
TÀI CHÍNH HÓA VÀ ĐẦU TƯ BẤT HIỆU QUẢ: BẰNG CHỨNG TỪ DOANH NGHIỆP PHI TÀI CHÍNH NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM

Dương Thị Thùy An

Trường Đại học Ngân hàng Thành phố Hồ Chí Minh

Email: andtt@hub.edu.vn

Mã bài: JED-2753

Ngày nhận: 02/12/2025

Ngày nhận bản sửa: 16/01/2026

Ngày duyệt đăng: 09/02/2026

DOI: 10.33301/JED.VI.2753

Tóm tắt

Nghiên cứu này phân tích tác động của tài chính hóa đến đầu tư bất hiệu quả của 1.363 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết tại Việt Nam giai đoạn 2016–2024. Đầu tư bất hiệu quả được đo lường bằng phương pháp phần dư tuyệt đối theo Richardson (2006), phản ánh mức độ lệch khỏi đầu tư tối ưu, ước lượng bằng phương pháp System GMM (SGMM) với sai số được hiệu chỉnh Windmeijer. Kết quả thực nghiệm cho thấy tài chính hóa có tác động dương và có ý nghĩa thống kê lên đầu tư bất hiệu quả của doanh nghiệp. Khi tỷ trọng tài sản tài chính gia tăng, mức độ sai lệch của đầu tư so với mức tối ưu cũng tăng lên, ủng hộ quan điểm “lấn át” đầu tư thực. Phân tích sâu cho thấy tác động này chủ yếu thể hiện ở việc làm trầm trọng thêm tình trạng đầu tư dưới mức, trong khi không tìm thấy bằng chứng về ảnh hưởng đối với đầu tư vượt mức. Hiệu ứng của tài chính hóa chỉ có ý nghĩa ở nhóm doanh nghiệp nhỏ, và không còn ý nghĩa ở doanh nghiệp lớn.

Từ khóa: Tài chính hóa, đầu tư bất hiệu quả, hiệu quả đầu tư, SGMM.

Mã JEL: G31, G32, O16, C33.

Financialization and investment inefficiency: Evidence from non-financial listed firms in Vietnam

Abstract

This study examines the impact of financialization on investment inefficiency using a sample of 1,363 non-financial listed firms in Vietnam during 2016–2024. Investment inefficiency is measured following the absolute residual approach of Richardson (2006), which captures deviations from the optimal level of investment, and is estimated using the System GMM (SGMM) method with Windmeijer-corrected standard errors. The results indicate that financialization has a positive and statistically significant effect on corporate investment inefficiency. As the proportion of financial assets increases, the deviation of actual investment from the optimal level also rises, supporting the “crowding-out” view of real investment. Further analysis shows that this effect operates primarily through an increase in under-investment, while no significant evidence is found for over-investment. In addition, the impact of financialization is statistically significant only among small firms and becomes insignificant for large firms.

Keywords: Financialization, investment inefficiency, investment efficiency, SGMM

JEL Codes: G31, G32, O16, C33.

1. Giới thiệu

Trong bối cảnh các nền kinh tế mới nổi đang đẩy mạnh tái cơ cấu để hướng tới tăng trưởng bền vững, vấn đề tài chính hóa (TCH) của khu vực doanh nghiệp (DN) ngày càng trở thành mối quan ngại lớn đối với hiệu quả phân bổ nguồn lực và chất lượng tăng trưởng dài hạn của nền kinh tế thực. Nhiều nghiên cứu quốc tế chỉ ra rằng tài chính hóa có thể làm biến đổi sâu sắc hành vi đầu tư của doanh nghiệp, đặc biệt theo hướng lấn át đầu tư thực và làm suy yếu nền tảng tăng trưởng dài hạn (Demir, 2009; Orhangazi, 2008; Yang & cộng sự, 2025). Ở các nền kinh tế chuyển đổi như Việt Nam, nơi chi phí vốn cao, rủi ro thanh khoản lớn và tình trạng bất cân xứng thông tin còn phổ biến, việc doanh nghiệp nắm giữ tài sản tài chính thậm chí có tác động sâu sắc hơn đến hành vi đầu tư. Các doanh nghiệp, đặc biệt là doanh nghiệp nhỏ, có thể sử dụng tài sản tài chính như khoản dự trữ để bảo đảm dòng tiền và giảm ràng buộc tài chính, hoặc chuyển vốn khỏi hoạt động sản xuất kinh doanh sang đầu tư tài chính ngắn hạn, gây lệch đầu tư. Thực tiễn tại Việt Nam cho thấy nhiều doanh nghiệp, kể cả trong các ngành có chu kỳ đầu tư dài, ngày càng mở rộng hoạt động tài chính để ứng phó bất định, làm dấy lên lo ngại về hiệu quả đầu tư và tính bền vững của tăng trưởng doanh nghiệp (Trần Ngọc Mai & Trần Mạnh Hà, 2025). Trong bối cảnh đó, việc đánh giá tài chính hóa ảnh hưởng như thế nào đến đầu tư bất hiệu quả (ĐTBHQ) của doanh nghiệp Việt Nam là cấp thiết cả về mặt lý luận - kiểm nghiệm các cơ chế “phòng ngừa”, “tăng cường” hay “lấn át” - và về mặt thực tiễn đối với hoạch định chính sách và quản trị doanh nghiệp.

Mặc dù tài chính hóa đã được nghiên cứu tại Việt Nam trong các lĩnh vực như bất động sản và năng lượng, các công trình hiện có mới chỉ tập trung vào yếu tố quyết định của tài chính hóa hoặc mối liên hệ với ESG, chứ chưa có nghiên cứu nào đánh giá trực tiếp tác động của tài chính hóa lên đầu tư bất hiệu quả theo cách tiếp cận phân dư tuyệt đối như các nghiên cứu tại Trung Quốc hay các nước phát triển (Richardson, 2006; Gong & cộng sự, 2023). Do đó, mối quan hệ giữa tài chính hóa và đầu tư bất hiệu quả của doanh nghiệp Việt Nam vẫn còn bỏ ngõ.

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu bảng của 1.363 doanh nghiệp phi tài chính tại Việt Nam giai đoạn 2016–2024 và đo lường đầu tư bất hiệu quả bằng giá trị tuyệt đối của phần dư từ mô hình Richardson (2006). Kết quả cho thấy tài chính hóa làm gia tăng đầu tư bất hiệu quả của doanh nghiệp. Tác động này chủ yếu đến từ việc làm trầm trọng thêm đầu tư dưới mức, trong khi không có bằng chứng đối với đầu tư vượt mức. Hiệu ứng chỉ xuất hiện ở doanh nghiệp nhỏ, không có ý nghĩa ở doanh nghiệp lớn, qua đó ủng hộ quan điểm lấn át và nhấn mạnh vai trò điều kiện của quy mô doanh nghiệp.

Nghiên cứu đóng góp theo ba hướng. Thứ nhất, mở rộng bằng chứng thực nghiệm về tác động của tài chính hóa đến đầu tư bất hiệu quả tại một nền kinh tế mới nổi như Việt Nam. Thứ hai, làm rõ bản chất của tác động này khi cho thấy tài chính hóa chủ yếu làm trầm trọng thêm đầu tư dưới mức và hiệu ứng chỉ xuất hiện ở doanh nghiệp nhỏ, qua đó nhấn mạnh vai trò điều kiện của quy mô doanh nghiệp. Thứ ba, nghiên cứu mang lại hàm ý chính sách và quản trị quan trọng đối với việc định hướng dòng vốn, giám sát hoạt động tài chính và hỗ trợ doanh nghiệp nhỏ nhằm hạn chế xu hướng lấn át đầu tư thực.

Phần tiếp theo của bài báo sẽ lần lượt trình bày chi tiết các nội dung gồm: lược khảo các nghiên cứu trước, mô hình và phương pháp nghiên cứu, kết quả định lượng, và cuối cùng là phần kết luận với các hàm ý.

2. Lược khảo các nghiên cứu trước

Tài chính hóa được hiểu là quá trình mà trong đó các động cơ, thị trường, chủ thể và định chế tài chính ngày càng chi phối mạnh mẽ hoạt động của nền kinh tế cũng như hành vi của doanh nghiệp (Davis & Kim 2015; Epstein, 2005; Sawyer, 2014). Quá trình này phản ánh sự dịch chuyển trong mô hình tích lũy, khi lợi nhuận ngày càng có xu hướng hình thành qua các kênh tài chính hơn là từ sản xuất và thương mại hàng hóa (Krippner, 2005; Arrighi, 1994; Sawyer, 2014). Ở cấp độ doanh nghiệp, tài chính hóa thể hiện việc các doanh nghiệp chú trọng nhiều hơn đến hoạt động tài chính, gia tăng đầu tư tài chính và phụ thuộc lớn hơn vào thu nhập tài chính, qua đó làm thay đổi mối quan hệ giữa khu vực doanh nghiệp phi tài chính và thị trường tài chính (Orhangazi, 2008; Trần Ngọc Mai & Trần Mạnh Hà, 2025; Yang & cộng sự, 2025; Gong

& cộng sự, 2023).

Trong lĩnh vực tài chính doanh nghiệp, đầu tư bất hiệu quả (investment inefficiency) được hiểu là hiện tượng doanh nghiệp chệch khỏi mức đầu tư tối ưu, do ảnh hưởng của các rào cản thị trường và những méo mó trong nội tại tổ chức (Gong & cộng sự, 2023). Trong điều kiện thị trường vốn hoàn hảo, quyết định đầu tư của doanh nghiệp được xác định hoàn toàn bởi cơ hội đầu tư như đo lường qua Tobin's Q, và vốn được phân bổ sao cho hiệu suất cận biên là đồng đều giữa các dự án (Chen & cộng sự, 2011). Tuy nhiên, thực tế lại tồn tại bất đối xứng thông tin, xung đột đại diện, và sự can thiệp chính sách, khiến doanh nghiệp đầu tư quá mức (overinvestment) hoặc dưới mức (underinvestment) so với mức tối ưu (Myers & Majluf, 1984; Jensen, 1986; Chen & cộng sự, 2011; Gong & cộng sự, 2023).

Trên cơ sở phương pháp đo lường đầu tư bất hiệu quả bằng phần dư tuyệt đối của mô hình đầu tư kỳ vọng (Richardson, 2006), nhiều nghiên cứu lập luận rằng tài chính hóa làm gia tăng đầu tư bất hiệu quả do chuyển hướng nguồn lực và trọng tâm quản trị ra khỏi hoạt động sản xuất cốt lõi. Trước hết là hiệu ứng lấn át (crowding out). Khi suất sinh lời trên thị trường tài chính vượt trội khu vực sản xuất, doanh nghiệp có xu hướng ưu tiên tài sản tài chính mang tính ngắn hạn, dễ đảo ngược, thay vì vốn vật chất dài hạn và khó đảo ngược. Điều này dẫn đến sự trì trệ của đầu tư cố định và nguy cơ “phi công nghiệp hóa (deindustrialization)” (Demir, 2009; Orhangazi, 2008). Vấn đề không chỉ nằm ở quy mô tài sản tài chính gia tăng, mà ở sự lệch lạc trong phân bổ vốn, làm suy yếu nền tảng tạo năng suất dài hạn và làm giảm chất lượng quyết định đầu tư thực. Thứ hai là tài chính hóa thường đi kèm gia tăng chi trả cổ tức và mua lại cổ phiếu, qua đó rút bớt nguồn vốn nội bộ cho đầu tư thực. Điều này làm giảm tầm nhìn quản trị, gia tăng bất định về tài trợ dài hạn và làm tăng nguy cơ lựa chọn dự án kém hiệu quả (Orhangazi, 2008; Lazonick, 2013). Cuối cùng là tài chính hóa còn được ghi nhận là ức chế đổi mới sáng tạo, thông qua việc làm suy giảm đầu tư R&D và sản lượng đổi mới, từ đó làm xói mòn hiệu quả tăng trưởng và chất lượng phân bổ nguồn lực (Yang & cộng sự, 2025). Từ đó, giả thuyết H1a được hình thành như sau:

H1a: Tài chính hóa làm tăng đầu tư bất hiệu quả của doanh nghiệp

Trái lại, nhiều bằng chứng thực nghiệm chỉ ra rằng gia tăng tài chính hóa giúp doanh nghiệp giảm sai lệch đầu tư, tức giảm đầu tư bất hiệu quả. Tiêu biểu, Gong & cộng sự (2023) cho thấy tài chính hóa có hệ số âm có ý nghĩa thống kê ở toàn bộ mẫu doanh nghiệp phi tài chính Trung Quốc, hàm ý tài chính hóa giảm đầu tư bất hợp lý và nâng cao hiệu quả phân bổ vốn. Cơ chế chủ yếu được xác nhận là giảm ràng buộc tài chính, nhờ khả năng tạo dòng tiền ổn định và nâng cao tính thanh khoản của tài sản, qua đó hỗ trợ doanh nghiệp khắc phục tình trạng đầu tư thiếu mức (Gong & cộng sự, 2023). Tài chính hóa cũng có thể hạn chế đầu tư vượt mức, thông qua việc “hút bớt” dòng vốn khỏi các dự án kém hiệu quả và giảm không gian cho hành vi lạm dụng dòng tiền tự do (Gong & cộng sự, 2023; Wang & Zhu, 2025). Một số nghiên cứu khác cũng ghi nhận tác động tích cực tương tự. Liu & cộng sự (2024) chỉ ra rằng tài chính hóa nâng cao hiệu quả đầu tư ra nước ngoài thông qua giảm chi phí tài chính và cải thiện khả năng tiếp cận nguồn vốn. Nhìn chung, các kết quả này củng cố quan điểm rằng tài chính hóa, khi được triển khai như một chiến lược quản trị vốn chủ động, có thể đóng vai trò tích cực trong việc giảm đầu tư bất hiệu quả. Trên cơ sở đó hình thành giả thuyết H1b:

H1b: Tài chính hóa làm giảm đầu tư bất hiệu quả của doanh nghiệp

3. Mô hình và phương pháp nghiên cứu

3.1. Mô hình nghiên cứu

Đầu tư bất hiệu quả thường được đo bằng phương pháp phần dư tuyệt đối (absolute residual method) theo mô hình dự báo đầu tư tối ưu được xây dựng bởi Richardson (2006). Đầu tiên, xây dựng mô hình hồi quy với chi đầu tư thực tế làm biến phụ thuộc, giải thích bằng các yếu tố như tăng trưởng doanh thu, quy mô doanh nghiệp, dòng tiền, đòn bẩy tài chính, v.v. (Richardson, 2006; Gong & cộng sự, 2023; Wang & Zhu, 2025). Giá trị dự báo từ mô hình phản ánh mức đầu tư tối ưu, còn phần dư (sai số) chính là mức đầu tư sai lệch. Giá trị tuyệt đối của phần dư phản ánh mức độ đầu tư bất hiệu quả: càng lớn thì mức bất hiệu quả càng cao. Mô hình đầu tư có dạng như sau:

$$\Delta T_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 TDDT_{it-1} + \alpha_2 TLTM_{it-1} + \alpha_3 \Delta BTC_{it-1} + \alpha_4 QM_{it-1} + \alpha_5 NY_{it-1} + \alpha_6 SSL_{it-1} + \alpha_7 \Delta T_{it-1} + \varphi_i + \lambda_t + \epsilon_{it} \quad (1)$$

Trong đó, ΔT_{it} là đầu tư của doanh nghiệp i ở năm t , $TDDT_{it}$ là tăng trưởng doanh thu, $TLTM_{it}$ là tỷ lệ tiền mặt; ΔBTC_{it} là đòn bẩy tài chính; QM_{it} là quy mô tài sản; NY_{it} là số năm niêm yết tính đến thời điểm t ; SSL_{it} là tỷ suất sinh lời cổ phiếu; φ_i là hiệu ứng cố định theo ngành của doanh nghiệp; λ_t thể hiện hiệu ứng cố định theo năm; ϵ_{it} là sai số ngẫu nhiên. Ước lượng phương trình (1) thu được phần dư $\widehat{\epsilon}_{it}$ (đặt tên là $\Delta TBHQ_{it}$), đây chính là phần chênh lệch giữa đầu tư thực tế và đầu tư kỳ vọng, thể hiện đầu tư bất hiệu quả, được lấy trị tuyệt đối. Theo Gong & cộng sự (2023), mô hình tác động của tài chính hóa lên đầu tư bất hiệu quả được thiết lập như sau:

$$\Delta TBHQ_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 TCH_{it} + \alpha_2 \Delta TBHQ_{it-1} + \sum_k \gamma_k X_{kit} + \varphi_i + \lambda_t + \epsilon_{it} \quad (2)$$

Trong đó, TCH_{it} là mức độ tài chính hóa của doanh nghiệp i tại thời điểm t ; X_{kit} là vector gồm các biến kiểm soát như tăng trưởng doanh thu, tỷ lệ tiền mặt, đòn bẩy tài chính, quy mô, tỷ suất sinh lời trên tài sản, số năm niêm yết.

3.2. Giải thích các biến và cách đo lường

Biến tài chính hóa (TCH) thường được đo lường theo ba cách tiếp cận chính. Thứ nhất, góc độ phân bổ tài sản, phổ biến nhất là tỷ lệ tài sản tài chính trên tổng tài sản, phản ánh chiến lược phân bổ vốn của doanh nghiệp. Theo Gong & cộng sự (2023), tài chính hóa được đo lường là tỷ lệ giữa tài sản tài chính ngắn hạn và dài hạn trên tổng tài sản. Ở một cách tính nói lỏng hơn, tài chính hóa được đo bằng tỷ lệ giữa tài sản ngắn hạn và đầu tư dài hạn trừ cho tồn kho và các khoản phải thu trên tổng tài sản (Tang & Zhang, 2019). Thứ hai, góc độ lợi nhuận, đo lường mức độ phụ thuộc vào thu nhập tài chính thông qua tỷ suất sinh lợi trên tài sản tài chính (Jin & cộng sự, 2022; Yin & cộng sự, 2025). Thứ ba, góc độ dòng tiền, thể hiện sự dịch chuyển dòng vốn vào tài chính thông qua tỷ lệ chi trả tài chính hoặc tỷ lệ dòng tiền đầu tư tài chính (Orhangazi, 2008; Tori & Onaran, 2018). Trong ba cách tiếp cận, phương pháp dựa trên phân bổ tài sản được ưa chuộng hơn do phản ánh quyết định đầu tư nội tại, ổn định theo thời gian, và ít bị ảnh hưởng bởi biến động thị trường hay các cú sốc tạm thời (Gong & cộng sự, 2023; Yang & cộng sự, 2025).

Các biến kiểm soát như sau:

(i) Tốc độ tăng trưởng doanh thu phản ánh cơ hội đầu tư và triển vọng mở rộng hoạt động của doanh nghiệp. Doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng cao thường cần đầu tư nhiều hơn và có xu hướng ra quyết định khác biệt so với doanh nghiệp tăng trưởng chậm (Gong & cộng sự, 2023; Wang & Zhu, 2025).

(ii) Tỷ lệ tiền mặt thể hiện mức độ thanh khoản nội tại, từ đó ảnh hưởng đến khả năng tự tài trợ cho đầu tư. Tồn quỹ tiền mặt cao giúp doanh nghiệp chủ động trước rủi ro tài chính và tránh phụ thuộc vào nguồn vốn bên ngoài (Gong & cộng sự, 2023; Zhang & cộng sự, 2019; Dương Thị Thùy An, 2025a).

(iii) Đòn bẩy tài chính phản ánh mức độ phụ thuộc vào vốn vay. Doanh nghiệp có đòn bẩy cao thường đối mặt với rủi ro tài chính lớn hơn và có xu hướng hạn chế đầu tư do gánh nặng nợ nần (Jin & cộng sự, 2022; Liu & cộng sự, 2024; Dương Thị Thùy An, 2025b).

(iv) Quy mô doanh nghiệp, thường đo bằng logarit tổng tài sản, kiểm soát sự khác biệt về năng lực huy động vốn, cơ hội thị trường giữa các doanh nghiệp lớn và nhỏ (Chen & cộng sự, 2011; Gong & cộng sự, 2023; Duong & cộng sự, 2019).

(v) Tỷ suất lợi nhuận trên tài sản phản ánh hiệu quả sử dụng tài sản và năng lực sinh lời, có thể ảnh hưởng đến động lực và khả năng đầu tư của doanh nghiệp (Gong & cộng sự, 2023; Wang & Zhu, 2025; Dương Thị Thùy An & Hồ Thị Thu Thảo, 2025).

(vi) Số năm niêm yết thể hiện độ trưởng thành của doanh nghiệp. Doanh nghiệp càng trưởng thành thì có xu hướng giảm hoạt động đầu tư và có thể có hạn chế tài chính khác so với doanh nghiệp trẻ hơn (Richardson, 2006).

Cuối cùng, suất sinh lời cổ phiếu thể hiện cơ hội đầu tư và tăng trưởng vốn không được thể hiện đủ trong các chỉ tiêu kế toán (Richardson, 2006). Các biến thuộc bảng cân đối kế toán được lấy bình quân năm.

Bảng 1. Danh mục các biến và cách đo lường

Biến	Đo lường	Ký hiệu
Đầu tư	Dòng tiền từ hoạt động đầu tư/Tổng tài sản, phần trăm	ĐT
TCH 1	(Đầu tư ngắn hạn + đầu tư dài hạn)/Tổng tài sản, phần trăm	TCH1
TCH 2	(Đầu tư ngắn hạn + tài sản ngắn hạn khác+đầu tư dài hạn + tài sản dài hạn khác)/Tổng tài sản, phần trăm	TCH2
Tỷ lệ tiền mặt	Tiền và tương đương tiền/Tổng tài sản, phần trăm	TLTM
Tăng trưởng doanh thu	Tỷ lệ tăng trưởng doanh thu hàng năm	TTDT
Đòn bẩy tài chính	Nợ/trên tổng tài sản, phần trăm	ĐBTC
ROA	Lợi nhuận ròng/tổng tài sản, phần trăm	ROA
Quy mô	Tổng tài sản (tỷ đồng), logarit tự nhiên	QM
Số năm niêm yết	Số năm doanh nghiệp niêm yết tính đến thời điểm t, logarit tự nhiên	NY
SSL	Suất sinh lời cổ phiếu năm t, phần trăm	SSL

Nguồn: Tác giả tổng hợp

3.3. Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu bảng bao gồm 1.363 doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán HOSE, HNX và UpCom của Việt Nam giai đoạn từ 2016 đến 2024, loại các doanh nghiệp trong lĩnh vực tài chính và bất động sản, được thu thập từ cơ sở dữ liệu FimPro-X. Các dữ liệu được làm sạch như sau: bỏ các quan sát có tổng tài sản nhỏ hơn 1, thiếu thông tin, doanh thu âm, đòn bẩy tài chính lớn hơn 100%, hoặc không có dữ liệu đầu tư. Sau đó nghiên cứu loại các giá trị ngoại lai (outliers) bằng phương pháp Winsorization nhằm nâng cao tính tin cậy của kết quả.

3.4. Phương pháp ước lượng

Theo Richardson (2006), phần dư của phương trình (1) được ước lượng bằng phương pháp bình phương tối thiểu với sai số chuẩn mạnh Huber–White và tính đến tác động cố định theo năm và theo ngành. Đối với phương trình (2), đầu tư bất hiệu quả thường được đo lường bằng độ lệch so với mức đầu tư tối ưu, dẫn đến mô hình đánh giá mang tính động theo thời gian (Richardson, 2006; Gong & cộng sự, 2023). Tuy nhiên, mối quan hệ giữa tài chính hóa và đầu tư bất hiệu quả có thể tồn tại vấn đề nội sinh do mối quan hệ nhân quả hai chiều. Một mặt, tài chính hóa có thể ảnh hưởng đến quyết định đầu tư thông qua cơ chế phòng ngừa hoặc hiệu ứng tràn tài sản thực (Gong & cộng sự, 2023; Wang & Zhu, 2025). Mặt khác, chiều ngược lại cũng có khả năng xảy ra: doanh nghiệp đang rơi vào tình trạng đầu tư bất hiệu quả có xu hướng điều chỉnh cơ cấu tài sản bằng cách nắm giữ nhiều tài sản tài chính hơn, nhằm tìm kiếm lợi suất ngắn hạn, duy trì thanh khoản hoặc giảm rủi ro đầu tư dài hạn (Yang & cộng sự, 2025; Liu & He, 2023). Để giải quyết vấn đề này, phương pháp GMM hệ thống (System GMM – SGMM) được khuyến nghị, do có khả năng kiểm soát sai số cố định không quan sát được và xử lý đồng thời vấn đề nội sinh, phương sai sai số thay đổi, và tự tương quan (Arellano & Bover, 1995; Blundell & Bond, 1998). SGMM sử dụng các giá trị trễ nội sinh làm công cụ, tăng độ tin cậy của ước lượng trong mô hình bảng động với kích thước T nhỏ và N lớn – vốn phổ biến trong dữ liệu doanh nghiệp. Do đó, SGMM là lựa chọn phù hợp để xác lập mối quan hệ nhân quả giữa tài chính hóa và đầu tư bất hiệu quả.

4. Kết quả định lượng

4.1. Thống kê mô tả và phân tích tương quan

Bảng 2 trình bày kết quả thống kê mô tả cho thấy ĐT có giá trị trung bình khá thấp nhưng độ lệch chuẩn lớn, cho thấy mức độ biến động đáng kể giữa các doanh nghiệp. Biến này dao động từ -27,617% đến

44,46%, phản ánh sự khác biệt mạnh giữa doanh nghiệp giảm đầu tư và tăng đầu tư. Tài chính hóa có mức trung bình cao, hàm ý các doanh nghiệp nắm giữ tỷ trọng tài sản tài chính tương đối lớn. Độ lệch chuẩn 17,311 (TCH1) hoặc 16,444 (TCH2) cho thấy sự phân tán đáng kể giữa các công ty. TTDT có trung bình 10,6% nhưng độ lệch chuẩn cao, cho thấy tăng trưởng không đồng đều giữa các doanh nghiệp. TLTM và ĐBTC cho thấy mức độ chênh lệch khá lớn, phản ánh sự khác biệt về thanh khoản và cấu trúc vốn. QM có trung bình 6,314 (log tổng tài sản), thể hiện sự phân hóa rõ giữa doanh nghiệp nhỏ và lớn. ROA biến động rất mạnh, từ -27,92% đến 30,8%, cho thấy sự hiện diện của các giá trị ngoại lai và mức độ khác biệt lớn về hiệu quả kinh doanh mặc dù nghiên cứu đã làm sạch dữ liệu.

Bảng 3 trình bày tương quan Pearson giữa các biến. ĐT có tương quan âm nhẹ với TCH, gợi ý mối quan hệ ngược chiều giữa đầu tư thực và mức độ tài chính hóa. Các tương quan còn lại đa số nhỏ, cho thấy không có dấu hiệu nghiêm trọng về đa cộng tuyến.

Bảng 2. Thống kê mô tả các biến

	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
ĐT	10.204	3,661	10,359	-27,617	44,460
TCH1	10.204	16,357	17,311	0,000	94,425
TCH2	10.204	11,796	16,444	0,000	74,760
TTDT	10.195	0,106	0,611	-0,874	4,715
TLTM	10.204	8,429	8,758	0,082	45,406
ĐBTC	10.204	9,000	13,449	0,000	64,272
QM	10.204	6,314	1,580	3,002	12,224
ROA	10.194	4,243	8,312	-27,920	30,800
NY	9.213	1,856	0,773	0,000	2,890
SSL	9.081	-1,138	53,712	-179,601	166,210

Nguồn: Kết quả tính toán của tác giả

Bảng 3. Hệ số tương quan giữa các biến

	ĐT	TCH1	TCH2	TTDT	TLTM	ĐBTC	QM	ROA	NY	SSL
ĐT	1,000									
TCH1	-0,031	1,000								
TCH2	-0,041	0,927	1,000							
TTDT	0,101	0,010	0,011	1,000						
TLTM	0,023	-0,016	-0,008	-0,025	1,000					
ĐBTC	0,080	-0,108	-0,128	0,027	-0,213	1,000				
QM	0,078	0,053	0,059	0,025	-0,152	0,319	1,000			
ROA	0,160	0,152	0,178	0,126	0,265	-0,128	0,093	1,000		
NY	-0,059	0,048	0,043	0,008	-0,018	-0,077	0,036	-0,039	1,000	
SSL	0,007	0,011	0,012	-0,015	0,001	0,013	-0,010	0,006	0,012	1,000

Nguồn: Kết quả tính toán của tác giả

4.2. Kết quả ước lượng

Bảng 4 trình bày kết quả ước lượng phương trình (1) ở cột 1 và phương trình (2) cho lần lượt biến TCH1 (cột 2-6), và biến TCH2 (cột 7-11). Phương trình (2) được ước lượng bằng phương pháp SGMM với sai số được hiệu chỉnh theo Windmeijer nhằm kiểm định tính vững của kết quả. Tất cả các ước lượng đều bao gồm hiệu ứng cố định theo ngành và theo thời gian.

Kết quả cho thấy cả hai thước đo tài chính hóa (TCH1 và TCH2) đều có tác động dương và có ý nghĩa thống kê lên đầu tư bất hiệu quả (cột (2) và (7)). Điều này hàm ý rằng khi tỷ trọng tài sản tài chính trong

tài chính hóa có ý nghĩa trong các mô hình với ĐTDM, nhưng không có ý nghĩa trong các mô hình với ĐTVM. Điều này cho thấy tài chính hóa không thúc đẩy doanh nghiệp đầu tư tràn lan, mà chủ yếu làm suy giảm mức độ đầu tư thực so với nhu cầu tối ưu, tức làm trầm trọng thêm tình trạng “đầu tư thiếu”. Kết quả này củng cố lập luận về hiệu ứng lán át: khi tài sản tài chính trở nên hấp dẫn hơn, doanh nghiệp có xu hướng trì hoãn hoặc cắt giảm đầu tư dài hạn vào tài sản cố định, dẫn đến thiếu hụt đầu tư thực (Demir, 2009; Orhangazi, 2008). Đồng thời, phát hiện này cũng phù hợp với các nghiên cứu cho rằng tài chính hóa làm suy yếu nền tảng tăng trưởng dài hạn thông qua việc kìm hãm các khoản đầu tư mang tính chiến lược, đặc biệt là đầu tư đổi mới (Yang & cộng sự, 2025).

Tuy nhiên, kết quả cũng cho thấy một điểm khác biệt quan trọng so với một số nghiên cứu gần đây cho rằng tài chính hóa có thể làm giảm đầu tư bất hiệu quả thông qua vai trò “đệm thanh khoản” và cơ chế kỷ luật (Gong & cộng sự, 2023; Wang & Zhu, 2025). Cụ thể, trong khi Gong & cộng sự (2023) cho thấy tài chính hóa có thể đồng thời hạn chế đầu tư dưới mức và vượt mức, thì bằng chứng tại Việt Nam lại cho thấy tài chính hóa chủ yếu làm trầm trọng thêm đầu tư dưới mức, và không phát hiện vai trò kiểm chế đầu tư vượt mức. Sự khác biệt này gợi ý rằng trong bối cảnh thị trường mới nổi, nơi thị trường vốn còn kém phát triển và cơ hội đầu tư tài chính mang tính ngắn hạn cao, tài chính hóa có xu hướng hoạt động như kênh thay thế đầu tư thực, hơn là công cụ ổn định hóa đầu tư.

Một kết quả quan trọng khác là tác động của tài chính hóa đến đầu tư bất hiệu quả chỉ có ý nghĩa thống kê ở nhóm doanh nghiệp nhỏ, trong khi không còn ý nghĩa ở doanh nghiệp lớn (các cột (5), (6), (10) và (11)). Điều này cho thấy quy mô doanh nghiệp đóng vai trò điều kiện trong mối quan hệ giữa tài chính hóa và hiệu quả đầu tư. doanh nghiệp nhỏ thường đối mặt với ràng buộc tài chính lớn hơn, năng lực quản trị và thẩm định dự án hạn chế hơn, cũng như dễ bị chi phối bởi lợi ích ngắn hạn. Trong bối cảnh đó, việc chuyển nguồn lực sang tài sản tài chính có thể càng làm suy yếu động lực và khả năng đầu tư thực, từ đó làm gia tăng tình trạng đầu tư dưới mức. Kết quả này bổ sung cho các nghiên cứu trước khi chỉ ra rằng tác động tiêu cực của tài chính hóa không mang tính phổ quát, mà tập trung ở nhóm doanh nghiệp dễ tổn thương hơn trong cấu trúc thị trường vốn. Ngược lại, việc không tìm thấy tác động có ý nghĩa ở doanh nghiệp lớn gợi ý rằng các doanh nghiệp này có thể đã có hệ thống quản trị, tiếp cận vốn và chiến lược đầu tư ổn định hơn, nên tài chính hóa không đủ mạnh để làm thay đổi đáng kể hành vi đầu tư thực.

Về các biến kiểm soát, kết quả nhìn chung phù hợp với kỳ vọng lý thuyết. TTDT có xu hướng tác động dương và có ý nghĩa trong các mô hình đầu tư, cho thấy doanh nghiệp tăng trưởng nhanh thường có mức đầu tư và độ lệch đầu tư cao hơn. TLTM mang hệ số dương và có ý nghĩa thống kê trong hầu hết các mô hình, hàm ý thanh khoản cao giúp mở rộng khả năng đầu tư nhưng đồng thời có thể làm suy yếu kỷ luật tài chính, qua đó làm gia tăng đầu tư bất hiệu quả. ĐBTC tác động dương và có ý nghĩa trong một số mô hình, phản ánh vai trò của rủi ro tài chính trong việc làm méo mó quyết định đầu tư. QM mang dấu âm trong các mô hình ĐTDM, cho thấy doanh nghiệp lớn ít rơi vào tình trạng đầu tư bất hiệu quả. Các biến ROA và NY không cho thấy tác động ổn định.

Ngoài ra, các kiểm định đều chấp nhận được: kiểm định Hansen có p-value lớn hơn 0,1, hàm ý bộ công cụ là hợp lệ; trong khi kiểm định AR(1) có ý nghĩa và AR(2) không có ý nghĩa, cho thấy các điều kiện về tự tương quan bậc hai được thỏa mãn, ủng hộ tính phù hợp của phương pháp được sử dụng. Sai số được hiệu chỉnh Windmeijer làm tăng thêm độ tin cậy cho các kết luận.

5. Kết luận

Nghiên cứu này đánh giá tác động của tài chính hóa lên đầu tư bất hiệu quả của doanh nghiệp, sử dụng dữ liệu bảng của 1.363 doanh nghiệp phi tài chính tại Việt Nam trong giai đoạn 2016-2024. Nghiên cứu cung cấp bằng chứng thực nghiệm cho thấy tài chính hóa làm gia tăng đầu tư bất hiệu quả của doanh nghiệp niêm yết. Cả hai thước đo tài chính hóa đều tác động dương và có ý nghĩa thống kê lên mức độ sai lệch giữa đầu tư thực tế và mức đầu tư tối ưu. Khi phân rã đầu tư bất hiệu quả, kết quả chỉ ra rằng tài chính hóa chủ yếu làm trầm trọng thêm tình trạng đầu tư dưới mức, trong khi không tìm thấy bằng chứng về tác động đối với đầu tư vượt mức. Phát hiện này cho thấy tài chính hóa không thúc đẩy đầu tư tràn lan, mà làm suy yếu

đầu tư thực và khiến doanh nghiệp không khai thác đầy đủ các cơ hội đầu tư hiệu quả. Ngoài ra, tác động tiêu cực của tài chính hóa chỉ xuất hiện ở nhóm doanh nghiệp nhỏ và vừa, trong khi không còn ý nghĩa thống kê ở doanh nghiệp lớn. Điều này khẳng định vai trò điều kiện của QM và gợi ý rằng các doanh nghiệp nhỏ dễ bị tổn thương hơn trước xu hướng dịch chuyển nguồn lực sang tài sản tài chính.

Kết quả nghiên cứu có hàm ý như sau. Đối với nhà quản trị doanh nghiệp, kết quả cho thấy việc mở rộng nắm giữ tài sản tài chính, nếu không gắn với chiến lược hỗ trợ hoạt động cốt lõi, có thể làm suy yếu đầu tư thực, đặc biệt ở doanh nghiệp nhỏ. Doanh nghiệp cần xây dựng giới hạn rõ ràng đối với đầu tư tài chính và gắn tài chính hóa với mục tiêu quản trị thanh khoản, phòng ngừa rủi ro, thay vì theo đuổi lợi nhuận ngắn hạn. Đối với nhà hoạch định chính sách, phát hiện tài chính hóa làm gia tăng đầu tư dưới mức cho thấy cần các chính sách khuyến khích dòng vốn quay trở lại khu vực sản xuất, như ưu đãi thuế cho đầu tư thực, hỗ trợ tín dụng trung – dài hạn, và phát triển thị trường vốn theo hướng phục vụ đầu tư dài hạn thay vì đầu cơ ngắn hạn. Do tác động tập trung ở doanh nghiệp nhỏ, các chương trình bảo lãnh tín dụng, quỹ phát triển doanh nghiệp nhỏ và vừa, và tư vấn quản trị tài chính cần được thiết kế nhằm hạn chế xu hướng dịch chuyển sang tài chính và tăng khả năng tiếp cận vốn cho các dự án đầu tư hiệu quả.

Nghiên cứu tồn tại một số hạn chế. Thứ nhất, dữ liệu kế toán chưa phản ánh đầy đủ động thái giá trị tài sản tài chính theo thời gian. Thứ hai, nghiên cứu chưa kiểm định các cơ chế trung gian cụ thể như ràng buộc tài chính, chính sách quản trị vốn lưu động hay cấu trúc sở hữu. Đây là các hướng mở quan trọng cho nghiên cứu tương lai.

Tài liệu tham khảo

- Arellano, M., & Bover, O. (1995). Another look at the instrumental variable estimation of error-components models. *Journal of econometrics*, 68(1), 29-51. [https://doi.org/10.1016/0304-4076\(94\)01642-D](https://doi.org/10.1016/0304-4076(94)01642-D)
- Arrighi, G. (1994). *The Long Twentieth Century: Money, Power, and the Origins of Our Times*. Verso.
- Blundell, R., & Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of econometrics*, 87(1), 115-143. [https://doi.org/10.1016/S0304-4076\(98\)00009-8](https://doi.org/10.1016/S0304-4076(98)00009-8)
- Chen, S., Sun, Z., Tang, S., & Wu, D. (2011). Government intervention and investment efficiency: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 17(2), 259–271. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2010.08.004>
- Davis, G. F., & Kim, S. (2015). Financialization of the economy. *Annual Review of Sociology*, 41(1), 203–221. <https://doi.org/10.1146/annurev-soc-073014-112402>
- 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>
- Dương Thị Thùy An & Hồ Thị Thu Thảo (2025). Tập trung quyền lực và minh bạch thông tin: Bằng chứng từ các doanh nghiệp ngành dược tại Việt Nam. *Tạp chí khoa học Đại học Mở Thành phố Hồ Chí Minh - Kinh tế và quản trị kinh doanh*, 40-54. <https://doi.org/10.46223/HCMCOUJS.econ.vi.20.11.4780.2025>
- Dương Thị Thùy An (2025a). Tỷ lệ nắm giữ tiền mặt và giá trị doanh nghiệp trong bối cảnh hạn chế tài chính. *Tạp Chí Kinh tế và Phát triển*, 340, 33–43. <https://doi.org/10.33301/JED.VI.2611>
- Dương Thị Thùy An (2025b). Bất định chính sách kinh tế Việt Nam và đầu tư doanh nghiệp. *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế và Kinh doanh Châu Á*, 36(9), 87-103. <https://doi.org/10.24311/jabes/2025.36.9.07>
- Duong, T. T. A., Kool, C. J. M., & Zhang, L. (2019). Borrowing constraints and export decision: The case of Vietnamese exporters. (*Working Papers 19-21*) *Utrecht School of Economics*.
- Epstein, G. A. (2005). Introduction: Financialization and the world economy. In G. A. Epstein (Ed.), *Financialization and the World Economy* (pp. 3–16). Edward Elgar.

-
- 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>
- Jensen, M. C. (1986). Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323–329.
- Jin, X. M., Mai, Y., & Cheung, A. W. K. (2022). Corporate financialization and fixed investment rate: Evidence from China. *Finance Research Letters*, 48, 102898. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.102898>
- Krippner, G. R. (2005). The financialization of the American economy. *Socio-Economic Review*, 3(2), 173–208. <https://doi.org/10.1093/SER/mwi008>
- Lazonick, W. (2013). The Financialization of the U.S. Corporation: What Has Been Lost, and How It Can Be Regained. *Seattle University Law Review*, 36(2), 857–909.
- Liu, L., & He, J. (2023). Does financialization affect firm's R&D investment? Evidence from China. *Finance Research Letters*, 58, 104311. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.104311>
- Liu, Y., Liang, Y., Lan, S., & Lu, Z. (2024). Corporate financialization and overseas investment efficiency: Evidence from China. *Finance Research Letters*, 69, 106103. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2024.106103>
- Myers, S., & Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–222. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Orhangazi, Ö. (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>
- 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>
- Sawyer, M. (2014). What is financialization? *International Journal of Political Economy*, 42(4), 5–18.
- Tang, H., & Zhang, C. (2019). Investment risk, return gap, and financialization of non-listed non-financial firms in China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 58, 101213. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2019.101213>
- Tori, D., & Onaran, Ö. (2018). The effects of financialization on investment: evidence from firm-level data for the UK. *Cambridge Journal of Economics*, 42(5), 1393–1416. <https://doi.org/10.1093/cje/bex085>
- Trần Ngọc Mai, & Trần Mạnh Hà (2025). Tài chính hoá doanh nghiệp: Góc nhìn từ các doanh nghiệp niêm yết ngành bất động sản Việt Nam. *Tạp chí Khoa học và Công nghệ Trường Đại học Công nghiệp Hà Nội*, 61(4), 198–203. <https://doi.org/10.57001/huinh5804.2025.107>
- Wang, J., & Zhu, S. (2025). Impact of economic policy uncertainty on corporate investment efficiency: Moderating roles of financing constraints and financialisation. *International Review of Economics and Finance*, 98, 103897. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2025.103897>
- Yang, T., Liu, X., & Xu, B. (2025). Does the financialization of entity enterprises hinder efficient growth? *Finance Research Letters*, 84, 107801. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2025.107801>
- Yin, L., Zhang, J., & Li, Y. (2025). Firm financialization: The role of policy inconsistency. *Finance Research Letters*, 80, 107405. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2025.107405>
- Zhang, H., An, R., & Zhong, Q. (2019). Anti-corruption, government subsidies, and investment efficiency. *China Journal of Accounting Research*, 12(1), 113–133. <https://doi.org/10.1016/j.cjar.2018.12.001>