

Đòn bẩy và hoạt động đầu tư: Vai trò của tăng trưởng và sở hữu nhà nước

PGS.TS. PHAN THỊ BÍCH NGUYỆT

THS. PHÙNG ĐỨC NAM

THS. HOÀNG THỊ PHƯƠNG THẢO

Trường Đại học Kinh tế TP.HCM

Đề tài tiến hành nghiên cứu trên mẫu 630 các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán VN từ năm 2007 đến 2012 về mối tương quan giữa đòn bẩy và quyết định đầu tư. Sau khi đã xử lý các vấn đề nội sinh tiềm tàng, kết quả nghiên cứu cho thấy đòn bẩy có tương quan âm với đầu tư của doanh nghiệp. Đặc biệt mối tương quan này có sự khác biệt giữa các công ty có triển vọng tăng trưởng khác nhau, trong đó tác động ngược chiều này yếu hơn ở những công ty tăng trưởng cao so với những công ty tăng trưởng thấp. Ngoài ra, với việc đưa vào nghiên cứu vai trò của sở hữu nhà nước ở cả cấp độ ngân hàng và công ty, chúng tôi tìm thấy bằng chứng cho thấy sở hữu nhà nước có xu hướng làm giảm đi tác động ngược chiều của đòn bẩy lên đầu tư. Điều này hàm ý một chính sách cho vay dễ dãi, đặt ra ít ràng buộc của hệ thống ngân hàng và vấn đề đầu tư quá mức nhưng thiếu hiệu quả ở các doanh nghiệp nhà nước.

Từ khóa: đòn bẩy, đầu tư, tăng trưởng, sở hữu nhà nước.

1. Giới thiệu

Quyết định đầu tư là một quyết định quan trọng hàng đầu đối với mọi doanh nghiệp. Mối quan hệ giữa quyết định tài trợ, cụ thể là đòn bẩy, và quyết định đầu tư là một chủ đề nhận được rất nhiều sự quan tâm, cả trong giới học thuật cũng như thực hành tài chính. Bản chất mối quan hệ này là một mối quan hệ nội sinh, trong đó đòn bẩy và quyết định đầu tư có tác động qua lại lẫn nhau. Do đó, việc nghiên cứu về mối tương quan này đòi hỏi những kỹ thuật xử lý chặt chẽ trong các mô hình định lượng để đưa ra những ước lượng chính

xác. Nghiên cứu về tác động của đòn bẩy và hoạt động đầu tư đã được tiến hành trên rất nhiều thị trường, cả những thị trường đã và đang phát triển. Ở VN, cũng đã có một vài nghiên cứu đề cập đến vấn đề này, tuy nhiên các nghiên cứu đều chưa xử lý triệt để được vấn đề nội sinh giữa hai biến số này, dẫn đến mức độ tin cậy thấp đối với các ước lượng. Ngoài ra, các nghiên cứu cũng chưa liên kết được mối quan hệ giữa đòn bẩy và hoạt động đầu tư đối với cơ hội tăng trưởng cũng như cơ cấu sở hữu nhà nước trong doanh nghiệp, đặc biệt là vấn đề đầu tư quá mức và thiếu hiệu quả ở các doanh nghiệp thuộc sở

hữu nhà nước. Do đó, đề tài sẽ giải quyết các câu hỏi nghiên cứu sau:

(1) Có mối tương quan nào giữa đòn bẩy và hoạt động đầu tư đối với các công ty niêm yết tại VN hay không?

(2) Có sự khác biệt nào trong mối tương quan giữa đòn bẩy và hoạt động đầu tư giữa các công ty có cơ hội tăng trưởng khác nhau hay không? Và giữa các công ty có tỷ lệ sở hữu nhà nước khác nhau?

(3) Các khoản cho vay từ các ngân hàng thương mại nhà nước có tác động đến hoạt động đầu tư của các doanh nghiệp nhà nước hay không?

Để giải quyết các câu hỏi nghiên cứu này, đề tài sử dụng các mô hình định lượng cùng các phương pháp ước lượng fixed effect với dữ liệu bảng cũng như phương pháp hồi quy với biến công cụ để giải quyết vấn đề nội sinh giữa đòn bẩy và hoạt động đầu tư.

2. Tổng quan lý thuyết

2.1 Đòn bẩy và hoạt động đầu tư

Đòn bẩy và hoạt động đầu tư là vấn đề nhận được rất nhiều sự quan tâm. Theo Modigliani và Miller (1958) thì trong một thị trường hoàn hảo, quyết định tài trợ không có tương quan với quyết định đầu tư cũng như giá trị doanh nghiệp. Tuy nhiên, trong một thế giới thực với những bất hoàn hảo của thị trường và sự xuất hiện của chi phí đại diện, đòn bẩy có thể có những tác động phức tạp lên quyết định đầu tư.

Myers (1977) lập luận rằng đòn bẩy có thể có tác động ngược chiều lên hoạt động đầu tư do vấn đề đại diện giữa cổ đông và trái chủ, trong đó các nhà quản lý có thể từ bỏ các dự án có NPV dương vì một phần hoặc toàn bộ lợi ích đến từ đầu tư sẽ được dồn hết cho chủ nợ. Điều này sẽ dẫn đến việc đầu tư dưới mức.

Mặt khác, các lý thuyết của Jensen (1986) và Stulz (1990) lại đề xuất một tác động ngược chiều của đòn bẩy lên hoạt động đầu tư dựa trên vấn đề đại diện giữa cổ đông và nhà quản lý. Các tác giả này lập luận rằng đòn bẩy cao ở những công ty có ít cơ hội tăng trưởng sẽ khiến cho ban quản lý không hứng thú với những dự án kém hiệu quả do áp lực phải trả nợ, từ đó giảm thiểu sự lạm quyền của ban quản lý đối với dòng tiền tự do của công ty và giảm thiểu đầu tư.

Có nhiều nghiên cứu thực nghiệm về mối quan hệ giữa đòn bẩy và hoạt động đầu tư đã chứng minh cho những lập luận trên. Sử dụng dữ liệu của thị trường Mỹ, Lang cùng các cộng sự (1996) và

Ahn cùng các cộng sự (2006) tìm thấy rằng đòn bẩy có tương quan âm với hoạt động đầu tư. Aivazian cùng các cộng sự (2005) ủng hộ lập luận này với bằng chứng về các công ty ở Canada. Gần đây, Firth cùng các cộng sự (2008) cũng cung cấp bằng chứng cho thấy mối tương quan âm này trong các công ty Trung Quốc.

2.2 Đòn bẩy, hoạt động đầu tư và tăng trưởng

Lý thuyết của Jensen (1986) và Stulz (1990) lập luận rằng các công ty với dòng tiền tự do nhưng cơ hội tăng trưởng thấp hoặc không có sẽ có thể đầu tư quá mức, tức các nhà quản lý có thể thực hiện những dự án có NPV âm. Tuy nhiên, các cổ đông nhận biết được điều này, dẫn đến áp lực buộc nhà quản lý gia tăng đòn bẩy. Kết quả là nhà quản lý sẽ hạn chế hoạt động đầu tư kém hiệu quả. Những lý thuyết này đề xuất mối tương quan âm giữa đòn bẩy và đầu tư chỉ với những công ty có rất ít hoặc hầu như không có cơ hội tăng trưởng.

Nhất quán với dự báo của lý thuyết này, Lang cùng các cộng sự (1996) tìm thấy mối tương quan âm giữa đòn bẩy và tăng trưởng trong tương lai, nhưng mối tương quan âm này chỉ tồn tại với những công ty có cơ hội tăng trưởng thấp. Đối với những công ty có triển vọng tăng trưởng cao, đòn bẩy không làm giảm tốc độ tăng trưởng. Aivazian (2005) ghi nhận mối tương quan âm giữa đòn bẩy và đầu tư trong mẫu các công ty Canada. Tác động ngược chiều này mạnh hơn đáng kể đối với những công ty tăng trưởng thấp so với những công ty tăng trưởng cao. Ở thị trường VN, nghiên cứu của Nguyễn Thị Ngọc Trang và Trang Thúy Quyên (2013) cũng tìm thấy bằng chứng cho thấy tác động ngược chiều giữa đòn bẩy và đầu tư chỉ có ở những công ty tăng trưởng thấp. Điều này cho thấy đòn

bẩy có tác dụng ngăn chặn vấn đề đầu tư dàn trải ở những công ty có ít cơ hội tăng trưởng.

2.3. Đòn bẩy, hoạt động đầu tư và sở hữu nhà nước

Allen cùng các cộng sự (2005) chỉ ra rằng vấn đề nổi trội nhất đối với hệ thống ngân hàng ở Trung Quốc là các khoản vay không hiệu quả mà nhóm bốn ngân hàng thương mại lớn thuộc sở hữu nhà nước cho vay. Họ lập luận rằng phần lớn các khoản vay không hiệu quả này bắt nguồn từ các quyết định cho vay yếu kém đối với các doanh nghiệp nhà nước, phần lớn trong đó là do các nguyên nhân chính trị hoặc các nguyên nhân khác không mang tính kinh tế. Park và Sehn (2001) và nghiên cứu của Cull và Xu (2003) tìm thấy rằng các ngân hàng thuộc sở hữu nhà nước từ giữa thập niên 90 của thế kỉ trước bắt đầu trở nên thiếu hiệu quả hơn trong việc phân bổ tín dụng do họ bị buộc phải cứu các doanh nghiệp nhà nước làm ăn thua lỗ. Các yếu tố kinh tế cơ bản hầu như không có tác động nhiều đến các khoản cho vay của các ngân hàng thuộc sở hữu nhà nước.

La Porta cùng các cộng sự (2002) chỉ ra rằng ở những nước mà hệ thống tài chính bị chi phối bởi các ngân hàng thuộc sở hữu nhà nước, các ngân hàng có xu hướng cho vay nhiều hơn đối với các doanh nghiệp nhà nước. Tương tự, Bertrand cùng các cộng sự (2007) tìm thấy rằng các ngân hàng thuộc sở hữu nhà nước ở Pháp có xu hướng cứu trợ các công ty có thành quả kém trong giai đoạn trước khi đổi mới hệ thống ngân hàng.

Trong một môi trường cho vay chịu sự chi phối của các ngân hàng thuộc sở hữu nhà nước như Trung Quốc, Firth cùng các cộng sự (2008) tìm thấy rằng mối tương quan âm giữa đòn bẩy và hoạt động đầu tư yếu hơn đối với các công ty có tỷ lệ sở hữu nhà nước

cao hơn. Kết quả này hàm ý rằng các ngân hàng thuộc sở hữu nhà nước ở Trung Quốc có xu hướng đặt ra ít ràng buộc hơn đối với hoạt động đầu tư của các công ty có tỷ lệ sở hữu nhà nước cao.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1 Xây dựng giả thuyết

3.1.1 Đòn bẩy và hoạt động đầu tư

Từ lập luận lý thuyết của Myers (1977), Jensen (1986), và Stulz (1990) cùng các bằng chứng thực nghiệm từ các nghiên cứu về tác động của đòn bẩy đối với hoạt động đầu tư như của Lang cùng các cộng sự (1996), Aivazian cùng các cộng sự (2005), Ahn cùng các cộng sự (2006), Firth cùng các cộng sự (2008), đề tài đề xuất giả thuyết sau:

Giả thuyết 1: Đòn bẩy có tác động ngược chiều đối với hoạt động đầu tư.

3.1.2 Cơ hội tăng trưởng và tác động của đòn bẩy đối với hoạt động đầu tư

Mặc dù cả hai nhánh lý thuyết trên đều dự báo mối tương quan âm giữa đòn bẩy và hoạt động đầu tư, tuy nhiên chúng có những hàm ý khác nhau đối với công ty tăng trưởng cao và công ty tăng trưởng thấp. Thống nhất với các nghiên cứu của Lang cùng các cộng sự (1996) và Aivazian (2005), đề tài đề xuất giả thuyết sau:

Giả thuyết 2: Tác động ngược chiều của đòn bẩy lên hoạt động đầu tư yếu hơn đối với công ty tăng trưởng cao so với công ty tăng trưởng thấp.

3.1.3 Sở hữu nhà nước và tác động của đòn bẩy lên hoạt động đầu tư

Như đã đề cập ở trên, sở hữu nhà nước có vai trò rất quan trọng trong mối quan hệ giữa đòn bẩy và hoạt động đầu tư. Tác động của sở hữu nhà nước lên mối tương quan này được thể hiện dưới hai khía

cách. Khía cạnh thứ nhất là việc hệ thống ngân hàng bị chi phối bởi các ngân hàng thuộc sở hữu nhà nước có thể dẫn đến việc nhà nước can thiệp vào nền kinh tế thông qua hệ thống ngân hàng. Kết quả là các khoản vay từ các ngân hàng phần nào nhằm mục đích trợ giúp cho các doanh nghiệp khi gặp khó khăn, nhằm tạo việc làm và ổn định kinh tế và do đó các khoản vay này ít mang tính ràng buộc hơn. Điều này dẫn đến sự giảm sút trong tác động ngược chiều của đòn bẩy lên hoạt động đầu tư của các công ty.

Khía cạnh thứ hai là việc hệ thống ngân hàng chịu sự chi phối của các ngân hàng thuộc sở hữu nhà nước nhiều khả năng sẽ cho vay dễ dãi hơn đối với các doanh nghiệp nhà nước vì những lý do chính trị. Điều này cũng sẽ dẫn đến mối tương quan ngược chiều yếu hơn giữa đòn bẩy và hoạt động đầu tư. Các nghiên cứu của La Porta cùng các cộng sự (2002), Allen cùng các cộng sự (2005), Park và Seht (2001), Cull và Xu (2003), và nghiên cứu của Firth cùng các cộng sự (2008) cũng đã đưa ra những bằng chứng cụ thể cho hai khía cạnh trên.

Từ những thảo luận trên về tác động của đòn bẩy đối với hoạt động đầu tư và vai trò của sở hữu nhà nước ở cả hệ thống ngân hàng cũng như doanh nghiệp, chúng tôi kì vọng rằng các ngân hàng thương mại nhà nước ở VN sẽ có khả năng làm trầm trọng hơn vấn đề đầu tư quá mức ở các doanh nghiệp làm ăn thua lỗ và các doanh nghiệp thuộc sở hữu nhà nước.

Đề tài sẽ mở rộng các nghiên cứu trước đây bằng việc kiểm định tác động của những khoản vay từ 5 ngân hàng thương mại nhà nước chủ chốt trên thị trường VN đối với hoạt động đầu tư của các công ty thuộc sở hữu nhà nước. Các ngân hàng này bao gồm Ngân hàng Công thương VN (Vietinbank), Ngân hàng Thương mại cổ phần

Ngoại thương VN (Vietcombank), Ngân hàng Đầu tư và Phát triển VN (BIDV), Ngân hàng Nông nghiệp và Phát triển nông thôn (Agribank), và Ngân hàng Phát triển nhà Đồng bằng sông Cửu Long (Mekong Housing Bank). Đây là 5 ngân hàng thương mại nhà nước lớn và có tác động chi phối đến hệ thống ngân hàng VN. Do đó, đề tài đề xuất các giả thuyết sau:

Giả thuyết 3: Tác động của đòn bẩy lên hoạt động đầu tư yếu hơn đối với các công ty hoạt động thua lỗ.

Giả thuyết 4: Tác động của đòn bẩy lên hoạt động đầu tư ở các doanh nghiệp có tỷ lệ sở hữu nhà nước cao sẽ yếu hơn so với ở các doanh nghiệp có tỷ lệ sở hữu nhà nước thấp.

Giả thuyết 5: Tác động của các khoản vay từ các ngân hàng thuộc sở hữu nhà nước lên hoạt động đầu tư ở các doanh nghiệp nhà nước yếu hơn so với ở các doanh nghiệp tư nhân.

3.2 Mô hình định lượng

3.2.1 Tác động của đòn bẩy lên hoạt động đầu tư

Đề tài sử dụng mô hình cơ bản được đề cập trong nghiên cứu của Aivazian cùng các cộng sự (2005) như sau:

$$\text{Investment}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Leverage}_{i,t-1} + \alpha_2 \text{Tobinq}_{i,t-1} + \alpha_3 \text{CashFlow}_{i,t} + \alpha_4 \text{Sales}_{i,t-1} + \alpha_5 \text{State}_{i,t} + \alpha_6 \text{FirmSize}_{i,t} + \mu_i + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Trong đó Investment là đầu tư ròng của công ty i tại thời điểm t , được tính bằng chi tiêu vốn năm t trên tổng tài sản năm $t-1$, Leverage là tỷ số nợ dài hạn trên tổng tài sản vào năm $t-1$. CashFlow là tỷ số dòng tiền trên tổng tài sản của công ty i tại thời điểm t , Tobinq là chỉ số Tobin Q tại thời điểm $t-1$, State là tỷ lệ sở hữu nhà nước tại công ty i vào năm t , Sales là doanh thu thuần trên tổng tài sản tại thời điểm $t-1$

của công ty i , FirmSize là logarit tổng tài sản công ty năm t , α_0 là hằng số, μ_i là hiệu ứng riêng lẻ của từng công ty i , và $\varepsilon_{i,t}$ là sai số.

3.2.2 Đòn bẩy, hoạt động đầu tư và tăng trưởng

Như đã đề cập ở trên, các bằng chứng thực nghiệm cho thấy có sự khác biệt trong mối quan hệ giữa đòn bẩy và hoạt động đầu tư giữa các công ty có cơ hội tăng trưởng khác nhau, cụ thể là tác động của đòn bẩy lên hoạt động đầu tư ở công ty có nhiều cơ hội tăng trưởng sẽ yếu hơn so với các công ty có ít cơ hội tăng trưởng. Cơ hội tăng trưởng trong các nghiên cứu ở các thị trường phát triển như nghiên cứu của Lang cùng cộng sự (1996) cho thị trường Mỹ, Aizavian cùng các cộng sự (2005) ở thị trường Canada đều sử dụng hệ số Q của Tobin để làm biến đại diện cho cơ hội tăng trưởng của một công ty.

Tuy nhiên, theo Firth cùng các cộng sự (2008), có một vài vấn đề khi sử dụng các biến dựa trên giá trị thị trường để đại diện cho tăng trưởng và đo lường thành quả trong các thị trường mới nổi. Các nghiên cứu về thị trường Trung Quốc của Allen và các cộng sự (2005), Morck cùng các cộng sự (2000) đã chỉ ra rằng những thay đổi trong giá chứng khoán có thể là một chỉ báo kém cho giá trị nội tại của một công ty, điều này là do thị trường chứng khoán ở Trung Quốc vẫn còn kém phát triển. Các nghiên cứu này chỉ ra rằng thị trường chứng khoán Trung Quốc phản ánh thông tin về thành quả công ty kém hơn so với các nền kinh tế phát triển bởi vì thị trường chứng khoán có xu hướng phản ánh thông tin ở cấp độ thị trường thay vì ở cấp độ công ty. Điều này cũng có thể xảy ra đối với thị trường VN, khi mà thị trường chứng khoán còn kém phát triển và chưa phản ánh đầy đủ các thông tin kinh tế cơ bản của doanh nghiệp. Do đó, bên cạnh việc sử dụng hệ số

Q của Tobin, theo nghiên cứu của Firth cùng các cộng sự (2008), đề tài sử dụng thêm tỷ số doanh thu thuần trong năm hiện hành trên doanh thu trung bình của 2 năm trước để đại diện cho triển vọng tăng trưởng của một công ty.

Để kiểm định sự khác biệt trong tác động của đòn bẩy lên hoạt động đầu tư giữa công ty tăng trưởng cao và thấp, đề tài sử dụng phương trình sau:

$$\text{Investment}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Leverage}_{i,t-1} + \alpha_2 \text{Tobin}_{i,t-1} + \alpha_3 \text{CashFlow}_{i,t} + \alpha_4 \text{DTobin}_{i,t-1} \times \text{Leverage}_{i,t-1} + \alpha_5 \text{State}_{i,t} + \alpha_6 \text{Sales}_{i,t-1} + \alpha_7 \text{FirmSize}_{i,t} + \mu_i + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Trong đó DTobin là biến giả, DTobin bằng 1 nếu Tobin Q năm t lớn hơn trung bình ngành, và bằng 0 trong trường hợp ngược lại. Một hệ số hồi quy dương của biến tương tác DTobin và Leverage cho thấy tác động của đòn bẩy lên hoạt động đầu tư ở những công ty tăng trưởng cao yếu hơn so với các công ty tăng trưởng thấp, điều này có thể hàm ý vấn đề đầu tư quá mức ở những công ty có nhiều cơ hội tăng trưởng.

Và phương trình thứ hai sử dụng tỷ số doanh thu thuần trong năm t trên doanh thu trung bình 2 năm trước để đại diện cho sự tăng trưởng:

$$\text{Investment}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Leverage}_{i,t-1} + \alpha_2 \text{ASGrow}_{i,t} + \alpha_3 \text{CashFlow}_{i,t} + \alpha_4 \text{DASGrow}_{i,t} \times \text{Leverage}_{i,t-1} + \alpha_5 \text{State}_{i,t} + \alpha_6 \text{Sales}_{i,t-1} + \alpha_7 \text{FirmSize}_{i,t} + \mu_i + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

Trong đó ASGrow là biến đại diện cho sự tăng trưởng, bằng doanh thu thuần trong năm t trên doanh thu trung bình hai năm trước. DASGrow là biến giả, DASGrow bằng 1 nếu biến tăng trưởng đại diện bằng tỷ số doanh thu năm t lớn hơn trung bình ngành, và bằng 0 trong trường hợp ngược lại. Tương tự, một hệ số hồi quy dương của biến tương tác DASGrow và Leverage sẽ cho thấy tác động của đòn bẩy lên hoạt động đầu tư ở những công

ty tăng trưởng cao yếu hơn so với các công ty tăng trưởng thấp.

3.2.3 Đòn bẩy, hoạt động đầu tư và sở hữu nhà nước

Để kiểm định có tồn tại hay không việc cho vay vì mục đích chính trị, tức cho vay trợ giúp các công ty thua lỗ, đề tài sử dụng phương trình sau:

$$\text{Investment}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Leverage}_{i,t-1} + \alpha_3 \text{CashFlow}_{i,t} + \alpha_4 \text{DLoss}_{i,t} \times \text{Leverage}_{i,t-1} + \alpha_5 \text{State}_{i,t} + \alpha_6 \text{Sales}_{i,t-1} + \alpha_7 \text{FirmSize}_{i,t} + \mu_i + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

Trong đó DLoss là biến giả, bằng 1 nếu công ty thua lỗ (dòng tiền âm) trong năm đó. Một hệ số hồi quy dương của biến tương tác Dloss và Leverage cho thấy các ngân hàng đặt ra những ràng buộc ít hơn đối với các công ty hoạt động kém. Điều này hàm ý việc cho vay không vì mục đích kinh tế của hệ thống ngân hàng đối với các công ty có thành quả kém.

Để kiểm định việc cho vay dễ dãi đối với các doanh nghiệp nhà nước, đề tài sử dụng mô hình sau:

$$\text{Investment}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Leverage}_{i,t-1} + \alpha_3 \text{CashFlow}_{i,t} + \alpha_4 \text{DState}_{i,t} \times \text{Leverage}_{i,t-1} + \alpha_5 \text{State}_{i,t} + \alpha_6 \text{Sales}_{i,t-1} + \alpha_7 \text{FirmSize}_{i,t} + \mu_i + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

Trong đó DState là biến giả về mức độ sở hữu nhà nước trong công ty i tại năm t . DState bằng 1 nếu tỷ lệ sở hữu nhà nước cao hơn trung bình ngành, và bằng 0 nếu thấp hơn trung bình ngành. Đề tài kỳ vọng hệ số hồi quy của biến tương tác dương, hàm ý các chủ nợ sẵn lòng cho các doanh nghiệp có tỷ lệ sở hữu nhà nước cao vay để đầu tư và đặt ra ít ràng buộc hơn so với các doanh nghiệp tư nhân.

Để nghiên cứu có tồn tại hiện tượng các ngân hàng thuộc sở hữu nhà nước cho vay dễ dãi dẫn đến vấn đề đầu tư quá mức ở các doanh nghiệp thuộc sở hữu nhà nước, đề tài sử dụng phương trình sau:

$$\text{Investment}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Leverage}_{i,t-1}$$

$$+ \alpha_3 \text{CashFlow}_{i,t} + \alpha_4 \text{DState}_{i,t} \\ + \alpha_5 \text{State}_{i,t} + \alpha_6 \text{Sales}_{i,t-1} + \alpha_7 \text{FirmSize}_{i,t} \\ + \alpha_8 \text{StateDebt}_{i,t} + \mu_i + \varepsilon_{i,t} \\ (6)$$

Trong đó StateDebt là tỷ lệ các khoản vay từ các ngân hàng thương mại nhà nước trên tổng nợ. DSDebt là biến giả về mức độ vay nợ từ các ngân hàng thuộc sở hữu nhà nước của công ty i tại năm $t-1$. DSDebt bằng 1 nếu tỷ lệ nợ vay từ các ngân hàng thuộc sở hữu nhà nước trên tổng nợ cao hơn trung vị mẫu, và bằng 0 nếu thấp hơn trung vị mẫu. Đề tài kỳ vọng hệ số hồi quy của biến tương tác dương, hàm ý các ngân hàng thuộc sở hữu nhà nước cho vay dễ dãi và đặt ra ít ràng buộc hơn đối với các doanh nghiệp nhà nước.

3.3 Dữ liệu

Dữ liệu được lấy từ báo cáo tài chính đã kiểm toán của các công ty phi tài chính niêm yết trên hai sàn giao dịch chứng khoán chính thức của VN là Sở giao dịch Hà Nội (HNX) và Sở giao dịch Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) giai đoạn từ năm 2007 đến 2012. Do các công ty niêm yết không đồng nhất về thời gian và có những công ty không có sẵn dữ liệu nên dữ liệu thu thập được là dữ liệu bảng không cân bằng (unbalanced panel). Mẫu cuối cùng của chúng tôi bao gồm 630 công ty với 3399 quan sát.

4. Kết quả

4.1 Thống kê mô tả

Bảng 1. Thống kê mô tả

Biến	N	Mean	Max	Min	S.D
Investment	3056	0.0545	47.6389	-0.5978	0.8795
Leverage	3399	0.1062	0.8007	0.0000	0.1452
CashFlow	3056	0.1178	10.4256	-0.9085	0.2253
Tobinq	2786	1.1482	20.9330	0.2610	0.7891
State	3295	0.2244	0.9989	0.0000	0.2393
FirmSize	3399	26.6356	31.6532	23.2204	1.3812
Sales	3399	11.8324	976.2811	0.0000	38.8113
ASGrow	3394	2.2567	749.5820	0.0000	18.1597
StateDebt	3365	0.2917	82.7085	0.0000	1.9877

Bảng 1 trình bày sơ lược các chỉ tiêu thống kê mô tả của các biến sử dụng trong mô hình. Bảng 2 cho thấy mối tương quan giữa các biến trong mô hình.

Bảng 1 cho thấy giá trị trung bình và độ lệch chuẩn của các biến trong mô hình. Trong đó, tỷ lệ đầu tư trung bình của các công ty vào khoảng 5.4%. Bảng này cũng cho thấy các công ty VN có tỷ lệ đòn bẩy trung bình là 10.62%. Tỷ lệ sở hữu nhà nước trung bình ở các công ty là 22.44% thể hiện vai trò khá quan trọng của sở hữu nhà nước trong nền kinh tế. Tỷ lệ nợ vay từ các ngân hàng thương mại nhà nước trung bình là 29.17%. Đây là một tỷ lệ khá cao, cho thấy sự chi phối của hệ thống các ngân hàng thương mại nhà nước đối với các công ty niêm yết tại VN. Điều này tạo ra cơ sở cho việc nghiên cứu tác động chi phối của các khoản vay

từ các ngân hàng thương mại nhà nước đối với hoạt động đầu tư của các doanh nghiệp nói chung cũng như các doanh nghiệp nhà nước nói riêng.

4.2 Kết quả thực nghiệm

Sử dụng mô hình fixed effect hoặc random effect sẽ giải quyết được vấn đề nội sinh do thiếu biến. Tuy nhiên còn vấn đề nội sinh do tương tác qua lại giữa đòn bẩy và cơ hội đầu tư thì phương pháp này chưa thể giải quyết được. Có thể xảy ra khả năng là nhà quản lý dự báo được cơ hội tăng trưởng trong tương lai và do đó họ quyết định cắt giảm đòn bẩy. Điều này dẫn đến mối tương quan âm giữa đòn bẩy và đầu tư mà chúng ta quan sát được. Để giải quyết vấn đề này, theo nghiên cứu của Aizavian (2005) và Firth cùng các cộng sự (2008), đề tài sử dụng phương pháp hồi quy biến công cụ kết hợp với mô hình fixed effect hoặc

Bảng 2. Hệ số tương quan giữa các biến

	Investment	Leverage	CashFlow	Tobinq	State	FirmSize	Sales	ASGrow
Leverage	0.184	1.000						
CashFlow	0.139	-0.049	1.000					
Tobinq	0.052	-0.013	0.319	1.000				
State	0.014	0.082	0.108	0.045	1.000			
FirmSize	0.087	0.374	-0.021	0.098	-0.018	1.000		
Sales	-0.074	-0.143	-0.025	-0.001	-0.014	-0.059	1.000	
ASGrow	0.012	-0.009	-0.001	0.012	-0.029	0.036	-0.006	1.000
StateDebt	0.054	0.030	0.026	-0.011	0.012	0.020	-0.023	-0.001

random effect nhằm đưa ra những ước lượng đáng tin cậy hơn.

Đối với việc lựa chọn biến công cụ, theo lý thuyết, một biến công cụ tốt là biến có tương quan với biến bị nội sinh, tuy nhiên lại không có tương quan hoặc tương quan ít với biến phụ thuộc. Như đã đề cập ở trên, nhất quán với các nghiên cứu trước đây trên thế giới, đề tài sử dụng biến công cụ là tài sản hữu hình được đo lường bằng tỷ lệ tài sản hữu hình trên tổng tài sản (Capintensity). Biến tài sản hữu hình thỏa mãn hai điều kiện cần và đủ để làm biến công cụ, trong đó biến tài sản hữu hình có tương quan với biến nợ dài hạn là 0.38, trong khi có tương quan rất yếu với biến đầu tư là 0.046 như được thể hiện trong bảng 3.

Việc lựa chọn giữa mô hình fixed effect và random effect sẽ dựa trên kiểm định Hausman. Kết quả kiểm định từ Bảng 4 cho thấy mô hình fixed effect là phù hợp hơn. Do đó việc sử dụng phương pháp hồi quy biến công cụ kết hợp với mô hình fixed effect sẽ cho ra ước lượng đúng nhất. Bảng 10 và bảng 13 trình bày các kết quả ước lượng sử dụng phương pháp hồi quy biến công cụ và fixed effect. Đây được xem là các ước lượng đúng hơn vì đã được xử lý các vấn đề nội sinh do thiếu biến và do mối quan hệ tương tác qua lại giữa biến phụ thuộc và biến độc lập. Đề tài sẽ thảo luận các kết quả dựa trên các ước lượng này.

Bảng 5 trình bày kết quả hồi quy của phương trình (1), (2) và (3). Trong ngoặc là thống kê t. Kết quả từ bảng 5 cho thấy ở cả 3 phương trình, đòn bẩy đều có tác động ngược chiều đến đầu tư. Các hệ số đều có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Kết quả này một lần nữa khẳng định giả thuyết (1) về việc sử dụng đòn bẩy sẽ hạn chế hoạt động đầu tư và ủng hộ thêm cho các bằng chứng thực

Bảng 3. Hệ số tương quan biến công cụ

	Investment	Leverage	Capintensity
Investment	1.000		
Leverage	0.029	1.000	
Capintensity	0.046	0.380	1.000

Bảng 4. Kiểm định Hausman

Kiểm định lựa chọn fixed effect hay random effect	
Thống kê Chi-squared	23.62
p-value	0.0006

Bảng 5. Kết quả hồi quy phương trình (1), (2) và (3)

	Phương trình (4)	Phương trình (5)	Phương trình (6)
Leverage	-23.399*** (-3.163)	-10.590*** (-4.470)	-11.169*** (-3.743)
CashFlow	-2.157*** (-2.673)	-0.221 (-1.018)	-0.543* (-1.764)
Tobinq	0.000 (0.017)	0.037* (1.792)	0.024 (1.025)
State	-0.152 (-0.782)	-1.383*** (-3.974)	-0.227 (-1.277)
FirmSize	0.267** (2.427)	0.312*** (3.678)	0.386*** (3.374)
Sales	0.002 (1.002)	0.001 (0.612)	-0.000 (-0.084)
DLossx Leverage	17.708*** (3.149)		
DStatex Leverage		5.517*** (4.426)	
StateDebt			-0.011 (-1.084)
DStatex DSDebt Leverage			2.890*** (3.424)
Constant term	-6.103** (-2.208)	-7.220*** (-3.419)	-9.094*** (-3.223)
R ²	0.002	0.011	0.015
N	2117	2117	2117
Chi ²	13.938	27.724	19.702
Prob >Chi ²	0.083	0.001	0.020

*, **, ***: có ý nghĩa thống kê ở mức 10%, 5% và 1%

nghiệm đã tìm được ở các thị trường khác.

Khi kiểm soát đến tăng trưởng, kết quả hồi quy cho thấy các biến tương tác giữa biến giả đại diện cho tăng trưởng (DTobinxLeverage và DASGrowxLeverage) đều

dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Kết quả này ủng hộ cho giả thuyết (2). Điều này hàm ý rằng ở các công ty có tăng trưởng cao thì tác động ngược chiều của đòn bẩy lên đầu tư yếu hơn so với các công ty tăng trưởng thấp.

Nói cách khác, đòn bẩy có tác dụng hạn chế đầu tư quá mức ở các công ty tăng trưởng thấp. Kết quả này nhất quán với các nghiên cứu trước đây như của Lang cùng các cộng sự (1996), và Aizavian (2005).

Bảng 6 trình bày kết quả hồi quy các phương trình (4), (5) và (6). Kết quả hồi quy tiếp tục khẳng định tác động ngược chiều của đòn bẩy lên đầu tư. Kết quả phương trình (4) cho thấy biến tương tác giữa biến giả đại diện cho thua lỗ và đòn bẩy ($D_{Loss} \times Leverage$) dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Kết quả này ủng hộ cho giả thuyết (3), tức khẳng định tồn tại việc hệ thống ngân hàng cho vay nhằm cứu trợ cho các doanh nghiệp hoạt động thua lỗ, dẫn đến việc nới lỏng các hạn chế và giảm bớt tác động ngược chiều của đòn bẩy lên hoạt động đầu tư. Kết quả này hoàn toàn nhất quán với nghiên cứu của Firth cùng các cộng sự (2008).

Quan trọng hơn, khi kiểm soát đến yếu tố sở hữu nhà nước ở cả cấp độ công ty lẫn ngân hàng, kết quả cho thấy vai trò đáng kể của sở hữu nhà nước. Cụ thể là, ở phương trình (5), biến tương tác giữa biến giả đại diện cho sở hữu nhà nước tại công ty và đòn bẩy ($D_{State} \times Leverage$) dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Như vậy giả thuyết (4) được chấp nhận. Tác động ngược chiều của đòn bẩy lên đầu tư sẽ yếu hơn đối với các công ty có tỷ lệ sở hữu nhà nước cao. Điều này hàm ý rằng các chủ nợ cho vay dễ dãi và đặt ra ít ràng buộc đối với các doanh nghiệp nhà nước, dẫn đến việc làm trầm trọng hơn vấn đề đầu tư quá mức ở các doanh nghiệp nhà nước.

Tiếp tục mở rộng sang các ngân hàng thuộc sở hữu nhà nước, kết quả hồi quy của phương trình (6) cho thấy biến

Bảng 6. Kết quả hồi quy phương trình (4), (5) và (6)

	Phương trình (1)	Phương trình (2)	Phương trình (3)
Leverage	-8.309*** (-4.830)	-7.775*** (-5.855)	-9.395*** (-4.359)
CashFlow	-0.370* (-1.709)	-0.280* (-1.647)	-0.339* (-1.747)
Tobinq	0.026 (1.401)	-0.003 (-0.199)	
State	0.185 (1.486)	-0.290** (-2.518)	-0.108 (-0.835)
FirmSize	0.362*** (4.240)	0.307*** (4.810)	0.416*** (4.088)
Sales	-0.000 (-0.343)	-0.000 (-0.211)	0.000 (0.006)
DTobinxLeverage		2.461*** (5.816)	
ASGrow			-0.005 (-1.612)
DASGrowxLeverage			2.598*** (4.238)
Constant	-8.796*** (-4.079)	-7.414*** (-4.567)	-10.148*** (-4.015)
R ²	0.016	0.017	0.008
N	2117	2117	2662
Chi ²	32.389	48.113	27.882
Prob > Chi ²	0.000	0.000	0.000

*, **, ***: có ý nghĩa thống kê ở mức 10%, 5% và 1%

tương tác giữa biến giả đại diện cho tỷ lệ sở hữu nhà nước trong doanh nghiệp, biến giả đại diện cho tỷ lệ nợ vay từ các ngân hàng thuộc sở hữu nhà nước với đòn bẩy ($D_{State} \times D_{SDE} \times Leverage$) dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Giả thuyết (5) được khẳng định. Điều này chứng tỏ tác động kìm hãm đầu tư của đòn bẩy yếu hơn ở những doanh nghiệp nhà nước có đi vay nhiều ở các ngân hàng thuộc sở hữu nhà nước. Nói cách khác, do bản chất của mối quan hệ mà các ngân hàng thuộc sở hữu nhà nước có xu hướng cho vay dễ dãi hơn đối với các doanh nghiệp nhà nước. Như đã chỉ ra ở trên, điều này có thể làm trầm trọng thêm vấn

đề đầu tư dàn trải nhưng thiếu hiệu quả ở các doanh nghiệp nhà nước.

5. Hàm ý từ kết quả nghiên cứu

Kết quả nghiên cứu cho thấy tác động ngược chiều của đòn bẩy lên hoạt động đầu tư. Điều này ủng hộ cho lý thuyết về tác động kìm hãm đầu tư của nợ do vấn đề đại diện, đồng thời bổ sung vào bằng chứng thực nghiệm về mối tương quan này ở nhiều thị trường trên thế giới như Mỹ, Canada, Trung Quốc.

Nghiên cứu cũng tìm thấy sự khác biệt trong mối tương quan nghịch chiều của đòn bẩy lên đầu tư giữa các công ty có triển vọng tăng trưởng khác nhau. Cụ thể là, ở các công ty có cơ hội tăng trưởng

cao, mối tương quan này yếu hơn so với các công ty có cơ hội tăng trưởng thấp. Kết quả này ủng hộ cho lập luận về vấn đề đầu tư quá mức. Trong đó, đối với các công ty ít cơ hội tăng trưởng, việc sử dụng nợ sẽ có vai trò kiểm soát, hạn chế các nhà quản lý đầu tư vào các dự án không hiệu quả. Với việc sử dụng nhiều thước đo tăng trưởng khác nhau, sự thống nhất giữa các thước đo đã chứng minh tính vững chắc của kết quả này.

Đối với sở hữu nhà nước, đề tài tìm thấy bằng chứng cho thấy vai trò quan trọng của sở hữu nhà nước đối với mối quan hệ giữa đòn bẩy và đầu tư. Kết quả từ các mô hình cho thấy hệ thống ngân hàng cho vay dễ dãi đối với các doanh nghiệp nhà nước và đặt ra ít ràng buộc đối với các doanh nghiệp hoạt động thua lỗ. Đối với nhóm các ngân hàng thương mại nhà nước, điều này thậm chí thể hiện rõ nét hơn. Khác với các nghiên cứu trước chỉ đưa ra bằng chứng hàm ý cho vấn đề trên, đề tài đã cụ thể hóa được vai trò của sở hữu nhà nước trong hệ thống ngân hàng. Trong đó, các ngân hàng thương mại nhà nước có xu hướng cho vay dễ dãi và đặt ra ít ràng buộc hơn đối với các doanh nghiệp nhà nước. Điều này hàm ý sở hữu nhà nước có thể tạo ra việc cho vay không vì mục đích kinh tế, dẫn đến việc đầu tư quá mức và thường thiếu hiệu quả ở các doanh nghiệp nhà nước. Đối với nền kinh tế VN, việc đầu tư kém hiệu quả của các doanh nghiệp nhà nước đang là vấn đề gây nhiều quan ngại. Kết quả nghiên cứu từ đề tài tìm thấy bằng chứng cho vấn đề này. Kết quả này đề xuất rằng các nhà quản lý nên có những chính sách kiểm soát hoạt động cho vay ở các ngân hàng thương mại nhà nước cũng như hoạt động đầu tư của các doanh nghiệp nhà nước để đảm bảo sự hiệu quả của dòng vốn.

6. Kết luận

Đề tài nghiên cứu tác động của đòn bẩy lên hoạt động đầu tư của doanh nghiệp cũng như vai trò của triển vọng tăng trưởng và sở hữu nhà nước đối với mối tương quan này. Bằng chứng tìm thấy được ở thị trường VN nhất quán với bằng chứng ở nhiều thị trường khác, trong đó đòn bẩy có tác động ngược chiều lên quyết định đầu tư của doanh nghiệp. Ngoài ra, đề tài cũng tìm thấy bằng chứng ủng hộ cho lý thuyết đầu tư quá mức với việc mối tương quan nghịch chiều này yếu hơn ở những công ty có cơ hội tăng trưởng thấp. Đặc biệt, đề tài đã tìm thấy bằng chứng cho thấy các ngân hàng thương mại nhà nước có xu hướng cho vay dễ dãi và đặt ra ít ràng buộc hơn đối với các doanh nghiệp hoạt động yếu kém, đặc biệt là các doanh nghiệp nhà nước. Điều này hàm ý vấn đề đầu tư quá mức và thiếu hiệu quả ở các doanh nghiệp nhà nước tại VN ●

TÀI LIỆU THAM KHẢO

Ahn, S, Denis, DJ & Denis, DK 2006, 'Leverage and investment in diversified firms', *Journal of Financial Economics*, vol. 79, no. 2, pp. 317-37.

Aivazian, VA, Ge, Y & Qiu, J 2005, 'The impact of leverage on firm investment: Canadian evidence', *Journal of Corporate Finance*, vol. 11, no. 1-2, pp. 277-91.

Allen, F, Qian, J & Qian, M 2005, 'Law, finance, and economic growth in China', *Journal of Financial Economics*, vol. 77, no. 1, pp. 57-116.

Bertrand, M, Schoar, A & Thesmar, D 2007, 'Banking Deregulation and Industry Structure: Evidence from the French Banking Reforms of 1985', *The Journal of Finance*, vol. 62, no. 2, pp. 597-628.

Cull, R & Xu, LC 2003, 'Who gets credit? The behavior of bureaucrats and state banks in allocating credit to Chinese state-owned enterprises', *Journal of Development Economics*, vol. 71, no. 2, pp. 533-59.

DeAngelo, H & Masulis, RW 1980, 'Optimal

capital structure under corporate and personal taxation', *Journal of Financial Economics*, vol. 8, no. 1, pp. 3-29.

Firth, M, Lin, C & Wong, SML 2008, 'Leverage and investment under a state-owned bank lending environment: Evidence from China', *Journal of Corporate Finance*, vol. 14, no. 5, pp. 642-53.

Jensen, MC 1986, 'Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers', *American Economic Review*, vol. 76, no. 2, pp. 323-29.

La Porta, R, Lopez-De-Silanes, F & Shleifer, A 2002, 'Government Ownership of Banks', *The Journal of Finance*, vol. 57, no. 1, pp. 265-301.

Lang, L, Ofek, E & Stulz, R 1996, 'Leverage, investment, and firm growth', *Journal of Financial Economics*, vol. 40, no. 1, pp. 3-29.

Modigliani, F & Miller, MH 2008, *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*.

Myers, SC 1977, 'Determinants of corporate borrowing', *Journal of Financial Economics*, vol. 5, no. 2, pp. 147-75.

Nguyễn Thị Ngọc Trang & Trang Thúy Quyên 2013, 'Mối quan hệ giữa sử dụng đòn bẩy tài chính và quyết định đầu tư', *Tạp chí phát triển và hội nhập*, số 9 (19).

Park, A & Sehn, K 2001, 'Tests of Financial Intermediation and Banking Reform in China', *Journal of Comparative Economics*, vol. 29, no. 4, pp. 608-44.

Randall, M, Bernard, Y & Wayne, Y 1999, *The Information Content of Stock Markets: Why Do Emerging Markets Have Synchronous Stock Price Movements?*, Harvard - Institute of Economic Research.

Stulz, R 1990, 'Managerial discretion and optimal financing policies', *Journal of Financial Economics*, vol. 26, no. 1, pp. 3-27.