**MỤC LỤC**

BÌA PHỤ

LỜI CAM ĐOAN

MỤC LỤC

DANH MỤC CHỮ VIẾT TẮT

DANH MỤC BẢNG

[TÓM TẮT: 4](#_Toc509517762)

[CHƯƠNG 1: 5](#_Toc509517763)

[GIỚI THIỆU 5](#_Toc509517764)

[1.1 Lý do chọn đề tài 5](#_Toc509517765)

[1.2 Mục tiêu và câu hỏi nghiên cứu 6](#_Toc509517766)

[*1.2.1 Mục tiêu nghiên cứu* 6](#_Toc509517767)

[*1.2.2 Câu hỏi nghiên cứu* 6](#_Toc509517768)

[1.3 Đối tượng, phạm vi và phương pháp nghiên cứu 7](#_Toc509517769)

[*1.3.1 Đối tượng nghiên cứu* 7](#_Toc509517770)

[*1.3.2 Phạm vi nghiên cứu* 7](#_Toc509517771)

[*1.3.3 Phương pháp nghiên cứu* 7](#_Toc509517772)

[1.4 Kết cấu luận văn 8](#_Toc509517773)

[CHƯƠNG 2: 9](#_Toc509517774)

[KHUNG LÝ THUYẾT VÀ CÁC NGHIÊN CỨU THỰC NGHIỆM VỀ DÒNG TIỀN VÀ ĐẦU TƯ 9](#_Toc509517775)

[2.1 Mối quan hệ giữa giới hạn tài chính với độ nhạy cảm dòng tiền- đầu tư 9](#_Toc509517776)

[*2.1.1 Các công ty giới hạn tài chính có độ nhạy cảm dòng tiền- đầu tư cao hơn các nhóm khác* 9](#_Toc509517777)

[*2.1.2 Các công ty ít giới hạn tài chính có độ nhạy cảm đầu tư với dòng tiền cao hơn các nhóm khác* 11](#_Toc509517778)

[2.2Mối quan hệ phi tuyến hình chữ U giữa dòng tiền và đầu tư 11](#_Toc509517779)

[2.3 Tác động của kiểm soát Chính phủ đến độ nhạy cảm dòng tiền- đầu tư 12](#_Toc509517780)

[*2.3.1 Các nghiên cứu cho rằng kiểm soát Chính phủ làm cho đầu tư nhạy cảm với dòng tiền hơn* 12](#_Toc509517781)

[*2.3.2 Các nghiên cứu cho rằng kiểm soát Chính phủ làm đầu tư ít nhạy cảm với dòng tiền hơn* 15](#_Toc509517782)

[CHƯƠNG 3 17](#_Toc509517783)

[DỮ LIỆU VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU 17](#_Toc509517784)

[3.1 Mẫu dữ liệu 17](#_Toc509517785)

[3.2 Mô hình nghiên cứu 18](#_Toc509517786)

[*3.2.1 Mối quan hệ giữa đầu tư và dòng tiền* 18](#_Toc509517787)

[*3.2.2 Ảnh hưởng của sở hữu nhà nước* 19](#_Toc509517788)

[*3.2.3 Ảnh hưởng của kênh tài trợ* 19](#_Toc509517789)

[3.3 Phương pháp nghiên cứu 23](#_Toc509517790)

[CHƯƠNG 4: 25](#_Toc509517791)

[KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU 25](#_Toc509517792)

[4.1 Thống kê mô tả các biến của mẫu tổng thể 25](#_Toc509517793)

[4.2 Ma trận tương quan 28](#_Toc509517794)

[4.3 Hồi quy dòng tiền và đầu tư 30](#_Toc509517795)

[4.4 Kiểm soát Chính phủ và mối quan hệ dòng tiền-đầu tư 33](#_Toc509517796)

[4.5 Kiểm soát Chính phủ và hiệu quả đầu tư 37](#_Toc509517797)

[4.6 Kiểm soát nhà nước và các kênh tài trợ 40](#_Toc509517798)

[CHƯƠNG 5: 45](#_Toc509517799)

[VẤN ĐỀ NỘI SINH VÀ KIỂM ĐỊNH TÍNH VỮNG 45](#_Toc509517800)

[5.1 Vấn đề nội sinh 45](#_Toc509517801)

[5.2 Tác động của việc thay đổi cơ cấu sở hữu 47](#_Toc509517802)

[CHƯƠNG 6: 49](#_Toc509517803)

[KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU 49](#_Toc509517804)

[6.1 Kết luận chung 49](#_Toc509517805)

[6.2 Gợi ý chính sách 51](#_Toc509517806)

[6.3 Hạn chế đề tài 51](#_Toc509517807)

[6.4 Hướng nghiên cứu tiếp theo 52](#_Toc509517808)

TÀI LIỆU THAM KHẢO

PHỤ LỤC

# DANH MỤC CHỮ VIẾT TẮT

# DANH MỤC BẢNG

# TÓM TẮT:

Bài nghiên cứu này nhằm phân tích mối quan hệ giữa dòng tiền và đầu tư của các công ty phi tài chính được niêm yết1 trên sàn HOSE trong giai đoạn từ năm 2010-2016. Nghiên cứu này được dựa trên nghiên cứu của Michael Firth và Paul H. Malatesta vào năm 2012.

Kết quả nghiên cứu cho thấy rằng mối quan hệ giữa dòng tiền và đầu tư là có dạng hình chữ U. Điều này có ý nghĩa rằng: khi dòng tiền tiền âm thì dòng tiền và đầu tư có mối tương quan âm, ngược lại dòng tiền và đầu tư có mối tương quan dương khi dòng tiền dương. Khi chia các công ty được nghiên cứu thành nhóm công ty do Chính phủ kiểm soát và nhóm các công ty do tư nhân kiểm soát thì nhận thấy các công ty nhà Chính phủ kiểm soát có mức nhạy cảm đầu tư với dòng tiền lớn hơn so với các công ty tư nhân kiểm soát đặc biệt là khi dòng tiền âm. Tuy nhiên, sự khác biệt về mức độ nhạy cảm chỉ xuất hiện giữa 2 nhóm công ty này khi ít cơ hội đầu tư có lợi nhuận. Khi các cơ hội đầu tư kém, so với các công ty tư nhân, các công ty do Chính phủ kiểm soát đầu tư nhiều hơn khi dòng tiền dương tăng và dòng tiền âm giảm. Nhận định này có thể được giải thích do các công ty nhà nước kiểm soát phải thực hiện nhiều mục tiêu về kinh tế xã hội bên cạnh mục tiêu lợi nhuận nên đầu tư nhạy cảm hơn khi dòng tiền thay đổi. Bài nghiên cứu này cũng chỉ ra rằng không có bằng chứng cho thấy việc tiếp cận tài chính và các ràng buộc về ngân sách mềm giải thích sự khác biệt giữa mức độ nhạy cảm giữa dòng tiền và đầu tư của các công ty niêm yết có sự kiểm soát của chính phủ hay tư nhân.

# CHƯƠNG 1:

# GIỚI THIỆU

## 1.1 Lý do chọn đề tài

Kể từ khi nền kinh tế Việt Nam được mở cửa năm 1986 và sau khi gia nhập WTO các doanh nghiệp đã có những bước đà lớn trong tạo dựng và phát triển sự nghiệp của mình nhưng cũng gặp không ít khó khăn và thách thức. Để đáp ứng những nhu cầu của thị trường cũng như sản xuất và cải tiến các sản phẩm thì đòi hỏi các doanh nghiệp phải nỗ lực trong nâng cao năng lực sản xuất bằng cách đầu tư và đổi mới các trang thiết bị. Bên cạnh đó dòng tiền được ví như huyết mạch quyết định sự sống còn của bất kỳ doanh nghiệp nào. Dòng tiền là nguồn vốn nội sinh của doanh nghiệp, giúp doanh nghiệp có thể tự chủ về tài chính đặc biệt trong điều kiện việc tiếp cận nguồn vốn bên ngoài là vô cùng khó khăn và đắt đỏ. Trước đây đã có rất nhiều các nghiên cứu điều tra mối quan hệ giữa dòng tiền và đầu tư. Theo Modigliani và Miller (1958) trong thị trường cạnh tranh hoàn hảo, các công ty có thể theo đuổi các quyết định đầu tư mà không cần phải xem xét đến các nguồn vốn nội bộ. Tuy nhiên, trên thực tế thị trường là không hoàn hảo bởi các lý do sau:

1. Bất cân xứng thông tin trên thị trường;
2. Các doanh nghiệp phải trả các chi phí khi tiếp cận nguồn vốn;
3. Các doanh nghiệp khác nhau sẽ có những cơ hội để tiếp cận nguồn vốn là khác nhau.

Do đó, dựa trên nghiên cứu của Hubbard (1998) với sự có mặt của thị trường không hoàn hảo và có chi phí đại diện, các quyết định đầu tư bị ảnh hưởng bởi dòng tiền của doanh nghiệp.Trong một nghiên cứu ban đầu của Fazzari và cộng sự (1998) đã kiểm tra ảnh hưởng của thị trường không hoàn hảo đối với đầu tư và họ nhận thấy mối quan hệ tuyến tính tích cực giữa đầu tư và các nguồn tài trợ bằng nội bộ mà ở đây dòng tiền được xem như là nguồn tài trợ nội bộ của doanh nghiệp. Các nghiên cứu tiếp theo cũng chỉ ra sự nhạy cảm của đầu tư với sự thay đổi của dòng tiền giảm khi có các yếu tố làm giảm sự không hoàn hảo của thị trường. Trong khi, Cleary và cộng sự (2007) thì cho rằng mối quan hệ giữa đầu tư và nguồn quỹ nội bộ là hình chữ U. Hình chữ U là do sự cân bằng giữa chi phí và hiệu quả thu nhập của đầu tư. Một khoản đầu tư lớn làm tăng chi phí nhưng cũng sẽ tạo ra nguồn doanh thu dự kiến cao. Bên cạnh đó, bài nghiên cứu cũng xem xét việc sở hữu nhà nước tác động đến hoạt động sản xuất và kinh doanh của doanh nghiệp. Đây là phần mở rộng quan trọng vì trong nền kinh tế chuyển đổi như ở Việt Nam, Chính phủ có những ảnh hưởng nhất định đến cách thức hoạt động của doanh nghiêp. Các doanh nghiệp nhà nước bên cạnh mục tiêu lợi nhuận con phải thực hiện các mục tiêu của Chính phủ trong vấn đề kinh tế xã hội như tỷ lệ thất nghiệp, phát triển cơ cấu hạ tầng,…Do các cân nhắc trên có thể khiến độ nhạy cảm giữa đầu tư và dòng tiền cao hơn ở các công ty do Chính phủ kiểm soát ngay cả khi cơ hội đầu tư của họ ít hơn vì lợi ích biên đạt được theo quan điểm của Chính phủ cao hơn so với lợi ích biên mà các nhà đầu tư nhân nhận được. Vì thế, đường cong hình chữ U dốc ở cả hai mặt đối với các công ty Chính phủ kiểm soát hơn các công ty tư nhân kiểm soát khi thực hiện các mục tiêu kinh tế xã hội của Chính phủ.

Từ những tranh luận trên, tôi quyết định chọn đề tài: ***“ Đầu tư doanh nghiệp, kiểm soát của Chính phủ và kênh tài trợ: Nghiên cứu thực nghiệm tại Việt Nam”*** làm đề tài luận văn cuối khóa, để tìm hiểu mối quan hệ giữa đầu tư và dòng tiền của các doanh nghiệp chịu sự kiểm soát bởi chính phủ hay tư nhân ở đất nước đang phát triển, thị trường chứng khoán chưa ổn định và kênh tài trợ vẫn chưa thực sự phát triển.

## 1.2 Mục tiêu và câu hỏi nghiên cứu

### *1.2.1 Mục tiêu nghiên cứu*

Mục tiêu nghiên cứu xem xét mối quan hệ giữa đầu tư và dòng tiền khi dòng tiền dương hay âm. So sánh độ nhạy cảm của đầu tư với dòng tiền ở các công ty do Chính phủ kiểm soát và các công ty do tư nhân kiểm soát đồng thời cũng tính đến trường hợp các cơ hội đầu tư cao và thấp. Bên cạnh đó xem xét ảnh hưởng của Chính phủ đến khả năng tiếp cận với các nguồn tài trợ bên ngoài của doanh nghiệp.

### *1.2.2 Câu hỏi nghiên cứu*

Dựa vào các mục tiêu cần nghiên cứu, bài nghiên cứu trả lời các câu hỏi sau:

* Các quyết định đầu tư có bị ảnh hưởng bởi dòng tiền của doanh nghiệp hay không?
* Nếu có thì mức độ ảnh hưởng đến đầu tư như thế nào khi dòng tiền âm hay dương?
* Với các công ty có sự kiểm soát bởi Chính Phủ và những công ty có sự kiểm soát bởi tư nhân thì tác động của dòng tiền đến đầu tư có giống nhau hay không?
* Khi các cơ hội đầu tư cao hoặc thấp thì mức độ nhạy cảm của đầu tư với dòng tiền như thế nào ở các công ty do Chính phủ kiểm soát?
* Có sự khác biệt trong việc tiếp cận các kênh tài trợ giữa doanh nghiệp nhà nước và doanh nghiệp tư nhân ở Việt Nam hay không?

## Đối tượng, phạm vi và phương pháp nghiên cứu

### *1.3.1 Đối tượng nghiên cứu*

Để kết quả có độ tin cậy và chính xác cao, đối tượng được lựa chọn trong bài nghiên cứu này là các công ty cổ phần được niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam cụ thể là doanh nghiệp được niêm yết trên Sàn giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE).

### *1.3.2 Phạm vi nghiên cứu*

Dựa trên các báo cáo tài chính thu thập được của các công ty cổ phần được niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) trong giai đoạn từ năm 2010- 2016 (bảy năm) để nghiên cứu sự biến động của các chỉ tiêu cần quan sát.

### *1.3.3 Phương pháp nghiên cứu*

Trong nghiên cứu này để điều tra mối quan hệ giữa dòng tiền và hiệu quả đầu tư ở các công ty cổ phần tại thị trường Việt Nam, phương pháp nghiên cứu được sử dụng là phương pháp định lượng dựa trên các dữ liệu tài chính được các công ty cổ phần công bố công khai thông qua bảng cân đối kế toán, báo cáo kết quả kinh doanh,…Thông qua các báo cáo này để tính toán dòng tiền của doanh nghiệp, các chỉ tiêu tài chính phản ánh mức chi tiêu vốn biểu thị cho hoạt động đầu tư, các chỉ tiêu phản ánh tỷ lệ sở hữu của cổ đông để phân loại các công ty có sự kiểm soát bởi nhà nước hay tư nhân. Thông qua mô hình kinh tế lượng để đánh giá sự tương quan của các chỉ tiêu với nhau. Các hệ số tương quan khác nhau của các chỉ tiêu này sẽ cho biết mức độ tác động và chiều hướng ảnh của dòng tiền đến sự thu hẹp hay mở rộng đầu tư ở các doanh nghiệp. Trong bài tác giả sử dụng mô hình hôi quy theo dữ kiệu bảng cùng với nhiều phương pháp ước lượng như tác động cố định (FEM), tác động ngẫu nhiên (REM), mô hình hồi quy gộp (Pooled OLS) và GMM. Phương pháp GMM hệ thống (Generalized Method of Moments) được sử dụng trong bài nghiên cứu này do mẫu dữ liệu không lớn. Phương pháp này đưa thêm các biến công cụ không có liên quan đến phần dư và cho kết quả là hệ số tương quan trong mô hình loại bỏ được vấn đề nội sinh.

## 1.4 Kết cấu luận văn

Luận văn gồm 5 chương:

***Chương 1: Giới thiệu***

***Chương 2: Các nghiên cứu thực nghiệm***

***Chương 3: Phương pháp nghiên cứu***

***Chương 4: Kết quả nghiên cứu***

***Chương 5: Kiểm định nội sinh và tính bền vững***

***Chương 6: Kết luận***

# CHƯƠNG 2:

# KHUNG LÝ THUYẾT VÀ CÁC NGHIÊN CỨU THỰC NGHIỆM VỀ DÒNG TIỀN VÀ ĐẦU TƯ

## Mối quan hệ giữa giới hạn tài chính với độ nhạy cảm dòng tiền- đầu tư

Có rất nhiều các nghiên cứu về mối quan hệ giữa dòng tiền và đầu tư trước đây. Các nghiên cứu được thực hiện trong những điều kiện, hoàn cảnh và thời gian khác nhau nên nhìn chung có những tranh cãi nhất định về mối quan hệ này. Sau đây, tác giả sẽ tóm tắt những nghiên cứu về quan hệ giữa dòng tiền và đầu tư trong những trường hợp công ty gặp phải các giới hạn tài chính, quyền kiểm soát chính phủ và các quan hệ tuyến tính, phi tuyến.

### *2.1.1 Các công ty giới hạn tài chính có độ nhạy cảm dòng tiền- đầu tư cao hơn các nhóm khác*

Cách mà các công ty phân bổ vốn qua các dự án đầu tư là câu hỏi cơ bản trong tài chính của doanh nghiệp. Một trong những vấn đề quan trọng nhất trong bài nghiên cứu này là xem xét mối quan hệ giữa đầu tư và các nguồn nội bộ. Với thị trường hoàn hảo và không có chi phí đại diện, quyết định đầu tư của một công ty là độc lập với các điều kiện tài chính vì nguồn vốn bên ngoài là sự thay thế hoàn hảo cho các quỹ nội bộ. Tuy nhiên, với sự có mặt của thị trường không hoàn hảo và có chi phí đại diện, các quyết định đầu tư chịu sự ảnh hưởng bởi các nguồn tài trợ nội bộ của doanh nghiệp cũng như việc nắm giữ các cơ hội đầu tư (Hubbard, 1998).

Trong một nghiên cứu ban đầu, Fazzari và các cộng sự (1998) đã kiểm tra sự ảnh hưởng của sự không hoàn hảo của thị trường đối với đầu tư. Sự bất cân xứng thông tin trong thị trường vốn dẫn đến khoảng cách giữa các nguồn tài trợ bên ngoài và nội bộ của doanh nghiệp mà ở đây chi phí cho việc sử dụng các nguồn tài trợ từ bên ngoài là lớn hơn so với chi phí của nguồn nội bộ.Trong khi đó, các quyết định đầu tư sẽ phụ thuộc vào các điều kiện về tài chính của doanh nghiệp như giới hạn nguồn vốn nội bộ, khả năng tiếp cận với vốn vay bên ngoài hay khả năng chi trả chi phí phát hành cổ phần mới... Từ đó, thiết lập một thứ tự ưu tiên trong việc sử dụng nguồn vốn trong đầu tư và thấy rằng các nguồn vốn nội bộ sẽ được ưu tiên hơn vì có ưu thế về chi phí hơn so với các nguồn vốn từ bên ngoài. Chính vì lẽ đó, các doanh nghiệp có xu hướng giữ lại thu nhập của mình để làm nguồn tài trợ cho các kế hoạch đầu tư bằng cách cắt giảm việc chi trả cổ tức để gia tăng nguồn vốn nội bộ. Kết quả nghiên cứu cho thấy các công ty có mức chi trả cổ tức thấp thì độ nhay cảm của đầu tư đối với dòng tiền mặt lớn hơn đối với các doanh nghiệp có mức chi trả cổ tức cao.

Cùng quan điểm với Fazzari và các cộng sự (1998), nghiên cứu sau này của Chirinko và Schaller (1995) chỉ ra rằng những công ty có mức xếp hạng tín dụng thấp sẽ chịu sự ảnh hưởng lớn do những biến động của dòng tiền sau khi tiến hành phân loại các công ty này dựa trên mức độ tín nhiệm tín dụng.

Một nghiên cứu khác của Arslan và cộng sự (2006) nghiên cứu mối quan hệ giữa độ nhạy cảm của đàu tư đối với dòng tiền và giới hạn tài chính ở các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán tại Thổ Nhĩ Kỳ trong gian đoạn 1998- 2002. Các tác giả đã phân loại nhóm các công ty giới hạn tài chính và nhóm các công ty không bị giới hạn tài chính thông qua biến nắm giữ tiền mặt. Kết quả cho thấy rằng nhóm các công ty giới hạn tài chính có độ nhạy cảm đầu tư với dòng tiền cao hơn so với nhóm các công ty không giới hạn tài chính.

Trong bài nghiên cứu “Ảnh hưởng của thông tin bất cân xứng và hạn chế tín dụng đến đầu tư doanh nghiêp” của tác giả Lê Khương Ninh (2010) khi nghiên cứu mối quan hệ giữa nguồn vốn nội bộ và đầu tư của 810 doanh nghiệp tại các tỉnh Đồng bằng sông Cửu Long và thành phố Hồ Chí Minh trong giai đoạn 2006- 2009. Tác giả kết luận rằng đầu tư của doanh nghiệp bị giới hạn bởi hạn chế tín dụng và mức độ hạn chế này thay đổi theo quy mô công ty. Do thông tin bất cân xứng giữa doanh nghiệp và các tổ chức tín dụng nên để giảm thiểu rủi ro các tổ chức tín dụng buộc phải hạn chế tín dụng. Chính vì thế, các doanh nghiệp sẽ khó khăn trong vay vốn đầu tư hoặc khó có thể vay nhiều như mong muốn và gây hạn chế trong việc ra các quyết định đầu tư đặc biệt ở các công ty nhỏ vì nguồn vốn nội bộ không lớn trong khi đó việc phát hành cổ phần ra công chúng đôi khi cũng rất khó khăn. Đầu tư của các doanh nghiệp ít bị phụ thuộc vào vốn tự có hay ít bị ảnh hưởng của hạn chế tín dụng.

Nghiên cứu của Nguyễn Thị Ngọc Trang và Trang Thúy Quyên (2013) trong bài “Mối quan hệ giũa sử dụng đòn bẩy tài chính và quyết định đầu tư” của 264 công ty được niêm yết trên sàn HOSE và HNX trong giai đoạn 2009- 2011. Kết quả cho thấy đòn bẩy tác động cùng chiều với các quyết định đầu tư trong toàn mẫu và trong nhóm công ty tăng trưởng cao. Bên cạnh đó, kết quả hồi quy cho thấy dòng tiền có mối tương quan âm với đầu tư trong toàn mẫu, công ty tăng trưởng cao và công ty tăng trưởng thấp.

### *2.1.2 Các công ty ít giới hạn tài chính có độ nhạy cảm đầu tư với dòng tiền cao hơn các nhóm khác*

Tuy nhiên, một số các nghiên cứu lại không đồng quan điểm với lập luận trên, trong đó là nghiên cứu của Kaplan và Zingales (1997) nhận thấy rằng sự nhạy cảm của đầu tư đối với dòng tiền mặt là lớn hơn đối với các doanh nghiệp có ít sự hạn chế về tài chính trong khi ở các công ty có nhiều hạn chế tài chính thì mức nhạy cảm của đầu tư đối với dòng tiền là cao hơn. Kaplan và Zingales (1997) giải thích rằng khi các doanh nghiệp có dòng tiền thặng dư sẽ gia tăng đầu tư, thể hiện độ nhạy cảm cao của đầu tư đối với dòng tiền và sau khi đầu tư các doanh nghiệp sẽ ít bị hạn chế về tài chính. Ngược lại, những doanh nghiệp không có dòng tiền nhưng vẫn nỗ lực để gia tăng đầu tư thể hiện độ nhạy cảm của đầu tư với dòng tiền thấp và trở nên bị hạn chế về tài chính trong trường hợp các doanh nghiệp dùng nợ để tài trợ cho các dự an đầu tư của mình.

Hỗ trợ cho kết quả nghiên của của Kaplan và Zingales (1997), nghiên cứu của Cleary (1999) sử dụng mẫu dữ liệu của 1317 công ty tại Hoa Kỳ trong giai đoạn 1987- 1994 để đo lường giới hạn tại chính thông qua chỉ số Z được tính toán dựa trên các chỉ số tăng trưởng doanh số, khả năng thanh toán, tỷ lệ nợ… Từ đó, tác giả đã phân loại thành nhóm công ty không bị giới hạn về tài chính, nhóm công ty giới hạn tài chính một phần và nhóm công ty giới hạn tài chính. Sau khi tính toán dựa vào mô hình hồi quy bằng phương pháp Fixed- effect và nhận thấy ở các công ty không giới hạn tài chính độ nhạy cảm đầu tư với dòng tiền cao hơn các công ty giới hạn tài chính một phần và các công ty giới hạn tài chính.

## 2.2Mối quan hệ phi tuyến hình chữ U giữa dòng tiền và đầu tư

Mặc dù đã có những tranh luận sôi nổi giữa các nhà khoa học nhưng chính điều này đã tạo nên nền tảng cho sự phát triển và mở rộng của các nghiên cứu về mối quan hệ giữa đầu tư và dòng tiền. Các nghiên cứu trước đây dù có những tranh cãi nhưng nhìn chung mối quan hệ giữa dòng tiền và đầu tư là tuyến tính. Tuy nhiên theo nghiên cứu của Cleary và cộng sự (2007) mối quan hệ giữa đầu tư và dòng tiền là phi tuyến tính theo hình chữ U. Bài nghiên cứu dựa trên 3 giả định: (i) Chi phí sử dụng vốn của các nguồn tài trợ bên ngoài cao hơn so với chi phí sử dụng nguồn nội bộ do sự bất cân xứng về thông tin; (ii) Mức kỳ vọng sinh lợi của nhà đầu tư quyết định đến chi phí sử dụng các nguồn vốn từ bên ngoài; (iii) Quyết định đầu tư của doanh nghiệp là linh hoạt. Từ các giả định trên, tác giả cho rằng, khi nguồn quỹ nội bộ là lớn nhưng không đủ để đáp ứng các dự án đầu tư tốt nhất đòi hỏi các doanh nghiệp phải sử dụng các nguồn tài trợ bên ngoài, quy mô đầu tư càng lớn đòi hỏi mức vay nợ từ bên ngoài của doanh nghiệp càng cao. Điều này dẫn đến những nhà cho vay yêu cầu các điều kiện trả nợ cao hơn do sự gia tăng rủi ro. Để tránh khả năng mất thanh khoản và rủi ro vỡ nợ, các doanh nghiệp cắt giảm đầu tư dẫn đến sự sụt giảm trong doanh thu. Như vậy, khi nguồn nội bộ lớn, một sự sụt giảm trong dòng tiền sẽ thu hẹp đầu tư. Đến một lúc nào đó, nguồn quỹ nội bộ quá thấp, công ty phải gia tăng đầu tư để đáp ứng các yêu cầu trả nợ. Đến lúc này, bên cho vay muốn thu hồi được nợ thì phải giảm bớt các kỳ vọng về nhận lại gốc và lãi, lúc này rủi ro thanh khoản của công ty sẽ giảm. Cuối cùng, đến một thời điểm nhất định sự sụt giảm về các nguồn vốn nội bộ sẽ kéo theo sự gia tăng mở rộng đầu tư. Do đó, sự tương tác của chi phí và hiệu quả đầu tư tạo ra đường cong hình chữ U. Để thực hiện nghiên cứu này, Cleary và các cộng sự (2007) đã sử dụng dữ liệu của các công ty tại Hoa Kỳ trong giai đoạn từ năm 1980- 1999.

Đồng ý kiến với Cleary và các cộng sự (2007), Guarigia (2008) tìm thấy một đường cong hình chữ U khi tìm hiểu mối quan hệ giữa dòng tiền và đầu tư ở các công ty tại Anh trong giai đoạn từ 1993-2003. Mục tiêu của nghiên cứu là xem xét khi các công ty đối mặt với các giới hạn về nguồn vốn nội bộ lẫn các hạn chế từ nguồn tài chính bên ngoài thì tác động của dòng tiền đến đầu tư sẽ thay đổi như thế nào. Và sau khi nghiên cứu tác giả nhận thấy mối quan hệ của đầu tư và dòng tiền theo hình chữ U. Khi dòng tiền âm một sự sụt giảm trong dòng tiền sẽ dẫn đến tăng đầu tư. Và khi xem xét đến các hạn chế từ nguồn vốn bên ngoài, tác giả nhận được kết quả độ nhạy cảm của đầu tư với dòng tiền tăng với mức giới hạn tài chính từ bên ngoài mà công ty đang đối mặt.

## Tác động của kiểm soát Chính phủ đến độ nhạy cảm dòng tiền- đầu tư

### *2.3.1 Các nghiên cứu cho rằng kiểm soát Chính phủ làm cho đầu tư nhạy cảm với dòng tiền hơn*

Bài nghiên cứu “Đầu tư của doanh nghiệp, kiểm soát của Chính phủ, và các kênh tài chính: Bằng chứng từ các công ty niêm yết tại Trung Quốc” của nhóm các tác giả Micheal Firth, Paul H. Malatesta, Qingquan Xin và Liping Xu năm 2012 đã điều tra mối quan hệ giữa đầu tư tài sản cố định và dòng tiền mặt nội tại dưới sự ảnh hưởng của nhiều yếu tố khác nhau trong đó sự kiểm soát của Nhà nước được xem xét. Trong nghiên cứu này, Firth và cộng sự sử dụng mẫu dữ liệu là các công ty sản xuất được niêm yết trên sàn chứng khoán Shenzhen và Shanghai trong giai đoạn năm 1999- 2008. Các dữ liệu về tài chính và giá cổ phiếu là từ các sàn giao dịch chứng khoán tại Trung Quốc và cơ sở dữ liệu CSMAR.

Theo Hướng dẫn về các Điều khoản của Hiệp hội các công ty niêm yết (CSRC, 1997) cổ đông kiểm soát là có người có nắm giữ từ 30% trở lên số phiếu bầu hoặc cổ phần hoặc là người có quyền quyết định bầu cử 50% nhân sự ban giám đốc trở lên. Nếu chủ sở hữu cuối cùng của cổ đông có quyền kiểm soát là một tổ chức chính phủ như phòng quản lý tài sản của nhà nước, hoặc một doanh nghiệp nhà nước thì sẽ được phân loại vào nhóm công ty niêm yết được Chính phủ kiểm soát. Nếu không, sẽ được vào nhóm công ty do tư nhân kiểm soát. Dữ liệu cuối cùng thu thập được gồm 650 công ty với 5166 quan sát. Trong đó có 501 công ty cổ phần do Chính phủ kiểm soát và chiếm 4098 quan sát; 149 công ty được kiểm soát bởi các nhà đầu tư tư nhân và chiếm 1018 quan sát. Trung bình có khoảng 7.9 quan sát hằng năm cho mỗi công ty. Bằng cách sử dụng các phương pháp Fixed- effect, kiểm định GMM, hồi quy OLS họ đã đưa ra kết luận mối quan hệ giữa dòng tiền và đầu tư của doanh nghiệp là theo hình chữ U. Kết luận này đã góp phần ủng hộ quan điểm của Cleary và các cộng sự (2007). Theo đó, dòng tiền và đầu tư có mối quan hệ tích cực khi dòng tiền mặt ở mức cao và ngược lại. Nghĩa là, khi nguồn vốn nội bộ là dồi dào, dòng tiền mặt dương sẽ thúc đẩy các doanh nghiệp đầu tư và ngược lại khi dòng tiền mặt là âm. Bên cạnh đó, nghiên cứu này cũng đã chỉ ra các công ty niêm yết có kiểm soát của Chính phủ có mức nhạy cảm đầu tư với dòng tiền lớn hơn các công ty do tư nhân kiểm soát, đặc biệt là phía tay trái của đường cong hình chữ U, nơi có dòng tiền âm. Tuy nhiên, sự khác biệt về độ nhạy cảm chỉ xuất hiện khi các công ty có ít các cơ hội đầu tư có lợi nhuận. Điều này được giải tích do các công ty do Chính phủ kiểm soát bên cạnh các mục tiêu lợi nhuận còn phải cân nhắc đến các mục tiêu mà Chính phủ đang hướng đến như giảm thất nghiệp, ổn định thị trường, …Do đó, khi thị trường hoạt động kém hiệu quả, các cơ hội đầu tư kém nhưng các công ty do Chính phủ kiểm soát vẫn có xu hướng đầu tư nhiều hơn so với các công ty tư nhân. Để đảm bảo sự hoạt động của thị trường, các doanh nghiệp kiểm soát bởi Chính phủ dù làm ăn kém hiệu quả vẫn được nhà nước tài trợ thậm chí là bù lỗ. Chính vì thế, các công ty Chính phủ kiểm soát không phải chịu áp lực quá lơn từ nguồn nội bộ như các công ty tư nhân.

Hơn nữa, trong bài nghiên cứu này, tác giả cũng chỉ ra rằng không có bằng chứng cho thấy sự phân biệt đối xử trong việc tiếp cận các nguồn tài trợ bên ngoài của các công ty do Chính phủ kiểm soát hay các công ty do tư nhân kiểm soát. Khi nguồn quỹ nội bộ khan hiếm, các công ty Chính phủ kiểm soát và các công ty do tư nhân kiểm soát đều có thể tài trợ cho các khoản đầu tư thông qua các khoản vay ngân hàng, bán tài sản, hay phát hành cổ phần. Không có bằng chứng cho thấy các công ty do Chính phủ kiểm soát phát hành cổ phiếu hay nợ dễ dàng hơn các công ty tư nhân.

Cleary và các cộng sự (2007) lập luận rằng khi dòng tiền âm, các công ty có có thể tăng cường đầu tư vì hiệu ứng doanh thu vượt quá chi phí tài chính. Đặc biệt trong trường hợp công ty có dự án NPV dương mà họ đang muốn đầu tư thì hiệu ứng này sẽ được cụ thể hơn. Trong một số trường hợp, các nhà quản lý doanh nghiệp sẽ thực hiện đầu tư ngay cả khi dòng tiền mặt hiện tại là âm và các cơ hội đầu tư là khan hiếm. Nếu các dự án thành công, cổ đông của công ty sẽ được hưởng lợi ích nhưng nếu mọi việc trở nên tồi tệ chủ nợ lại là người phải gánh chịu những hậu quả này (Jensen và Meckling, 1976). Các nhà nghiên cứu đưa ra giả thuyết rằng so với các công ty do tư nhân kiểm soát thì các công ty chịu sự quản lý của nhà nước có các hành vi chuyển dịch rủi ro dẫn đến các khoản đầu tư có NPV âm có nhiều khả năng xảy ra hơn. Nếu việc thực hiện dự án tốt và thành công giúp công ty Chính phủ kiểm soát thoát khỏi tình trạng khó khăn về tài chính, các nhà quản lý sẽ nhận được những lời khen ngợi và có thể thăng tiến. Tuy nhiên, nếu dự án đầu tư là thất bại, các nhà quản lý có thể tìm thấy các lý do để cho rằng các thất bại này không phải do họ bằng cách lập luận họ phải xem xét và thực hiện các chức năng của Chính phủ trên nhiều phương diện kinh tế và xã hội. Thêm vào đó, do hệ thống quản trị doanh nghiệp còn yếu kém và các nhà quản lý không phải cổ đông hay chủ nợ cho nên khả năng họ phải chịu các khoản lỗ đã được hạn chế. Trong khi đó, các doanh nghiệp tư nhân kiểm soát sẽ không đầu tư vào các dự án có NPV âm vì họ đánh giá dự án dựa trên mục tiêu lợi nhuận. Chính vì các lý do đó, cho nên các công ty Chính phủ kiểm soát có xu hướng có mối quan hệ đầu tư và dòng tiền dốc hơn khi dòng tiền âm và các cơ hội đầu tư khan hiếm.

Hỗ trợ cho quan điểm của Firth và các cộng sự (2012), nghiên cứu của Lin và Bo (2012) tại Trung Quốc cũng chỉ ra rằng các công ty có tỷ lệ sở hữu nhà nước lớn hơn cũng sẽ làm tăng độ nhạy cảm của đầu tư với dòng tiền. Một nghiên cứu khác của Chen và cộng sự (2012) cũng đồng quan điểm khi kết luận độ nhạy cảm của đầu tư với dòng tiền là dương và có ý nghĩa thống kê khi tỷ lệ sở hữu nhà nước lớn tại các công ty.

### *2.3.2 Các nghiên cứu cho rằng kiểm soát Chính phủ làm đầu tư ít nhạy cảm với dòng tiền hơn*

Các cuộc tranh luận về ảnh hưởng của quyền sở hữu nhà nước đến độ nhạy cảm của đầu tư đối với dòng tiền là cuộc chiến lâu dài. Trái ngược với ý kiến cho rằng các công ty do Chính phủ kiểm soát có mức độ nhạy cảm về đầu tư với dòng tiền cao hơn thì nghiên cứu của Chow và Fung (1998, 2000) lại kết luận các công ty có kiểm soát tư nhân có độ nhạy cảm của đầu tư với dòng tiền cao hơn. Lý giải cho điều này, các tác giả cho rằng các ràng buộc về ngân sách mềm ở các công ty kiểm soát bởi Chính phủ nên độ nhạy cảm của đầu tư với dòng tiền ít hơn.

Guariglia và cộng sự (2011) khi điều rằng nguồn vốn nội bộ mà ở đây dòng tiền là đại diện tác động như thế nào đến tăng trưởng tài sản ở các công ty chưa niêm yết trên thị trường chứng khoán tại Trung Quốc trong giai đoạn 2000-2007. Và đã đi đến kết luận rằng nguồn vốn nội bộ không tác động đến tăng trưởng tài sản ở các công ty do Chính phủ kiểm soát trong khi đó ở các công ty tư nhân tăng trưởng tài sản lại chịu sự ảnh hưởng của nguồn vốn nội bộ.

Bên cạnh đó các nghiên cứu của Allen và cộng sự (2005), Cull và Xu (2003), Ge và Qiu (2007) cho thấy các công ty tư nhân gặp khó khăn hơn các công ty có kiểm soát của Chính phủ trong việc đi vay ngân hàng. Tuy nhiên, đây là những nghiên cứu sử dụng các công ty chưa niêm yết trên sàn chứng khoán và điều tra ở giai đoạn sớm hơn so với nghiên cứu của Firth và cộng sự (2012).

Tóm lại, các nghiên cứu trước về mối quan hệ dòng tiền- đầu tư rất đa dạng về phạm vi và đối tượng thực nghiệm. Tuy nhiên, các nghiên cứu thực hiện tại các nền kinh tế chuyển đổi như Việt Nam không nhiều. Một số các nghiên cứu được thực hiên tại Trung Quốc, Malaysia,… cho thấy các vấn đề về chi phí đại diện và bất cân xứng thông tin là nghiêm trọng hơn tại các nước đang phát triển như Việt Nam. Đặc biệt các nghiên cứu xem xét ảnh hưởng của chính phủ lên mối quan hệ dòng tiền và đầu tư tại Viêt Nam không nhiều. Do đó, các nghiên cứu thực nghiệm về mối quan hệ dòng tiền- đầu tư tại Việt Nam thực sự cần thiết trong bối cảnh hiện nay. Các kết quả nghiên cứu cho thấy mối quan hệ phi tuyến (hình chữ U) giữa dòng tiền và đầu tư trong thị trường không hoàn hảo, khi nguồn vốn nội bộ sụt giảm đến mức nhất định sẽ kéo theo sự gia tăng đầu tư. Bên cạnh đó, mối quan hệ dòng tiền- đầu tư còn bị ảnh hưởng bởi yếu tố cấu trúc sở hữu, kênh tài trợ... Khi phân tách mẫu nghiên cứu thành các công ty chính phủ kiểm soát và công ty tư nhân thì nhận thấy có sự khác biệt đáng kể trong mối quan hệ dòng tiền- đầu tư.

Nhận thấy, Việt Nam có những đặc điểm về nền kinh tế, thị trường và thể chế có nhiều điểm tương đồng giống với Trung Quốc. Cho nên tác giả sẽ dựa trên bài ngiên cứu của Michael và cộng sự (2012) “Corporate investment, government control, and financing channels: Evidence from China’s Listed Companies” được đăng tải trên tạo chí Tài chính doanh nghiệp (Journal of corporate finance) để nghiên cứu cho trường hợp tại Việt Nam cũng như xem xét kết quả nghiên cứu tại Việt Nam có gì khác biệt với các nghiên cứu trước đây hay không.

# CHƯƠNG 3

# DỮ LIỆU VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

# 3.1 Mẫu dữ liệu

Mẫu dữ liệu được sử dụng trong bài nghiên cứu gồm 263 công ty được niêm yết trên sàn HOSE trong giai đoạn từ năm 2010- 2016 và thỏa mãn các điều kiện sau:

* Loại trừ các công ty thuộc ngành dịch vụ tài chính, bảo hiểm và tài chính ra khỏi mẫu quan sát vì các công ty này thường thâm dụng lao động và ít sử dụng các tài sản cố định hữu hình như nhà xưởng, máy móc để tạo ra doanh thu, do đó có sự khác biệt trong hành vi đầu tư so với các công ty sản xuất.
* Các công ty bị hủy bỏ niêm yết, phá sản hay tạm ngưng hoạt động cũng sẽ bị loại trừ khỏi mẫu quan sát.
* Các công ty phải có ít nhất 3 năm quan sát liên tục.

Với các công ty đã thỏa các điều kiện trên sẽ tiến hành thu thập dữ liệu:

* Dữ liệu về báo cáo tài chính và báo cáo thường niên của các công ty.
* Lịch sử giá cổ phiếu của các công ty.
* Thời gian niêm yết trên sàn chứng khoán.

Đồng thời thu thập thêm các thông tin về sở hữu nhà nước tại các công ty được quan sát. Theo Firth và các cộng sự (2012) cổ đông kiểm soát là người nắm giữ 30% tổng số cổ phần hoặc tổng số quyền biểu quyết trở lên. Hầu hết các công ty niêm yết ở Việt Nam có cổ đông kiểm soát theo khái niệm như trên. Theo đó, các công ty có cổ đông kiểm soát là các tổ chức Chính phủ hay cơ quan quản lý nhà nước sẽ được phân thành nhóm công ty Chính phủ kiểm soát, ngược lại là các công ty tư nhân kiểm soát. Một số các công ty không xác định được tỷ lệ này hoặc không có sự thay đổi về cổ đông kiểm soát trong thời gian nghiên cứu cũng sẽ được loại ra khỏi mẫu.

Tóm lại, sau khi lọc theo các tiêu chí như trên, tác giả đã tổng hợp được mẫu nghiên cứu như Bảng 3.1. Mẫu là một bảng không cân bằng của 263 công ty trong 7 năm bao gồm 92 công ty Chính phủ kiểm soát với 616 quan sát theo năm và 171 công ty do tư nhân kiểm soát với 1133 quan sát theo năm. Tính trung bình có khoảng 6.5 quan sát hằng năm cho mỗi công ty. Trong đó, các công ty Chính phủ kiểm soát sẽ có tỷ lệ nắm giữ cổ phần của các cơ quan nhà nước là 30% trở lên trên số cổ phần đang được lưu hành. Những công ty không có sự tham gia của các cơ quan nhà nước hoặc tỷ lệ năm giữ cổ phần của các cơ quan này dưới 30% thì được xem là công ty tư nhân kiểm soát.

Các dữ liệu trên được thu thập dựa vào các website như [www.cophieu68.vn](http://www.cophieu68.vn), [www.cafef.vn](http://www.cafef.vn), [www.vietstock.vn](http://www.vietstock.vn), [www.stockbiz.vn](http://www.stockbiz.vn), [www.bsc.com.vn](http://www.bsc.com.vn).

**Bảng 3.1 Cấu trúc mẫu**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Năm | Công ty Chính phủ kiểm soát | Công ty tư nhân kiểm soát | Tổng cộng |
| 2010 | 73 | 145 | 230 |
| 2011 | 84 | 157 | 249 |
| 2012 | 84 | 165 | 245 |
| 2013 | 93 | 161 | 256 |
| 2014 | 98 | 163 | 262 |
| 2015 | 92 | 171 | 263 |
| 2016 | 92 | 171 | 263 |
| Số quan sát | 616 | 1133 | 1749 |
| *Mẫu dữ liệu trên gồm các doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán HOSE trong giai đoạn từ năm 2010- 2016. Công ty Chính phủ kiểm soát là những công ty được kiểm soát bởi đại diện là cổ đông nhà nước. Công ty tư nhân kiểm soát là những công ty được kiểm soát bởi nhà đầu tư tư nhân* | | | |

## 3.2 Mô hình nghiên cứu

### *3.2.1 Mối quan hệ giữa đầu tư và dòng tiền*

Để thực hiện các kiểm tra về mối quan hệ giữa đầu tư và nguồn vốn nội bộ tại doanh nghiệp, tác giả bắt đầu bằng phương trình hồi quy đầu tư chuẩn được xây dựng bởi Fazzari và cộng sự (1998). Trong mô hình này, tác giả cũng sử dụng biến trễ Q được dùng để đánh giá cơ hội đầu tư của doanh nghiệp. Sử dụng phương trình hồi quy cơ bản sau đây, áp dụng cho một công ty nhất định trong điều kiện thay đổi về thời gian:

*Ii,t / Ki,t-1  = a0 + a1 CFi,t / Ki,t-1  + a2Qi,t-1 + ei,t (1)*

Tuy nhiên, phương trình (1) chỉ dùng để xem xét mối quan hệ tuyến tính giữa dòng tiền và đầu tư mà chưa phản ánh được toàn diện mối quan hệ giữa hai yêu tố này. Cho nên, theo cách tiếp cận của Cleary và cộng sự (2007), tác giả thêm biến (CF/K)2 vào mô hình cùng với biến CF/K để khảo sát liệu mối quan hệ giữa đầu tư và dòng tiền có theo hình chữ U hay không:

*Ii,t / Ki,t-1  = a0 + a1CFi,t / Ki,t-1 + a1(CFi,t / Ki,t-1)2 + a3Qi,t-1 + ei,t (2)*

Để xem xét các tác động về ràng buộc tài chính lên mối quan hệ giữa đầu tư và dòng tiền, biến CF/K\*POS và biến CF/K\*NEG được đưa vào phương trình (1) để thay thế cho CF/K:

*Ii,t/Ki,t-1  = a0 + a1CFi,t / Ki,t-1\*POS+ a2CFi,t / Ki,t-1\*NEG+ a3Qi,t-1 + ei,t (3)*

### *3.2.2 Ảnh hưởng của sở hữu nhà nước*

Để điều tra tác động của sử kiểm soát Chính phủ, tác giả chạy các hồi quy riêng cho các công ty do Chính phủ kiểm soát và các công ty tư nhân kiểm soát. Việc phân nhóm dựa trên các biến Gov và State. Trong mô hình hồi quy, hai biến này được đặt trong sự tương tác với biến CF/K\*POS và biến CF/K\*NEG. Ta có phương trình như sau:

*Ii,t/Ki,t-1  = a0 + a1CFi,t / Ki,t-1\*POS+ a2CFi,t / Ki,t-1\*NEG+ a3CFi,t / Ki,t-1\*POS\*Gov*

*+a4CFi,t / Ki,t-1\*NEG\*Gov+ a5Qi,t-1 + ei,t (4)*

Thêm vào đó, mô hình sẽ thêm vào các biến giải thích ROA, Q, Salegrowth và size để làm rõ sự khác biệt trong mối quan hệ giữa đầu tư và dòng tiền giữa hai nhóm công ty. Phương trình tổng hợp như sau:

*Ii,t/Ki,t-1  = a0 + a1CFi,t / Ki,t-1\*POS+ a2CFi,t / Ki,t-1\*NEG+ a3CFi,t/ Ki,t-1\*POS\*Gov*

*+ a4CFi,t / Ki,t-1\*NEG\*Gov +a5salegrowthi,t-1+ a6sizei,t-1 +a7Leveragei,t-1 +a8Agei,t-1 + a9Betai,t-1  + a10volatilityi,t-1 + ei,t (5)*

### *3.2.3 Ảnh hưởng của kênh tài trợ*

Để kiểm tra sự khác biệt trong mối quan hệ dòng tiền- đầu tư ở hai nhóm công ty Chính phủ kiểm soát và tư nhân kiểm soát có đến từ việc tiếp cận các nguồn tài trợ bên ngoài hay không. Tiến hành kiểm tra ba kênh tài trợ là phát hành cổ phần, phát hành nợ và bán tài sản cố định và thêm vào các biến kiểm soát như quy mô công ty, tăng trưởng doanh thu, đòn bẩy, số năm niêm yết, tỷ suất sinh lợi tài sản và có được mô hình tương ứng với ba kênh tài trợ như sau:

*GrossEquityIssuedi,t/Ki,t-1 = a0 +a1Gov+a2salegrowthi,t-1+ a3sizei,t-1*

*+ a4leveragei,t-1 + a5Agei,t-1 + a6ROA+ ei,t (6)*

*NetDebtIssuedi,t/Ki,t-1 = a0 +a1Gov+a2salegrowthi,t-1+ a3sizei,t-1*

*+ a4leveragei,t-1 + a5Agei,t-1 + a6ROA+ ei,t (7)*

*AssestSalesIssuedi,t/Ki,t-1 = a0 +a1Gov+a2salegrowthi,t-1+ a3sizei,t-1*

*+ a4leveragei,t-1 + a5Agei,t-1 + a6ROA+ ei,t (8)*

Trong đó:

**I/K:** tỷ lệ đầu tư của doanh nghiệp được tính như sau:

**CF/K:** dòng tiền hoạt động trong năm của doanh nghiệp chia cho giá trị TSCĐHH đầu kỳ.

**NEG:** biến giả là 1 nếu CF/K âm, ngược lại là 0.

**POS:** biến giả là 1 nếu CF/K dương, ngược lại là 0.

**GOV:** biến giả là 1 nếu là công ty Chính phủ kiểm soát, ngược lại 0 nếu công ty tư nhân kiểm soát.

**State:** tỷ lệ nắm giữ cổ phần của nhà nước, nếu tỷ lệ này trên 30% thì được xem là công ty Chính phủ kiểm soát, ngược lại công ty tư nhân kiểm soát.

**Q:** hệ số Tobin Q đại diện cho cơ hội đầu tư của công ty được tính bằng tổng giá trị thị trường của các cổ phiếu đang lưu hành và giá trị sổ sách của tổng nợ, tất cả chia cho giá trị sổ sách của tổng tài sản tính từ đầu năm.

**Salegrowth:** tốc độ tăng trưởng doanh thu, bằng phần trăm thay đổi doanh thu từ năm t-2 đến năm t-1. Đây là thước đo thay thế cho các cơ hội tăng trưởng của doanh nghiệp (Cleary và cộng sự, 2007).

**Size:** quy mô của doanh nghiệp, được tính bằng logarit tự nhiên của tổng tàì sản đầu kỳ.

**Leverage:** đòn bẩy của doanh nghiệp được tính bằng tổng nợ chia tổng tài sản đầu kỳ.

**ROA:** tỷ suất sinh lợi của tài sản, bằng thu nhập ròng chia cho tổng tài sản.

**Age:** tổng số năm từ khi công ty được niêm yết trên sàn HOSE.

**Beta:** hệ số Beta của thị trường cổ phiếu theo năm, được tính toán dựa vào giá cổ phiếu hằng ngày theo phương pháp bình phương bé nhất (OLS):

Ri,t = α + βRm,t + εt

Trong đó:

Ri,t là tỷ suất sinh lợi chứng khoán công ty i trong ngày t.

Rm,t là tỷ suất sinh lợi của danh mục thị trường trong ngày t.

Giá cổ phiếu dùng để tính tỷ suất sinh lợi là giá cổ phiếu đã điều chỉnh lấy từ [www.cophieu68.vn](http://www.cophieu68.vn).

**Volatility:** độ lệch chuẩn của Beta và được tính toán dựa vào mô hình tính Beta ở trên.

**Gross equity issued /K:** tiền thu được từ việc phát hành cổ phần trong năm hiện tại, chia cho giá trị TSCĐHH đầu kỳ.

**Net debt issued/ K:** khoản tiền mặt nhận được từ pháy hành trái phiếu hay vay nợ ngân hàng (nhỏ hơn khoản phải trả), chia cho giá trị TSCĐHH đầu kỳ.

**Assets sales/ K:** khoản tiền mặt nhận được từ việc bán TSCĐ trong năm, chia cho giá trị TSCĐHH đầu kỳ.

Các biến sử dụng trong mô hình đươc liệt kê ở Bảng 3.2 như sau:

**Bảng 3.2 Định nghĩa biến**

|  |  |
| --- | --- |
| Biến | Định nghĩa |
| GOV | Biến giả bằng 1 với công ty Chính phủ kiểm soát, bằng 0 với công ty tư nhân kiểm soát |
| State | Tỷ lệ sở hữu cổ phần được nắm giữ bởi cổ đông nhà nước. |
| I/K | Tỷ lệ đầu tư, I là đầu tư vào tài sản cố định năm t, bằng giá trị sổ sách của tài sản, nhà máy, thiết bị ròng (PPE) cuối năm t trừ đi giá trị sổ sách PPE đầu năm t, cộng khấu hao trong năm t. K là giá trị sổ sách đầu kỳ của PPE ròng. |
| CF/K | Giá trị hiện tại của dòng tiền hoạt động chia cho PPE ròng đầu kỳ. |
| NEG | Biến giả, 1 đối vớii những công ty có CF/K âm và ngược lại là 0. |
| POS | Biến giả, 1 đối với những công ty có CF/K dương và ngược lại là 0. |
| Q | Tobin Q đầu kỳ, được tính toán bằng tổng giá trị thị trường của cổ phiếu giao dịch cộng tổng nợ, tất cả chia cho giá trị sổ sách của tổng tài sản. |
| Sales  Growth | Tỷ lệ phần trăm thay đổi doanh thu từ năm t-2 đến năm t-1. |
| Size | Log tự nhiên của giá trị sổ sách đầu kỳ của tổng tài sản. |
| Leverage | Tỷ lệ đòn bẩy đầu kỳ, tổng nợ chia tổng tài sản. |
| ROA | Tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản, tổng thu nhập ròng chia tổng tài sản. |
| Age | Số năm được niên yết. |
| Beta | Hệ số góc của mô hình thị trường được ước lượng bằng TSSL của cổ phiếu và thị trường hằng ngày. Mô hình Ri,t = α + βRm,t + εt. Trong đó, Ri,t là TSSL giá cổ phiếu công ty I trong ngày t, Rm,t là TSSL của thị trường trong ngày t, β được ước lượng cho công ty mỗi năm là Beta. |
| Volatility | Độ lệch chuẩn của phân dư từ mô hình thị trường được ước lượng sư dụng TSSL cổ phiếu và thị trường hằng ngày. Mô hình giống như mô hình sử dụng để ước lượng Beta. Giai đoạn ước lượng là 1 năm. |
| Gross equity issued/ K | Tiền mặt nhận được từ việc phát hành cổ phần trong năm hiên tại chia cho PPE ròng đầu kỳ. |
| Net debt issued/ K | Khoản tiền mặt nhận được từ việc phát hành trái phiếu hoặc vay nợ ngân hàng (nhỏ hơn khoản phải trả) chia cho PPE ròng đầu kỳ. |
| Assets sales/ K | Khoản tiền mặt nhận được từ việc bán PPE và các tài sản vô hình trong năm hiện tại, chia cho PPE ròng đầu kỳ. |

*Nguồn: Tác giả tự tổng hợp*

## 3.3 Phương pháp nghiên cứu

Kiểm tra độ tin cậy và vấn đề nội sinh là bước quan trọng để đánh giá khả năng áp dụng và hiệu quả của mô hình hồi quy được sử dụng. Nếu mô hình có độ tin cậy, chính xác cao và loại bỏ được những khuyết tật thì kết quả hồi quy được xem có ý nghĩa. Ngược lại, nếu mô hình có nhiều khuyết tật thì kết quả hồi quy không còn ý nghĩa (Baum và cộng sự, 2003). Dựa trên dữ liệu thu thập được có các đặc điểm như sau:

* Vấn đề nội sinh có thể xảy ra giữa biến phụ thuộc và biến giải thích hoặc giữa các biến giải thích làm cho các biến độc lập trở nên ảnh hưởng lẫn nhau, giảm hiệu quả của mô hình hồi quy.
* Mô hình nghiên cứu có thể bỏ sót những đặc điểm riêng của các công ty như sự ưa thích rủi ro trong đầu tư, số lượng lao động…hoặc các yếu tố bên ngoài thị trường như tỷ giá, lạm phát,…
* Mẫu dữ liệu được nghiên cứu không quá lớn.

Để kiểm định những vấn đề trên trong mô hình nghiên cứu, xét thấy sử dụng phương pháp ước lượng GMM (Generalized method of moments) là phù hợp với dữ liệu của đề tài này và phương pháp này đã được sử dụng nhiều trong các nghiên cứu trước đây (ví dụ như Brown và Petersen, 2009; Guariglia, 2008; Guariglia và cộng sự, 2011).

Tiến hành hồi quy dữ liệu để trả lời cho câu hỏi: Mối tương quan giữa đầu tư và dòng tiền của các công ty được niêm yết ở Việt Nam có theo dạng hình chữ U hay không? Tiếp theo, xem xét tác động của sở hữu nhà nước lên quyết định đầu tư của doanh nghiệp. Cuối cùng, xem xét các sự giới hạn tài chính ở doanh nghiệp nhà nước và doanh nghiệp tư nhân để phân tích ảnh hưởng của các kênh tài trợ.

# CHƯƠNG 4:

# KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

## 4.1 Thống kê mô tả các biến của mẫu tổng thể

**Bảng 4.1 Thống kê mô tả các biến của mẫu tổng thể**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Biến | Số quan sát | Trung bình | Trung vị |
| I/K | 1749 | 2.042 | 0.148 |
| CF/K | 1749 | 0.425 | 0.268 |
| NEG | 1749 | 0.324 | 0.000 |
| Q | 1665 | 1.105 | 0.958 |
| SalesGrowth | 1743 | 0.603 | 0.116 |
| Size | 1749 | 27.68 | 27.56 |
| Leverage | 1749 | 0.483 | 0.504 |
| ROA | 1748 | 0.065 | 0.050 |
| Age | 1749 | 5.900 | 6.000 |
| Beta | 1749 | 0.728 | 0.729 |
| Volatility | 1749 | 0.070 | 0.025 |
| State | 1749 | 0.222 | 0.117 |

Bảng 4.1 trình bày thống kê mô tả cho các biến. Tỷ lệ đầu tư (I/K) có giá trị trung bình và trung vị tương ứng với 204.2% và 14.8%. Tỷ lệ dòng tiền hoạt động (CF/K) được xem như nguồn quỹ nội bộ của các doanh nghiệp có trung bình và trung vị tương ứng là 42.5% và 26.8%, trong đó có khoảng 32.4% các quan sát cho thấy CF/K âm. Biến Tobin’s Q dùng đo lường các cơ hội tăng trưởng ở các công ty có mức trung bình 1.105 và trung vị 0.958. Tỷ lệ tăng trưởng doanh thu (Sale Growth) có trung bình và trung vị tương ứng là 60.3% và 11.6%. Quy mô công ty (Size) có trung bình và trung vị tương ứng là 27.68 và 27.56. Đòn bẩy (Leverage) có trung bình và trung vị tương ứng là 48.3% và 50.4%. Tỷ suất sinh lợi của tài sản (ROA) có trung bình và trung vị tương ứng là 6.5% và 5%. Số năm niêm yết có số trung bình và trung vị là 5.9 và 6. Rủi ro hệ thống (Beta) có trung bình và trung vị tương ứng là 72.8% và 72.9%. Độ lệch chuẩn của Beta (Volatility) có trung bình và trung vị trương ứng 7% và 2.5%. Tỷ lệ sở hữu nhà nước (State) có trung bình và trung vị tương ứng là 22.2% và 11.7%.

**Bảng 4.2 Thống kê mô tả các biến của mẫu chịu kiểm soát nhà nước và mẫu chịu kiểm soát tư nhân.**

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Biến | Công ty Chính phủ kiểm soát | | | Công ty tư nhân kiểm soát | | |
| Số quan sát | Trung bình | Trung  vị | Số quan sát | Trung bình | Trung  vị |
| I/K | 616 | 3.933 | 0.102 | 1133 | 1.014 | 0.172 |
| CF/K | 616 | 0.062 | 0.297 | 1133 | 0.622 | 0.241 |
| NEG | 616 | 0.231 | 0.000 | 1133 | 0.375 | 0.000 |
| Q | 590 | 1.136 | 0.970 | 1075 | 1.089 | 0.948 |
| SalesGrowth | 613 | 0.156 | 0.078 | 1133 | 0.845 | 0.134 |
| Size | 616 | 27.66 | 27.50 | 1133 | 27.69 | 27.58 |
| Leverage | 616 | 0.481 | 0.502 | 1133 | 0.484 | 0.505 |
| ROA | 615 | 0.083 | 0.065 | 1133 | 0.055 | 0.043 |
| Age | 616 | 5.745 | 6.000 | 1133 | 5.985 | 6.000 |
| Beta | 616 | 0.682 | 0.637 | 1133 | 0.753 | 0.784 |
| Volatility | 616 | 0.033 | 0.025 | 1133 | 0.090 | 0.026 |
| State | 616 | 0.523 | 0.510 | 1133 | 0.058 | 0.000 |

Bảng 4.2 trình bày thông kê mô tả cho các biến của hai mẫu công ty chịu kiểm soát của Chính phủ và công ty chịu kiểm soát tư nhân. Nhận thấy, tỷ lệ đầu tư (I/K) ở công ty Chính phủ kiểm soát có trung bình và trung vị tương ứng là 399.3% và 10.2 %, trong khi tỷ lệ này ở công ty tư nhân kiểm soát có trung bình và trung vị là 101.4% và 24.1%. Tỷ lệ dòng tiền hoạt động (CF/K) cũng có sự khác biệt nhiều giũa hai nhóm công ty, công ty Chính phủ kiểm soát có trung bình và trung vị tương ứng là 6.2% và 29.7% trong khi tỷ lệ này ở công ty tư nhân kiểm soát có trung bình và trung vị tương ứng là 62.2% và 24.1%. Các công ty tư nhân kiểm soát có nhiều khả năng có dòng tiền âm với 37.5% so với công ty Chính phủ kiểm soát là 23.1%. Các công ty Chính phủ kiểm soát có Tobin’s Q trung bình là 1.136, cao hơn các công ty tư nhân kiểm soát với Q trung bình là 1.089. Các công ty Chính phủ kiểm soát có mức tăng trưởng doanh số (SalesGrowth) với trung bình và trung vị là 15.6% và 7.8%, thấp hơn nhiều so với các công ty tư nhân kiểm soát với mức trung bình và trung vị lần lượt là 84.5% và 13.4%. Các công ty Chính phủ kiểm soát có tỷ suất sinh lợi trên tài sản (ROA) với trung bình và trung vị tương ứng là 8.3% và 6.5% lại cao hơn các công ty tư nhân kiểm soát với trung bình và trung vị tương ứng là 5.5% và 4.3%. Số tuổi niêm yết (Age) của các công ty Chính phủ kiểm soát có trung bình là 5.745 thấp hơn các công ty tư nhân với trung bình là 5.985. Rủi ro hệ thống (Beta) cảu các công ty Chính phủ kiểm soát với trung bình và trung vị là 68.2% và 63.7% thấp hơn các công ty tư nhân kiểm soát với trung bình và trung vị tương ứng là 75.3% và 78.4%. Độ lệch chuẩn (Voalatility) của các công ty Chính phủ kiểm soát cũng thấp hơn với trung bình và trung vị tương ứng là 3.3% và 2.5% so với công ty tư nhân có trung bình và trung vị tương ứng là 9% và 2.6%. Riêng đòn bẩy (Leverage) và quy mô công ty (Size) không thấy sự khác biệt nhiều giữa công ty Chính phủ kiểm soát và công ty tư nhân kiểm soát.

Bên cạnh đó, tác giả cũng trình bày thêm các giá trị trung bình của đầu tư và dàng tiền trong trường hợp dòng tiền âm và dòng tiền dương tương ứng với mẫu tổng thể, mẫu công ty Chính phủ kiểm soát, mẫu công ty tư nhân kiểm soát như Bảng 4.3 để phục vụ cho phần sau.

**Bảng 4.3 Giá trị trung bình của đầu tư và dòng tiền khi dòng tiền âm và dương.**

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Biến** | **Mẫu tổng thể** | | **Mẫu công ty Chính phủ kiểm soát** | | **Mẫu công ty tư nhân kiểm soát** | |
|  | **Dòng tiền (CF/K)** | | | | | |
|  | **Âm** | **Dương** | **Âm** | **Dương** | **Âm** | **Dương** |
| **I/K** | 4.3265 | 0.9462 | 14.3583 | 0.8400 | 1.0082 | 1.0173 |
| **CF/K** | -6.9161 | 3.9498 | -4.7474 | 1.5033 | -7.6407 | 5.5900 |

## 4.2 Ma trận tương quan

Bảng 4.3 tổng hợp hệ số tương quan giữa các biến trong mô hình. Nhận thấy, mối tương quan giữa I/K và CF/K\*NEG là âm với hệ số tương quan là -0.2253 cho thấy khi dòng tiền âm tăng thì đầu tư giảm và ngược lại. Hệ số tương quan giữa I/K và CF/K\*POS là 0.0247 cho thấy quan hệ cùng chiều giữa dòng tiền và đầu tư khi có dòng tiền dương. Các kết quả này cho phép dự báo mối quan hệ hình chữ U giữa dòng tiền và đầu tư. Ngoài ra, đầu tư có mối tương quan cùng chiều với các biến Size, Leverage, Gov và State, nhưng có mối tương quan ngược chiều với Q, SalesGrowth, ROA, Age, Beta và Volatility.

Nhìn chung, giữa các biến có sự tương quan không cao nên hiện tượng xảy ra đa cộng tuyến khó xảy ra. Tuy nhiên, để chắn chắn về sự đa cộng tuyến, tác giả tiến hành kiểm định đa công tuyến như Bảng 4.4 dưới đây. Kết quả cho thấy giá trị VIF (variance Inflation Factor) của từng biến trong mô hình đều nhỏ hơn 10 và giá trị trung bình VIF của các biến trong mô hình là 2.46 cũng nhỏ hơn 10, theo đó mô hình không xảy ra đa cộng tuyến (Kennedy, 1992).

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | I/K | CF/K\*NEG | CF/K\*POS | Q | SalesGrowth | | Size | Leverage | ROA | Age | Beta | Volatility | GOV | State |
| I/K | 1.0000 | | | | | | | | | | | | | |
| CF/K\*NEG | -0.2253 | 1.0000 |  |  |  |  | |  |  |  |  |  |  |  |
| CF/K\*POS | 0.0247 | 0.0203 | 1.0000 |  |  |  | |  |  |  |  |  |  |  |
| Q | -0.0027 | 0.0065 | -0.0085 | 1.0000 |  |  | |  |  |  |  |  |  |  |
| SalesGrowth | -0.0064 | -0.0593 | -0.0037 | 0.0253 | 1.0000 |  | |  |  |  |  |  |  |  |
| Size | 0.0479 | -0.0813 | -0.0274 | -0.0151 | 0.0347 | 1.0000 | |  |  |  |  |  |  |  |
| Leverage | 0.0316 | -0.0706 | -0.0607 | -0.1730 | -0.0002 | 0.3271 | | 1.0000 |  |  |  |  |  |  |
| ROA | -0.0143 | 0.0443 | -0.0146 | 0.3937 | -0.0184 | -0.1104 | | -0.3731 | 1.0000 |  |  |  |  |  |
| Age | -0.0388 | 0.0384 | 0.0227 | -0.1027 | -0.0756 | 0.1059 | | -0.1062 | -0.0165 | 1.0000 |  |  |  |  |
| Beta | -0.0056 | -0.0115 | 0.0147 | -0.0162 | 0.0260 | 0.1148 | | -0.0152 | -0.0285 | 0.0194 | 1.0000 |  |  |  |
| Volatility | -0.0008 | 0.0026 | 0.0001 | -0.0059 | 0.0006 | 0.0113 | | 0.0499 | -0.0147 | -0.0130 | -0.9336 | 1.0000 |  |  |
| GOV | 0.0317 | 0.0644 | -0.0225 | 0.0463 | -0.0501 | -0.0147 | | -0.0054 | 0.1424 | -0.0432 | -0.0241 | -0.0186 | 1.0000 |  |
| State | 0.0490 | 0.0683 | -0.0270 | 0.0085 | -0.0525 | -0.0366 | | -0.0067 | 0.1206 | -0.0213 | -0.0485 | 0.0032 | 0.9090 | 1.0000 |

**Bảng 4.4 Tổng hợp hệ số tương quan giữa các biến trong mô hình.**

**Bảng 4.5 Kết quả kiểm định đa cộng tuyến**

|  |  |
| --- | --- |
| **Biến** | **VIF** |
| CF/K\*NEG | 1.07 |
| CF/K\*POS | 1.01 |
| CF/K\*NEG\*GOV | 1.06 |
| CF/K\*POS\*GOV | 1.01 |
| Q | 1.21 |
| SalesGrowth | 1.02 |
| Size | 1.31 |
| Leverage | 1.34 |
| ROA | 1.35 |
| Age | 1.07 |
| Beta | 9.09 |
| Volatility | 8.94 |
| **VIF trung bình** | **2.46** |

## 4.3 Hồi quy dòng tiền và đầu tư

Để xem xét quan hệ phi tuyến giữa dòng tiền- đầu tư, tác giả sử dụng hai cách tiếp cận như sau: Cách tiếp cận đầu tiên, tác giả thêm biến (CF/K)2 vào phương trình (1) theo như Cleary và cộng sự (2007). Cách tiếp cận thứ hai, tác giả tiến hành hồi quy I/K với CF/K âm và CF/K dương, riêng biệt, trong một phương trình. Theo đó, tiến hành thay thế CF/K\*NEG và CF/K\*POS cho CF/K trong phương trình (1). Bên cạnh đó, để kiểm tra tác động của kiểm soát nhà nước, tác giả tiến hành hồi quy cho hai mẫu các doanh nghiệp Chính phủ kiểm soát và các doanh nghiệp tư nhân kiểm soát như đã trình bày ở Bảng 4.5.

Trong mục A của Bảng 4.6, hệ số CF/K đối với mẫu tổng thể là dương tại mức 0.024. Dựa vào Bảng 4.1, nhận thấy trung bình CF/K và I/K trong mẫu tổng thể lần lượt là 0.425 và 2.042, theo đó độ co giãn tại mức giá trị trung bình này sẽ là 0.425\*10%\*0.024/2.042=0.05% điều đó có nghĩa rằng, khi dòng tiền gia tăng 10% sẽ dẫn đến đầu tư gia tăng 0.05%. Khi thêm (CF/K)2 vào mô hình như là một biến giải thích thì nhận thấy các hệ số của CF/K và (CF/K)2 vẫn dương. Hệ số (CF/K)2 dương cho thấy quan hệ dòng tiền- đầu tư là theo hình chữ U. Theo như dự kiến, biến cơ hội đầu tư Q có hệ số tích cực và đáng kể.

**Bảng 4.6 Hồi quy đầu tư trên dòng tiền**

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Mục A: Hồi quy sử dụng CF/K bình phương** | | | | | | |
|  | Mẫu tổng thể | | Mẫu công ty Chính phủ kiểm soát | | Mẫu công ty tư nhân kiếm soát | |
| CF/K | 0.024 | 0.009 | -0.619 | -0.689\*\*\* | 0.008\*\* | 0.019\*\*\* |
| (0.016) | (0.016) | (0.381) | (0.044) | (0.003) | (0.002) |
| (CF/K)2 |  | 0.000\* |  | 0.064\*\*\* |  | 0.000\*\*\* |
|  | (0.000) |  | (0.000) |  | (0.000) |
| Q | 0.096 | 0.164\*\* | 0.385 | 0.480\*\*\* | 0.049 | 0.043 |
| (0.071) | (0.083) | (0.709) | (0.116) | (0.043) | (0.042) |
| Constant | 0.411 | 0.302 | -0.040 | -0.269 | 0.905\*\*\* | 0.959\*\*\* |
| (0.264) | (0.265) | (1.396) | (0.236) | (0.107) | (0.101) |
| Số quan sát | 1665 | 1665 | 590 | 590 | 1075 | 1075 |
| Adjusted R2 |  |  |  |  |  |  |

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Mục B: Ước lượng phân biệt giữa dòng tiền dương và dòng tiền âm** | | | | | | |
|  | Mẫu tổng thể | | Mẫu công ty Chính phủ kiểm soát | | Mẫu công ty tư nhân kiếm soát | |
| CF/K\*NEG | b1 | -0.066\* | -9.236\*\*\* |  | -0.012\*\*\* |  |
|  | (0.036) | (0.243) |  | (0.003) |  |
| CF/K\*POS | b2 | 0.066\*\*\* | 0.963 |  | 0.040\*\*\* |  |
|  | (0.013) | (0.059) |  | (0.005) |  |
| Joint test  (p- value) b1=b2 |  | **0.000** | **0.000** |  | **0.000** |  |
| Q |  | 0.164 | 0.480\*\*\* |  | 0.033 |  |
|  | (0.116) | (0.175) |  | (0.083) |  |
| Constant |  | 0.181 | -2.249\*\*\* |  | 0.920\*\*\* |  |
| (0.267) | (0.671) | (0.094) |
| Số quan sát |  | 1665 | 590 |  | 1075 |  |
| Adjusted R2 |  |  |  |  |  |  |
| *Các hệ số ở bảng được hồi quy dữ liệu bảng trong giai đoạn 2010-1016, cố định hiệu ứng công ty và năm (thống kê t trong ngoặc đơn). Biến phụ thuộc là I/K. (CF/K)2 là bình phương của CF/K. POS bằng 1 nếu CF/K lớn hơn 0, và bằng 0 cho các trường hợp còn lại. Các biến khác như định nghĩa trong Bảng 3.2. F- test được sử dụng để kiểm định sự khác nhau giữa hai hệ số b1 và b2 với mức ý nghĩa p-value, \*\*\*,\*\*,\* thể hiện cho mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%.* | | | | | | |

Trong mục B của Bảng 4.6, tác giả trình bày kết quả ước lượng phân biệt giữa dòng tiền dương và dòng tiền âm. Đối với mẫu tổng thể, hệ số CF/K\*NEG là -0.066 với mức ý nghĩa 1%. Dựa vào Bảng 4.3, cho thấy trung bình mẫu tổng thể của CF/K và I/K khi dòng tiền âm lần lượt là -6.9161 và 4.3265, ta có độ co giãn là 1.1%, thể hiện rằng khi dòng tiền tăng 10% dẫn đến một sự sụt giảm 1.1% trong đầu tư khi dòng tiền âm. Khi dòng tiền là dương, hệ số CF/K\*POS là 0.066 với mức ý nghĩa 10%, trung bình mẫu tổng thể trong Bảng 4.3 của CF/K là 3.9498 và I/K là 0.9462, ta có độ co giãn là 2.8%, thể hiện rằng khi dòng tiền tăng 10% dẫn đến một sự gia tăng 2.8% trong đầu tư khi dòng tiền dương. Vì thế, ý nghĩa thông kê và ý nghĩa kinh tế đều có ý nghĩa đáng kể đối với các biến trong mô hình phi tuyến này. Bên cạnh đó, để xem xét sự khác biệt trong các hệ số dòng tiền khi dòng tiền dương và âm trong các doanh nghiệp, tác giả sử dụng kiểm định Joint test. Kết quả cho thấy p- value của kiểm định này là 0.000, nhỏ hơn 0.01 nên kiểm định là có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Kết quả này cho biết hệ số dòng tiền âm và dương là khác nhau nghĩa là ảnh hưởng của dòng tiền lên đầu tư là không giống nhau khi dòng tiền âm và dương. Tóm lại, khi dòng tiền dương, sự gia tăng của dòng tiền nội bộ sẽ dẫn đến đầu tư nhiều hơn và ngược lại khi dòng tiền âm. Kết quả này là phù hợp với quan điểm của Cleary và cộng sự (2007). Nhìn chung, các kết quả ở bảng 4.6 chỉ ra rằng các công ty niêm yết ở Việt Nam có đường cong dòng tiền- đầu tư theo hình chữ U.

Ngoài ra, trong mục B của Bảng 4.6 tác giả cũng trình bày các kết quả hồi quy của mối quan hệ dòng tiền- đầu tư cho mẫu quan sát các công ty Chính phủ kiểm soát và các công ty tư nhân kiểm soát. Trong mẫu công ty Chính phủ kiếm soát có hệ số CF/K\*NEG là -9.236 tại mức ý nghĩa 10%. Dựa vào Bảng 4.3, mẫu các công ty Chính phủ có trung bình CF/K là -4.7474 và I/K là 14.2583 khi dòng tiền âm, ta có độ co giãn tại mức trung bình này là 30.75% nghĩa là khi dòng tiền tăng 10% dẫn đến một sự sụt giảm 30.75% trong đầu tư khi dòng tiền âm. Trong khi đó, hệ số CF/K\*POS trong mẫu công ty Chính phủ kiểm soát là 0.963 và theo bảng 4.3 có trung bình CF/K và I/K khi dòng tiền dương của mẫu công ty này lần lượt là 1.5033 và 0.8400, theo đó có độ co giãn tại mức trung bình này là 17.23% nghĩa là khi dòng tiền tăng 10% dẫn đến sự gia tăng 17.23% trong đầu tư khi dòng tiền dương. Đối với mẫu công ty tư nhân kiểm soát có hệ số CF/K\*NEG là -0.012 tại mức ý nghĩa 10%. Dựa vào Bảng 4.3, khi dòng tiền âm với mẫu công ty tư nhân kiểm soát có trung bình CF/K và I/K lần lượt là -7.6407 và 1.0082, theo đó độ co giãn tại mức trung bình này là 0.91%, nghĩa là khi dòng tiền tăng 10% dẫn đến một sự sụt giảm 0.91% trong đầu tư khi dòng tiền âm. Trong khi đó, hệ số CF/K\*POS ở mẫu công ty tư nhân kiểm soát là 0.040 tại mức ý nghĩa 10%. Dựa vào Bảng 4.3 khi dòng tiền dương, trung bình CF/K là 5.5900 và I/K là 1.0173, theo đó độ co giãn tại mức trung bình này là 2.2% nghĩa là khi dòng tiền tăng 10% dẫn đến một sự gia tăng 2.2% trong đầu tư khi dòng tiền dương.

Dựa vào kết quả hồi quy của hai mẫu công ty Chính phủ kiểm soát và tư nhân kiểm soát, nhận thấy các công ty Chính phủ kiểm soát có mức nhạy cảm về dòng tiền- đầu tư lớn hơn các công ty tư nhân kiểm soát, đặc biệt là phía bên trái hình chữ U nơi có dòng tiền âm.

## 4.4 Kiểm soát Chính phủ và mối quan hệ dòng tiền-đầu tư

Bảng 4.7 trình bày kết quả hồi quy của sự ảnh hưởng kiểm soát Chính phủ lên độ nhạy cảm dòng tiền- đầu tư thông qua hai mẫu quan sát công ty Chính phủ kiểm soát và công ty tư nhân kiểm soát, ngoài ra tác giả còn thêm vào mô hình biến GOV và State là biến đại diện cho sự kiểm soát của Chính phủ, GC, được tương tác với CF\*K\*NEG và CF/K\*POS. Trong Bảng 4.7, ứng với các biến đại diện GOV và State, kết quả hồi quy ở cột (1) và (3) ứng với kết quả của phương trình (4), trong khi đó kết quả hồi quy ở cột (2) và (4) ứng với kết quả của phương trình (5).

Kết quả hồi quy trong bảng ở cột (1) và (3) có hệ số CF/K\*NEG lần lượt là -0.011 với mức ý nghĩa 1% và -0.007. Sau khi tương tác với biến giả GC để xem xét sự ảnh hưởng của kiểm soát Chính phủ tới độ nhạy cảm đầu tư với dòng tiền, hệ số CF/K\*NEG\*GC lần lượt là -8.605, -11.604 và đều có ý nghĩa thống kê ở mức 1%.

Hệ số hồi quy của biến CF/K\*POS ở cột (1) và (3) lần lượt là 0.054 và 0.040 và đều có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Sau khi tương tác với biến giả GC để xem xét sự ảnh hưởng của kiểm soát Chính phủ tới độ nhạy cảm đầu tư với dòng tiền, hệ số CF/K\*POS\*GC lần lượt là 0.440, 0.445 và đều có ý nghĩa thống kê ở mức 1%.

Tại cột (2) và (4) kết quả hồi quy tương tự như cột (1) và (3) khi tiến hành chạy hồi quy các biến đặc điểm của công ty. Theo đó, hệ số CF/K\*NEG ở cột (2) và (4) lần lượt là –0.011 có ý nghĩa thống kê ở mức 1% và -0.009. Hệ số CF/K\*NEG\*GC ở cột (2) và (4) lần lượt là -0.112 và -0.388. Tương tự, hệ số CF/K\*POS ở cột (2) và (4) lần lượt là 0.052, 0.037 và đều có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Hệ số CF/K\*POS\*GC ở cột (2) và (4) lần lượt là 0.455, 0.437 và đều có ý nghĩa thống kê ở mức 1%.

**Bảng 4.7 Kiểm soát Chính phủ và mối tương quan giữa dòng tiền và đầu tư**

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Biến |  | GC= GOV | | GC=State | |
|  | Cột (1) | Cột (2) | Cột (3) | Cột (4) |
| CF/K\*NEG | b1 | -0.011\*\*\* | -0.011\*\*\* | -0.007 | -0.009 |
| (0.002) | (0.005) | (0.010) | (0.007) |
| CF/K\*POS | b2 | 0.054\*\*\* | 0.052\*\*\* | 0.040\*\*\* | 0.037\*\*\* |
| (0.06) | (0.007) | (0.010) | (0.011) |
| CF/K\*NEG\*GC | b3 | -8.605\*\*\* | -0.112\*\*\* | -11.604\*\*\* | -0.388\*\*\* |
| (0.245) | (0.261) | (0.279) | (0.300) |
| CF/K\*POS\*GC | b4 | 0.440\*\*\* | 0.455\*\*\* | 0.445\*\*\* | 0.437\*\*\* |
| (0.054) | (0.081) | (0.086) | (0.138) |
| Joint test (p-value) |  |  |  |  |  |
| **b1=b2** |  | **0.000** | **0.000** |  |  |
| **b1+b3=0** |  | **0.000** | **0.639** |  |  |
| **b2+b4=0** |  | **0.000** | **0.000** |  |  |
| **b1+b3=b2+b4** |  | **0.000** | **0.023** |  |  |
| Q |  | -0.006 |  | 0.113 |  |
|  | (0.048) |  | (0.060) |  |
| SalesGrowth |  |  | 0.004 |  | 0.004 |
|  |  | (0.025) |  | (0.019) |
| Size |  |  | 0.105\* |  | 0.157\*\* |
|  |  | (0.061) |  | (0.063) |
| Leverage |  |  | 0.455 |  | 0.270 |
|  |  | (0.314) |  | (0.316) |
| Age |  |  | 0.010 |  | -0.030 |
|  |  | (0.019) |  | (0.021) |
| Beta |  |  | 0.007 |  | 0.014 |
|  |  | (0.146) |  | (0.149) |
| Volatility |  |  | 0.001 |  | 0.006 |
|  |  | (0.126) |  | (0.131) |
| Constant |  | 0.229\* | -2.865 | -0.126 | -4.037\*\* |
|  | (0.124) | (1.600) | (0.153) | (1.6521) |
| Số quan sát |  | 1665 | 1743 | 1665 | 1743 |
| *Các hệ số ở bảng trên đều là hồi quy dữ liệu bảng trong giai đoạn 2010-1016, cố định hiệu ứng công ty và năm (thống kê t trong ngoặc đơn). POS bằng 1 nếu CF/K lớn hơn 0, và bằng 0 cho các trường hợp còn lại. GC là biến đo lường mức độ kiểm soát của Chính phủ. Các biến khác như được định nghĩa trong Bảng 3.2, F-test được sử dụng để kiểm định khác nhau giũa các hệ số b1- b4 với mức ý nghĩa p- value \*\*\*, \*\*, \* thể hiện cho mức ý nghĩa lần lượt là 1%, 5% và 10%.* | | | | | |

Ngoài ra, tác giả còn tiến hành các kiểm định Joint test để kiểm định sự khác nhau các cặp hệ số hồi quy và tổng các hệ số hồi quy có bằng 0 hay không. Kết quả kiểm định sự khác biệt của hệ số dòng tiền âm (b1), dòng tiền dương (b2) có ý nghĩa thông kê ở mức 1%, kết quả p-value bằng 0 cho thấy sự khác biệt giữa hệ số trên. Tương tự kiểm định tổng hệ số dòng tiền âm (b1 và b3) có bằng 0 hay không, Kết quả cho thấy, p-value bằng 0 thể hiện tổng của hai hệ số dòng tiền âm là bằng 0 nghĩa là chúng không loại trừ nhau ở mức ý nghĩa 1%. Tiếp theo, kiểm định tổng hệ số dòng tiền dương (b2+b4) có bằng 0 hay không, kết quả p-value bằng 0 thể hiện tổng của hai hệ số dòng tiền dương là khác 0 nghĩa là chúng không loại trừ nhau ở mức ý nghĩa 1%. Cuối cùng, tiến hành kiểm định tác động của tổng hệ số dòng tiền âm (b1+b3) và tổng hệ số dòng tiền dương (b2+b4) có khác nhau hay không, kết quả p-value bằng 0 thể hiện sự khác nhau giữa tổng hệ số dòng tiền âm và tổng hệ số dòng tiền dương ở mức ý nghĩa 1%.

Kết quả trong Bảng 4.2 cho thấy có sự khác biệt về tăng trưởng doanh thu, quy mô, đòn bẩy, số năm niêm yết và rủi ro giữa các công ty Chính phủ kiểm soát và công ty tư nhân kiểm soát. Chính những sự khác biệt trong các đặc trưng doanh nghiệp này có thể dẫn đến sự khác nhau trong độ nhạy cảm dòng tiền và đầu tư ở các công ty Chính phủ kiểm soát và công ty tư nhân kiểm soát (Hovakimian, 2009). Vì thế, trong Bảng 4.7 tác giả tiến hành đưa các biến đặc trưng doanh nghiệp vào mô hình.

Trong cột (2) và (4) ở Bảng 4.7 cho thấy sau khi thêm các biến kiểm soát đại diện cho các đặc trưng của doanh nghiệp thì hệ số CF/K\*NEG\*GC vẫn có ý nghĩa thống kê. Chính vì thế có thể nói rằng sự khác biệt trong các đặc trưng của doanh nghiệp không giải thích được sự khác biệt trong độ nhạy cảm dòng tiền- đầu tư ở các công ty Chính phủ kiểm soát và công ty tư nhân kiểm soát. Với các biến kiểm soát, hệ số SalesGrowth là dương nhưng không có ý nghĩa thống kê. Hệ số Size là dương và có ý nghĩa ở mức 10%, có nghĩa rằng công ty lớn hơn sẽ tham gia hoạt động đầu tư nhiều hơn. Leverage có tương quan dương đến đầu tư cho thấy nợ cũng làm gia tăng đầu tư ở các công ty. Hệ số Age là dương nhưng không có ý nghĩa thống kê. Ngoài ra, hệ số Beta và Volatility đều không có ý nghĩa thống kê.

Tóm lại, những bằng chứng của tác giả cho thấy các công ty niêm yết ở Việt Nam, độ nhạy cảm dòng tiền- đầu tư của các công ty Chính phủ kiểm soát cao hơn so với các công ty tư nhân kiểm soát. Kết quả này trái ngược với những kết quả trong những bài nghiên cứu trước đây. Nghiên cứu trước đây của Chow và Fung (1998) dựa trên mẫu dữ liệu của 5325 công ty ở Thượng Hải trong giai đoạn 1989-1992 đã nói rằng các công ty tư nhân kiểm soát có độ nhạy cảm dòng tiền – đầu tư cao hơn so với các công ty Chính phủ kiểm soát. Một nghiên cứu khác của Hericourt và Poncet (2009) khi kiểm tra mẫu dữ liệu gồm 1300 công ty ở Trung Quốc trong giai đoạn 2000-2002 và kết luận rằng các khoản đầu tư do các công ty tư nhân thực hiện thì rất nhạy cảm với dòng tiền trong khi các công ty Chính phủ kiểm soát thì không. Poncet và các cộng sự (2010) cũng đã đưa ra kết luận tương tự khi dựa trên mẫu quan sát lớn hơn của hơn 20000 công ty ở Trung Quốc trong giai đoạn 1998-2005. Guariglia và cộng sự (2011) sử dụng bảng điều tra của 499001 quan sát của các công ty tại Trung Quốc theo từng năm trong giai đoạn 2000-2007 đã kết luận rằng sự tăng trưởng của tài sản ở các công ty Chính phủ kiểm soát không bị ảnh hưởng bởi mức độ hạn chế về thanh khoản, trong khi tại các công ty tư nhân thì sự sẵn có của nguồn vốn nối bộ lại là sự ràng buộc lên sự phát triển. Những nghiên cứu này đều cho rằng do sự hạn chế về ngân sách mềm, các công ty Chính phủ kiểm soát có nhiều khả năng hơn trong việc tiếp cận các nguồn vốn bên ngoài vì thế ít bị hạn chế tài chính hoặc không bị hạn chế về tài chính.

Kết quả nghiên cứu của tác giả khác so với các nghiên cứu trước đây vì tác giả đã sử dụng các mẫu quan sát là các công ty được niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam và được nghiên cứu trong giai đoạn gần đây. Chính vì thế, các hạn chế về tài chính của các công ty này sẽ khác với những hạn chế tài chính của các công ty niêm yết trong những khoảng thời gian trước đó. Thêm vào đó, ở những nghiên cứu trước các đặc điểm tuyến tính của quan hệ dòng tiền và đầu tư không phát hiện ra được sự khác biệt của độ nhạy cảm dòng tiền- đầu tư giữa các công ty Chính phủ kiểm soát và công ty tư nhân kiểm soát. Nhưng thay vào đó, kết quả nghiên cứu của tác giả là phù hợp với kết quả trong bài nghiên cứu của Micheal và cộng sự (2012) khi thực hiện tại các công ty niêm yết ở Trung Quốc.

## 4.5 Kiểm soát Chính phủ và hiệu quả đầu tư

Dựa vào báo cáo của các nghiên cứu trước đây, nhận thấy rằng loại hình sở hữu ảnh hưởng đến các quyết định đầu tư của doanh nghiệp. Cụ thể, với cùng mức vốn nội bộ nhất định các công ty Chính phủ kiểm soát đầu tư nhiều hơn so với các công ty tư nhân kiểm soát. Để điều tra thêm về bản chất của việc đầu tư của các công ty Chính phủ kiểm soát, tác giả xem xét hành vi đầu tư của các công ty này dưới các cơ hội đầu tư khác nhau.

Dựa theo nghiên cứu của Broussard và cộng sự (2007); Lang và cộng sự (1996), tác giả tiến hành phân chia mẫu theo các cơ hội đầu tư được xác định bởi Tobin’s Q. Một công ty được xem là có Q cao nếu hệ số Tobin’s Q của nó lớn hơn trung bình ngành công nghiệp theo năm và ngược lại xem là Q thấp. Bảng 4.5 cho thấy kết quả. Với các doanh nghiệp có Q cao, hệ số của CF/K\*NEG \*GC là âm và có ý nghĩa thống kê. Với các cơ hội đầu tư cao, các công ty Chính phủ kiểm soát và các công ty tư nhân kiểm soát sẽ tham gia đầu tư nhiều hơn khi dòng tiền giảm ở trạng thái âm và khi dòng tiền tăng ở trạng thái dương. Ở các công ty có Q thấp, độ nhạy cảm dòng tiền- đầu tư ở các công ty Chính phủ kiểm soát có sự khác biệt so với các công ty tư nhân kiểm soát, các công ty Chính phủ kiểm soát gia tăng đầu tư hơn khi dòng tiền tăng và ở trạng thái dương; ngoài ra các công ty Chính phủ kiểm soát cũng gia tăng đầu tư khi dòng tiền giảm ở trạng thái âm. Trong khi đó, các công ty tư nhân kiểm soát gia tăng đầu tư khi dòng tiền giảm ở trạng thái âm và dương khi các cơ hội đầu tư là khan hiếm. Do đó, các công ty Chính phủ kiểm soát có đường cong hình chữ U dốc hơn về bên trái so với các doanh nghiệp tư nhân. Kết quả này là phù hợp với dự đoán rằng các công ty Chính phủ kiểm soát có nhiều khả năng hơn so với các công ty tư nhân khi sử dụng nguồn nội bộ để đầu tư khi các cơ hội đầu tư là khan hiếm. Điều này minh chứng rằng các công ty kiểm soát bởi chính phủ đang thực hiện đầu tư các dự án mang tính chính trị nào đó hoặc các dự án lãng phí.

**Bảng 4.8 Kiểm soát Chính phủ, các cơ hội đầu tư**

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Biến |  | High Q | |  | |
|  | GC= GOV | | GC=State | |
|  | Cột (1) | Cột (2) | Cột (3) | Cột (4) |
| CF/K\*NEG | b1 | -0.008\*\*\* | -0.008 | -0.008 | -0.006 |
| (0.002) | (0.007) | (0.009) | (0.008) |
| CF/K\*POS | b2 | 0.028\*\*\* | 0.032\* | 0.047\*\* | 0.003 |
| (0.010) | (0.019) | (0.023) | (0.020) |
| CF/K\*NEG\*GC | b3 | -10.264\*\*\* | -0.280 | -14.162\*\*\* | -0.717 |
| (0.157) | (0.483) | (0.161) | (0.526) |
| CF/K\*POS\*GC | b4 | 0.654\*\*\* | 1.041\*\*\* | 1.420\*\*\* | 0.437\*\*\* |
| (0.095) | (0.093) | (0.131) | (0.207) |
| Joint test (p-value) |  |  |  |  |  |
| **b1=b2** |  | **0.000** | **0.049** |  |  |
| **b1+b3=0** |  | **0.000** | **0.510** |  |  |
| **b2+b4=0** |  | **0.000** | **0.000** |  |  |
| **b1+b3=b2+b4** |  | **0.000** | **0.002** |  |  |
| Q |  | 0.107 | 1.041\*\*\* |  |  |
|  |  | (0.095) | (0.093) |  |  |
| SalesGrowth |  |  | 0.004 |  | 0.003 |
|  |  | (0.007) |  | (0.009) |
| Size |  |  | 0.172 |  | 0.149 |
|  |  | (0.108) |  | (0.114) |
| Leverage |  |  | 0.764 |  | 0.563 |
|  |  | (0.550) |  | (0.587) |
| Age |  |  | 0.056\*\* |  | -0.035 |
|  |  | (0.027) |  | (0.032) |
| Beta |  |  | -0.021 |  | 0.046 |
|  |  | (0.266) |  | (0.284) |
| Volatility |  |  | -0.021 |  | 0.032 |
|  |  | (0.232) |  | (0.250) |
| Constant |  | -0.234 | -5.184\* | -1.069\*\*\* | -4.219 |
|  | (0.155) | (2.862) | (0.214) | (3.016) |
| Số quan sát |  | 840 | 921 | 840 | 921 |
| *Các hệ số ở bảng trên đều là hồi quy dữ liệu bảng trong giai đoạn 2010-1016, cố định hiệu ứng công ty và năm (thống kê t trong ngoặc đơn). Nếu Tobin’s Q của công ty trong năm đó lớn hơn trung bình, quan sát đó sẽ được xem là có hệ số Tobin’Q cao và được xem là thấp cho các trường hợp còn lại. POS bằng 1 nếu CF/K lớn hơn 0, và bằng 0 cho các trường hợp còn lại. GC là biến đo lường mức độ kiểm soát của Chính phủ. Các biến khác như được định nghĩa trong Bảng 3.2, F-test được sử dụng để kiểm định khác nhau giũa các hệ số b1- b4 với mức ý nghĩa p- value \*\*\*, \*\*, \* thể hiện cho mức ý nghĩa lần lượt là 1%, 5% và 10%.* | | | | | |

**Bảng 4.8 Kiểm soát Chính phủ, các cơ hội đầu tư (tiếp theo)**

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Biến |  | LOW Q | |  | |
|  | GC= GOV | | GC=State | |
|  | Cột (1) | Cột (2) | Cột (3) | Cột (4) |
| CF/K\*NEG | b1 | -0.022\*\*\* | -0.018\*\*\* | -0.021\* | -0.018\*\*\* |
| (0.002) | (0.006) | (0.012) | (0.006) |
| CF/K\*POS | b2 | 0.072\*\*\* | 0.071\*\*\* | 0.083\*\*\* | 0.078\*\*\* |
| (0.006) | (0.006) | (0.004) | (0.005) |
| CF/K\*NEG\*GC | b3 | -0.057 | 0.052\*\* | -0.200 | 0.061 |
| (0.279) | (0.026) | (0.297) | (0.055) |
| CF/K\*POS\*GC | b4 | 0.011 | -0.013 | -0.157\* | -0.208\*\*\* |
| (0.036) | (0.015) | (0.089) | (0.037) |
| Joint test (p-value) |  |  |  |  |  |
| **b1=b2** |  | **0.000** | **0.000** |  |  |
| **b1+b3=0** |  | **0.775** | **0.182** |  |  |
| **b2+b4=0** |  | **0.019** | **0.000** |  |  |
| **b1+b3=b2+b4** |  | **0.564** | **0.418** |  |  |
| Q |  | 0.961\*\*\* | 0.904\*\*\* |  |  |
|  |  | (0.252) | (0.324) |  |  |
| SalesGrowth |  |  | -0.004 |  | -0.013 |
|  |  | (0.035) |  | (0.034) |
| Size |  |  | 0.032\* |  | 0.034\*\* |
|  |  | (0.018) |  | (0.016) |
| Leverage |  |  | 0.431\*\*\* |  | 0.420\*\*\* |
|  |  | (0.120) |  | (0.126) |
| Age |  |  | -0.041\*\*\* |  | -0.037\*\*\* |
|  |  | (0.007) |  | (0.008) |
| Beta |  |  | 0.063 |  | 0.050 |
|  |  | (0.045) |  | (0.043) |
| Volatility |  |  | -0.800 |  | -0.995 |
|  |  | (2.380) |  | (2.098) |
| Constant |  | -0.043 | -0.060 | -0.011 | -0.085 |
|  | (0.338) | (0.549) | (0.382) | (0.507) |
| Số quan sát |  | 825 | 822 | 825 | 822 |
| *Các hệ số ở bảng trên đều là hồi quy dữ liệu bảng trong giai đoạn 2010-1016, cố định hiệu ứng công ty và năm (thống kê t trong ngoặc đơn). Nếu Tobin’s Q của công ty trong năm đó lớn hơn trung bình, quan sát đó sẽ được xem là có hệ số Tobin’Q cao và được xem là thấp cho các trường hợp còn lại. POS bằng 1 nếu CF/K lớn hơn 0, và bằng 0 cho các trường hợp còn lại. GC là biến đo lường mức độ kiểm soát của Chính phủ. Các biến khác như được định nghĩa trong Bảng 2, F-test được sử dụng để kiểm định khác nhau giữa các hệ số b1- b4 với mức ý nghĩa p- value \*\*\*, \*\*, \* thể hiện cho mức ý nghĩa lần lượt là 1%, 5% và 10%.* | | | | | |

## 4.6 Kiểm soát nhà nước và các kênh tài trợ

Kết quả ở trên của tác giả không ủng hộ cho các tranh luận về giới hạn của ngân sách mềm khi thấy rằng các công ty Chính phủ kiểm soát có đường cong chữ U dốc hơn so với các công ty tư nhân. Để có thêm sự chắc chắn về vấn đề này, tác giả tiến hành so sánh kênh tài trợ vốn cổ phần và kênh tài trợ nợ cho các công ty Chính phủ kiểm soát và công ty tư nhân kiểm soát. Các kết quả được trình bày trong Bảng 4.9 và Bảng 4.10.

**Bảng 4.9 Kết quả phân tích đơn biến các kênh tài trợ bên ngoài**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Kênh tài trợ | Mẫu công ty Chính phủ kiểm soát | Mẫu công ty tư nhân kiểm soát | Sự khác biệt |
| N=616 | N=1133 | p-value |
| *Gross Equity Issued/K* |  |  |  |
| Mean | 0.382 | 3.947 | 0.011 |
| Median | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
|  |  |  |  |
| *Net Debt Issued/K* |  |  |  |
| Mean | 6.058 | 14.943 | 0.332 |
| Median | 0.070 | 0.160 | 0.000 |
| *Các biến được định nghĩa như trong Bảng 3.2. Dùng t- test cho kiểm định sự khác biệt trong trung bình và Mann- Whitney test cho sự khác biệt trung vị.* | | | |

Bảng 4.9 trình bày kết quả phân tích đơn biến của các kênh tài trợ bên ngoài. Dựa vào kết quả nhận thấy rằng giá trị trung vị của Gross Equity Issued/ K đều bằng 0 cho cả hai mẫu công ty Chính phủ kiểm soát và công ty tư nhân kiểm soát. Trong khi đó, giá trị trung bình của Gross Equity Issued/ K công ty Chính phủ kiểm soát là 0.382 và công ty tư nhân kiểm soát là 3.947. Thêm vào đó, Net Debt Issued/ K cao hơn Gross Equity Issued/ K cho cả hai giá trị trung bình và trung vị tương ứng cho công ty Chính phủ kiểm soát là 6.058 và 0.070, và 14.943 và 0.16 cho trung bình và trung vị của công ty tư nhân kiểm soát. Điều này chỉ ra rằng, ở Việt Nam các công ty có xu hướng vay nợ nhiều hơn so với việc phát hành cổ phần. Các kiểm định t- test cho sự khác biệt trong trung bình và Mann- Whitney test cho thấy sự khác biệt trong trung vị cho kết quả rằng các công ty Chính phủ kiểm soát ít sử dụng nguồn tài trợ bên ngoài hơn so với công ty tư nhân.

Các tài liệu nghiên cứu trước đây nhận định rằng các công ty Chính phủ kiểm soát có thể tiếp cận với nguồn vốn bên ngoài như các khoản vay ngân hàng hay phát hành cổ phần thêm so với các công ty tư nhân kiểm soát do sự phân biệt đối xử ở các ngân hàng cũng như những hạn chế trong phát hành thêm cổ phần (Allen và cộng sự, 2005; Ayyagari và cộng sự, 2010; Brandt và Li, 2010, Chow và Fung, 1998; Cull và Xu, 2003; Ge và Qiu, 2007; Guariglia và cộng sự, 2011; Hericourt và Poncet, 2009; Poncet và cộng sự, 2010). Thế nhưng, những nghiên cứu này tập trung chủ yếu vào các công ty chưa niêm yết và sử dụng mẫu dữ liệu điều tra trong những giai đoạn trước đó rất lâu. Kết quả điều tả của tác giả cho thấy những ràng buộc tài chính của các công ty tư nhân ít quan trọng hơn so với những nghiên cứu trước đây (Allen và cộng sự, 2005; Chow và Fung, 2000).

Để kiểm soát những yếu tố có thể ảnh hưởng đến việc tiếp cận các kênh tài trợ bên ngoài của doanh nghiệp, tác giả tiến hành hồi quy Tobit cho kênh phát hành cổ phần vì Gross Equity Issued/ K bị kiểm duyệt bên trái tại mức 0 và hồi quy OLS cho kênh phát hành nợ. Bảng 4.10 trình bày các kết quả. Tác giả sử dụng biến tăng trưởng doanh thu (SalesGrowth), quy mô công ty (Size), tỷ suất sinh lợi trên tài sản (ROA), số năm niêm yết (Age) và đòn bẩy (Leverage).

Dựa vào kết quả của Bảng 4.10, cột (1) hệ số của biến kiểm soát Chính phủ là -3.183 với mức ý nghĩa 5% chỉ ra rằng sau khi kiểm soát các yếu tố khác, các công ty tư nhân có nhiều khả năng trong việc phát hành thêm cổ phần. Trong cột (3) hệ số của biến kiểm soát Chính phủ là -8.696 chỉ ra rằng sau khi kiểm soát các yếu tố khác, các công ty tư nhân có nhiều khả năng trong việc vay nợ từ bên ngoài. Kết quả trong cột (2) và cột (4) cũng cho kết quả tương tự khi tác giả thay biến Chính phủ thành biến State.

**Bảng 4.10 Kết quả hồi quy cho các kênh tài trợ bên ngoài**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Biến | Gross Equity Issued/ K | | Net Debt Issued /K | |
| Cột (1) | Cột (2) | Cột (3) | Cột (4) |
| GOV | -3.183\*\* |  | -8.696 |  |
|  | (1.393) |  | (9.269) |  |
| State |  | -7.560\*\*\* |  | -17.209 |
|  |  | (2.708) |  | (18.048) |
| Sales Growth | 0.073 | 0.071 | 0.207 | 0.204 |
|  | (0.076) | (0.076) | (0.536) | (0.536) |
| Size | 1.023\* | 0.994\* | 11.909\*\*\* | 11.838\*\*\* |
|  | (0.594) | (0.591) | (3.920) | (3.921) |
| ROA | 2.086 | 1.967 | -19.682 | -21.014 |
|  | (7.620) | (7.581) | (52.590) | (52.386) |
| Age | -0.211 | -0.205 | -1.294 | -1.263 |
|  | (0.213) | (0.213) | (1.441) | (1.440) |
| Leverage | 0.914 | 0.956 | 16.788 | 16.800 |
|  | (3.603) | (3.591) | (24.145) | (24.145) |
| Constant | -24.140 | -22.824 | -314.363\*\*\* | -311.734\*\*\* |
|  | (15.820) | (15.764) | (104.535) | (104.652) |
| Số quan sát | 1743 | 1743 | 1743 | 1743 |
| Adjusted R2 |  |  | 0.005 | 0.005 |
| *Các biến được định nghĩa như trong Bảng 3.2. Thống kê t được đặt trong ngoặc đơn; \*\*\*, \*\*,\* thể hiện cho mức ý nghĩa lần lượt là 1%, 5% và 10%.* | | | | |

Những bằng chứng trên đã chỉ ra rằng những tác động của kiểm soát Chính phủ không giúp các công ty hưởng được những ưu đãi trong tiếp cận nguồn vốn tài trợ từ bên ngoài như phát hành thêm cổ phần hay vay nợ so với các công ty tư nhân. Từ đó cho biết sự khác biệt trong tiếp cận nguồn tài trợ từ thị trường bên ngoài khó có thể giải thích được sự chênh lệch trong độ nhạy cảm dòng tiền- đầu tư ở hai nhóm công ty Chính phủ kiểm soát và công ty tư nhân kiểm soát phù hợp với kết quả nghiên cứu của Firth và cộng sự (2012). Không ủng hộ những lập luận cho rằng các công ty Chính phủ kiểm soát dễ dàng hơn trong tiếp cận các nguồn tài trợ bên ngoài nên độ nhạy cảm về dòng tiền- đầu tư của các công ty Chính phủ nhỏ hơn so với các công ty tư nhân.

Theo nghiên cứu tài trợ nợ – đầu tư của Cleary và cộng sự (2007), dòng tiền và đầu tư có mối tương quan âm khi nguồn quỹ nội bộ khan hiếm và đầu tư được xem là cần thiết để tạo ra hiệu ứng doanh thu. Mô hình yêu cầu các doanh nghiệp có thể tiếp cận được với nguồn tài trợ từ bên ngoài. Kết quả thực nghiệm các công ty ở Việt Nam của tác giả cho thấy độ nhạy cảm dòng tiền- đầu tư là ngược chiều khi dòng tiên âm. Như thế các công ty cần phải làm gì để tài trợ cho việc đầu tư của họ? Để tìm đáp án cho câu hỏi này, tác giả sử dụng các kênh tài trợ như phát hành cổ phần, vay nợ và bán tài sản để tiến hành kiểm tra, đặc biệt khi dòng tiền âm. Tác giả sử dụng các phân tích đơn biến để so sánh giữa các kênh tài trợ và đầu tư của doanh nghiệp khi dòng tiền âm và dòng tiền dương.

Bảng 4.11 trình bày các kết quả cho thấy trong mẫu tổng thể khi dòng tiền âm các công ty có xu hướng phát hành cổ phần, vay nợ bên ngoài và bán tài sản nhiều hơn so với khi dòng tiền dương. Do đó, khi nguồn quỹ nội bộ là khan hiếm các công ty sẽ sử dụng các kênh tài trợ này để tài trợ cho việc đầu tư của họ. Kết quả cũng tương tự cho các công ty Chính phủ kiểm soát và công ty tư nhân.

Khi dòng tiền âm, các công ty Chính phủ kiểm soát đặc biệt vay nợ nhiều hơn so với khi với khi dòng tiền dương. Trong khi đó ở các công ty tư nhân khi dòng tiền âm thì kênh tài trợ phát hành cổ phần và vay nợ được ưu tiên sử dụng hơn các công ty có dòng tiền dương. Nhận thấy không có sự khác biệt đáng kể trong việc bán tài sản khi dòng tiền âm và dòng tiền dương ở cả mẫu công ty Chính phủ kiểm soát và công ty tư nhân kiểm soát.

**Bảng 4.11 Kết quả phân tích đơn biến đầu tư và các kênh tài trợ khi dòng tiền âm và dòng tiền dương**

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Kênh tài trợ | CF/K dương | | |  | CF/K âm | |  | Sự khác biệt | | | |
| N= 1181 | | | N= 568 | | (p- value) | | | |
| Mean | Median | | Mean | Median | t- test | | MannWhitneytest | | |
| ***Bảng A: Mẫu tổng thể*** | | | | | | | | | | | |
| Gross Equity Issued/ K | 1.4925 | 0.0000 |  | | 5.1848 | 0.0000 |  | 0.0095 | | 0.0000 |
| Net Debt  Issued/ K | 3.4065 | 0.0929 |  | | 29.2943 | 0.2209 |  | 0.0055 | | 0.0000 |
| AssetsSales/ K | 0.3396 | 0.0021 |  | | 0.4678 | 0.0039 |  | 0.6760 | | 0.0105 |
| I/K | 0.9462 | 0.1356 |  | | 4.3200 | 0.1627 |  | 0.1055 | | 0.0573 |
| ***Bảng B: Mẫu công ty Chính phủ kiểm soát*** | | | | | | | | | | | |
| Kênh tài trợ | CF/K dương | |  | | CF/K âm | |  | Sự khác biệt | | | |
| N= 474 | |  | | N= 142 | |  | (p- value) | | | |
| Mean | Median |  | | Mean | Median |  | t- test | MannWhitneytest | | |
| Gross Equity Issued/ K | 0.3289 | 0.0000 | 0.5606 | 0.0000 | 0.6720 | 0.1148 | | |
| Net Debt  Issued/ K | 0.7409 | 0.0760 |  | | 23.8051 | 0.0598 |  | 0.0025 | 0.4542 | | |
| AssetsSales/ K | 0.0449 | 0.0006 |  | | 0.1209 | 0.0021 |  | 0.0018 | 0.0843 | | |
| I/K | 0.8400 | 0.0931 |  | | 14.2583 | 0.1493 |  | 0.0392 | 0.1721 | | |
| ***Bảng C: Mẫu công ty tư nhân kiểm soát*** | | | | | | | | | | | |
| Kênh tài trợ | CF/K dương | |  | | CF/K âm | |  | Sự khác biệt | | | |
| N=707 | |  | | N=426 | |  | (p- value) | | | |
| Mean | Median | Mean | Median | t- test | MannWhitneytest | | |
| Gross Equity Issued/ K | 2.2726 | 0.1722 | 6.7262 | 0.0000 | 0.0344 | 0.0000 | | |
| Net Debt  Issued/ K | 5.1936 | 0.0000 |  | | 31.1240 | 9.2791 |  | 0.0538 | 0.0000 | | |
| AssetsSales/ K | 0.5372 | 0.1092 |  | | 0.5834 | 0.0053 |  | 0.9196 | 0.2325 | | |
| I/K | 1.0173 | 0.0038 |  | | 1.0074 | 0.1722 |  | 0.9824 | 0.4727 | | |
| *Các biến được định nghĩa như trong Bảng 3.2. Dùng t- test cho kiểm định sự khác nhau trung bình cà Mann- Whitney test cho kiểm định sự khác biệt trung vị.* | | | | | | | | | | | |

# CHƯƠNG 5:

# VẤN ĐỀ NỘI SINH VÀ KIỂM ĐỊNH TÍNH VỮNG

## 5.1 Vấn đề nội sinh

Việc giải thích các nguyên nhân và sự ảnh hưởng của quyết định tài chính trong nghiên cứu tài chính doanh nghiệp thường rất phức tạp bởi tính nội sinh vì thường khó có thể tìm ra được các yếu tố bên ngoài hoặc các thực nghiệm để xác định mối quan hệ đang được nghiên cứu (Wintoki và cộng sự, 2010). Một phương pháp kinh tế lượng là GMM được phát triển bởi Arellano và Bond (1991) đã được sử dụng để giải quyết sự không đồng nhất tiềm ẩn trong hồi quy dữ liệu bảng. Các nghiên cứu trước đây về đầu tư của Bond và Meghir, 1994; Guarilia, 2008; Guarilia và cộng sự, 2011 đã sử dụng phương pháp GMM do đó tác giả cũng sẽ sử dụng phương pháp này để đánh giá ảnh hưởng của tác động tiềm tàng của các vấn đề nội sinh cho mối tương quan dòng tiền- đầu tư.

Để xác định độ trễ cần thiết của đầu tư trong mô hình GMM động, bài nghiên cứu này dựa theo Wintoki và các cộng sự, 2010 và chạy hồi quy OLS của mô hình đầu tư bao gồm các biến giải thích là biến đầu tư với độ trễ 4 năm, Q và cố định hiệu ứng ngành và năm. Kết quả cho thấy rằng các công ty phi tài chính tại Việt Nam, đầu tư hiện tại tương quan dương đáng kể đến biến đầu tư với độ trễ một năm. Các khoản đầu tư chậm trễ hơn (năm -2 đến năm -4) không liên quan đến đầu tư hiện tại. Điều này là phù hợp với Guariglia (2008) khi sử dụng mô hình GMM sai phân bậc 1 cho các công ty chưa niêm yết tại Anh. Chính vì thế, tác giả tiến hành ước tính phương trình đầu tư bằng cách sử dụng mô hình GMM sai phân bậc 1 và thu được kết quả như trong Bảng 5.1.

Kết quả trong cột (1) ở Bảng 5.1 cho thấy khi dòng tiên âm thì tương quan dòng tiền- đầu tư là âm và ngược lại khi dòng tiền dương thì tương quan dòng tiền- đầu tư là dương. Vì thế, đường cong đầu tư hình chữ U vẫn giữ khi sử dụng GMM sai phân bậc 1. Cột (2) và (5) lặp lại Bảng 5.1 bằng việc sử dụng các ước lượng GMM sai phân bậc 1 và cho thấy rằng các công ty Chính phủ kiểm soát có đường cong dòng tiền- đầu tư dốc hơn so với các công ty tư nhân kiểm soát. Sự khác biệt về độ nhạy cảm vẫn tồn tại khi thêm vào các biến đặc trưng của doanh nghiệp. Kết quả chính của bài nghiên cứu không có gì thay đổi sau khi kiểm soát các vấn đề nội sinh.

**Bảng 5.1 Ước lượng GMM sai phân bậc 1 và dòng tiền**

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | |  | GC= GOV | | GC=State | |
| (1) | (2) | (3) | (4) | (5) |
| Lagged I/K |  | 0.399\*\*\* | 0.001\*\* | 0.000 | 0.001\*\*\* | -0.027 |
| (0.096) | (0.000) | (0.000) | (0.000) | (0.075) |
| CF/K\*NEG | b1 | -0329\* | -0.006 | -0.011 | 0.032 | 0.040 |
| (0.174) | (0.012) | (0.009) | (0.041) | (0.041) |
| CF/K\*POS | b2 | 0.095\*\*\* | 0.052\*\*\* | 0.055\*\*\* | 0.038 | -0.011 |
| (0.030) | (0.017) | (0.017) | (0.035) | (0.058) |
| CF/K\*NEG\*GC | b3 |  | -9.911\*\*\* | -9.766\*\*\* | -13.787\*\*\* | -13.640\*\*\* |
|  | (0.318) | (0.523) | (0.032) | (0.874) |
| CF/K\*POS\*GC | b4 |  | 1.415\*\*\* | -1.096 | 2.194\*\*\* | 2.537\*\*\* |
|  | (0.251) | (0.227) | (0.555) | (0.586) |
| Joint test (p-value) |  |  |  |  |  |  |
| b1= b2 |  | 0.0182 | 0.0095 | 0.0013 |  |  |
| b1+ b3=0 |  |  | 0.0000 | 0.0000 |  |  |
| b2+ b4=0 |  |  | 0.0000 | 0.0000 |  |  |
| b1+ b3= b2+ b4 |  |  | 0.0000 | 0.0000 |  |  |
| Q | -1.143 | -0.806\*\*\* |  |  | -0.367\*\*\* |  |
| (0.778) | (0.141) |  |  | (0.134) |  |
| SalesGrowth |  |  |  | -0.004 |  | -0.013 |
|  |  |  | (0.022) |  | (0.056) |
| Size |  |  |  | 0.043\*\* |  | 0.825\*\*\* |
|  |  |  | (0.187) |  | (0.262) |
| Leverage |  |  |  | -1.869\* |  | -2.892\* |
|  |  |  | (1.110) |  | (1.634) |
| Age |  |  |  | 0.050 |  | -0.162 |
|  |  |  | (0.056) |  | (0.100) |
| Beta |  |  |  | -0.436\*\*\* |  | -0.621\*\*\* |
|  |  |  | (0.154) |  | (0.231) |
| Volatility |  |  |  | -0.351 |  | -0.491\*\*\* |
|  |  |  | (0.124) |  | (0.190) |
| Constant |  | 0.810 | 0.054 | -11.879\*\* | -0.518 | -21.055\*\*\* |
|  | (0.794) | (0.259) | (4.937) | (0.343) | (6.360) |
| Số quan sát |  | 1483 | 1483 | 1483 | 1483 | 1483 |
| AR(1) test (p-value) |  | (0.077) | (0.010) | (0.011) | (0.008) | (0.033) |
| AR(1) test (p-value |  | (0.556) | (0.426) | (0.504) | (0.281) | (0.312) |
| Hansen test (p-value) |  | (0.742) | (0.387) | (0.639) | (0.275) | (0.411) |
| *Tất cả các biến trên sử dụng cho ước lượng GMM đều là sai phân bậc 1. Kiểm định t-test được đặt trong dấu ngoặc đơn. Các biến khác được định nghĩa trong Bảng 3.2. F- test được sử dụng để kiểm định sự khác nhau giữa các hệ số b1- b4. AR(1) và AR(2) được sử dụng để kiểm định sự tương quan bậc (1) và (2) với phần dư. Kiểm định Hansen được sử dụng để kiểm định mức phù hợp của các biến công cụ. Các biến công cụ trong cột (1) là I / K (t - 2), CF / K (t-2) \* NEG (t-2), CF / K (t - 2) \* POS (t-2), Q t-2) và ở các mức độ trễ hơn. Các biến công cụ ở cột (2) và (4) là I / K (t - 2), CF / K (t - 2) \* NEG (t - 2), CF / K (t - 2) \* POS -2), CF / K \* NEG \* GC (t-2), CF / K \* POS \* GC (t-2), Q (t-2) và ở các mức trễ hơn. Các biến công cụ trong các cột (3) và (5) là I / K (t - 2), CF / K (t - 2) \* NEG (t - 2), CF / K (t - 2) \* POS (t - 2 ), CF / K \* NEG \* GC (t-2), CF / K \* POS \* GC (t-2),SalesGrowth(t-2), Size(t-2), Leverage(t-2) Beta (t-2), Volatility(t-2), và ở các mức trễ hơn. \*\*\*, \*\*, và \* đại diện ý nghĩa thống kê ở mức 1%, 5% và 10% tương ứng.* | | | | | | |

## 5.2 Tác động của việc thay đổi cơ cấu sở hữu

Quyền sở hữu của Chính phủ tại các công ty niêm yết của Việt Nam được xác định là nội sinh. Chính phủ không chỉ lựa chọn tư nhân hóa các doanh nghiệp nào mà còn kiểm soát lượng cổ phiếu được bán ra (Calomiris và cộng sự, 2010). Chính phủ có thể lựa chọn duy trì quyền sở hữu và kiểm soát đối với một số loại hình công ty hay ngành nhất định. Việc Chính phủ lựa chọn công ty nào tư nhân hóa có thể không dựa vào sự nhạy cảm dòng tiền- đầu tư và do đó có thể làm sai lệch các hệ số ước lượng. Để giải quyết vấn đề này, tác giả sẽ tiến hành điều tra sự thay đổi về độ nhạy cảm dòng tiền- đầu tư ở các doanh nghiệp trải qua những vấn đề thay đổi trong thành phần cổ đông kiểm soát. Những thay đổi trong phương trình hồi quy sẽ kiểm soát các yếu tố không được thể hiện trong phương trình.

Trong giai đoạn nghiên cứu từ 2010- 2016 có 16 công ty trải qua quá trình từ công ty Chính phủ kiểm soát sang công ty tư nhân kiểm soát. Tác giả tiến hành điều tra độ nhạy cảm dòng tiền- đầu tư có thay đổi khi có sự thay đổi về cấu trúc vốn sở hữu ở các công ty này không. Tác giả gắn biến giả After cho phương trình hồi quy. Biến giả After bằng 1 khi các công ty Chính phủ kiểm soát chuyển sang công ty tư nhân và ngược lại. Biến giả After cũng tương tác với biến CF/K\*NEG và CF/K\*POS. Các kết quả thu được như Bảng 5.2. Hệ số CF/K\*NEG \*After là dương và có ý nghĩa thống kê. Hệ số CF/K\*POS\*After là âm và có ý nghĩa thống kê truớc khi thêm các biến đặc trưng của doanh nghiệp. Những kết quả này đã cho thấy khi các công ty sở hữu nhà nước chuyển giao quyền kiểm soát sang cho tư nhân thì độ nhạy cảm dòng tiền – đầu tư đều giảm khi dòng tiền là âm. Đây là những bằng chứng cho thấy rằng sự kiểm soát của Chính phủ đã làm tăng độ nhạy cảm của dòng tiền- đầu tư.

**Bảng 5.2 Thay đổi trong cơ cấu sở hữu và mối quan hệ giữa dòng tiền- đầu tư**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  |  | (1) | (2) |
| CF/K\*NEG | b1 | -0.067\* | -0.042 |
| (0.036) | (0.033) |
| CF/K\*POS | b2 | 0.066\*\*\* | 0.061\*\*\* |
| (0.013) | (0.011) |
| CF/K\*NEG\*After | b3 | 0.037\*\*\* | 0.024 |
| (0.095) | (0.117) |
| CF/K\*POS\*After | b4 | -0.046\* | -0.014 |
| (0.216) | (0.289) |
| Joint test (p-value) |  |  |  |
| b1= b2 |  | 0.0007 | 0.0032 |
| b1+ b3=0 |  | 0.7360 | 0.8798 |
| b2+ b4=0 |  | 0.9250 | 0.8695 |
| b1+ b3= b2+ b4 |  | 0.8361 | 0.8416 |
| After |  | -0.059 | 0.031 |
|  | (0.298) | (0.362) |
| Q |  | 0.164 |  |
|  | (0.115) |  |
| SalesGrowth |  |  | 0.005 |
|  |  | (0.028) |
| Size |  |  | 0.092 |
|  |  | (0.082) |
| Leverage |  |  | 0.300 |
|  |  | (0.378) |
| Age |  |  | -0.005 |
|  |  | (0.027) |
| Beta |  |  | -0.115 |
|  |  | (0.198) |
| Volatility |  |  | -0.099 |
|  |  | (0.174) |
| Constant |  | 0.185 | -2.145 |
|  | (0.267) | (2.103) |
| Số quan sát |  | 1665 | 1743 |
| *Các hệ số ở bảng trên là dữ liệu hồi quy bảng trong giai đoạn 2010- 2016, cố định hiệu ứng công ty và năm (thống kê t trong ngoặc đơn). I/K là biến phụ thuộc. POS là biến giả bằng 1 nếu CF/K>0 và bằng 0 cho những trường hợp còn lại. After là biến giả bằng 1 nếu công ty chuyển đổi từ hình thức công ty Chính phủ kiểm soát sang công ty tư nhân kiểm soát. Các biến khác như định nghĩa trong Bảng 3.2. F-test được sử dụng để kiểm định sự khác nhau giữa hệ số b1- b4 với các mưc ý nghĩa p- value. \*\*\*. \*\*, \* tương ứng với mức ý nghĩa 1%, 5%, 10%.* | | | |

# CHƯƠNG 6:

# KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

## 6.1 Kết luận chung

Bài nghiên cứu sử dụng dữ liệu bảng của 1749 quan sát tương ứng với 263 công ty phi tài chính được niêm yết trên sàn chứng khoán HOSE trong giai đoạn 2010- 2016 nhằm điều tra sự ảnh hưởng của kiểm soát Chính phủ và các kênh tài trợ đến các quyết định đầu tư của doanh nghiệp. Và đã thu được những kết quả nghiên cứu như sau:

Thứ nhất, khi tiến hành điều tra mối quan hệ dòng tiền- đầu tư của các công ty được niêm yết tại Việt Nam thì nhận thấy rằng dòng tiền- đầu tư có mối quan hệ phi tuyến hình chữ U. Đầu tư sẽ được gia tăng nếu nguồn vốn nội bộ gia tăng khi ở trạng thái dương, nhưng đầu tư sẽ giảm nếu nguồn vốn nội bộ tăng khi ở trạng thái âm. Điều này có thể được giải thích rằng, khi dòng tiền của doanh nghiệp là âm nếu có một sự sụt giảm trong dòng tiền, các cổ đông sẽ tìm cách để tiếp cận với các nguồn tài trợ ở bên ngoài như phát hành cổ phiếu hay vay nợ để gia tăng đầu tư nhằm mục đích tăng doanh thu để dòng tiền dương. Nhưng khi dòng tiền bắt đầu tăng trở lại, các cổ đông lo sợ rủi ro vỡ nợ gia tăng nên họ sẽ tiến hành trả nợ làm cho những dự án đầu tư sắp đến của công ty sụt giảm. Một khi dòng tiền dương quay trở lại nếu có sự gia tăng trong dòng tiền, các cổ đông sẽ gia tăng đầu tư để tạo ra mức thu nhập tối đa. Nhưng nếu có sự sụt giảm dòng tiền khi dòng tiền dương, thay vì tiếp cận với các nguồn tài trợ bên ngoài, các cổ đông sẽ cắt giảm đầu tư bởi vì việc tiếp cận này phát sinh thêm các chi phí tài chính và họ mong đợi dòng tiền dương sẽ tăng trở lại nhờ vào thu nhập được tạo ra từ các dự án đầu tư trước đó. Những kết quả này phù hợp với lập luận của Cleary và cộng sự (2007) cho các công ty ở Mỹ, Guariglia và cộng sự (2008) cho các công ty ở Anh; Firth và cộng sự (2012) cho các công ty ở Trung Quốc.

Thứ hai, tác giả cũng nhận được kết quả rằng so với các công ty tư nhân kiểm soát, đường cong hình chữ U về dòng tiền và đầu tư của công ty Chính phủ kiểm soát thì dốc hơn đặc biệt là ở phía bên trái hình chữ U nơi dòng tiền âm. Tuy nhiên, sự khác nhau về độ dốc chỉ xuất hiện khi các doanh nghiệp có cơ hội đầu tư khan hiếm. Điều này có thể giải thích bởi hai lý do. Lý do thứ nhất, các công ty Chính phủ kiểm soát phải chịu những áp lực từ những mục tiêu kinh tế xã hội của nhà nước như giảm tỷ lệ thất nghiệp, xây dựng dự trữ ngoại hối, phát triển cơ cấu hạ tầng của đất nước,… Như vậy, khi dòng tiền dương, các doanh nghiệp sử dụng dòng tiền để tài trợ cho các dự án đầu tư mới theo yêu cầu của Chính phủ. Khi dòng tiền âm, các công ty Chính phủ kiểm soát vẫn phải tìm cách để tài trợ cho đầu tư ngay cả khi các cơ hội đầu tư là khan hiếm. Trong khi đó, các công ty tư nhân kiểm soát không phải chịu những áp lực này, mục tiêu duy nhất của họ là tìm kiếm các cơ hội đầu tư để tạo ra lợi nhuận. Lý do thứ hai, do các vấn đề đại diện, khi công ty rơi vào tình trạng thua lỗ, các nhà quản lý của công ty Chính phủ kiểm soát có thể thực hiện các trò chơi dịch chuyển rủi ro bằng cách thực hiện các dự án đầu tư bừa bãi để tìm kiếm các cơ hội sinh lời. Vì thế, các khoản đầu tư có NPV âm có nhiều khả năng xảy ra ở các công ty Chính phủ kiểm soát hơn so với các công ty tư nhân. Nếu dự án đầu tư thành công, các nhà quản lý nhận được những lời tán thưởng và có nhiều cơ hội thăng tiến. Nếu dự án không thành công, các nhà quản lý có thể tìm cách thoái thác trách nhiệm bằng cách lập luận rằng do ho phải thực hiện các mục tiêu kinh tế- xã hội theo định hướng của Chính phủ, và các cổ đông hay chủ nợ là người chịu thiệt hại trong tình huống này chứ không phải các nhà quản lý.

Cuối cùng, khi so sánh sự khác biệt của công ty Chính phủ kiểm soát và công ty tư nhân kiểm soát trong việc sử dụng các kênh tài trợ bên ngoài. Và tác giả nhận thấy rằng không có sự khác biệt trong kênh tài trợ giữa hai nhóm công ty này. Không có sự phân biệt đối xử của các ngân hàng đối với các công ty tư nhân kiểm soát cũng như không có bằng chứng cho thấy sự thiên vị các công ty Chính phủ kiểm soát trong quá trình phê duyệt phát hành thêm cổ phần. Như thế, không có sự khác biệt trong hạn chế tài trợ bên ngoài tác động đến sự khác nhau trong đường cong dòng tiền- đầu tư giữa các công ty Chính phủ kiểm soát và công ty tư nhân kiểm soát.

Tóm lại, bài nghiên cứu đã cung cấp những bằng chứng thực nghiệm về ảnh hưởng của Chính phủ và kênh tài trợ đến các quyết định đầu tư của các công ty phi tài chính được niêm yết tại Việt Nam với những kết quả cho rằng mối quan hệ phi tuyến dòng tiền- đầu tư theo hình chữ U, đường cong đặc biệt dốc hơn về phía bên trái đối với các công ty Chính phủ kiểm soát và cuối cùng không tìm thấy sự khác biệt trong việc tìm kiếm nguồn tài trợ bên ngoài giũa hai nhóm công ty để giải thích sự khác biệt trong mức độ nhạy cảm giữa các công ty Chính phủ kiểm soát và công ty tư nhân kiểm soát.

## 6.2 Gợi ý chính sách

Do phải ưu tiên trong việc thực hiện các chính sách về kinh tế xã hội nên các công ty Chính phủ kiểm soát có độ nhạy cảm dòng tiền- đầu tư cao hơn so với công ty tư nhân. Do đó, tác giả khuyến nghị Chính phủ có những biện pháp giám sát các nhà quản lý của doanh nghiệp nhà nước vì các vấn đề lợi ích nhóm cũng như các khả năng lạm dụng quyền hạn để phục vụ cho các lợi ích cá nhân.

Bên cạnh đó, các doanh nghiệp ở Việt Nam đa số là theo quy mô vừa và nhỏ do đó nguồn vốn nội bộ không cao nên gặp nhiều hạn chế trong mở rộng sản xuất kinh doanh. Vì vậy để cải tiến đầu tư các nhà làm chính sách nên tạo các điều kiện để doanh nghiệp dễ dàng tiếp cận với các nguồn vốn bên ngoài như vay nợ ngân hàng hoặc phát hành trái phiếu. Nhìn chung, thời gian qua hầu hết các doanh nghiệp tiếp cận với nguồn vốn bên ngoài chủ yếu thông qua vay vốn ngân hàng và các tổ chức tín dụng trong khi kênh phát hành trái phiếu còn yếu kém, số doanh nghiệp phát hành trái phiếu không nhiều. Do đó, các nhà làm chính sách nên tạo điều kiện để phát triển thị trường này vì đây là thị trường cung cấp vốn cho doanh nghiệp rất dồi dào và giảm bợt gánh nặng cho hình thức vay nợ.

## 6.3 Hạn chế đề tài

Bài nghiên cứu đã có những đóng góp nhất định trong việc điều tra những sự ảnh hưởng của Chính phủ và các kênh tài trợ đến các quyết định đầu tư của doanh nhưng vẫn còn những hạn chế sau:

Thứ nhất, mẫu dữ liệu quan sát của tác giả chỉ gồm những công ty phi tài chính trên sàn chứng khoán HOSE nên số lượng quan sát có hạn, không thể bao quát hết tất cả các công ty tại Việt Nam nên tính đại diện không cao.

Thứ hai, kết cấu của luận văn khá chênh lệch khi đa số các quan sát là các doanh nghiệp tư nhân. Nhiều công ty thuộc sở hữu nhà nước không được niêm yết hay được niêm yết trên sàn chứng khoán HNX hay UPCOM bị loại khỏi nghiên cứu nên có thể dẫn đến những hạn chế trong việc đưa ra các kết quả cuối cùng.

Thứ ba, mẫu dữ liệu của bài nghiên cứu được lấy từ những báo cáo tài chính đã được kiểm toán trên các kênh cung cấp thông tin uy tín nhưng mức độ tin cậy của nguồn dữ liệu tại Việt Nam chỉ mang tính chất tương đối do một vài thông tin có thể bị sửa chữa nhằm những mục đích riêng nên tính minh bạch rõ ràng không cao. Ngoài ra, các nguyên tắc kế toán khác nhau áp dụng tại các doanh nghiệp có thể làm nguồn dữ liệu có những sai lệch nhất định.

## 6.4 Hướng nghiên cứu tiếp theo

Để kết quả nghiên cứu có ý nghĩa và đáng tin cậy, tác giả mong rằng sẽ cải thiện những hạn chế trên và có tính đại diện cao hơn cho nền kinh tế Việt Nam nên trong những nghiên cứu tiếp theo, tác giả sẽ cải thiện theo hướng sau:

Thứ nhất, tác giả sẽ mở rộng mẫu nghiên cứu không chỉ các công ty được niêm yết trên sàn chứng khoán HOSE mà còn nghiên cứu trên sàn chứng khoán HNX cũng như các công ty trên thị trường chứng khoán phi tập trung OTC. Thêm vào đó, để gia tăng mẫu nghiên cứu tác giả cũng sẽ thu thập dữ liệu theo quý.

Thứ hai, tiến hành nghiên cứu dựa trên hai giai đoạn của nền kinh tế là giai đoạn khủng hoảng và giai đoạn không khủng hoảng để kiểm tra xem những sự ảnh hưởng của kiểm soát Chính phủ và kênh tài trợ đến quyết định đầu tư của doanh nghiệp có khác nhau hay không.