

Mối quan hệ giữa sử dụng đòn bẩy tài chính và quyết định đầu tư

PGS.TS. NGUYỄN THỊ NGỌC TRANG & TRANG THÚY QUYÊN

Bài viết này nhằm kiểm định đòn bẩy tài chính có tác động đến quyết định đầu tư của doanh nghiệp hay không? Chúng tôi sử dụng mẫu gồm 264 công ty niêm yết trước năm 2010 trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE) và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX), thời kỳ phân tích giai đoạn 2009-2011. Mô hình nghiên cứu của bài sử dụng dữ liệu bảng (panel data) được hồi quy theo 3 cách: pooling, random effect (hiệu ứng ngẫu nhiên) và fixed effect (hiệu ứng cố định). Để tìm hiểu xem phương pháp hồi quy nào là phù hợp nhất trong ba phương pháp trên, chúng tôi sử dụng hai kiểm định là Lagrangian Multiplier (LM test, Breusch và Pagan, 1980) và kiểm định Hausman (Hausman, 1978). Chúng tôi phát hiện ra rằng việc sử dụng đòn bẩy tài chính có tác động thuận chiều lên quyết định đầu tư đối với toàn bộ công ty trong mẫu và các công ty tăng trưởng cao trong mẫu. Tuy nhiên, đối với các công ty tăng trưởng thấp, đòn bẩy tài chính lại có tác động nghịch chiều lên đầu tư.

Từ khóa: Đầu tư, đòn bẩy tài chính, dữ liệu bảng (panel data).

1. Giới thiệu

Đầu tư và tài trợ là hai trong ba quyết định tài chính mà các giám đốc tài chính hướng đến để điều hành và gia tăng giá trị công ty. Các quyết định này luôn có quan hệ qua lại với nhau. Chẳng hạn, gia tăng sử dụng đòn bẩy tài chính làm thay đổi chi phí sử dụng vốn, đến lượt nó sẽ tác động đến việc lựa chọn các dự án đầu tư. Trong thực tế, đòn bẩy tài chính có tác động đến quyết định đầu tư hay không đã được các nhà nghiên cứu trên thế giới đánh giá và đo lường.

Trong nguồn tài trợ bên ngoài thì tài trợ bằng nợ vay luôn được cân nhắc vì nợ vay thường có chi thấp hơn tài trợ bằng vốn cổ phần. Tuy nhiên đòn bẩy có thể làm cho khoản lỗ của công ty trở nên lớn hơn nhiều so với khi không sử dụng đòn bẩy. Vì vậy, tìm hiểu

tác động của đòn bẩy tài chính lên quyết định đầu tư được xem là một vấn đề quan trọng trong tài chính công ty.

Theo định đề 1 của Modigliani và Miller (1958), trong một thị trường hoàn hảo thì quyết định đầu tư độc lập với quyết định tài trợ. Tuy nhiên, trong thực tế do tồn tại những bất hoàn hảo của thị trường như chi phí đại diện, thông tin bất cân xứng, ... nên quyết định đầu tư thực sự chịu tác động bởi quyết định tài trợ.

Vì vậy, chúng tôi thực hiện nghiên cứu này nhằm tìm hiểu tác động của đòn bẩy đến đầu tư của các công ty niêm yết ở VN trong giai đoạn 2009-2011. Nghiên cứu này sử dụng dữ liệu của 264 công ty thực hiện niêm yết trước năm 2010 trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE) và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX).

2. Cơ sở lý thuyết

Modigliani và Miller (1985) cho rằng trong thị trường hoàn hảo thì chính sách đầu tư của công ty không chịu tác động bởi quyết định tài trợ. Tuy nhiên, trong thế giới thực lại tồn tại các vấn đề như thông tin bất cân xứng, chi phí đại diện,.. đã làm xuất hiện vấn đề “đầu tư dưới mức” (under-investment) hay “đầu tư vượt mức” (over-investment).

Theo bài nghiên cứu của Myer (1977), tác giả kết luận chính những mâu thuẫn giữa nhóm các cổ đông - nhà quản lý và các trái chủ trong một công ty có sử dụng nợ vay có thể làm giảm động cơ đầu tư vào những cơ hội kinh doanh có NPV dương vì lo sợ những lợi ích từ các dự án sẽ thuộc về trái chủ. Chính điều này đã dẫn đến vấn đề “đầu tư dưới mức” (under-investment).

Theo Jensen (1986), các giám

độc vì lợi ích bản thân thường có xu hướng mở rộng quy mô của công ty thậm chí là thực hiện cả những dự án gây hại đến lợi ích của cổ đông, dẫn đến “đầu tư quá mức” (over-investment). Trong trường hợp này nếu sử dụng nợ vay sẽ giúp hạn chế vấn đề đầu tư quá mức.

Theo János Kornai (1980), trong bài viết tác giả đã đưa ra thuật ngữ “ràng buộc ngân sách linh hoạt” (soft budget constraint). Đây là hiện tượng thường thấy trong nền kinh tế xã hội chủ nghĩa, khi các ràng buộc đối với các đơn vị kinh tế trở nên “linh hoạt” – soft. Tình trạng “ràng buộc ngân sách linh hoạt” thường liên quan đến “chính sách Tobin’s Q = phụ mẫu” của Nhà nước đối với các tổ chức kinh tế do Nhà nước sở hữu. Chính vì có được những ưu đãi trong quá trình hoạt động nên các công ty này thường không quan tâm đến tính hiệu quả khi sử dụng khoản vay để đầu tư, vì vậy mối quan hệ giữa vay nợ và đầu tư sẽ là thuận chiều nhau.

3. Mô hình và phương pháp nghiên cứu

3.1 Mô hình ước lượng

Mô hình của nghiên cứu này được dựa trên mô hình của các tác giả Mohun Prasadising Odit, Hemant B. Chittoo (2008), nhằm kiểm tra tác động của đòn bẩy lên đầu tư:

$$I_{it} / K_{i,t-1} = \alpha + \beta (CF_{it} / K_{i,t-1}) + \beta_1 Q_{i,t-1} + \beta_2 LEV_{i,t-1} + \beta_3 SALE_{i,t-1} + \beta_4 ROA_{i,t-1} + \beta_5 LIQ_{i,t-1} + u_{it}$$

I_{it} : đầu tư thuần của công ty i ở thời điểm t .

$K_{i,t-1}$: tài sản cố định hữu hình thuần.

CF_{it} : biến Cash Flow, dòng tiền công ty i thời điểm t .

$Q_{i,t-1}$: biến Tobin’s Q, đại diện

cho cơ hội tăng trưởng của công ty
 $LEV_{i,t-1}$: biến Leverage, đại diện cho đòn bẩy của công ty.

$SALE_{i,t-1}$: biến Sales Growth, đại diện cho tăng trưởng doanh thu.

$ROA_{i,t-1}$: biến Profitability, tỉ suất sinh lợi trên tài sản.

$LIQ_{i,t-1}$: biến Liquidity, đại diện cho tính thanh khoản.

Biến LEV (viết tắt của biến Leverage - đòn bẩy): tỉ lệ của tổng nợ dài hạn và ngắn hạn trên tổng tài sản.

Biến Q (viết tắt của biến Tobin’s Q): đo lường cơ hội tăng trưởng của công ty. Cách tính:

$$\frac{\text{Tổng nợ} + \text{giá thị trường của cổ phần thường} + \text{giá thị trường ước tính của cổ phần ưu đãi}}{\text{Giá trị sổ sách của tài sản}}$$

Biến SALE (viết tắt của biến Sales Growth): tỉ số giữa doanh thu thuần bán hàng và dịch vụ chia cho tài sản cố định hữu hình thuần.

Biến CF: (viết tắt của biến Cash flow) dòng tiền nội bộ của công ty. Nếu công ty có đủ dòng tiền nội bộ sẽ có thể tận dụng tốt các cơ hội đầu tư, tài trợ nội bộ đứng đầu trong trật tự phân hạng của Myer.

Biến LIQ (viết tắt của biến Liquidity): thể hiện năng lực công ty trong việc đáp ứng các cam kết vay nợ (trả lãi và nợ gốc định kỳ). Biến LIQ là tỉ số giữa tài sản ngắn hạn và nợ ngắn hạn.

3.2 Phương pháp hồi quy

Mô hình nghiên cứu của bài sử dụng dữ liệu bảng (panel data) được hồi quy theo 3 cách: pooling, random effect (hiệu ứng ngẫu nhiên) và fixed effect (hiệu ứng cố định). Để tìm hiểu xem phương pháp hồi quy nào là phù hợp nhất trong ba phương pháp

trên, chúng tôi sử dụng hai kiểm định là Lagrangian Multiplier (LM test, Breusch và Pagan, 1980) và kiểm định Hausman (Hausman, 1978).

Chúng tôi hồi quy phương trình trên cho toàn mẫu. Sau đó, chúng tôi phân mẫu ra thành các công ty tăng trưởng cao và các công ty tăng trưởng thấp dựa trên chỉ số Tobin’s Q (Tobin’s Q lớn hơn 1 là nhóm công ty tăng trưởng cao và ngược lại). Cách phân loại này được sử dụng trong nhiều nghiên cứu trước đó như của Lang (1996) hay Aivazian (2005).

4. Kết quả nghiên cứu

4.1 Kết quả hồi quy cho toàn mẫu

Bảng 1 trình bày hệ số tương quan giữa các biến. Do các hệ số tương quan giữa các cặp biến trong mô hình đều không quá lớn, và kiểm định đa cộng tuyến VIF cho kết quả là 1.49 nên vấn đề đa cộng tuyến không ảnh hưởng đến kết quả mô hình.

Bảng 2 trình bày kết quả hồi quy. Chúng tôi lần lượt hồi quy theo 3 phương pháp: pooling, random effect (hiệu ứng ngẫu nhiên) và fixed effect (hiệu ứng cố định). Hệ số χ^2 của kiểm định LM và hệ số χ^2 của kiểm định Hausman cho thấy mô hình hồi quy theo fixed effect (hiệu ứng cố định) là thích hợp nhất trong trường hợp này.

Biến Leverage tác động thuận chiều lên biến Net Investment với hệ số là 15.0993 và có ý nghĩa thống kê ở mức 10%. Hệ số này cho thấy khi vay nợ tăng lên 1 đơn vị thì đầu tư sẽ tăng lên 15.0993 đơn vị. Tác động

Bảng 1: Tương quan giữa các biến độc lập (toàn bộ mẫu)

	Cash low	Tobin's Q	Leverage	Sales Growth	Profitability	Liquidity
Cash Flow	1.0000	-	-	-	-	-
Tobin's Q	0.1489	1.0000	-	-	-	-
Leverage	-0.0999	-0.1218	1.0000	-	-	-
Sales Growth	0.4068	0.0266	0.0136	1.0000	-	-
Profitability	0.1694	0.5025	-0.4337	0.1163	1.0000	-
Liquidity	0.2059	0.0599	-0.5921	0.0296	0.2646	1.0000
Multicollinearity test	Mean VIF=1.49					

Bảng 2: Kết quả hồi quy: Biến độc lập (Đầu tư thuần- Net Investment) (toàn bộ mẫu)

	Pooling	Random Effect	Fixed Effect
Constant	-3.3144 (-0.98)	-4.0027 (-1.07)	-6.3299 (-1.07)
Cash Flow	-0.4538*** (-14.78)	-0.4608*** (-14.92)	-0.4637*** (-11.77)
Tobin's Q	3.3209* (1.74)	0.9804 (0.50)	-2.5222 (-0.98)
Leverage	2.0910 (0.52)	5.8049 (1.24)	15.0993* (1.63)
Sales Growth	0.0893*** (3.84)	0.0857*** (3.43)	0.0818*** (2.41)
Profitability	-6.0507 (-0.57)	0.8852 (0.09)	6.7291 (0.55)
Liquidity	-0.2873 (-0.69)	0.1826 (0.45)	0.6606* (1.62)
LM test	Chi ² (1)=138.37***		
Hausman test	Chi ² (6)=11.52*		
R ²	0.2398	0.2370	0.2287

Ghi chú: Bảng 2 trình bày kết quả hồi quy tác động đòn bẩy lên quyết định đầu tư sử dụng các mô hình (pooling, fixed effect, random effect), dữ liệu là toàn bộ các công ty trong mẫu. Thống kê t được trình bày trong ngoặc đơn, dưới các hệ số hồi quy. Kiểm định Lagrangian (LM test) được sử dụng để kiểm tra độ phù hợp giữa hai mô hình pooling và random effect. Kiểm định Hausman (Hausman test) kiểm tra độ phù hợp giữa mô hình random và fixed effect.

* có ý nghĩa thống kê ở mức 10%

** có ý nghĩa thống kê ở mức 5%

*** có ý nghĩa thống kê ở mức 1%

thuận chiều này là phù hợp với lý thuyết “Soft Budget Constraints-ràng buộc ngân sách linh hoạt” của János Kornai (1986). Đa số các công ty trong mẫu đều có yếu tố sở hữu của Nhà nước, có gần 80% số lượng công ty niêm yết trong mẫu có yếu tố sở hữu nhà nước. Xem xét lại bối cảnh của VN, khi hơn phân nửa nhu cầu tín dụng trong nước được đáp

ứng bởi 5 ngân hàng lớn thuộc sở hữu nhà nước. Như vậy các công ty thuộc sở hữu nhà nước sẽ có thể tận dụng mối quan hệ của mình để tiếp cận các khoản vay với những điều kiện ưu đãi mà không nhất thiết phải trình bày với ngân hàng về tính hiệu quả trong việc sử dụng các khoản vay này.

Biến Cash Flow cũng tác động

ngược chiều lên đầu tư, với hệ số là -0.4637 và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Điều này cho thấy việc đầu tư của những công ty trong mẫu không phụ thuộc vào dòng tiền nội bộ, nguyên nhân là do các công ty này có thể tận dụng các mối quan hệ để dễ dàng có được các khoản vay cho đầu tư.

Biến Sales Growth có hệ số hồi quy là 0.0818 và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Nếu công ty sử dụng hiệu quả tài sản cố định và điều này giúp tạo ra doanh số cao hơn thì công ty sẽ quyết định đầu tư thêm vào tài sản cố định. Trong bài nghiên cứu của nhóm tác giả Aivazian (2005) cũng tìm thấy biến này tác động thuận chiều lên đầu tư với mức ý nghĩa 1%.

Biến Liquidity tương quan thuận chiều với đầu tư, hệ số là 0.0660. Khi công ty có đủ thanh khoản để đáp ứng nghĩa vụ trả nợ định kỳ, làm tăng niềm tin ở người cho vay và sẽ dễ dàng tìm được nguồn tài trợ từ nợ vay để đầu tư trong tương lai.

Biến Profitability cũng tác động thuận chiều lên đầu tư và có hệ số là 6.7291. Tác động thuận chiều này hàm ý khi tỷ suất sinh lợi trên tài sản cao là một dấu hiệu tốt giúp tăng niềm tin của nhà đầu tư, thu hút được các nhà đầu tư bên ngoài trong việc mở rộng đầu tư.

Biến Tobin's Q có hệ số là -2.5222. Theo các bài nghiên cứu trước chẳng hạn như Lang (1996) hay Aivazian (2005) thì dấu kỳ vọng giữa Tobin's Q và biến Net Investment là thuận chiều. Mối quan hệ nghịch chiều này là do trong giai đoạn này thị trường chứng khoán VN chỉ mới

Bảng 3: Tương quan giữa các biến độc lập (công ty tăng trưởng thấp)

	Cash low	Tobin's Q	Leverage	Sales Growth	Profitability	Liquidity
Cash Flow	1.0000	-	-	-	-	-
Tobin's Q	0.0042	1.0000	-	-	-	-
Leverage	-0.0391	0.6689	1.0000	-	-	-
Sales Growth	0.6077	0.0551	0.0820	1.0000	-	-
Profitability	0.0956	0.0911	-0.1995	0.0807	1.0000	-
Liquidity	0.0440	-0.4959	-0.5944	-0.0475	0.1655	1.0000
Multicollinearity test	Mean VIF=1.57					

Bảng 4: Kết quả hồi quy: Biến độc lập (Đầu tư thuần - Net Investment) (công ty tăng trưởng thấp)

	Pooling	Random Effect	Fixed Effect
Constant	-1.7737 (-0.78)	-1.2224 (-0.75)	-0.6489 (-0.35)
Cash Flow	-0.3903*** (-6.5)	-0.3686*** (-9.4)	-0.3771*** (-8.90)
Tobin's Q	1.4175 (0.48)	-1.6042 (0.79)	-2.5355 (1.11)
Leverage	0.4532 (0.26)	-0.8978 (-1.57)	-3.6552* (-1.69)
Sales Growth	0.0638*** (7.24)	0.0588*** (8.46)	0.0575*** (6.93)
Profitability	-2.6081 (-0.53)	-0.3324 (-0.09)	0.4717 (0.10)
Liquidity	0.0570 (0.40)	0.0291 (0.30)	0.0420 (0.40)
LM test	Chi ² (1)=91.01***		
Hausman test	Chi ² (6)=13.34***		
R ²	0.1447	0.3511	0.3571

Ghi chú: Bảng 4 trình bày kết quả hồi quy tác động đôn bầy lên quyết định đầu tư sử dụng các mô hình (pooling, fixed effect, random effect), dữ liệu là các công ty tăng trưởng thấp. Thống kê t được trình bày trong ngoặc đơn, dưới các hệ số hồi quy. Kiểm định Lagrangian (LM test) được sử dụng để kiểm tra độ phù hợp giữa hai mô hình pooling và random effect. Kiểm định Hausman (Hausman test) kiểm tra độ phù hợp giữa mô hình random và fixed effect.

* có ý nghĩa thống kê ở mức 10%

** có ý nghĩa thống kê ở mức 5%

*** có ý nghĩa thống kê ở mức 1%

bắt đầu nên những thay đổi trong giá chứng khoán chưa phản ánh chính xác sự thay đổi trong giá trị công ty.

4.2 Kết quả hồi quy cho công ty tăng trưởng thấp

Hệ số tương quan các biến được trình bày trong Bảng 3. Kiểm định VIF cho kết quả là 1.57 nên vấn đề đa cộng tuyến không ảnh hưởng nhiều đến kết

quả mô hình.

Hệ số Chi² của kiểm định LM và hệ số Chi² của kiểm định Hausman cho thấy phương pháp hồi quy theo fixed effect (hiệu ứng cố định) là thích hợp nhất và có ý nghĩa thống kê.

Bảng 4 trình bày kết quả hồi quy đối với các công ty tăng trưởng thấp. Biến Leverage có tác động nghịch chiều lên đầu

tu với hệ số là -3.6552 và có ý nghĩa thống kê ở mức 10%. Lang (1994) cho rằng ở những công ty tăng trưởng do áp lực phải trả nợ lớn làm cho các công ty này vì không muốn rơi vào tình trạng phá sản nên sẽ không tăng đầu tư và sẽ bỏ qua những dự án kinh doanh tốt. Mặc dù có thể tận dụng mối quan hệ để có những khoản vay ưu đãi để đầu tư, nhưng do lo ngại nếu không đáp ứng được các cam kết trả nợ nên các công ty tăng trưởng thấp không sử dụng nợ vay để đầu tư.

Biến Cash Flow có tác động ngược chiều lên đầu tư với hệ số là -0.3771 và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Điều này cho thấy đầu tư ở những công ty tăng trưởng thấp không phụ thuộc vào dòng tiền nội bộ. Nguyên nhân có thể là do ở những công ty này hiệu quả hoạt động kém nên nguồn vốn nội bộ cũng không nhiều.

Biến Sales Growth tác động thuận chiều lên đầu tư và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Điều này cho thấy các công ty tăng trưởng thấp chỉ đầu tư thêm vào tài sản cố định khi sử dụng tài sản cố định một cách hiệu quả và giúp tăng doanh số. Kết quả này phù hợp với nghiên cứu của nhóm tác giả Aivazian (2005).

Biến Liquidity tương quan thuận chiều với đầu tư, hệ số là 0.0420. Khi công ty có đủ thanh khoản để đáp ứng nghĩa vụ trả nợ định kỳ sẽ dễ dàng vay nợ để đầu tư trong tương lai.

Biến Profitability cũng tác động thuận chiều lên đầu tư và có hệ số là 0.4717. Tác động thuận chiều này cho thấy khi tỷ suất sinh lợi trên tài sản cao giúp tăng niềm tin của nhà đầu tư trong việc mở rộng đầu tư.

Bảng 5: Tương quan giữa các biến độc lập (công ty tăng trưởng cao)

	Cash low	Tobin's Q	Leverage	Sales Growth	Profitability	Liquidity
Cash Flow	1.0000	-	-	-	-	-
Tobin's Q	0.1371	1.0000	-	-	-	-
Leverage	-0.1369	-0.4141	1.0000	-	-	-
Sales Growth	0.5242	0.0138	-0.0587	1.0000	-	-
Profitability	0.1707	0.4868	-0.6235	0.1500	1.0000	-
Liquidity	0.2967	0.2524	-0.5940	0.1277	0.3883	1.0000
Multicollinearity test	Mean VIF=1.68					

Bảng 6: Kết quả hồi quy: Biến độc lập (Đầu tư thuần- Net Investment) (công ty tăng trưởng cao)

	Pooling	Random Effect	Fixed Effect
Constant	-4.7222 (-0.60)	-7.7227 (-0.60)	25.7776 (-1.55)
Cash Flow	-0.4619*** (-10.04)	-0.4619*** (-10.04)	-0.4626*** (-6.69)
Tobin's Q	3.9969* (1.66)	3.9969* (1.67)	-2.4164 (-0.47)
Leverage	4.1919 (0.51)	4.1919 (0.51)	44.8488* (1.87)
Sales Growth	0.1265*** (2.45)	0.1265*** (2.45)	0.1066* (1.69)
Profitability	-5.0574 (-0.28)	-5.0574 (-0.28)	11.1834 (0.32)
Liquidity	-0.8056 (-0.96)	-0.8056 (-0.96)	2.4456* (1.65)
LM test	Chi ² (1)=98.66***		
Hausman test	Chi ² (6)=14.23***		
R ²	0.2474	0.24587	0.2423

Ghi chú: Bảng 6 trình bày kết quả hồi quy tác động đơn bẫy lên quyết định đầu tư sử dụng các mô hình (pooling, fixed effect, random effect), dữ liệu là toàn bộ các công ty tăng trưởng cao. Thống kê t được trình bày trong ngoặc đơn, dưới các hệ số hồi quy. Kiểm định Lagrangian (LM test) được sử dụng để kiểm tra độ phù hợp giữa hai mô hình pooling và random effect. Kiểm định Hausman (Hausman test) kiểm tra độ phù hợp giữa mô hình random và fixed effect.

* có ý nghĩa thống kê ở mức 10%

** có ý nghĩa thống kê ở mức 5%

*** có ý nghĩa thống kê ở mức 1%

Biến Tobin's Q có hệ số là -2.5355. Mỗi quan hệ nghịch chiều này là trong giai đoạn này thị trường chứng khoán VN chỉ mới bắt đầu nên những thay đổi trong giá chứng khoán chưa phản ánh tốt được thay đổi giá trị của công ty.

4.3 Kết quả hồi quy cho công ty tăng trưởng cao

Bảng 5 trình bày tương quan giữa các biến độc lập trong nhóm

các công ty tăng trưởng cao. Kiểm định VIF cho kết quả là 1.68, vì vậy vấn đề đa cộng tuyến không ảnh hưởng đến kết quả của bài.

Bảng 6 trình bày kết quả hồi quy đối với nhóm công ty tăng trưởng cao. Hệ số Chi² của kiểm định LM và hệ số Chi² của kiểm định Hausman cho thấy mô hình fixed effect (hiệu ứng cố định) vẫn là mô hình phù hợp nhất.

Biến Leverage có tác động thuận chiều lên đầu tư ở những công ty tăng trưởng cao và có ý nghĩa thống kê ở mức 10%. Đồng thời hệ số này cao hơn nhiều so với hệ số Leverage ở kết quả hồi quy cho toàn mẫu, điều này cho thấy ở những công ty tăng trưởng cao càng có động lực tận dụng mối quan hệ để tiếp cận các khoản vay để đầu tư ngay khi có cơ hội tốt, kết quả này là phù hợp với Lang (1996).

Biến Cash Flow có tác động ngược chiều với biến Net Investment và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%, thống nhất với kết quả hồi quy cho toàn mẫu. Các công ty tăng trưởng cao cũng tận dụng các khoản vay ưu đãi để đầu tư hơn là phụ thuộc vào nguồn tài trợ nội bộ của công ty.

Biến Sales Growth tác động thuận chiều với đầu tư và có ý nghĩa thống kê ở mức 10%. Nhóm công ty tăng trưởng cao sử dụng hiệu quả tài sản cố định và phản ánh trong việc làm tăng doanh số. Từ đó giúp công ty tự tin khi mở rộng đầu tư.

Biến Liquidity tương quan thuận chiều với đầu tư, hệ số là 2.4456 và có ý nghĩa thống kê ở mức 10%. Nếu nguồn thanh khoản của công ty đủ đáp ứng nghĩa vụ trả nợ định kỳ thì công ty sẽ dễ dàng hơn trong việc vay nợ để đầu tư trong tương lai.

Biến Profitability cũng tác động thuận chiều lên đầu tư và có hệ số là 11.1834. Khi công ty có tỷ suất sinh lợi trên tài sản cao sẽ trở nên hấp dẫn hơn đối với các nhà đầu tư bên ngoài trong và thuận lợi hơn trong việc mở rộng đầu tư.

Biến Tobin's Q có hệ số là -2.4164. Mỗi quan hệ nghịch

chiều này có thể giải thích là do trong giai đoạn nghiên cứu này thị trường chứng khoán VN chỉ mới bắt đầu nên những thay đổi trong giá chứng khoán chưa phản ánh tốt được giá trị của công ty.

Như vậy, sau khi hồi quy theo toàn mẫu, phân nhóm công ty tăng trưởng cao và thấp, kết quả cho thấy đối với toàn mẫu và công ty tăng trưởng cao thì đòn bẩy có tác động thuận chiều lên đầu tư. Hơn nữa, hệ số biến Leverage ở kết quả hồi quy cho công ty tăng trưởng cao (44.8488) cao hơn nhiều so với hệ số Leverage toàn mẫu (15.0993), hàm ý ở những công ty tăng trưởng cao gánh nặng vay nợ không cản trở nhiều đến đầu tư miễn là công ty có nhiều cơ hội kinh doanh tốt. Riêng đối với nhóm công ty tăng trưởng thấp thì đòn bẩy lại tác động nghịch chiều lên đầu tư. Mọi quan hệ nghịch chiều này là do lo sợ gánh nặng tài chính khi sử dụng đòn bẩy có thể làm tăng nguy cơ phá sản nên nhóm công ty này đã không thực hiện tăng đòn bẩy để đầu tư.

Biến Cash Flow trong cả ba kết quả hồi quy (toàn mẫu, công ty tăng trưởng cao và thấp) đều có tác động nghịch chiều lên đầu tư với mức ý nghĩa 1%. Điều này cho thấy các công ty trong mẫu đều không dựa vào nguồn tài trợ nội bộ khi đầu tư. Biến Sales Growth tác động thuận chiều lên đầu tư và có ý nghĩa thống kê cho cả ba bảng kết quả hồi quy. Các công ty chỉ đưa ra quyết định đầu tư thêm vào máy móc, thiết bị, nhà xưởng chỉ khi nhận thấy họ đang sử dụng hiệu quả TSCĐ, và điều này giúp làm tăng doanh số.

5. Kết luận

Bài nghiên cứu này cho thấy đòn bẩy tác động thuận chiều lên quyết định đầu tư và có ý nghĩa thống kê đối với kết quả toàn mẫu và đối với nhóm công ty tăng trưởng cao. Do đa số các công ty trong mẫu đều có yếu tố sở hữu nhà nước nên các công ty này thường dễ nhận được các điều kiện vay ưu đãi mà không cần xét đến tính hiệu quả khi sử dụng những khoản vay này để đầu tư. Đối với nhóm công ty tăng trưởng thấp thì đòn bẩy có tác động nghịch chiều lên đầu tư. Mặc dù các công ty này vẫn có thể tận dụng mối quan hệ để có thể tăng vay nợ cho đầu tư dễ dàng, nhưng do lo ngại việc vay mượn làm tăng khả năng phá sản nên không thực hiện tăng đòn bẩy để đầu tư.

Trong tương lai, các bài nghiên cứu với khoảng thời gian dài hơn sẽ cho kết quả khách quan hơn trong việc tìm hiểu mối quan hệ giữa đầu tư và đòn bẩy. Đồng thời các nghiên cứu khác trong tương lai có thể tìm hiểu

kỹ hơn các yếu tố như hình thức sở hữu của các công ty niêm yết, đặc trưng theo ngành, độ tuổi của công ty để xem xét rõ hơn tác động giữa đòn bẩy và đầu tư ●

TÀI LIỆU THAM KHẢO

János Kornai (1986), "The Soft Budget Constraint", *Kylos*, Vol 39.

Jensen, M.C (1986), "Agency Cost of the Free Cash Flow, Corporate Finance, and Take-overs", *American Economic Review* 76, 323-329.

Lang (1996), "Leverage, investment, and firm growth", *Journal of Financial Economics*, vol 40, pp 3-29.

Modigliani, Franco and Merton, Miller (1958), "The cost of capital, corporate finance and the theory of investment", *American Economic Review* vol 48, pp 261-297.

Myers (1997), "Determinants of corporate borrowing", *Journal of Financial Economics* 5, 147-175.

Mohun Prasadising Odit, Hemant B. Chittoo (2008), "Does Financial Influence Investment Decisions? The Case of Mauritian Firms", *Journal of Business Case Studies*.

Varouj A Aivazian, Ying and Qiu (2004), "The impact of leverage on firm investment: Canadian evidence", *Journal of Corporate Finance*.

Tái cơ cấu nền kinh tế VN...

(Tiếp theo trang 6)

TÀI LIỆU THAM KHẢO

Các đề án tái cơ cấu tổng thể nền kinh tế VN, Đề án TCC DNNN của Bộ Kế hoạch và Đầu tư trình Chính phủ phê duyệt và Đề án tái cơ cấu thị trường tài chính của Bộ tài chính ...

Đảng Cộng sản VN: Văn kiện Đại hội lần thứ XI, Nxb CTQG. H.2011.

Đình Thế Huỳnh, *Cơ cấu lại nền kinh tế gắn với đổi mới MHHT ở VN* (Báo cáo đề dẫn tại Hội thảo lần thứ 8 giữa Đảng Cộng sản VN và Đảng Cộng sản Trung Quốc, với chủ đề - "Đổi mới MHHT ở VN và chuyển đổi phương thức phát triển ở Trung Quốc", tổ chức tại Quảng Ninh, tháng 6-2012.

Nghị quyết Hội nghị lần thứ ba Ban chấp hành Trung ương Đảng, khóa XI (năm 2011).

Nhiều tài liệu khác bàn về tái cơ cấu kinh tế và bàn về tìm lối ra cho nền kinh tế (www.timmoi.com)

Thủ tướng Nguyễn Tấn Dũng, *Nhiều giải pháp cơ cấu lại nền kinh tế* (chinhphu.vn) cập nhật ngày 14/11/2012).