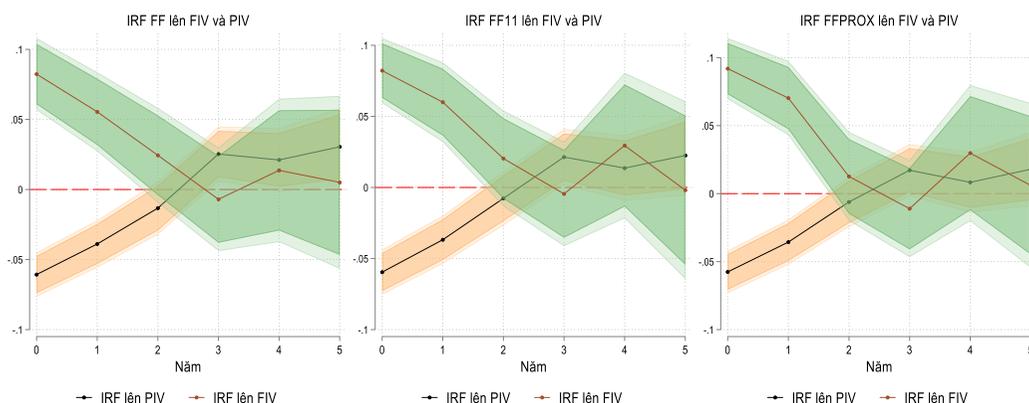


Ghi chú: Biến phụ thuộc lần lượt độ lệch chuẩn trượt ba năm của ROA, ROE và Tobin's Q; các biến kiểm soát được trình bày trong mục 3.2.

Hình 3. IRFs của ĐTTTC và đầu tư TSCĐ đối với độ lệch chuẩn 3 năm của các chỉ tiêu hiệu quả NFCs

4.3. Đầu tư tài chính, đầu tư vào tài sản cố định và linh hoạt tài chính

Nếu không phải là hiệu ứng lấn át giải thích cho sự gia tăng ĐTTTC và sụt giảm trong đầu tư TSCĐ, nghiên cứu xác định LHTC là động lực chính (Liu, 2024). Khi đối mặt với bất định về nhu cầu, chi phí vốn hoặc điều kiện tín dụng, NFCs có động cơ trì hoãn các dự án TSCĐ mang tính không đảo ngược cao, đồng thời chuyển vốn tạm thời sang các TSTC có tính thanh khoản và khả năng đảo chiều nhanh hơn. Tuy nhiên, khác với Liu (2024), bài nghiên cứu này cho rằng LHTC được kỳ vọng làm gia tăng ĐTTTC trong ngắn hạn, sau đó sẽ đảo chiều thay vì tăng trưởng tuyến tính.



Ghi chú: FF, FF11, FFPROX đại diện cho LHTC; các biến kiểm soát được trình bày trong mục 3.2.

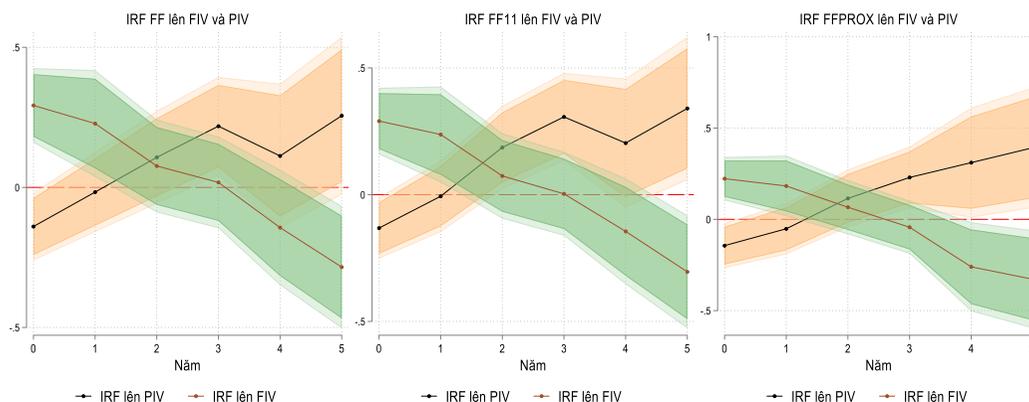
Hình 4. IRFs của các chỉ số LHTC đối với ĐTTTC và đầu tư TSCĐ

Để kiểm định trực tiếp cơ chế này, phương trình (2) được ước lượng bằng phương pháp LP nhằm phân tích tác động theo thời gian của LHTC lên ĐTTC và đầu tư TSCĐ. Hình 4 trình bày các hàm IRFs của hai loại hình đầu tư trước các cú sốc LHTC, đo lường bằng ba chỉ số thay thế (FF, FF11, và FFPROX). Kết quả cho thấy một mô hình động nhất quán: cú sốc LHTC làm gia tăng ĐTTC trong ngắn hạn, trong khi đầu tư TSCĐ suy giảm tương ứng, trước khi cả hai điều chỉnh và đảo chiều trong trung hạn.

Mẫu hình tương phản này cho thấy sự suy giảm đầu tư TSCĐ không mang tính bền vững, mà phản ánh một chiến lược trì hoãn có chủ đích. Khi điều kiện đầu tư trở nên rõ ràng hơn và lợi thế của việc nắm giữ thanh khoản suy giảm, NFCs tái phân bổ vốn từ tài sản tài chính sang TSCĐ, đảo chiều mối quan hệ ngắn hạn giữa ĐTTC và đầu tư TSCĐ, phù hợp với lập luận của Fahlenbrach và cộng sự (2021). Chính khả năng điều phối trình tự đầu tư này giải thích vì sao sự gia tăng ĐTTC quan sát được không đồng nghĩa với một hiệu ứng lấn át bền vững đối với đầu tư thực, ủng hộ cho giả thuyết H₃.

4.4. Giải quyết vấn đề nội sinh

Để xử lý khả năng nội sinh trong phương trình (2), nghiên cứu áp dụng phương pháp LP kết hợp với biến công cụ (IVs)⁵ (sau đây gọi là LP-IVs) dựa theo cách tiếp cận của Jordà và cộng sự (2015). Cách tiếp cận này kết hợp ưu điểm linh hoạt của LP với độ tin cậy của ước lượng IV, cho phép xây dựng các IRFs vững hơn khi tồn tại đồng thời hay thiếu biến.



Ghi chú: FF, FF11, FFPROX đại diện cho LHTC, ĐTTC (FIV) và đầu tư TSCĐ (PIV); các biến kiểm soát được trình bày trong mục 3.2.

Hình 5. IRFs của LHTC đối với ĐTTC và đầu tư TSCĐ: LP với biến công cụ Lewbel

Trước tiên, nghiên cứu ước lượng lại phương trình (2) bằng IV-2SLS của Lewbel (2012) với hiệu ứng cố định và sai số vững. Sau đó, các IVs được đưa vào khung LP để ước lượng LP-IVs. Các IRFs trong Hình 5 giữ nguyên mẫu hình như trong Hình 4, khẳng định độ vững sau khi giải quyết vấn đề nội sinh. So với mô hình gốc, LP-IV cho thấy điểm đảo chiều đến sớm hơn, ĐTTC (FIV) âm sau hai năm và đầu tư TSCĐ (PIV) dương sau một năm, thể hiện tốc độ tái cơ cấu vốn nhanh hơn khi xử lý

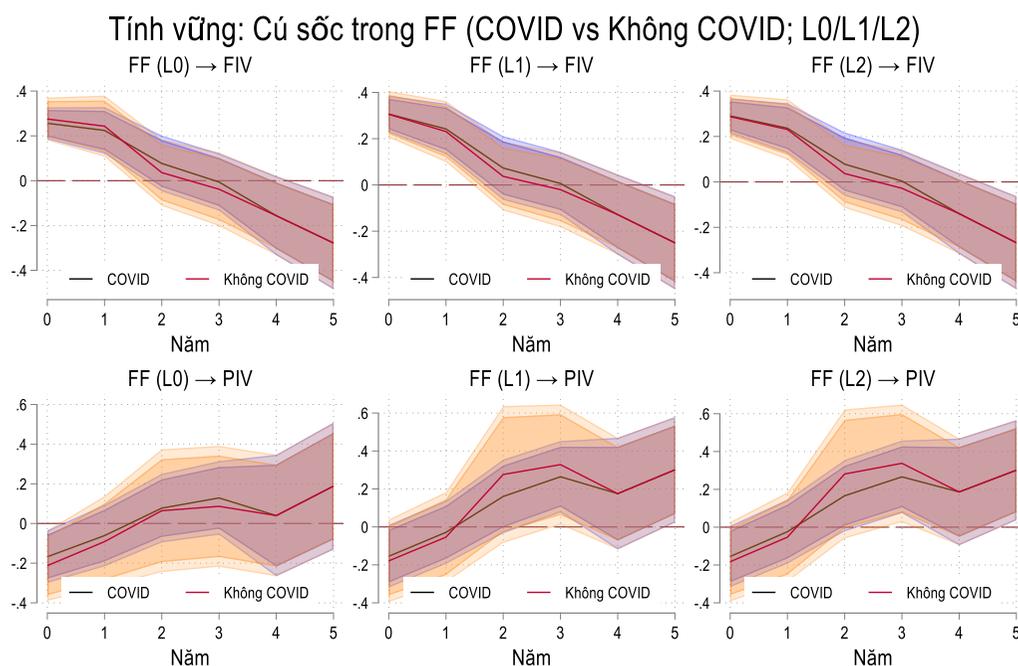
⁵ LP-IVs được thực hiện trên phần mềm Stata theo câu lệnh của Ugarte-Ruiz (2025).

nội sinh. Kết quả này một lần nữa khẳng định mẫu hình đầu tư quan sát được phản ánh các điều chỉnh danh mục có chủ đích chứ không phải nhiễu hay cú sốc tương quan.

4.5. Các kiểm định tính vững

4.5.1. Kiểm định tính vững thông qua thay đổi độ trễ của cú sốc và loại bỏ giai đoạn đại dịch COVID-19

Phần này tiến hành các kiểm định tính vững cho kết quả IRFs trong Hình 5. Do phương pháp Lewbel IVs dựa trên khác biệt phương sai của sai số, các ước lượng có thể nhạy cảm với đặc tả mô hình và cấu trúc dữ liệu. Bên cạnh đó, đại dịch COVID-19 có thể tạo ra các cú sốc lớn làm lệch mối quan hệ giữa LHTC (FF) với ĐTTC và đầu tư TSCĐ. Để xử lý hai vấn đề này, nghiên cứu lần lượt thay đổi độ trễ của cú sốc ($P = 0, 1, 2$) trong mô hình (2) và loại bỏ toàn bộ giai đoạn COVID-19 khỏi mẫu. Hình 6 cho thấy các kết quả IRFs về dấu, độ lớn và mức ý nghĩa thống kê hầu như không thay đổi so với Hình 5. Điều này cho thấy các kết luận chính không bị chi phối bởi lựa chọn độ trễ hay các thay đổi cấu trúc tạm thời trong giai đoạn đại dịch.



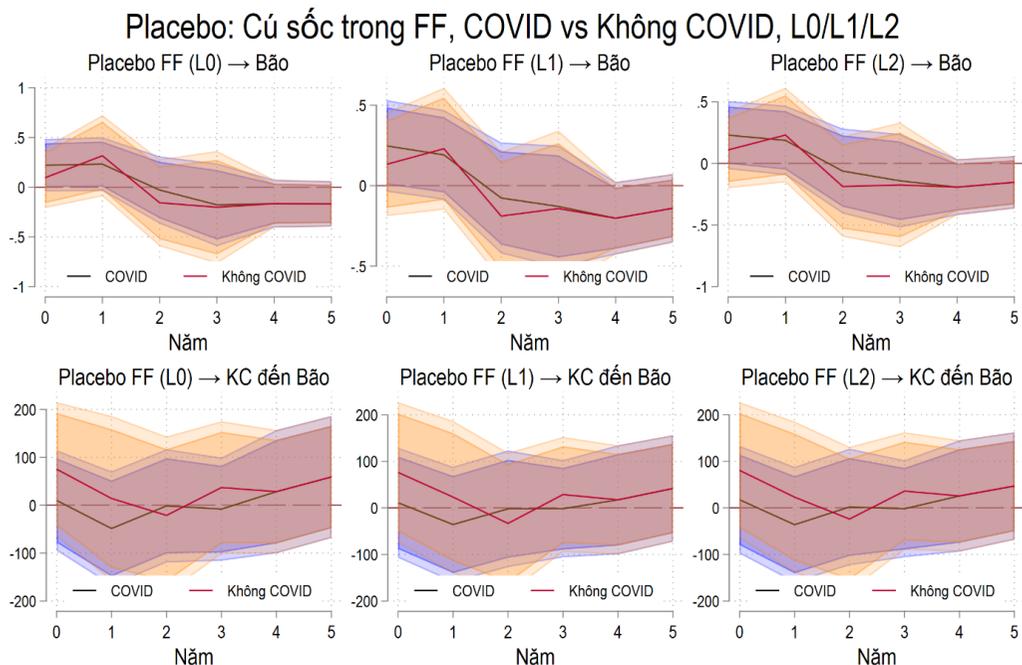
Ghi chú: FF: LHTC, FIV: ĐTTC, PIV: đầu tư TSCĐ; các biến kiểm soát được trình bày trong mục 3.2.

Hình 6. Kiểm định tính vững thông qua thay đổi độ trễ của cú sốc và loại bỏ giai đoạn đại dịch COVID-19

4.5.2. Kiểm định Placebo

Để loại trừ khả năng các kết quả IRFs phản ánh mối tương quan giả tạo, nghiên cứu thực hiện kiểm định Placebo bằng cách áp dụng cùng quy trình ước lượng cho hai biến không có quan hệ kinh

tế trực tiếp với LHTC: (1) số lượng bão tại tỉnh nơi NFCs đặt hội sở⁶, và (2) khoảng cách⁷ từ tỉnh đặt hội sở đến tỉnh có số lượng bão cao nhất trong năm. Theo đó, cú sốc FF không thể tạo ra tác động có ý nghĩa lên các biến này. Kết quả trong Hình 7 cho thấy các cú sốc LHTC đều không có tác động đáng kể lên hai biến Placebo, củng cố tính hợp lệ của các phát hiện chính.



Ghi chú: FF: LHTC; các biến kiểm soát được trình bày trong mục 3.2.

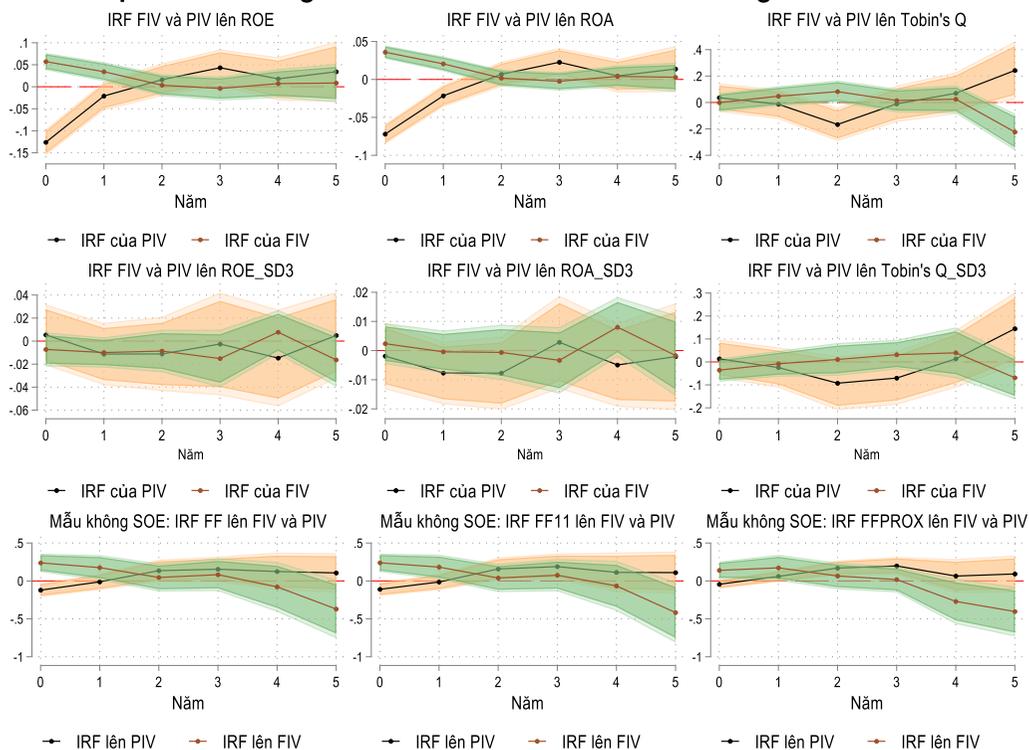
Hình 7. Kiểm định Placebo

⁶ Dữ liệu bão được thu từ bộ dữ liệu EM-DAT (Emergency Events Database).

⁷ Khoảng cách giữa tỉnh nơi có NFC đặt hội sở đến tỉnh có số lượng bão cao nhất năm được tính bằng phương pháp Euclidean với công thức khoảng cách = $\sqrt{(x_2 - x_1)^2 + (y_2 - y_1)^2}$

4.5.3. Kiểm định tính vững với mẫu không có các doanh nghiệp nhà nước

Kiểm định tính vững Hình 2, 3 và 5 với mẫu không chứa các SOEs



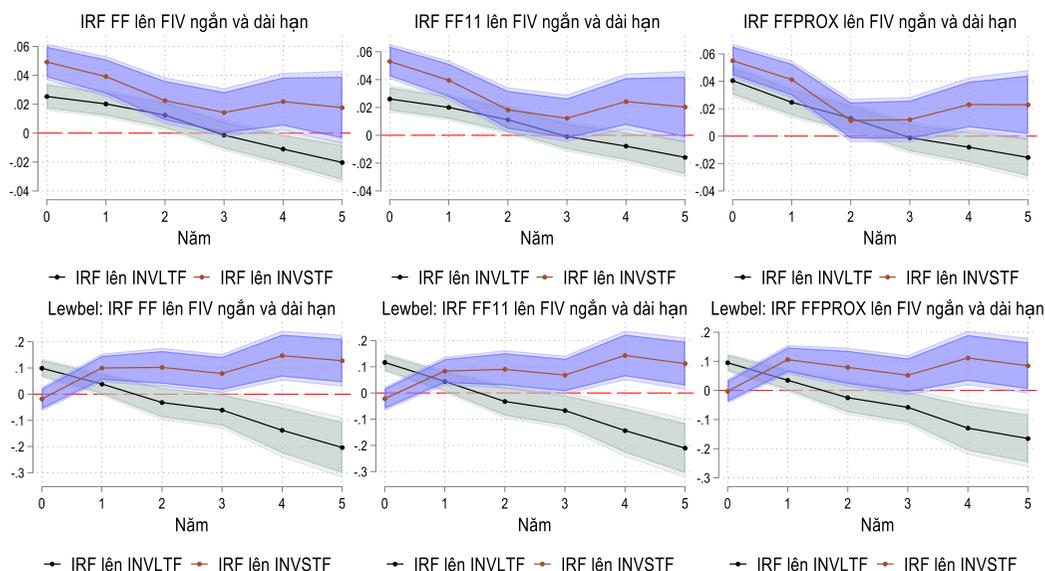
Ghi chú: FF, FF11, FFPROX đại diện cho LHTC; SOEs: doanh nghiệp nhà nước; các biến kiểm soát được trình bày trong mục 3.2.

Hình 8. Kiểm định tính vững với mẫu không có các doanh nghiệp nhà nước

Cuối cùng, nghiên cứu xem xét vai trò của sở hữu nhà nước và các ràng buộc pháp lý đối với ĐTTC. Theo Nghị định 32/2018/NĐ-CP, doanh nghiệp nhà nước (SOEs) chịu hạn chế nghiêm ngặt trong ĐTTC, trong khi các NFCs tư nhân hầu như không bị ràng buộc, làm dấy lên lo ngại rằng các kết quả có thể bị chi phối bởi hành vi đầu tư của SOEs. Để kiểm tra, nghiên cứu tái ước lượng lại Hình 2, 3 và 5 trên mẫu chỉ gồm các NFCs có sở hữu nhà nước bằng 0. Kết quả trong Hình 8 cho thấy độ lớn của một số phản ứng (đặc biệt là tác động của FF lên đầu tư TSCĐ (PIV) ở các năm 3–5) có xu hướng giảm, phản ánh vai trò tương đối của SOEs trong đầu tư TSCĐ, nhưng mẫu hình động tổng thể vẫn nhất quán với các kết quả trong Hình 2, 3 và 5.

Đến đây, mặc dù bối cảnh thể chế, cấu trúc thị trường tài chính và các ràng buộc pháp lý có thể ảnh hưởng đến các kết quả, khi thu hẹp mẫu sang các NFCs không thuộc sở hữu nhà nước, vốn không bị ràng buộc bởi các quy định hạn chế đầu tư tài chính, các kết quả cốt lõi hầu như vẫn được giữ vững. Điều này cho thấy việc không quan sát được hành vi tìm kiếm rủi ro không phải là hệ quả của ràng buộc pháp lý, mà phản ánh một cơ chế hành vi ổn định hơn trong cách NFCs sử dụng LHTC.

5. Phân rã đầu tư tài chính theo kỳ hạn và hàm ý cơ chế linh hoạt tài chính



Ghi chú: ĐTTC ngắn hạn (INVSTF) và ĐTTC dài hạn (INVLTF); FF, FF11, FFPROX đại diện cho LHTC; các biến kiểm soát được trình bày trong mục 3.2.

Hình 9. IRFs của LHTC đối với ĐTTC ngắn và dài hạn

Một hạn chế của biến đầu tư tài chính (FIV) là bao gồm các tài sản có bản chất khác nhau, từ ngắn hạn đến dài hạn, có thể che khuất động cơ phân bổ vốn. Do đó, nghiên cứu phân rã FIV thành ĐTTC ngắn hạn⁸ (INVSTF) và ĐTTC dài hạn⁹ (INVLTF). Hình 9 cho thấy cú sốc LHTC làm gia tăng cả INVSTF và INVLTF trong ngắn hạn, nhưng quỹ đạo động khác biệt rõ rệt. Tác động lên INVLTF suy giảm và chuyển âm sau khoảng hai năm, tương đồng với FIV tổng hợp (Hình 5), cho thấy NFCs không duy trì mở rộng ĐTTC dài hạn liên tục. Ngược lại, INVSTF duy trì phản ứng dương ổn định, phản ánh vai trò “đệm thanh khoản” quanh một mức mục tiêu.

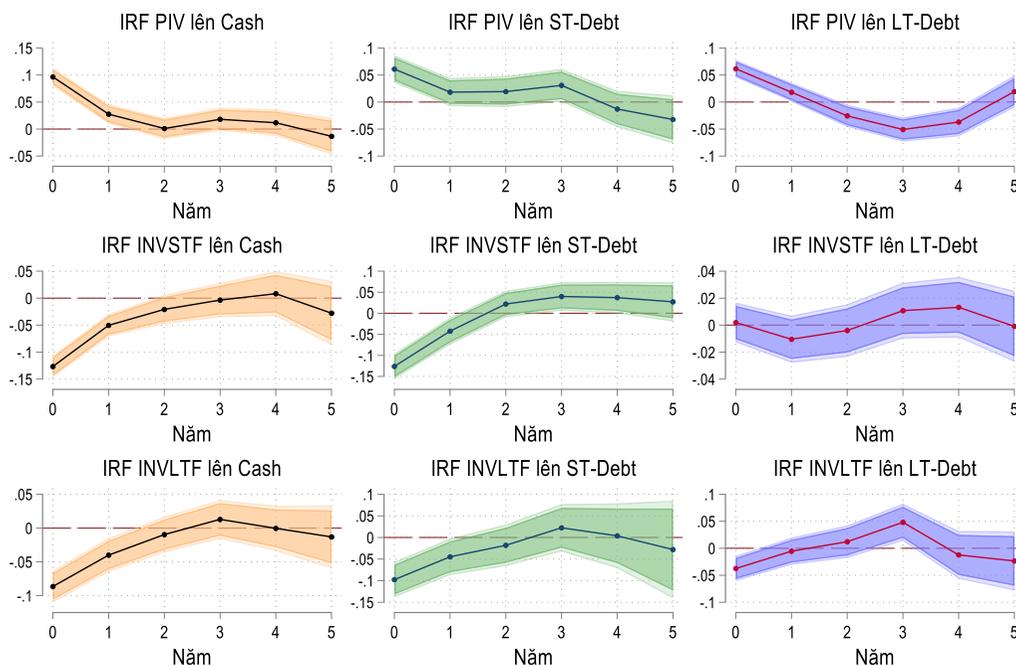
Việc tác động của LHTC lên INVSTF không suy giảm theo thời gian phần nào giúp lý giải vì sao ĐTTC quan sát được có xu hướng gia tăng liên tục. Tuy nhiên, INVSTF có vòng đời ngắn và thường đảo hạn trong một năm, xu hướng tăng quan sát được chủ yếu phản ánh hoạt động xoay vòng, không phải tích lũy không giới hạn. Vì vậy, sự gia tăng bền vững của FIV khó có thể được giải thích chỉ bằng INVSTF, mà nhiều khả năng gắn với điều chỉnh động của INVLTF. Việc phân rã đầu tư tài chính theo kỳ hạn củng cố cách diễn giải trung tâm rằng LHTC thúc đẩy một chiến lược quản trị bảng cân đối có mục tiêu, trong đó NFCs sử dụng INVSTF để duy trì thanh khoản và điều chỉnh linh hoạt INVLTF, thay vì theo đuổi tài chính hóa mang tính cơ học hay đầu cơ.

⁸ ĐTTC ngắn hạn (tài khoản 121).

⁹ ĐTTC dài hạn (tài khoản 221) + bất động sản đầu tư (tài khoản 217).

6. Nguyên nhân cho sự tăng trưởng liên tục của ĐTTC

Nếu LHTC thực sự thúc đẩy ĐTTC và giảm đầu tư vào TSCĐ trong ngắn hạn, trong khi hiệu ứng ngược lại diễn ra trong trung hạn, NFCs lẽ ra sẽ giảm nắm giữ TSTC theo thời gian. Tuy nhiên, TSTC vẫn tăng liên tục, tạo ra nghịch lý cần lý giải. Để làm rõ, nghiên cứu kiểm tra cách các TSTC được sử dụng. Nếu NFCs dựa vào nợ thay vì bán TSTC để tài trợ cho các dự án trong tương lai, họ có thể duy trì TSTC trong khi vẫn triển khai dự án mới, thông qua việc dùng TSTC, đặc biệt là TSTC dài hạn như bất động sản, làm tài sản bảo đảm để mở rộng tín dụng.



Ghi chú: Cash: Tiền và tương đương tiền chia cho tổng tài sản trừ tiền; ST-Debt và LT-Debt lần lượt là tỷ lệ nợ ngắn và dài hạn trên tổng tài sản trừ tiền; các biến kiểm soát được trình bày trong mục 3.2.

Hình 10. IRFs của ĐTTC và đầu tư TSCĐ đối với tiền mặt, nợ ngắn và nợ dài hạn của NFCs

Hình 10 trình bày các hàm IRFs của PIV, INVSTF và INVLTF đối với tiền mặt, nợ ngắn hạn và nợ dài hạn. Kết quả thể hiện các cú sốc từ ĐTTC, cả ngắn hạn và dài hạn, đều làm giảm tiền và tương đương tiền, cho thấy NFCs thực sự chi tiền khi gia tăng ĐTTC. Điều này làm suy giảm LHTC nếu không có điều chỉnh kèm theo. Để duy trì LHTC, các NFCs đồng thời điều chỉnh cấu trúc nợ theo kỳ hạn phù hợp với từng INVSTF và INVLTF.

Đáng chú ý, không có bằng chứng nào cho thấy các cú sốc ĐTTC làm gia tăng tiền mặt một cách có ý nghĩa thống kê trong trung hạn, loại trừ khả năng NFCs bán TSTC để tài trợ cho đầu tư thực. Thay vào đó, Hình 10 cho thấy NFCs có xu hướng vay thêm (nhờ LHTC được duy trì trước đó) theo đúng kỳ hạn của loại hình ĐTTC trước đó. Cụ thể, sau cú sốc ĐTTC dài hạn, nợ dài hạn tăng trong khi nợ ngắn hạn không phản ứng, gợi ý rằng TSTC, đặc biệt là TSTC dài hạn như bất động sản đầu tư, được sử dụng làm tài sản bảo đảm để mở rộng tín dụng. Do đó, NFCs không cần chờ TSTC đáo

hạn hay bán ra để tài trợ cho đầu tư TSCĐ, góp phần bác bỏ lập luận hiệu ứng lấn át cho rằng ĐTTC tất yếu làm suy giảm đầu tư thực (Demir, 2009; Orhangazi, 2008).

So sánh với cú sốc PIV cho thấy một cơ chế đối xứng. Khi NFCs gia tăng đầu tư TSCĐ, tiền mặt và nợ tăng mạnh trong ngắn hạn để tài trợ dự án, nhưng từ năm thứ hai trở đi, cả nợ ngắn hạn và dài hạn đều giảm, phản ánh quá trình trả nợ và tái tạo LHTC nhờ dòng tiền từ tài sản thực. Từ đó, nghiên cứu xác định cơ chế “tái phân bổ – tái cấp vốn”: NFCs giữ TSTC như một đệm thanh khoản và tài sản thế chấp, sử dụng tín dụng để triển khai đầu tư TSCĐ, rồi dùng dòng tiền từ đầu tư thực để giảm nợ và khôi phục LHTC. Cơ chế này cho phép NFCs duy trì TSTC song song với đầu tư TSCĐ mà không phát sinh cạnh tranh nguồn vốn theo hướng lấn át.

Trong bối cảnh bất định cao và chi phí vốn khó dự báo, đầu tư TSCĐ, vốn mang tính không thể đảo ngược, có thể bị trì hoãn do giá trị quyền chọn chờ đợi gia tăng. Tuy nhiên, sự trì hoãn này mang tính tạm thời. Việc giảm nợ và cải thiện hồ sơ rủi ro trong các giai đoạn sau làm hạ chi phí vốn, khiến các dự án đầu tư TSCĐ trở nên hấp dẫn trở lại. Do đó, sự suy giảm đầu tư TSCĐ quan sát được không phản ánh sự rút vốn vĩnh viễn khỏi khu vực sản xuất.

Cuối cùng, các kết quả cho thấy cơ chế “tái phân bổ – tái cấp vốn” là hệ quả của mức độ bất hoàn thiện của thị trường vốn (phổ biến ở nhiều nền kinh tế đang phát triển) khiến duy trì linh hoạt tài chính trở thành một mục tiêu chiến lược. Việc nắm giữ TSTC, đặc biệt là TSTC dài hạn có thể thế chấp, cho phép NFCs mở rộng năng lực vay, điều chỉnh kỳ hạn nợ và chủ động tái phân bổ vốn theo thời gian. Các bằng chứng thực nghiệm cho thấy cơ chế này không mang tính đặc thù của Việt Nam, mà phản ánh một chiến lược đầu tư mang tính phổ quát, gắn với mục tiêu duy trì khả năng tài trợ và kiểm soát rủi ro.

7. Kết luận

Nghiên cứu này phân tích cơ chế đứng sau xu hướng gia tăng của TSTC trong các NFCs tại Việt Nam, với trọng tâm là kiểm định liệu hiện tượng này xuất phát từ hiệu ứng lấn át đối với đầu tư vào TSCĐ hay là điều chỉnh động trong hành vi phân bổ vốn của NFCs do nhu cầu LHTC. Sử dụng dữ liệu bảng của 1.156 NFCs giai đoạn 2013–2023 và phương pháp LP kết hợp biến công cụ kiểu Lewbel, nghiên cứu cho thấy sự gia tăng TSTC không dẫn đến sự suy giảm bền vững của đầu tư TSCĐ. Thay vào đó, các bằng chứng thực nghiệm chỉ ra rằng mối quan hệ giữa hai loại hình đầu tư này mang tính động và có tính trình tự, không phù hợp với cách diễn giải của hiệu ứng lấn át được dự đoán theo mô hình Q và hành vi tìm kiếm rủi ro.

Để giải thích vì sao TSTC vẫn gia tăng liên tục ngay cả khi đầu tư TSCĐ không bị lấn át trong trung hạn, nghiên cứu làm rõ vai trò của LHTC. Các kết quả cho thấy cú sốc từ LHTC làm gia tăng đầu tư tài chính trong ngắn hạn và làm chậm đầu tư TSCĐ, nhưng hiệu ứng này đảo chiều khi NFCs tái phân bổ vốn. Phân tích sâu hơn cho thấy các cú sốc đầu tư tài chính không làm tăng tiền mặt mà đi kèm với điều chỉnh cấu trúc nợ theo kỳ hạn, hàm ý NFCs sử dụng TSTC như công cụ hỗ trợ năng lực vay nợ thay vì bán chúng để tài trợ tiếp cho đầu tư.

Từ đó, nghiên cứu đề xuất cơ chế “tái phân bổ – tái cấp vốn”. NFCs trước hết thực hiện ĐTTC (qua đó mở rộng khả năng tiếp cận tín dụng) và trả bớt nợ để duy trì LHTC. NFCs lại tiếp tục vay vốn để tài trợ cho các dự án đầu tư TSCĐ, và khi các tài sản thực bắt đầu tạo ra dòng tiền, NFCs ưu tiên trả nợ và tái tạo LHTC thay vì thanh lý TSTC. Chu trình này cho phép NFCs vừa duy trì và tích

lũy TSTC (đặc biệt là TSTC dài hạn), hạn chế chi phí cơ hội từ giữ tiền mặt, vừa triển khai đầu tư thực, mà không phát sinh cạnh tranh nguồn vốn theo hướng lẩn át.

8. Hạn chế và hướng nghiên cứu tiếp theo

Nghiên cứu vẫn có một số hạn chế. *Thứ nhất*, mức độ quản trị LHTC và điều chỉnh danh mục có thể chưa được phản ánh đầy đủ trong dữ liệu theo năm, nghiên cứu tương lai nên sử dụng dữ liệu tần suất cao hơn để mô tả chính xác hành vi tái phân bổ. *Thứ hai*, dù LHTC được xác định là động lực chính của tích lũy TSTC, nghiên cứu chưa đo lường được ngưỡng mà tại đó LHTC trở nên kém hiệu quả. Các nghiên cứu tiếp theo có thể sử dụng mô hình phi tuyến hoặc mô hình ngưỡng để xác định thời điểm, cũng như các yếu tố thúc đẩy NFCs, ngừng tích lũy TSTC và chuyển vốn sang tài sản thực.

Lời cảm ơn

Nghiên cứu này được tài trợ bởi Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh, trong khuôn khổ đề tài nghiên cứu khoa học cấp trường. Mã số CS-COB-2025-17, theo Quyết định số: 1470/QĐ-ĐHKTKD, ngày 26/5/2025 về việc Phê duyệt danh mục đề tài nghiên cứu khoa học cấp Trường Kinh doanh UEH đợt 1 năm 2025.

Chú thích

Tuyên bố về việc sử dụng AI tạo sinh trong viết bài: Trong quá trình hoàn thiện bài viết, nhóm tác giả sử dụng ChatGPT để kiểm tra lỗi chính tả và trình bày. Sau đó, toàn bộ nội dung được rà soát và chỉnh sửa thủ công; nhóm tác giả hoàn toàn chịu trách nhiệm về phiên bản cuối cùng.

Tài liệu tham khảo

- Abel, A. B., & Panageas, S. (2023). Precautionary saving in a financially constrained firm. *The Review of Financial Studies*, 36(7), 2878-2921. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhad007>
- Blundell, R., Bond, S., Devereux, M., & Schiantarelli, F. (1992). Investment and Tobin's Q: Evidence from company panel data. *Journal of Econometrics*, 51(1-2), 233-257. [https://doi.org/10.1016/0304-4076\(92\)90037-R](https://doi.org/10.1016/0304-4076(92)90037-R)
- Chen, Z., & Duchin, R. (2024). Do nonfinancial firms use financial assets to take risk?. *The Review of Corporate Finance Studies*, 13(1), 1-37. <https://doi.org/10.1093/rcfs/cfac040>
- Davis, L., de Souza, J., Kim, Y. K., & Rella, G. (2023). What are firms borrowing for? The role of financial assets. *Economic Modelling*, 125, 106329. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2023.106329>
- Davis, L. E. (2018). Financialization and the non-financial corporation: An investigation of firm-level investment behavior in the United States. *Metroeconomica*, 69(1), 270-307. <https://doi.org/10.1111/meca.12179>
- Della Seta, M., Morellec, E., & Zucchi, F. (2020). Short-term debt and incentives for risk-taking. *Journal of Financial Economics*, 137(1), 179-203. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2019.07.008>

- Demir, F. (2009). Financial liberalization, private investment and portfolio choice: Financialization of real sectors in emerging markets. *Journal of Development Economics*, 88(2), 314-324. <https://doi.org/10.1016/j.jdeveco.2008.04.002>
- Fahlenbrach, R., Ragheth, K., & Stulz, R. M. (2021). How valuable is financial flexibility when revenue stops? Evidence from the COVID-19 crisis. *The Review of Financial Studies*, 34(11), 5474-5521. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhaa134>
- Fazzari, S., Hubbard, R. G., & Petersen, B. (1987). *Financing constraints and corporate investment* (NBER Working Paper No. 2387). <https://doi.org/10.3386/w2387>
- Gong, C. M., Gong, P., & Jiang, M. (2023). Corporate financialization and investment efficiency: Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 79, 102045. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2023.102045>
- Hunjra, A. I., Bagh, T., Palma, A., & Goodell, J. W. (2024). Is enterprise risk-taking less sensitive to financial flexibility post COVID-19? Evidence from non-linear patterns. *International Review of Financial Analysis*, 95, 103432. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2024.103432>
- Jordà, Ò., Schularick, M., & Taylor, A. M. (2015). Betting the house. *Journal of International Economics*, 96(S1), S2-S18. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2014.12.011>
- Jorda, O., & Taylor, A. M. (2025). Local projections. *Journal of Economic Literature*, 63(1), 59-110. <https://doi.org/10.1257/jel.20241521>
- Keynes, J. M. (1937). The general theory of employment. *The Quarterly Journal of Economics*, 51(2), 209-223. <https://doi.org/10.2307/1882087>
- Lewbel, A. (2012). Using heteroscedasticity to identify and estimate mismeasured and endogenous regressor models. *Journal of Business & Economic Statistics*, 30(1), 67-80. <https://doi.org/10.1080/07350015.2012.643126>
- Liu, Z. (2024). Financial flexibility and enterprise entity investment preferences. *Finance Research Letters*, 66, 105700. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2024.105700>
- Livdan, D., & Nezlobin, A. (2021). Investment, capital stock, and replacement cost of assets when economic depreciation is non-geometric. *Journal of Financial Economics*, 142(3), 1444-1469. <https://doi.org/10.1016/J.JFINECO.2021.05.021>
- Montiel Olea, J. L., & Plagborg-Møller, M. (2021). Local projection inference is simpler and more robust than you think. *Econometrica*, 89(4), 1789-1823. <https://doi.org/10.3982/ECTA18756>
- Chính phủ. (2018). *Nghị định số 32/2018/NĐ-CP của Chính phủ: Sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định số 91/2015/NĐ-CP ngày 13 tháng 10 năm 2015 của Chính phủ về đầu tư vốn nhà nước vào doanh nghiệp và quản lý, sử dụng vốn, tài sản tại doanh nghiệp*, ban hành ngày 08/3/2018. Truy cập từ <https://chinhphu.vn/default.aspx?pageid=27160&docid=193107>
- Nickell, S. (1981). Biases in dynamic models with fixed effects. *Econometrica*, 49(6), 1417-1426. <https://doi.org/10.2307/1911408>
- Orhangazi, O. (2008). Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector: A theoretical and empirical investigation on the US economy: 1973-2003. *Cambridge Journal of Economics*, 32(6), 863-886. <https://doi.org/10.1093/cje/ben009>

- Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *The American Economic Review*, 71(3), 393-410. <https://www.jstor.org/stable/1802787>
- Tobin, J., & Brainard, W. C. (1976). *Asset Markets and the Cost of Capital*. Yale University.
- Tori, D., & Onaran, Ö. (2020). Financialization, financial development and investment. Evidence from European non-financial corporations. *Socio-Economic Review*, 18(3), 681-718. <https://doi.org/10.1093/ser/mwy044>
- Tornell, A. (1990). Real vs. financial investment can Tobin taxes eliminate the irreversibility distortion? *Journal of Development Economics*, 32(2), 419-444. [https://doi.org/10.1016/0304-3878\(90\)90045-D](https://doi.org/10.1016/0304-3878(90)90045-D)
- Ugarte-Ruiz, A. (2025). *Locproj & Lpgraph: Stata commands to estimate Local Projections*. BBVA Research. <https://www.bbva.com/wp-content/uploads/2025/07/WP-25-09-LOC PROJ-Stata-Module-for-estimating-LP.pdf>
- Zhu, Y., & Guo, Y. (2024). How does implementing the social insurance law affect enterprises' investment preferences? *International Review of Financial Analysis*, 96, 103645. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2024.103645>