

Tác động của sự bất định trong chính sách kinh tế đến đầu tư và hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp trên thế giới

Trần Quốc Trung¹, Nguyễn Xuân Minh², Trần Quốc Đạt³,
Nguyễn Văn Phong⁴, Nguyễn Bá Phong⁵, Đào Thị Hương^{6,*}
Trường Đại học Ngoại thương, Việt Nam^{1,2,3,4,5}, Trường Đại học Thủy Lợi, Việt Nam⁶

Ngày nhận: 14/10/2025

Ngày nhận bản sửa: 02/03/2026

Ngày duyệt đăng: 06/03/2026

Tóm tắt: Đầu tư vốn là một trong các quyết định tài chính quan trọng nhất của doanh nghiệp. Đầu tư đúng mức mang lại hiệu quả đầu tư cao và góp phần nâng cao giá trị của doanh nghiệp. Vì vậy, đầu tư và hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp là các chủ đề thu hút được nhiều sự quan tâm của các học giả và các nhà thực tiễn. Bài viết này tập trung phân tích ảnh hưởng của sự bất định trong chính sách kinh tế đến chi phí đầu tư vốn và hiệu quả đầu tư của doanh

The effects of economic policy uncertainty on corporate investment expenditure and investment efficiency around the world

Abstract: Capital investment is one of the most important corporate financial decisions. Optimal investment leads to high investment efficiency and thus increase firm value. Therefore, corporate investment expenditure and investment efficiency are attractive to both academics and practitioners. This paper focuses on analyzing the effects of economic policy uncertainty on corporate investment expenditure and investment efficiency with a sample of 311,942 observations from 33,270 firms listed in 19 countries from the Compustat database over the period from 2001 to 2023. We find that economic policy uncertainty has a positive impact on investment expenditure but a negative impact on investment efficiency. These can be explained by corporate managers' motives to expropriate shareholders. Corporate managers take advantage of economic policy uncertainty to increase their firms' investment in unprofitable projects which help them maintain their positions. Our findings imply that policy makers should reduce economic policy uncertainty to help firms increase their investment efficiency and thus improve economic efficiency. Moreover, firms should enhance their corporate governance under the uncertainty of the macro-environment to restrict managers' expropriation and protect shareholders effectively.

Keywords: Economic policy, Uncertainty, Investment

Link Doi: <https://doi.org/10.59276/JELB.2026.05.3091>

Tran Quoc Trung¹, Nguyen Xuan Minh², Tran Quoc Dat³, Nguyen Van Phong⁴, Nguyen Ba Phong⁵, Dao Thi Huong^{6,*}

Email: tranquoc trung.cs2@ftu.edu.vn¹, nguyensexuanminh.cs2@ftu.edu.vn², tranquocdat.cs2@ftu.edu.vn³, vp25102002@gmail.com⁴, nguyenvbaphong2011115452@ftu.edu.vn⁵, huongdao@tlu.edu.vn⁶

Organizations: Foreign Trade University, Viet Nam^{1,2,3,4,5}, Thuyloi University, Viet Nam⁶

*Tác giả liên hệ/Corresauthor

nghiệp với mẫu gồm 311.942 quan sát từ 33.270 doanh nghiệp niêm yết ở 19 quốc gia được thu thập từ cơ sở dữ liệu Compustat trong khoảng thời gian từ năm 2001 đến năm 2023. Kết quả nghiên cứu cho thấy rằng chính sách kinh tế càng bất định thì doanh nghiệp đầu tư càng nhiều nhưng hiệu quả đầu tư càng thấp. Điều này được giải thích là do động cơ vụ lợi của các nhà quản lý. Các nhà quản lý doanh nghiệp đã lợi dụng sự bất ổn trong chính sách kinh tế để gia tăng đầu tư vào các dự án không sinh lợi cho doanh nghiệp nhưng lại giúp các nhà quản lý củng cố vị thế của mình. Kết quả nghiên cứu mang đến hàm ý rằng các nhà hoạch định chính sách cần giảm tính bất định trong chính sách kinh tế để giúp doanh nghiệp nâng cao hiệu quả đầu tư, từ đó nâng cao hiệu quả của nền kinh tế. Hơn nữa, các doanh nghiệp cần tăng cường hiệu lực của quản trị công ty trong điều kiện môi trường vĩ mô bất định để hạn chế các hành vi vụ lợi của nhà quản lý và bảo vệ tốt lợi ích của cổ đông.

Từ khóa: Chính sách kinh tế, Sự bất định, Đầu tư

Trích dẫn: Trần Quốc Trung, Nguyễn Xuân Minh, Trần Quốc Đạt, Nguyễn Văn Phong, Nguyễn Bá Phong, Đào Thị Hương. (2026). Tác động của sự bất định trong chính sách kinh tế đến đầu tư và hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp trên thế giới. *Tạp chí Kinh tế - Luật và Ngân hàng*, 28(5),86-99. <https://doi.org/10.59276/JELB.2026.05.3091>

1. Giới thiệu

Theo Modigliani và Miller (1958), trong bối cảnh thị trường vốn hoàn hảo, cơ hội đầu tư là yếu tố duy nhất quyết định khối lượng vốn đầu tư và đầu tư của các doanh nghiệp luôn ở trạng thái tối ưu (phù hợp hoàn toàn với cơ hội đầu tư hiện có). Tuy nhiên, trong thực tế, thị trường vốn là không hoàn hảo và đầu tư của doanh nghiệp còn chịu ảnh hưởng bởi nhiều yếu tố khác. Các nghiên cứu trước đây cho thấy sự bất định của môi trường kinh doanh là yếu tố quan trọng đối với đầu tư của doanh nghiệp. An và cộng sự (2016); Bloom (2009); Dixit và cộng sự (1994); Gulen và Ion (2015); Julio và Yook (2012); Stein và Stone (2013) cho thấy rằng sự bất ổn của môi trường kinh doanh khiến các doanh nghiệp giảm đầu tư. Tương tự, Gilchrist và cộng sự (2014) cũng cho rằng, bất định trong chính sách kinh tế làm điều kiện tài chính khó khăn hơn,

tăng chi phí tín dụng, từ đó kìm hãm cơ chế đầu tư của doanh nghiệp thông qua hạn chế tài chính. Hơn nữa, bất định chính sách kinh tế còn dẫn đến giảm chấp nhận rủi ro trong quyết định đầu tư của doanh nghiệp theo những bối cảnh văn hóa quốc gia khác nhau (Tran, 2019). Đáng chú ý là các nghiên cứu của Drobotz và cộng sự (2018); Liu và Zhang (2019); Wang và cộng sự (2014); Wang và cộng sự (2017) đã tìm thấy bằng chứng thực nghiệm về tác động tiêu cực của sự bất định trong chính sách kinh tế đến đầu tư của doanh nghiệp ở một số quốc gia cụ thể. Tuy nhiên, Akron và cộng sự (2020); Gulen và Ion (2015) cho thấy rằng tác động của sự bất định trong chính sách kinh tế đến đầu tư của doanh nghiệp là không hoàn toàn đồng nhất, nó có thể cùng chiều với nhóm doanh nghiệp này nhưng ngược chiều hoặc không có ý nghĩa rõ ràng đối với nhóm doanh nghiệp khác. Bên cạnh đó, các nghiên cứu trước đây ở

từng quốc gia đã đo lường sự bất định của chính sách kinh tế không thống nhất và cho đến nay chưa có nghiên cứu thực nghiệm nào về tác động của bất định trong chính sách kinh tế đến mức độ đầu tư và hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp trên một mẫu lớn gồm các doanh nghiệp ở nhiều quốc gia khác nhau. Gần đây, Baker và cộng sự (2016) đã đưa ra chỉ số bất định trong chính sách kinh tế với cách thức tính toán được áp dụng thống nhất giữa các quốc gia, đó là căn cứ vào tin tức thu thập được trên các tờ báo lớn ở các quốc gia. Đây là điều kiện để các tác giả thực hiện nghiên cứu, giải quyết khoảng trống này.

Tương tự như Demir và Ersan (2017); Gilchrist và cộng sự (2014); Tran (2019), trong nghiên cứu này, nhóm tác giả xây dựng mô hình nghiên cứu với biến phụ thuộc là chi phí đầu tư vốn của doanh nghiệp. Cơ hội đầu tư được đo lường bằng Tobin's Q. Hiệu quả đầu tư được đo lường bằng độ nhạy của mức độ đầu tư đối với cơ hội đầu tư (Baker và cộng sự, 2003; Chen và cộng sự, 2017). Các tác giả sử dụng biến tương tác giữa sự bất định trong chính sách kinh tế và Tobin's Q để phân tích tác động của sự bất định trong chính sách kinh tế đến hiệu quả đầu tư. Với mẫu gồm 311.942 quan sát từ 33.270 doanh nghiệp được thành lập tại 19 quốc gia trong giai đoạn từ năm 2001 đến năm 2023, kết quả nghiên cứu cho thấy sự bất định trong chính sách kinh tế làm gia tăng mức độ đầu tư của doanh nghiệp nhưng làm giảm hiệu quả đầu tư. Khi sử dụng mẫu nghiên cứu đã loại bỏ đi các quốc gia chiếm phần lớn quan sát trong mẫu nghiên cứu (Hoa Kỳ, Nhật Bản và Trung Quốc), sử dụng các kỹ thuật hồi quy khác (hiệu ứng cố định, hiệu ứng ngẫu nhiên) và các phương pháp khác để tính toán mức độ bất định trong chính sách kinh tế thì kết quả nghiên cứu chính vẫn ổn định. Kết quả này phản ánh động cơ vụ lợi của đội ngũ quản lý, các nhà quản lý

có xu hướng tận dụng điều kiện chính sách kinh tế có nhiều bất định để gia tăng đầu tư quá mức vào các dự án không thu được lợi nhuận nhưng có lợi cho bản thân mình. Kết quả nghiên cứu mang đến hàm ý rằng các nhà hoạch định chính sách cần giảm tính bất định trong chính sách kinh tế để giúp doanh nghiệp nâng cao hiệu quả đầu tư, từ đó nâng cao hiệu quả của nền kinh tế. Hơn nữa, các doanh nghiệp cần tăng cường hiệu lực của quản trị công ty trong điều kiện môi trường vĩ mô bất định để hạn chế các hành vi vụ lợi của nhà quản lý và bảo vệ tốt lợi ích của cổ đông. Cấu trúc của bài viết gồm 6 phần chính: Phần 1 giới thiệu động cơ và tóm tắt nội dung chính của bài viết. Phần 2 trình bày tổng quan tình hình nghiên cứu và các lập luận để phát triển giả thuyết. Phần 3 mô tả cách thiết kế mô hình nghiên cứu và định nghĩa các biến. Phần 4 trình bày cách thức thu thập dữ liệu và mô tả dữ liệu. Phần 5 phân tích kết quả hồi quy và kiểm tra tính ổn định của các kết quả nghiên cứu. Phần 6 đưa ra kết luận và các hàm ý quản trị.

2. Tổng quan tình hình nghiên cứu và phát triển giả thuyết

Là một yếu tố quan trọng của môi trường vĩ mô, chính sách kinh tế có nhiều bất định không chỉ ảnh hưởng đến các vấn đề kinh tế vĩ mô mà còn tác động đến từng quyết định cụ thể trong quá trình kinh doanh của doanh nghiệp. Các nghiên cứu trước đây cho thấy sự bất định trong chính sách kinh tế ảnh hưởng đáng kể đến sản lượng thực tế (Istiaik & Serletis, 2018), tăng trưởng kinh tế, tiêu dùng và đầu tư (Sahinoz & Erdogan Cosar, 2018), tỷ giá hối đoái (Kido, 2016), tăng trưởng tín dụng (Nguyen và cộng sự, 2020) và ổn định tài chính (Phan và cộng sự, 2021).

Trong khoảng một thập kỷ trở lại đây, nhiều nghiên cứu tập trung vào mối quan hệ giữa sự bất định trong chính sách kinh tế và hành

vi đầu tư của doanh nghiệp. Wang và cộng sự (2014) nhận thấy rằng sự bất định trong chính sách kinh tế có mối quan hệ tiêu cực với đầu tư của doanh nghiệp tại các công ty niêm yết tại Trung Quốc. Kết quả nghiên cứu của Liu và Zhang (2019) cho thấy rằng sự bất định trong chính sách kinh tế làm giảm đầu tư và cản trở việc phát hành chứng khoán để vay nợ của các doanh nghiệp tư nhân phi tài chính trên thị trường chứng khoán Trung Quốc trong giai đoạn 2013-2017. Bên cạnh đó, với mẫu nghiên cứu gồm các doanh nghiệp sản xuất được niêm yết trên thị trường Hoa Kỳ trong giai đoạn từ năm 1985 đến năm 2010, Kang và cộng sự (2014) cho thấy sự bất định trong chính sách kinh tế làm cho từng doanh nghiệp phải đối diện với sự bất định và vì vậy doanh nghiệp giảm vốn đầu tư. Drobetz và cộng sự (2018) nghiên cứu tác động của sự bất định trong chính sách kinh tế đối với mối quan hệ giữa đầu tư và chi phí vốn trên 20 quốc gia và nhận thấy rằng sự bất định trong chính sách kinh tế ảnh hưởng tiêu cực đến mối quan hệ này. Hơn nữa, Demir và Ersan (2017); Phan và cộng sự (2019) nghiên cứu ảnh hưởng của sự bất định trong chính sách kinh tế đến việc nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp tại các nước BRIC và Hoa Kỳ và chỉ ra rằng các doanh nghiệp đối mặt với sự bất định trong chính sách kinh tế cao thường có xu hướng nắm giữ nhiều tiền mặt hơn. Kết quả nghiên cứu này phù hợp với tác động tiêu cực của sự bất định trong chính sách kinh tế đối với đầu tư của doanh nghiệp.

Mặc dù vậy, sự bất ổn trong chính sách kinh tế không phải chỉ tác động đến doanh nghiệp theo một cơ chế duy nhất. Chính sách kinh tế bất định làm cho nhà đầu tư, cổ đông có kỳ vọng thấp hơn về mức độ sinh lợi của doanh nghiệp và đó chính là cơ hội để đội ngũ quản lý doanh nghiệp có thể thực hiện các hành vi vi lợi dễ dàng hơn. Johnson và cộng sự (2000) cho thấy rằng sự bất định trong thời

kỳ khủng hoảng tài chính khiến cho việc xâm hại quyền lợi của các cổ đông thiểu số trở nên nghiêm trọng hơn. Nghiên cứu của Tran và cộng sự (2017) về chính sách cổ tức trong thời kỳ khủng hoảng tài chính toàn cầu 2007- 2009 cũng cho thấy bằng chứng thực nghiệm về sự gia tăng động cơ vụ lợi của đội ngũ quản lý doanh nghiệp trong giai đoạn khủng hoảng. Với hai cơ chế tác động đối lập nhau, cơ chế nào trội hơn sẽ chi phối tác động của sự bất định trong chính sách kinh tế đến đầu tư của doanh nghiệp. Vì vậy, trong nghiên cứu này nhóm tác giả đưa ra hai giả thuyết như sau:

H_{1a}: Sự bất định trong chính sách kinh tế làm giảm đầu tư của doanh nghiệp.

H_{1b}: Sự bất định trong chính sách kinh tế làm tăng đầu tư của doanh nghiệp.

Hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp là một trong những nhân tố quyết định đến sự tồn tại và phát triển của doanh nghiệp; do đó, các nhà nghiên cứu đã rất chú trọng đến việc cải thiện hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp (Du và cộng sự, 2018). Nhiều nghiên cứu đã cho thấy các đặc điểm của doanh nghiệp và môi trường vĩ mô có ảnh hưởng đáng kể đến hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp (Biddle và cộng sự, 2009; Chen và cộng sự, 2017; Chen và cộng sự, 2011; Eisdorfer và cộng sự, 2013; González, 2018; McLean và cộng sự, 2012). Do đó, các tác giả tiếp tục mở rộng hướng nghiên cứu này bằng cách phân tích tác động của sự bất định trong chính sách kinh tế đến hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp ở các quốc gia trên thế giới. Một sự tăng hay giảm đầu tư của doanh nghiệp dưới tác động của sự bất định trong chính sách kinh tế có thể dẫn đến tăng hoặc giảm hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp. Việc giảm mức độ đầu tư mà bỏ qua các cơ hội đầu tư sinh lợi dẫn đến giảm hiệu quả đầu tư nhưng giảm mức độ đầu tư vào các dự án đầu tư không sinh lời thì có thể cải thiện hiệu quả đầu tư. Tương tự, tăng mức độ đầu

tư để nắm bắt tốt hơn các cơ hội đầu tư sinh lợi dẫn đến tăng hiệu quả đầu tư nhưng tăng mức độ đầu tư vào các dự án đầu tư không sinh lời thì dẫn đến giảm hiệu quả đầu tư. Vì vậy, các tác giả đặt ra hai giả thuyết như sau:

H_{2a}: Sự bất định trong chính sách kinh tế làm giảm hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp.

H_{2b}: Sự bất định trong chính sách kinh tế làm tăng hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp.

3. Mô hình nghiên cứu

Các nghiên cứu trước đây về tác động của các yếu tố trong môi trường kinh doanh đến đầu tư của doanh nghiệp đều thiết kế mô hình nghiên cứu trong đó biến phụ thuộc là đầu tư của doanh nghiệp, biến độc lập là yếu tố trong môi trường kinh doanh và các biến kiểm soát ở cả cấp độ doanh nghiệp và cấp độ quốc gia (Shao và cộng sự, 2013; Tran và cộng sự, 2023; Xiao, 2013). Vì vậy, để nghiên cứu tác động của sự bất định trong chính sách kinh tế đến đầu tư của doanh nghiệp, các tác giả cũng thiết kế mô hình nghiên cứu tương tự với biến độc lập là chỉ số bất định trong chính sách kinh tế.

$$Von_dau_tu_{i,j,t} = \alpha + \beta_1 Tobin_Q_{i,j,t} + \beta_2 CS_bat_dinh_{j,t} + \delta KS_DN_{i,j,t} + \eta KS_QG_{j,t} + \varepsilon$$

(1)

Trong đó, $Von_dau_tu_{i,j,t}$ là đầu tư của doanh nghiệp i của quốc gia j ở năm t . Tobin_ Q là chỉ số Q do nhà kinh tế học Tobin đưa ra để đo lường cơ hội đầu tư của doanh nghiệp. CS_bat_dinh là sự bất định trong chính sách kinh tế được tính bằng giá trị trung bình của 12 chỉ số hàng tháng trong một năm tài chính (Demir & Ersan, 2017). Giá trị CS_bat_dinh cao hơn ngụ ý sự bất định trong chính sách kinh tế cao hơn. Các chỉ số về sự bất định trong chính sách kinh tế hàng tháng được Baker và cộng sự (2016) tính toán và

công bố tại <http://www.policyuncertainty.com>. Ba nguồn thông tin chính để tính toán đó là: (1) Kinh tế: tin tức trên báo về sự bất định trong chính sách kinh tế ở một quốc gia; (2) Chính sách: mức độ bất định về luật thuế trong tương lai và (3) Sự bất định: bất đồng trong các dự báo kinh tế. Các chỉ số này diễn tả sự bất định của chính sách kinh tế hơn là các tác động kinh tế và chính trị nói chung. Vì các giá trị gốc của chỉ số đo lường sự bất định của chính sách kinh tế khá lớn trong khi giá trị của biến phụ thuộc nhỏ nên các tác giả chuyển đổi sang thang điểm mới từ 0 đến 100 để tránh tình trạng hệ số hồi quy quá nhỏ. Kỹ thuật này đã được sử dụng trong nhiều nghiên cứu trước đây (Chen và cộng sự, 2015; Thakur & Kannadhasan, 2019; Tran, 2021).

KS_DN là véc tơ các biến kiểm soát ở cấp độ doanh nghiệp bao gồm: lợi nhuận của doanh nghiệp (Loi_nhuan), lượng tiền mặt đang nắm giữ ($Tien_mat$), đòn bẩy tài chính (Don_bay), tài sản hữu hình (TS_huu_hinh), quy mô doanh nghiệp (Quy_mo), vốn lưu động ròng (Von_luu_dong) và cổ tức (Co_tuc). KS_DN là véc tơ các biến kiểm soát ở cấp độ quốc gia bao gồm: tín dụng cho khu vực tư nhân (TD_KVTN), vốn hóa của thị trường chứng khoán (VH_TTCK), tốc độ tăng trưởng kinh tế (TT_KTE), thu nhập bình quân đầu người (TN_BQN).

Tương tự Baker và cộng sự (2003); Chen và cộng sự (2017); Nguyen và Tran (2022), các tác giả đo lường hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp bằng độ nhạy cảm của đầu tư với cơ hội đầu tư. Trong mô hình thực nghiệm, độ nhạy cảm được thể hiện bằng hệ số của biến tương tác giữa sự bất định trong chính sách kinh tế và cơ hội đầu tư (được đại diện bởi hệ số Tobin Q) để xem xét liệu sự bất định trong chính sách kinh tế có ảnh hưởng đến hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp hay không.

$$Von_dau_tu_{i,j,t} = \alpha + \beta_1 Tobin_Q_{i,j,t} * CS_bat_dinh_{j,t} + \beta_2 Tobin_Q_{i,j,t} + \beta_3 CS_bat_$$

$dinh_{j,t} + \delta KS_DN_{i,j,t} + \eta KS_QG_{j,t} + \varepsilon$ (2)
 Hệ số β_2 được kỳ vọng có giá trị dương vì cơ hội đầu tư (được đại diện bởi hệ số Tobin Q) càng nhiều thì doanh nghiệp càng tăng chi phí đầu tư vốn. Doanh nghiệp có hiệu quả đầu tư cao là chi phí đầu tư vốn có mức độ phản ứng cao với cơ hội đầu tư. Hệ số β_1 diễn tả chiều hướng tác động của sự bất định trong chính sách kinh tế đến hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp. Phản ứng tổng hợp của chi phí đầu tư vốn đối với cơ hội đầu tư được tính bằng $(\beta_1 * CS_bat_dinh_{j,t} + \beta_2)$. Nếu hệ số β_1 có giá trị âm thì sự bất định trong chính sách càng tăng sẽ càng làm giảm hiệu quả đầu tư vì nó kìm hãm sự phản ứng của chi phí đầu tư vốn đối với cơ hội đầu tư.

Ngoài các biến phụ thuộc, biến độc lập và biến kiểm soát đã mô tả. Các tác giả còn đưa thêm các biến giả theo ngành kinh tế và biến giả theo thời gian tùy thuộc vào kỹ thuật hồi quy để kiểm soát đầy đủ tác động của đặc điểm ngành và đặc điểm gắn liền với thời gian. Định nghĩa chi tiết các biến được trình bày ở Bảng 1.

4. Dữ liệu nghiên cứu

Từ cơ sở dữ liệu Compustat, các tác giả chọn 19 quốc gia có chỉ số bất định trong chính sách kinh tế được cung cấp tại <http://www.policyuncertainty.com>. Tương tự các nghiên cứu ở phạm vi xuyên quốc gia trước

Bảng 1. Định nghĩa các biến

Ký hiệu	Tên biến	Cách đo lường	Nguồn dữ liệu
Von_dau_tu	Đầu tư của doanh nghiệp	Chi phí vốn/Tổng tài sản	Compustat
Tobin_Q	Tobin Q	Tổng giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu và giá trị sổ sách của nợ/Tổng tài sản	Compustat
CS_bat_dinh	Sự bất định trong chính sách kinh tế	Giá trị trung bình của 12 chỉ số bất định trong chính sách kinh tế hàng tháng trong một năm tài chính, sau đó được chuyển đổi sang thang điểm mới từ 0 đến 100.	http://www.policyuncertainty.com
Loi_nhuan	Lợi nhuận của doanh nghiệp	Thu nhập trước thuế và lãi cộng với khấu hao/Tổng tài sản	Compustat
Tien_mat	Lượng tiền mặt đang giữ	Tổng tiền mặt và đầu tư ngắn hạn/Tổng tài sản	Compustat
Don_bay	Đòn bẩy tài chính	Tổng nợ/Tổng tài sản	Compustat
TS_huu_hinh	Tài sản hữu hình	Tổng giá trị tài sản cố định, nhà xưởng và thiết bị/Tổng tài sản	Compustat
Quy_mo	Quy mô doanh nghiệp	Logarit tự nhiên của tổng tài sản tính theo Đô la Mỹ	Compustat
Von_luu_dong	Vốn lưu động ròng	Tài sản ngắn trừ đi nợ ngắn hạn, tiền mặt và đầu tư ngắn hạn/Tổng tài sản	Compustat
Co_tuc	Cổ tức	Cổ tức bằng tiền mặt/Tổng tài sản	Compustat
TD_KVTN	Tín dụng cho khu vực tư nhân	Tỷ lệ tín dụng được cấp cho khu vực tư nhân trong nước trên GDP	Ngân hàng Thế giới
VH_TTCK	Vốn hóa của thị trường chứng khoán	Tỷ lệ vốn hóa của thị trường chứng khoán trên GDP	Ngân hàng Thế giới
TT_KTE	Tăng trưởng kinh tế	Tốc độ tăng GDP	Ngân hàng Thế giới
TN_BQN	Thu nhập bình quân đầu người	Logarit tự nhiên của GDP bình quân đầu người	Ngân hàng Thế giới

Nguồn: Tổng hợp của Tác giả

Tác động của sự bất định trong chính sách kinh tế đến đầu tư
và hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp trên thế giới

Bảng 2. Mô tả dữ liệu

Phần A. Thống kê mô tả các biến					
	Trung bình	Trung vị	Độ lệch chuẩn	Nhỏ nhất	Lớn nhất
Von_dau_tu	0,048	0,029	0,057	0,000	0,271
Tobin_Q	2,067	1,329	2,176	0,495	12,541
CS_bat_dinh	17,936	14,746	12,661	0,000	100,000
Loi_nhuan	0,018	0,074	0,248	-1,171	0,303
Tien_mat	0,970	0,157	3,268	0,002	20,284
Don_bay	0,521	0,487	0,326	0,056	1,865
TS_huu_hinh	0,273	0,222	0,223	0,004	0,854
Quy_mo	12,207	12,290	2,177	7,281	16,904
Von_luu_dong	-0,003	0,017	0,236	-0,963	0,422
Co_tuc	0,012	0,004	0,018	0,000	0,087
TD_KVTN (%)	106,820	102,345	50,428	11,612	220,316
VH_TTCK (%)	99,349	98,684	43,220	6,781	299,574
TT_KTE (%)	3,151	2,569	3,497	-10,823	25,557
TN_BQN	9,960	10,552	1,226	6,214	11,318

Phần B. Phân bố dữ liệu theo năm					
Năm	Số doanh nghiệp	Năm	Số doanh nghiệp	Năm	Số doanh nghiệp
2001	10.814	2009	14.049	2017	15.272
2002	10.105	2010	14.349	2018	15.339
2003	12.414	2011	14.627	2019	11.424
2004	12.595	2012	15.060	2020	12.935
2005	12.830	2013	14.523	2021	15.087
2006	13.306	2014	15.105	2022	12.533
2007	13.892	2015	15.031	2023	11.864
2008	13.712	2016	15.076		

Phần C. Phân bố dữ liệu theo ngành					
	Số quan sát		Số quan sát		Số quan sát
Ngành		Ngành		Ngành	
Vật liệu	24.213	Bán buôn	14.065		
Xây dựng	8.938	Bán lẻ	15.329		
Sản xuất	171.474	Dịch vụ	60.372		
Vận tải và truyền thông	17.551				

Phần D. Mô tả dữ liệu theo quốc gia					
Quốc gia	Số quan sát	Số doanh nghiệp	Von_dau_tu	Tobin_Q	CS_bat_dinh
Australia	20.033	2.391	0,073	2,249	12,668
Brazil	3.744	365	0,049	2,552	22,063

Canada	14.528	2.060	0,079	2,045	19,710
Chile	1.874	143	0,049	4,520	17,850
Trung Quốc	52.034	5.044	0,052	2,486	27,906
Đức	8.801	858	0,044	1,672	25,148
Tây Ban Nha	1.976	190	0,040	1,696	14,938
Pháp	7.807	823	0,042	1,534	24,126
Anh	14.419	1.799	0,043	1,907	28,286
Hy Lạp	3.334	248	0,036	1,160	10,943
Ấn Độ	32.979	3.791	0,055	1,632	10,584
Ireland	553	78	0,051	1,626	14,289
Nhật Bản	53.310	3.628	0,033	1,210	12,468
Mexico	1.553	122	0,052	1,459	7,814
Pakistan	3.055	323	0,058	1,341	9,623
Nga	1.148	186	0,062	1,929	29,137
Singapore	7.414	706	0,044	1,290	17,908
Thụy Điển	4.917	782	0,030	2,375	10,913
Hoa Kỳ	78.463	9.733	0,044	2,702	16,824

Nguồn: Tính toán của tác giả

đây, các tác giả loại bỏ các quan sát thuộc các trường hợp sau: (1) Không có báo cáo tài chính hợp nhất (Mahajan & Tartaroglu, 2008); (2) Tổng tài sản hoặc vốn chủ sở hữu có giá trị âm; (3) Thuộc các ngành dịch vụ công ích (mã SIC 6000- 6999) và tài chính (mã SIC 4900- 4999) (Fama & French, 2001) và (4) Không có đầy đủ thông tin của các biến. Cuối cùng, các tác giả thu được mẫu nghiên cứu gồm 311.942 quan sát từ 33.270 doanh nghiệp được thành lập tại 19 quốc gia trong giai đoạn 2001- 2023. Các doanh nghiệp này phần lớn đều có dữ liệu qua nhiều năm vì đó là các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán tại các quốc gia. Để loại bỏ tác động của các giá trị bất thường ở các biến được thu thập từ báo cáo tài chính của doanh nghiệp, kỹ thuật winsorize được áp dụng ở các bách phân vị thứ 2 và thứ 98¹.

¹ Các tác giả nhận thấy rằng các kết quả nghiên cứu chính không đổi khi áp dụng với các

Bảng 2 trình bày tóm tắt dữ liệu nghiên cứu. Thống kê mô tả các biến ở cấp độ doanh nghiệp tại Phần A cho thấy đầu tư của doanh nghiệp chiếm từ 0% đến 27,1% tổng tài sản và có giá trị trung bình là 2,9%. Tobin Q trung bình là 2,067 và dao động đáng kể trong khoảng từ 0,495 đến 12,541. Phân bố dữ liệu theo năm tại Phần B cho thấy số lượng doanh nghiệp mỗi năm tương đối đồng đều, trong khoảng từ 10.000 đến 15.500. Phần C cho thấy số lượng quan theo ngành có sự chênh lệch lớn. Ngành có số quan sát lớn nhất là Sản xuất với 171.474 quan sát, tiếp theo là ngành Dịch vụ với 60.372 quan sát và ngành Vật liệu với 24.213 quan sát. Các ngành khác đóng góp từ khoảng 9.000 đến 18.000 quan sát vào mẫu nghiên cứu. Mô tả dữ liệu theo quốc gia tại Phần D cho thấy có sự chênh lệch lớn về số quan sát giữa các quốc gia. Tổng số quan sát của 3 quốc gia có số quan sát lớn nhất (Hoa Kỳ, Nhật Bản và

cặp bách phân vị là 3 và 97; 5 và 95.

Tác động của sự bất định trong chính sách kinh tế đến đầu tư
và hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp trên thế giới

Trung Quốc) là 183.807, chiếm đến 58,92% tổng số quan sát trong mẫu. Trong khi đó, quốc gia có số quan sát ít nhất là Ireland chỉ có 553 quan sát. Sự bất cân xứng này là phổ biến đối với các nghiên cứu xuyên quốc gia. Vì vậy, các tác giả cũng trình bày thêm kết quả nghiên cứu đối với mẫu thu gọn sau khi loại bỏ các doanh nghiệp của Hoa Kỳ, Nhật Bản và Trung Quốc để đảm bảo rằng kết quả nghiên cứu không bị chi phối bởi các quốc gia có số lượng quan sát lớn.

5. Kết quả nghiên cứu

5.1. Kết quả nghiên cứu chính

Bảng 3 trình bày kết quả nghiên cứu chính với kỹ thuật hồi quy bình phương nhỏ nhất gộp cho cả hai phương trình (1) và (2) với mẫu toàn bộ và mẫu thu gọn để phân tích tác động của sự bất định trong chính sách kinh tế đến đầu tư và hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp. Hệ số của sự bất định trong chính sách kinh tế có giá trị dương ở Mô hình 1 ngụ ý rằng chính sách kinh tế có nhiều bất định làm gia tăng mức độ đầu tư của doanh nghiệp. Trong khi đó, hệ số của biến tương tác có giá trị âm cho thấy rằng sự bất định trong chính sách kinh tế làm giảm hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp. Kết quả hồi quy của cả 2 mô hình có thể được

Bảng 3. Kết quả chính về tác động của sự bất định trong chính sách kinh tế đến đầu tư và hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp

Tên biến	Mẫu toàn bộ		Mẫu thu gọn (đã loại bỏ Hoa Kỳ, Nhật Bản và Trung Quốc)	
	Mô hình 1	Mô hình 2	Mô hình 1	Mô hình 2
Hệ số góc	0.061*** (22.62)	0.060*** (22.38)	0.071*** (19.42)	0.070*** (19.17)
Tobin_Q*CS_bat_dinh		-0.00001*** (-2.49)		-0.00003*** (-3.12)
Tobin_Q	0.003*** (32.70)	0.003*** (24.71)	0.003*** (16.40)	0.003*** (15.08)
CS_bat_dinh	0.0002*** (16.13)	0.0002*** (14.40)	0.0001*** (7.16)	0.0002*** (7.57)
Loi_nhuan	0.006*** (6.02)	0.006*** (6.11)	0.007*** (4.30)	0.007*** (4.25)
Tien_mat	0.0002*** (2.89)	0.0002*** (2.90)	0.0002*** (1.49)	0.0002*** (1.48)
Don_bay	-0.010*** (-14.80)	-0.010*** (-14.79)	-0.010*** (-8.49)	-0.010*** (-8.37)
TS_huu_hinh	0.117*** (93.11)	0.117*** (93.17)	0.111*** (60.57)	0.111*** (60.62)
Quy_mo	-0.0002** (-1.99)	-0.0002** (-2.03)	-0.001*** (-3.79)	-0.001*** (-3.86)
Von_luu_dong	0.006***	0.006***	0.004***	0.004***

	(6.64)	(6.70)	(2.90)	(2.94)
Co_tuc	0.014* (1.76)	0.014* (1.72)	-0.012 (-1.00)	-0.011 (-0.94)
TD_KVTN	-0.00001*** (-2.85)	-0.00001*** (-2.73)	-0.00002* (-1.71)	-0.00002* (-1.66)
VH_TTCK	0.00004*** (8.69)	0.00004*** (8.66)	-0.000007 (-0.95)	-0.000007 (-1.02)
TT_KTE	0.001*** (15.97)	0.001*** (15.97)	0.001*** (12.50)	0.001*** (12.58)
TN_BQN	-0.001*** (-4.43)	-0.001*** (-4.43)	0.0001 (0.32)	0.0001 (0.32)
Biến giả theo ngành	Có	Có	Có	Có
Biến giả theo năm	Có	Có	Có	Có
R bình phương	0.324	0.324	0.315	0.315
Số quan sát	311,942	311,942	128,135	128,135

Ghi chú: ***, **, * diễn tả ý nghĩa thống kê lần lượt ở các mức 1%, 5% và 10%.

Nguồn: Tính toán của tác giả

giải thích bởi hành vi đầu tư quá mức của doanh nghiệp vào các dự án không sinh lợi trong môi trường chính sách kinh tế có tính bất định cao. Sự bất định của chính sách kinh tế làm giảm kỳ vọng của nhà đầu tư về lợi suất và đó là cơ hội để các nhà quản lý doanh nghiệp sử dụng các nguồn lực của doanh nghiệp cho các dự án không sinh lợi cho doanh nghiệp nhưng phục vụ cho lợi ích của bản thân họ. Theo Jensen và Meckling (1976), việc đầu tư càng dần trải không cần quan tâm đến lợi nhuận tạo ra là cách thức để các nhà quản lý củng cố vững chắc vị trí của họ trong doanh nghiệp vì càng nhiều dự án đầu tư thì cổ đông càng lệ thuộc vào họ và không dễ dàng sa thải họ. Các nghiên cứu của Johnson và cộng sự (2000); Tran và cộng sự (2017) đều cho thấy các nhà quản lý có xu hướng gia tăng hành vi vụ lợi trong điều kiện môi trường kinh doanh bất định dưới tác động của các cuộc khủng hoảng kinh tế. Khi các nhà quản lý càng tận dụng sự bất định của chính sách kinh tế để thúc đẩy doanh nghiệp gia tăng đầu tư vào các dự

án không sinh lợi, đầu tư của doanh nghiệp gia tăng nhưng hiệu quả đầu tư thì suy giảm. Bên cạnh đó, kết quả hồi quy ở Bảng 3 cũng cho thấy cơ hội đầu tư (đại diện bởi Tobin Q) càng cao thì đầu tư của doanh nghiệp càng lớn. Điều này phù hợp với giả thuyết về đầu tư của doanh nghiệp trong thị trường vốn hoàn hảo của Modigliani và Miller (1958). Các doanh nghiệp có lợi nhuận cao và lượng tiền mặt lớn có mức độ sẵn sàng về nguồn lực cao hơn nên có thể nắm bắt tốt cơ hội đầu tư và vì vậy có mức đầu tư cao hơn. Tuy nhiên, các doanh nghiệp có đòn bẩy tài chính thấp, có ít tài sản hữu hình thì khó tiếp cận được nguồn vốn bên ngoài nên có mức đầu tư thấp hơn.

5.2. Kiểm tra tính ổn định của kết quả nghiên cứu chính

Để kiểm tra mức độ ổn định của kết quả nghiên cứu chính, các tác giả đã sử dụng các kỹ thuật hồi quy và các cách tính toán chỉ số đo lường sự bất định trong chính sách kinh

Tác động của sự bất định trong chính sách kinh tế đến đầu tư
và hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp trên thế giới

tế khác nhau. Để việc trình bày kết quả ngắn gọn, các tác giả chỉ trình bày hồi quy với các biến chính. Đầu tiên, các tác giả kiểm tra tính ổn định bằng kỹ thuật hồi quy cho dữ liệu bảng với hiệu ứng cố định và hiệu ứng ngẫu nhiên. Hồi quy cho dữ liệu bảng khắc phục được điểm yếu của phương pháp hồi quy bình phương nhỏ nhất thông thường, đó là bỏ qua sự không đồng nhất không quan sát được (unobserved heterogeneity) giữa các doanh nghiệp. Hồi quy với hiệu ứng cố định kiểm soát tốt các đặc điểm riêng của từng doanh nghiệp, dù chúng ta có đo lường được hay không. Hồi quy với hiệu ứng ngẫu nhiên coi sự khác biệt giữa các doanh nghiệp là ngẫu nhiên và không tương quan với các biến độc lập trong mô hình. Nếu giả định không tương quan này là đúng, thì hồi quy với hiệu ứng ngẫu nhiên sẽ cho ra các ước lượng hiệu quả hơn so với hiệu ứng cố định. Kết quả hồi quy với hiệu ứng cố định và hiệu ứng ngẫu nhiên tại Bảng 4 cho thấy

hệ số của sự bất định trong chính sách kinh tế vẫn có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Mặc dù hệ số của biến tương tác giữa sự bất định trong chính sách kinh tế và Tobin Q có ý nghĩa thống kê thấp hơn so với kết quả tại Bảng 3 nhưng vẫn ở mức có ý nghĩa thống kê được chấp nhận là 10%.

Tương tự Demir và Ersan (2017), các tác giả đã dùng các cách khác để tính toán chỉ số bất định trong chính sách kinh tế. Thay vì tính trung bình 12 tháng trong năm (Phương pháp 1), các tác giả tính điểm trung bình có trọng số của các chỉ số hàng tháng trong một năm tài chính (Phương pháp 2 và Phương pháp 3). Ở Phương pháp 2, số bất định trong chính sách kinh tế của năm tài chính được tính với trọng số là 1 cho 6 tháng đầu tiên của năm tài chính và trọng số là 2 cho 6 tháng cuối năm tài chính. Phương pháp 3 tương tự Phương pháp 2 nhưng từ quý đầu tiên đến quý cuối cùng được gán trọng số tương ứng từ 1 đến 4. Bảng 5 cho thấy kết

Bảng 4. Kiểm thử kết quả với các kỹ thuật hồi quy hiệu ứng cố định và hiệu ứng ngẫu nhiên

Tên biến	Hiệu ứng cố định		Hiệu ứng ngẫu nhiên	
	Mô hình 1	Mô hình 2	Mô hình 1	Mô hình 2
Hệ số góc	0.098*** (25.92)	0.097*** (25.88)	0.041*** (20.69)	0.041*** (20.55)
Tobin_Q*CS_bat_dinh		-0.00001* (-1.68)		-0.00001* (-1.72)
Tobin_Q	0.003*** (44.39)	0.003*** (31.89)	0.003*** (51.87)	0.003*** (35.52)
CS_bat_dinh	0.00004*** (4.61)	0.0001*** (4.74)	0.0001*** (8.50)	0.0001*** (7.89)
Biến giả theo ngành	Không	Không	Có	Có
Biến giả theo năm	Có	Có	Có	Có
R bình phương	0.253	0.253	0.294	0.294
Số quan sát	311,942	311,942	311,942	311,942

Ghi chú: ***, **, * diễn tả ý nghĩa thống kê lần lượt ở các mức 1%, 5% và 10%.

Nguồn: Tính toán của tác giả

Bảng 5. Kiểm thử kết quả với các phương pháp đo lường sự bất định trong chính sách kinh tế khác

Tên biến	CS_bat_dinh theo Phương pháp 2		CS_bat_dinh theo Phương pháp 3	
	Mô hình 1	Mô hình 2	Mô hình 1	Mô hình 2
Hệ số góc	0.061*** (22.65)	0.061*** (22.39)	0.061*** (22.75)	0.061*** (22.39)
Tobin_Q*CS_bat_dinh		-0.00001*** (-2.72)		-0.00001*** (-2.53)
Tobin_Q	0.003*** (32.69)	0.003*** (24.93)	0.003*** (32.69)	0.003*** (25.41)
CS_bat_dinh	0.0002*** (16.17)	0.0003*** (14.60)	0.0002*** (16.54)	0.0003*** (14.57)
Biến giả theo ngành	Có	Có	Có	Có
Biến giả theo năm	Có	Có	Có	Có
R bình phương	0.324	0.324	0.324	0.324
Số quan sát	311,942	311,942	311,942	311,942

Ghi chú: ***, **, * diễn tả ý nghĩa thống kê lần lượt ở các mức 1%, 5% và 10%.

Nguồn: Tính toán của tác giả

quả nghiên cứu vẫn nhất quán khi sử dụng các cách đo lường thay thế về bất ổn chính sách kinh tế.

6. Kết luận

Đầu tư vốn là một trong các quyết định tài chính quan trọng nhất của doanh nghiệp. Đầu tư đúng mức mang lại hiệu quả đầu tư cao và góp phần nâng cao giá trị của doanh nghiệp. Vì vậy, đầu tư và hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp là các chủ đề thu hút được nhiều sự quan tâm của các học giả và các nhà thực tiễn. Bài viết này tập trung phân tích ảnh hưởng của sự bất định trong chính sách kinh tế đến chi phí đầu tư vốn và hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp với mẫu gồm 311.942 quan sát từ 33.270 doanh nghiệp niêm yết ở 19 quốc gia từ năm 2001 đến năm 2023. Kết quả nghiên cứu cho thấy rằng chính sách kinh tế càng bất định thì doanh nghiệp đầu tư càng nhiều nhưng hiệu quả

đầu tư càng thấp. Điều này được giải thích là do động cơ vụ lợi của các nhà quản lý. Các nhà quản lý doanh nghiệp đã lợi dụng sự bất ổn trong chính sách kinh tế để gia tăng đầu tư vào các dự án không sinh lợi cho doanh nghiệp nhưng lại giúp các nhà quản lý củng cố vị thế của mình.

Nhiều nghiên cứu trước đây đã cho thấy chính sách kinh tế có tính bất định cao làm gia tăng rủi ro cho các dự án đầu tư của doanh nghiệp và vì vậy khiến doanh nghiệp giảm trì hoãn hoặc hủy bỏ các quyết định đầu tư mới, đặc biệt là những khoản đầu tư đòi hỏi vốn lớn và thời gian thu hồi vốn dài, từ đó kìm hãm tốc độ tăng trưởng và đổi mới của doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu này còn mang đến cho doanh nghiệp một nhận thức khác nữa đó là sự bất ổn trong chính sách kinh tế còn ảnh hưởng tiêu cực đến cả hiệu quả của hoạt động quản trị công ty. Môi trường vĩ mô bất ổn làm cho các xung đột về lợi ích giữa đội ngũ quản lý và cổ đông có xu hướng gia tăng.

Vì vậy, các nhà hoạch định chính sách cần có quá trình nghiên cứu kỹ lưỡng khi thiết kế chính sách để chính sách phù hợp với thực tiễn, tăng cường truyền thông về chính sách giúp người dân và doanh nghiệp có đủ thông tin, hiểu rõ định hướng, nội dung và tác động của chính sách; từ đó, giảm tính bất định trong chính sách kinh tế. Một môi trường chính sách ổn định, minh bạch và có thể dự báo sẽ giúp doanh nghiệp hoạch định chiến lược đầu tư hợp lý, nâng cao hiệu quả sử dụng vốn và góp phần cải thiện hiệu quả của nền kinh tế, tạo ra nhiều động lực hơn cho tăng trưởng kinh tế. Hơn nữa, kết quả nghiên cứu này cũng giúp cho hội đồng quản trị và các cổ đông của doanh nghiệp nhận thức tầm quan trọng của việc tăng cường hiệu lực của quản trị công ty trong điều kiện môi trường vĩ mô bất định nhằm

kiểm soát tốt hơn hành vi quản lý, hạn chế xu hướng đầu tư dàn trải, đảm bảo lợi ích dài hạn của cổ đông và duy trì tính bền vững trong hoạt động đầu tư của doanh nghiệp.

Một trong những hạn chế của nghiên cứu này đó là số quốc gia được nghiên cứu còn ít, chỉ 19 quốc gia, do dữ liệu về sự bất ổn trong chính sách kinh tế chỉ được đo lường đối với 19 quốc gia này. Trong tương lai, các nhà nghiên cứu có thể thực hiện nghiên cứu với quy mô lớn hơn khi dữ liệu được mở rộng. ■

Lời cảm ơn: Nghiên cứu này được tài trợ bởi Trường Đại học Ngoại thương trong Chương trình nghiên cứu mã số FTURP01-2023-01

Acknowledgment: This research is funded by Foreign Trade University under research program number FTURP01-2023-01.

Tài liệu tham khảo

- Akron, S., Demir, E., Díez-Esteban, J. M., & García-Gómez, C. D. (2020). Economic policy uncertainty and corporate investment: Evidence from the U.S. hospitality industry. *Tourism Management*, 77, 104019. <https://doi.org/10.1016/j.tourman.2019.104019>
- An, H., Chen, Y., Luo, D., & Zhang, T. (2016). Political uncertainty and corporate investment: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 36, 174-189. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.11.003>
- Baker, M., Stein, J. C., & Wurgler, J. (2003). When does the market matter? Stock prices and the investment of equity-dependent firms. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(3), 969-1005. <https://doi.org/10.1162/00335530360698478>
- Baker, S. R., Bloom, N., & Davis, S. J. (2016). Measuring Economic Policy Uncertainty*. *The quarterly journal of economics*, 131(4), 1593-1636. <https://doi.org/10.1093/qje/qjw024>
- Biddle, G. C., Hilary, G., & Verdi, R. S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics*, 48(2), 112-131. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2009.09.001>
- Bloom, N. (2009). The impact of uncertainty shocks. *Econometrica*, 77(3), 623-685.
- Chen, El Ghoul, S., Guedhami, O., & Wang, H. (2017). Do state and foreign ownership affect investment efficiency? Evidence from privatizations. *Journal of Corporate Finance*, 42, 408-421. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.09.001>
- Chen, M., Jeon, B. N., Wang, R., & Wu, J. (2015). Corruption and bank risk-taking: Evidence from emerging economies. *Emerging Markets Review*, 24, 122-148. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2015.05.009>
- 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/https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2010.08.004>
- Demir, E., & Ersan, O. (2017). Economic policy uncertainty and cash holdings: Evidence from BRIC countries. *Emerging Markets Review*, 33, 189-200. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2017.08.001>
- Dixit, A. K., Dixit, R. K., & Pindyck, R. S. (1994). *Investment under uncertainty*. Princeton university press. <https://doi.org/10.1515/9781400830176>
- Drobtz, W., El Ghoul, S., Guedhami, O., & Janzen, M. (2018). Policy uncertainty, investment, and the cost of capital. *Journal of Financial Stability*, 39, 28-45. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2018.08.005>
- Du, J., Li, W., Lin, B., & Wang, Y. (2018). Government integrity and corporate investment efficiency. *China Journal of Accounting Research*, 11(3), 213-232. <https://doi.org/10.1016/j.cjar.2017.03.002>
- Eisendorfer, A., Giaccotto, C., & White, R. (2013). Capital structure, executive compensation, and investment efficiency. *Journal of Banking & Finance*, 37(2), 549-562. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.09.011>
- Fama, E. F., & French, K. R. (2001). Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics*, 60(1), 3-43. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(01\)00038-1](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00038-1)

- Gilchrist, S., Sim, J. W., & Zakrajšek, E. (2014). *Uncertainty, financial frictions, and investment dynamics*. National Bureau of Economic Research. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2503636>
- González, F. (2018). Creditor rights, financial health, and corporate investment efficiency. *The North American Journal of Economics and Finance*. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2018.11.002>
- Gulen, H., & Ion, M. (2015). Policy Uncertainty and Corporate Investment. *The Review of Financial Studies*, 29(3), 523-564. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhv050>
- Istiak, K., & Serletis, A. (2018). Economic policy uncertainty and real output: evidence from the G7 countries. *Applied Economics*, 50(39), 4222-4233. <https://doi.org/10.1080/00036846.2018.1441520>
- 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/http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Johnson, S., Boone, P., Breach, A., & Friedman, E. (2000). Corporate governance in the Asian financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 141-186. [https://doi.org/http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00069-6](https://doi.org/http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00069-6)
- Julio, B., & Yook, Y. (2012). Political Uncertainty and Corporate Investment Cycles. *The Journal of Finance*, 67(1), 45-83. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2011.01707.x>
- Kang, W., Lee, K., & Ratti, R. A. (2014). Economic policy uncertainty and firm-level investment. *Journal of Macroeconomics*, 39, 42-53. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jmacro.2013.10.006>
- Kido, Y. (2016). On the link between the US economic policy uncertainty and exchange rates. *Economics Letters*, 144, 49-52. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.econlet.2016.04.022>
- Liu, G., & Zhang, C. (2019). Economic policy uncertainty and firms' investment and financing decisions in China. *China Economic Review*. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.chieco.2019.02.007>
- Mahajan, A., & Tartaroglu, S. (2008). Equity market timing and capital structure: International evidence. *Journal of Banking & Finance*, 32(5), 754-766. <https://doi.org/http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.05.007>
- McLean, R. D., Zhang, T., & Zhao, M. (2012). Why does the law matter? Investor protection and its effects on investment, finance, and growth. *The Journal of Finance*, 67(1), 313-350. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2011.01713.x>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American*, 1, 3. <http://www.jstor.org/stable/1809766>
- Nguyen, C. P., Le, T.-H., & Su, T. D. (2020). Economic policy uncertainty and credit growth: Evidence from a global sample. *Research in International Business and Finance*, 51, 101118. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.101118>
- Nguyen, X. M., & Tran, Q. T. (2022). Corruption and corporate investment efficiency around the world. *European Journal of Management and Business Economics*, 31(4), 425-438. <https://doi.org/10.1108/EJMBE-11-2020-0321>
- Phan, D. H. B., Iyke, B. N., Sharma, S. S., & Affandi, Y. (2021). Economic policy uncertainty and financial stability—Is there a relation? *Economic Modelling*, 94, 1018-1029. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.econmod.2020.02.042>
- Phan, H. V., Nguyen, N. H., Nguyen, H. T., & Hegde, S. (2019). Policy uncertainty and firm cash holdings. *Journal of Business Research*, 95, 71-82. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2018.10.001>
- Sahinoz, S., & Erdogan Cosar, E. (2018). Economic policy uncertainty and economic activity in Turkey. *Applied Economics Letters*, 25(21), 1517-1520. <https://doi.org/10.1080/13504851.2018.1430321>
- Shao, L., Kwok, C. C. Y., & Zhang, R. (2013). National culture and corporate investment. *Journal of International Business Studies*, 44(7), 745-763. <https://doi.org/10.1057/jibs.2013.26>
- Stein, L. C., & Stone, E. (2013). The Effect of Uncertainty on Investment, Hiring, and R&D: Causal Evidence from Equity Options. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1649108>
- Thakur, B. P. S., & Kannadhasan, M. (2019). Corruption and cash holdings: Evidence from emerging market economies. *Emerging Markets Review*, 38, 1-17. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2018.11.008>
- Tran, Q. T. (2019). Economic policy uncertainty and corporate risk-taking: International evidence. *Journal of Multinational Financial Management*, 52-53, 100605. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2019.100605>
- Tran, Q. T. (2021). Economic policy uncertainty and cost of debt financing: International evidence. *The North American Journal of Economics and Finance*, 57, 101419. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2021.101419>
- Tran, Q. T., Alphonse, P., & Nguyen, X. M. (2017). Dividend policy: Shareholder rights and creditor rights under the impact of the global financial crisis. *Economic Modelling*, 64, 502-512. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2017.03.010>
- Tran, Q. T., Nguyen, X. M., Nguyen, T. D., Nguyen, T. T., Dao, T. H., & Nguyen, Q. T. (2023). State ownership and corporate investment: evidence from Vietnamese stock market. *Journal of International Economics and Management*, 23(1), 39-51. <https://doi.org/10.38203/jiem.023.1.0060>
- Xiao, G. (2013). Legal shareholder protection and corporate R&D investment. *Journal of Corporate Finance*, 23, 240-266. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.08.009>
- Wang, Y., Chen, C. R., & Huang, Y. S. (2014). Economic policy uncertainty and corporate investment: Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 26, 227-243. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2013.12.008>
- Wang, Y., Wei, Y., & Song, F. M. (2017). Uncertainty and corporate R&D investment: Evidence from Chinese listed firms. *International Review of Economics & Finance*, 47, 176-200. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2016.10.004>