

Mức độ phát triển đầu tư công ty dưới ảnh hưởng của những ràng buộc nguồn tài trợ sau cuộc khủng hoảng tài chính 2008 ở Việt Nam

THS. HOÀNG THỊ PHƯƠNG ANH
NGUYỄN NGỌC ĐỊNH & NGUYỄN THANH HẢI

Trường Đại học Kinh tế TP.HCM

Trong nghiên cứu này, tác giả sử dụng phương pháp OLS nhằm kiểm định xem các quyết định đầu tư của một doanh nghiệp ở VN dưới điều kiện ràng buộc nguồn tài trợ thì có khác nhau giữa các khu vực kinh tế và giữa các giai đoạn thời gian khác nhau hay không. Kết quả phân tích thực nghiệm cho thấy có mối tương quan ngược chiều giữa quyết định đầu tư và dòng tiền từ nguồn tài trợ nội bộ; hành vi phát triển hoạt động đầu tư của tất cả các doanh nghiệp trong mẫu quan sát đều bị giới hạn bởi những ràng buộc nguồn tài trợ. Tuy nhiên, các doanh nghiệp thuộc khu vực Non-Tradable bị ràng buộc nguồn tài trợ nhiều hơn so với các doanh nghiệp thuộc khu vực Tradable trong suốt giai đoạn nghiên cứu; và mức độ nhạy cảm của hoạt động đầu tư và dòng tiền từ nguồn tài trợ nội bộ vào giai đoạn hậu khủng hoảng thì cao hơn so với giai đoạn khủng hoảng đối với cả hai khu vực.

Từ khóa: *Ràng buộc tài trợ, khủng hoảng kinh tế, đầu tư doanh nghiệp, Tradable, Non-Tradable.*

1. Giới thiệu

Những biến động của nền kinh tế toàn cầu trong những năm qua đã gây ra những hậu quả nghiêm trọng cho hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp VN, theo số liệu Tổng cục Thống kê ước tính năm 2013 có gần 61.000 doanh nghiệp ngưng hoạt động. Nền kinh tế VN đang thể hiện mức độ khủng hoảng dữ dội hơn cũng như phục hồi chậm hơn hẳn so với các quốc gia trong khu vực. Và để khắc phục được những khó khăn do cuộc khủng hoảng kinh tế gây ra thì

chúng ta cần phải biết được vấn đề nằm ở đâu và nên bắt đầu giải quyết từ đâu cho hiệu quả? Đó là lý do thôi thúc nhiều tác giả là những nhà kinh tế hay chính trị gia bắt tay vào nghiên cứu. Cùng trong xu thế đó, bằng cách tiếp cận độc đáo dưới góc độ vi mô doanh nghiệp để hiểu rõ vấn đề nền kinh tế VN hiện nay, nghiên cứu này tập trung giải quyết vấn đề trên thông qua việc làm sáng tỏ về mức độ phát triển đầu tư doanh nghiệp dưới điều kiện bị hạn chế các nguồn tài trợ, xem xét có sự khác nhau đáng kể giữa

khu vực Tradable (nhóm các doanh nghiệp sản xuất giao dịch thương mại ở phạm vi quốc tế và có liên quan đến hoạt động xuất khẩu như các doanh nghiệp trong ngành công nghiệp sản xuất kinh doanh, thủy sản, khai khoáng...) và nhóm các doanh nghiệp thuộc khu vực Non-Tradable (nhóm các doanh nghiệp thuần túy kinh doanh nội địa như y tế, xây dựng, giáo dục, tiện ích công cộng...). Để đưa ra những lập luận thuyết phục làm sáng tỏ vấn đề phức tạp còn nghi vấn, nghiên cứu đưa ra một câu hỏi khá đơn giản: “Liệu

các doanh nghiệp thuộc khu vực Non-Tradable có bị ràng buộc nguồn tài trợ nhiều hơn các doanh nghiệp thuộc khu vực Tradable trong hành vi phát triển các hoạt động đầu tư sau cuộc khủng hoảng 2008 ở VN không?”. Câu hỏi này sẽ được làm sáng tỏ thông qua việc kiểm định mức độ phát triển đầu tư công ty có nhạy cảm với tính thanh khoản nội bộ của doanh nghiệp không? Với cách phân tách mẫu thành hai nhóm khác nhau để tiến hành kiểm định¹, những phát hiện bằng nghiên cứu thực nghiệm trở nên quan trọng trong việc giải thích mức độ tổn thương của nền kinh tế vĩ mô, khi mức độ đầu tư công ty là biến chủ yếu trong chu kỳ kinh doanh hoặc biến động vĩ mô. Kết quả nghiên cứu đã phần nào đóng góp giá trị thực tiễn cũng như học thuật cho vấn đề nổi bật hiện nay của nền kinh tế VN. Bằng việc áp dụng phân tích dữ liệu bảng, những phát hiện mới của nghiên cứu này có thể làm sáng tỏ hành vi của các công ty niêm yết ở VN, cũng như hành vi phát triển đầu tư của họ trong thị trường không hoàn hảo và ràng buộc nguồn tài trợ.

2. Cơ sở lý thuyết

Các nhà điều hành chính sách tiền tệ thường có khả năng tác động đến doanh nghiệp thông qua nhiều kênh. Bernanke và Gertler (1995) tách “kênh ngoại bảng” từ “kênh cho vay ngân hàng”. Kênh ngoại bảng tập trung vào tác động chính sách tiền tệ lên bảng cân đối của người đi vay thông qua giá trị doanh nghiệp, dòng tiền,

tính thanh khoản tài sản. Trong khi, kênh cho vay ngân hàng thể hiện tác động chính sách tiền tệ thông qua thay đổi cung cho vay - tác động của tổ chức ngân hàng.

Nghiên cứu “Kênh truyền dẫn tiền tệ: bài học cho chính sách tiền tệ” của Mishkin (1996), đưa ra cái nhìn tổng quan về các cơ chế truyền dẫn của chính sách tiền tệ tác động đến quyết định đầu tư doanh nghiệp. Trong đó, có hai kênh truyền dẫn tiền tệ cơ bản đều xuất phát từ kết quả của vấn đề thông tin bất cân xứng trong thị trường tín dụng là kênh cho vay ngân hàng và kênh bảng cân đối tài sản công ty. Trong đó, kênh bảng cân đối tài sản công ty: Giá trị ròng của các công ty càng thấp đi thì các vấn đề lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức khi tiến hành cho các công ty này vay càng trầm trọng hơn, bảng cân đối tài sản và chính sách tiền tệ có mối quan hệ mật thiết với nhau.

Mishkin rút ra kết luận đối với kênh cho vay ngân hàng cho thấy chính sách tiền tệ nới lỏng làm tăng tiền gửi ngân hàng, tăng chất lượng các khoản vay ngân hàng hiện có, dẫn đến đầu tư tăng. Cơ chế truyền dẫn: Khi cung tiền tăng làm tiền gửi ngân hàng tăng dẫn đến các khoản vay ngân hàng tăng theo kéo theo đầu tư tăng và cuối cùng sản lượng nền kinh tế tăng theo. Hàm ý quan trọng của quan điểm về kênh tín dụng là chính sách tiền tệ có ảnh hưởng lớn đến tới sự tiêu dùng của các công ty nhỏ phụ thuộc nhiều vào các khoản vay ngân hàng hơn là các công ty lớn có khả năng huy động vốn trực tiếp từ thị trường bằng cách phát hành cổ phiếu và

trái phiếu. Mặt khác, kênh bảng cân đối tài sản công ty chỉ ra rằng chính sách tiền tệ nới lỏng dẫn đến giá cổ phần tăng, làm tăng giá trị ròng của công ty và vì vậy dẫn đến chi đầu tư tăng và tăng tổng cầu, nhờ giảm lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức. Cơ chế truyền dẫn: Khi cung tiền tăng kéo theo giá cổ phiếu và dòng tiền tăng nhưng do lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức giảm đã làm cho vay nợ tăng làm tăng đầu tư và cuối cùng làm tăng sản lượng nền kinh tế.

Nghiên cứu của Bernanke (1995) về kênh tín dụng trong cơ chế truyền dẫn chính sách tiền tệ, đã phân tích kênh tín dụng thông qua chi phí tài chính ngoài công ty phải gánh chịu (đó là chênh lệch giữa chi phí sử dụng nguồn tài chính bên ngoài- qua việc phát hành trái phiếu, cổ phiếu, với chi phí cơ hội của việc sử dụng nguồn vốn nội bộ của công ty). Theo những người ủng hộ kênh tín dụng, chính sách tiền tệ còn ảnh hưởng lên độ lớn của phí tài chính ngoài công ty. Hai công cụ dẫn truyền làm cầu nối giữa chính sách tiền tệ và phí tài chính ngoài công ty chính là kênh cân đối tài sản và kênh cho vay ngân hàng. Bernanke đã kết luận kênh cân đối tài sản thông qua chi phí tài chính ngoài công ty của bên đi vay phụ thuộc vào tình hình tài chính của họ. Tài sản ròng của bên đi vay càng lớn, chi phí tài chính ngoài công ty của họ càng thấp. Bằng trực giác, ta có thể nhận thấy tài sản ròng càng lớn (tình hình tài chính càng vững mạnh) làm cho bên đi vay giảm thiểu các vấn đề phát sinh với bên cho vay, thông qua việc tự chủ tài chính phần lớn khoản

¹Nghiên cứu này là nỗ lực của Espanol (2005), áp dụng cách phân chia khu vực Tradable và Non-Tradable trong phân tích các công ty ở Argentina trong cuộc khủng hoảng tài chính.

đầu tư của họ hay thông qua thế chấp lượng tài sản lớn hơn. Kênh vay vốn ngân hàng: Ngoài ảnh hưởng của chính sách tiền tệ lên bảng cân đối kế toán của bên đi vay, chính sách tiền tệ cũng ảnh hưởng đến chi phí tài chính ngoài công ty thông qua việc thay đổi lượng cung tín dụng trung gian, đặc biệt là khoản vay của ngân hàng thương mại. Sự suy giảm trong cung tín dụng ngân hàng sẽ làm tăng chi phí tài chính ngoài công ty và làm giảm sản lượng.

Tác giả còn chỉ ra rằng chính sách tiền tệ tác động mạnh lên cung vay vốn ngân hàng. Mô hình của Bernanke và Blinder (1988) về kênh vay vốn ngân hàng chỉ ra rằng thông qua việc mua bán trên thị trường mở của FED (Cục Dự trữ Liên bang Mỹ), các khoản dự trữ và tiền gửi rút khỏi hệ thống ngân hàng, do đó sẽ giảm cung vay vốn ngân hàng qua việc giảm liên kết của ngân hàng đến các nguồn quỹ vay. Một điều nữa cần lưu ý là kênh cho vay ngân hàng cũng có phần liên quan đến kênh cân đối tài sản. Do chính sách thắt chặt tiền tệ làm tình hình bảng cân đối tài sản của bên đi vay cũng như ngân hàng xấu đi, các hiệu ứng của bảng cân đối kế toán có thể giải thích vì sao việc cho vay trở nên đắt hơn và khó hơn, và các ngân hàng phải bán các chứng chỉ tiền gửi với mức lãi cao hơn.

Hubbard (1998) phân biệt giữa “quan điểm từ góc nhìn tiền” và “quan điểm từ góc nhìn tín dụng” để hiểu rõ các kênh thông qua chính sách tiền tệ tác động đến các biến kinh tế. Theo quan điểm từ góc nhìn tín dụng, tín dụng chính là yếu tố gia tốc, phóng đại ảnh hưởng của những

cú sốc ban đầu trong nền kinh tế dưới những điều kiện của thị trường tài chính. Luận điểm này dựa trên vấn đề bất cân xứng thông tin giữa người vay và cho vay tạo ra một khoảng chênh lệch giữa chi phí tài trợ từ bên ngoài và nguồn tài trợ bên trong.

Azis (2004) lập luận rằng sự không hiệu quả chính sách tiền tệ có thể liên quan chặt chẽ đến vấn đề phân bổ tín dụng trong nền kinh tế. Hơn nữa, không giống chính sách tiền tệ truyền thống, những tiền đề cơ bản của nền kinh tế tiền tệ mới là: (1) Tín dụng chứ không phải lãi suất, đã giữ vai trò quan trọng trong định hướng cho các hoạt động nền kinh tế; (2) Sự hiện diện thông tin bất cân xứng có nghĩa là cần có một chi phí để có được thông tin (chi phí đại diện) và chi phí này là chi phí chìm; và (3) Mỗi quan hệ giữa cung tiền và sản lượng không nhất thiết phải cố định.

Những phát triển gần đây của những nghiên cứu về lý thuyết tài chính tiền tệ xem xét vấn đề thông tin và động cơ trong thị trường tài chính tác động đến cấu trúc vốn và quyết định đầu tư. Tiền đề này được gọi như là “mẫu hình ràng buộc nguồn tài trợ”, nó giúp giải thích làm thế nào thị trường không hiệu quả và điều kiện cân đối công ty lại liên quan chặt chẽ tới mức độ đầu tư công ty.

Jensen và Meckling (1976) và Myers và Majluf (1984) đã đưa ra mẫu hình ràng buộc nguồn tài trợ. Jensen và Meckling đã chứng minh vấn đề đại diện và động cơ làm tăng chi phí sử dụng nguồn tài trợ bên ngoài. Vấn đề đại diện xuất hiện khi nhà quản lý điều hành doanh nghiệp không phải

là chủ doanh nghiệp đó. Trong khi, Myers và Majluf tập trung vào vấn đề thông tin, hai ông lập luận rằng nếu nhà quản lý được cung cấp thông tin tốt hơn cho nhà đầu tư về triển vọng công ty, thì các chứng khoán của công ty rủi ro đôi khi định dưới giá. Trong trường hợp này, chi phí từ nguồn tài trợ bên ngoài sẽ được tăng lên.

Mỗi quan tâm chính của nghiên cứu này là kiểm định tính dư thừa dòng tiền nhân rồi trong nguồn tài trợ nội bộ và quyết định đầu tư như thế nào khi gặp vấn đề thông tin trên thị trường vốn. Nhiều nghiên cứu đã cung cấp bằng chứng mối tương quan dương giữa tính dư thừa dòng tiền và mức độ phát triển đầu tư (Fazzari, Hubbard, và Peterson 1988; Hoshi, Kashyap, và Scharfstein, 1991; Chirinko và Schaller, 1996; Chirinko và Kalckreuth, 2002; Bruinshoofd, 2003; Mizen và Vermeulen, 2005). Trong các nghiên cứu này, dòng tiền và nguồn vốn cổ phần thường dùng làm đại diện cho tính khả dụng, trong khi đầu tư được đo lường bởi chi tiêu vốn sau khi đã chia cho nguồn vốn cổ phần. Độ nhạy cảm giữa mức độ phát triển đầu tư và tính thanh khoản nội bộ xem như mức độ ràng buộc tài trợ.

Fazzari và cộng sự (1998) cho rằng độ nhạy cảm giữa mức độ phát triển đầu tư và sự tăng lên của các quỹ tài trợ nội bộ xuất phát từ những ràng buộc tài trợ mà nguyên thủy ban đầu từ vấn đề thông tin trong thị trường vốn. Tranh luận này cũng được xem là “mẫu hình về ràng buộc nguồn tài trợ”. Fazzari và cộng sự cũng trình bày mức độ nhạy cảm giữa

đầu tư và dòng tiền lớn hơn đối với các công ty có tỷ lệ chi trả cổ tức thấp. Độ nhạy cảm cao đồng nghĩa những ràng buộc tài trợ cao.

Bruinshoofd (2003) cũng ủng hộ lập luận cho rằng các công ty bị ràng buộc có thể xác định và hiển thị mức độ nhạy cảm mạnh của đầu tư đối với dòng tiền.

Tuy nhiên, đi ngược lại với quan điểm ủng hộ mối quan hệ giữa phát triển đầu tư và dòng tiền, việc sử dụng độ nhạy cảm giữa mức độ phát triển đầu tư và dòng tiền đã vấp phải nhiều chỉ trích. Kaplan và Zingales (1997) đặt nghi vấn cho mẫu hình ràng buộc tài trợ không phù hợp thực tế, bằng tranh luận rằng mức độ nhạy cảm của phát triển đầu tư và dòng tiền không phải là một chỉ báo hữu dụng cho mẫu hình ràng buộc nguồn tài trợ, vì nó không đơn giản là liên quan một cách thuần túy đến chi phí tài trợ bên ngoài hoặc đến mức độ khả dụng của nguồn tài trợ sẵn có của nội bộ. Vì vậy, Kaplan và Zingales (1997) đề xuất không nên sử dụng độ nhạy cảm giữa đầu tư và dòng tiền trong phân tích thực nghiệm về vấn đề ràng buộc nguồn tài trợ.

Trong các trường hợp nghiên cứu khác, việc áp dụng cách tiếp cận này dựa vào độ nhạy giữa đầu tư và dòng tiền vẫn được ưu tiên. Géczy, Minton và Schrand (1997) đã cung cấp bằng chứng rằng các công ty với mức độ biến động dòng tiền cao hơn có chi tiêu vốn, chi phí nghiên cứu và phát triển, chi phí quảng cáo thấp hơn. Theo kết quả nghiên cứu, giải thích cho mối quan hệ này là mức độ của tiến trình phát triển đầu tư khác nhau tạo ra những

biến động khác nhau tùy thuộc vào bản chất đầu tư thực tế. Các doanh nghiệp thông thường không sử dụng nợ bên ngoài và thị trường vốn để giảm độ bất ổn dòng tiền, bởi vì chi phí tiếp cận nguồn vốn cũng là nguyên nhân dẫn tới tính biến động dòng tiền của công ty.

Tổng thể, có nhiều lý do có giá trị để ủng hộ cho tranh luận rằng nguồn tiền từ nội bộ có liên quan đáng kể đến mức độ phát triển đầu tư. Chirinko và Schaller (1996) đưa hai lý do cho thấy nguồn tiền từ nội bộ là quan trọng trong hàm số đầu tư. Một là do các công ty đối mặt ràng buộc nguồn tài trợ đã làm tăng thêm độ chênh lệch giữa chi phí khi tiếp cận nguồn tài trợ từ nội bộ và bên ngoài. Lý do thứ hai tính thanh khoản đại diện cho biến khác đã bị bỏ sót và những vấn đề mang tính đặc trưng khác trong việc hồi quy.

Trong mẫu hình ràng buộc nguồn tài trợ, một trong những nguyên nhân quan trọng nhất của ràng buộc tài trợ là có liên quan đến thị trường tín dụng không hoàn hảo. Thị trường tín dụng không hoàn hảo trong các nước đang phát triển dẫn đến ba vấn đề quan trọng có thể kể đến như xuất hiện sự giới hạn trong khả năng vay mượn, bất cân đối tiền tệ, và sự bảo đảm cứu trợ mang tính hệ thống (Tornell và Westermann, 2003). Đây là lý do tại sao các nước có hệ thống tài chính tự do hóa thường dễ gặp nguy cơ khủng hoảng hơn. Tự do hóa hệ thống tài chính kéo theo các dòng vốn rủi ro ngân hàng quốc tế và bong bóng nợ.

Tornell và Westermann giải thích những bất hoàn hảo thị

trường tín dụng đồng nghĩa tự do hóa tài chính ở các nước thu nhập trung bình được đặc trưng do bùng nổ cho vay, kết thúc bằng cuộc khủng hoảng kép - khủng hoảng ngân hàng, lần lượt, tạo ra cuộc khủng hoảng tín dụng kéo dài. Sự đánh đổi giữa tăng trưởng cao và nguy cơ khủng hoảng tăng cao. Trong trường hợp này, thị trường tín dụng giữ vai trò quan trọng trong sự biến động lớn như vậy, không chỉ thời kỳ suy thoái quanh cuộc khủng hoảng mà còn trong các quan sát của “kênh tín dụng” mạnh trong thời gian bình thường, đó là, phản ứng mạnh của GDP và biến số vĩ mô khác tới cú sốc thị trường tín dụng (Tornell và Westermann, 2004).

Kênh tín dụng giữ vai trò quan trọng trong biến động nền kinh tế bằng cách tác động đến các khu vực kinh tế, đặc biệt tách ra khu vực Tradable và Non-Tradable trong nền kinh tế. Trong giai đoạn tĩnh lặng của nền kinh tế, sự bất cân xứng trong tiếp cận các cơ hội tài trợ để phát triển đầu tư có thể gây ra sự phát triển bất cân xứng giữa các khu vực Tradable và Non-Tradable, trong đó tăng trưởng khu vực Non-Tradable nhanh hơn khu vực Tradable. Một vài năm sau khủng hoảng, sản lượng khu vực Non-Tradable giảm tương đối so khu vực Tradable.

Tornell và Westermann cũng có những bằng chứng cho thấy trong hệ thống tài chính tự do, bất cân xứng trong tiếp cận các cơ hội tài trợ giữa khu vực Tradable và Non-Tradable có lẽ đi cùng với sự không phù hợp tiền tệ trong tín dụng, phần lớn nợ khu vực Non-Tradable được tài trợ bằng đồng đô la, trong khi

thu nhập giữ lại bằng đồng nội tệ. Ở các nước đang phát triển, chính phủ vẫn giữ vai trò quan trọng trong bảo vệ các doanh nghiệp đi vay thông qua bảo lãnh hệ thống. Đi kèm theo chính sách này thường là hành vi thiếu thận trọng và không phòng ngừa các khoản vay của cả khu vực doanh nghiệp đi vay và khu vực ngân hàng.

Tornell và Westermann (2002a) mô tả cơ chế như sau. Nếu nhiều doanh nghiệp khu vực Non-Tradable gặp rủi ro do khoản nợ nước ngoài, rủi ro tỷ giá có thể sinh ra, khi nền kinh tế trở nên dễ bị tổn thương trước cơ chế tự thực hiện của hệ thống ngân hàng. Thông thường, các công ty khu vực Non-Tradable đối mặt với ràng buộc hợp đồng khắt khe và bên cho vay thích đảm bảo cứu trợ hệ thống – trong sự kiện khủng hoảng, bên cho vay được cứu trợ trước khoản thuế phải nộp (Tornell và Westermann, 2004). Hơn nữa, Tornell và Westermann cũng giải thích vấn đề ràng buộc hợp đồng, cùng sự đảm bảo cứu trợ, dễ tạo ra ràng buộc tài trợ nghiêm ngặt và dẫn đến bên vay mượn chấp nhận rủi ro tín dụng trong khuôn khổ không phù hợp tiền tệ. Trong trường hợp như vậy, cú sốc tới dòng tiền công ty tác động mạnh lên nền kinh tế. Cơ chế này được gọi là “cơ chế tác động băng cân đối”.

3. Phương pháp nghiên cứu

Để giải quyết câu hỏi giữa khu vực Tradable hay Non-Tradable, khu vực nào hoạt động tốt hơn trong giai đoạn trong và sau khủng hoảng, nghiên cứu áp dụng phương trình tương đối chính xác nhằm đo lường độ nhạy cảm giữa mức độ phát triển đầu tư ở cấp độ công ty và tính thanh khoản. Đơn giản, nghiên cứu thiết lập phương trình bằng cách áp dụng mẫu hình ràng buộc tài trợ thể hiện chu kỳ tăng trưởng - suy thoái.

Để thu thập các bằng chứng thực nghiệm, nghiên cứu sử dụng phương trình cơ bản được phát triển bởi FHP (1988) xuất phát từ hàm $I = f(\text{cơ hội đầu tư}) + g(\text{quỹ tài trợ})$.

$$\frac{I_{it}}{K_{it-1}} = f\left(\frac{X_{it}}{K_{it-1}}\right) + g\left(\frac{CF_{it}}{K_{it-1}}\right) + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Trong đó I_{it} đại diện cho đầu tư tài sản dài hạn của công ty i trong thời kỳ t , X là biến vector, ε là sai số i và t .

Theo FHP (1988), hàm số g phụ thuộc vào dòng

tiền nội bộ công ty (CF), đại diện cho độ nhạy cảm tiềm năng của mức độ phát triển đầu tư trước những biến động trong nguồn tài trợ sẵn có, sau đó cơ hội đầu tư f giải thích thông qua biến X . Tất cả các biến chia cho chứng khoán vốn tại thời kỳ bắt đầu (K_{t-1}).

Độ nhạy cảm nguồn vốn nội bộ và mức độ phát triển đầu tư thông thường được phân tích bằng cách chia mẫu dựa vào đặc điểm công ty; có nhiều cách nghiên cứu đã được áp dụng ví dụ như, phân chia công ty theo tỷ lệ chi trả cổ tức (cao hay thấp) (Fazzari và cộng sự, 1998), hay nghiên cứu ở các doanh nghiệp ở Nhật lại phân tách kiểu tập đoàn lớn Keiretsu hoặc các công ty độc lập (Hoshi và cộng sự, 1991), hay dựa vào lãi suất trái phiếu (Whited, 1992), và hay là cách phân tách thành khu vực các công ty có hoạt động giao thương quốc tế liên quan xuất khẩu mà tôi gọi khu vực Tradable, Non-tradable hoạt động thuần túy trong nước (Espanol, 2005). Quan tâm nghiên cứu cũng muốn xem xét là sự phát triển giữa các khu vực có đồng đều không theo quan điểm của Espanol, nghiên cứu tiến hành hồi quy phương trình cho hai nhóm khu vực công ty Tradable và Non-Tradable. Tài sản dài hạn được sử dụng đại diện cho đầu tư dài hạn. Để xem xét độ nhạy cảm giữa khu vực Tradable và Non-Tradable, nghiên cứu áp dụng phương trình sau:

$$\begin{aligned} \frac{I_{it}}{K_{it-1}} = & \alpha_{T1} \left(\frac{CFT_{it}}{K_{it-1}} \right) + \alpha_{N2} \left(\frac{CFN_{it}}{K_{it-1}} \right) + \alpha_3 Q_i + \\ & + \alpha_4 \left(\frac{TS_{it}}{K_{it-1}} \right) + \alpha_5 \left(\frac{WC_{it}}{K_{it-1}} \right) + \alpha_6 \left(\frac{TD_{it}}{K_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

Trong đó:

K = Tài sản dài hạn.

I = Đầu tư ($K_{it} - K_{it-1}$)

CFN = Dòng tiền khu vực Tradable.

CFT = Dòng tiền khu vực Non-Tradable.

Q = Tobin Q .

TS = Tổng doanh thu.

WC = Vốn luân chuyển (Tài sản ngắn hạn – nợ ngắn hạn).

TD = Tổng nợ.

Nghiên cứu chỉ lấy dữ liệu các công ty hoạt động ít nhất 5 năm. Hơn nữa, nhóm nghiên cứu loại khỏi mẫu bằng cách sắp xếp dữ liệu dựa vào

độ lệch chuẩn, loại bỏ dữ liệu có độ lệch chuẩn lớn hơn 10. Mẫu chọn ra 147 công ty trong giai đoạn 2007- 2013. Phân thành hai khu vực Tradable và Non-Tradable, nghiên cứu sử dụng theo tiêu chuẩn phân loại trên Vietstock theo tiêu chuẩn hệ thống phân ngành NAICS.

Để kiểm định mức độ khác nhau giữa khu vực Tradable và Non-Tradable, nghiên cứu sử dụng ba phương pháp phân tích dữ liệu bảng, Pooling, Fix Effect, Random Effect. Giả định mô hình hệ số ngẫu nhiên, điều kiện hiệu ứng đặc trưng công ty, hệ số độ dốc còn lại có phân phối ngẫu nhiên về trung bình nhất định cho mỗi nhóm (Hsiao và Tahmiscioglu, 1997).

3. Kết quả nghiên cứu

3.1. Phân tích kết quả hồi quy giữa khu vực Tradable và Non-Tradable

Nhìn chung, dựa vào dữ liệu quan sát các công ty niêm yết trên sàn chứng khoán VN, nghiên cứu phát hiện trong toàn bộ thời gian nghiên cứu, các doanh nghiệp cả khu vực Tradable và Non-Tradable thể hiện mối quan hệ ràng buộc giữa nguồn tài trợ nội bộ và mức độ phát triển đầu tư ở cấp doanh nghiệp kể cả tài sản dài hạn lẫn ngắn hạn. Những phát hiện này rất thú vị vì nó cung cấp một sự hiểu biết sâu sắc từ những dự đoán trước đây, đặc biệt phù hợp với những nghiên cứu Tornell và Westermann (2002a, 2004), hành vi cả hai khu

vực ở VN tương đối giống nhau. Yếu tố dòng tiền tự do (dòng tiền còn lại doanh nghiệp sau khi chi tiêu trong kỳ) có tác động rất lớn đến việc ra quyết định đầu tư sản xuất của doanh nghiệp (các con số thống kê đều có ý nghĩa cao 1%). Cũng giống kết quả của Tornell và Westermann thì các doanh nghiệp thuộc khu vực Non-Tradable bị ràng buộc nguồn tài trợ cả đầu tư dài hạn lẫn đầu tư ngắn hạn vào hàng tồn kho, với các hệ số hồi quy của khu vực Non-Tradable đều lớn hơn ở tất cả thời kỳ quan sát; trong thời kỳ khủng hoảng, đối với đầu tư vào tài sản dài hạn hệ số hồi quy các doanh nghiệp khu vực Non-Tradable là -0.3068 cao hơn nhiều so với các doanh nghiệp thuộc khu vực Tradable

Bảng 1: Kết quả hồi quy cho nhóm các doanh nghiệp Non-Tradable và Tradable

	Toàn bộ thời kỳ			Thời kỳ khủng hoảng			Thời kỳ sau khủng hoảng		
	FE	RE	Pooling	FE	RE	Pooling	FE	RE	Pooling
CF/CS của khu vực T	-0.2000*** (-4.0567)	-0.2000*** (-4.0947)	-0.1992*** (-4.0369)	-0.1592* (-1.7692)	-0.1876*** (-2.9600)	-0.1862** (-2.3682)	-0.2631*** (-5.8671)	-0.2070*** (-5.5726)	-0.2190*** (-5.5088)
CF/CS của khu vực N	-0.2033*** (-5.2752)	-0.2033*** (-5.3246)	-0.2039*** (-5.2929)	-0.0680** (-0.9360)	-0.2713*** (-5.7213)	-0.2933*** (-5.0242)	-0.3136*** (-7.9961)	-0.2958*** (-9.2074)	-0.2936*** (-8.5563)
Tobin Q	-0.0434 (-0.5488)	-0.0434 (0.5540)	0.0173 (0.2258)	-0.1955 (-1.2169)	-0.0128 (-0.1554)	-0.0344 (0.3448)	-0.1829 (-1.0041)	-0.0443 (-0.4744)	0.0165 (-0.1703)
TS/CS	-0.0117 (-1.4398)	-0.0117 (-1.4533)	-0.0097 (-0.2258)	-0.0941*** (-7.6412)	-0.0094 (-1.0470)	-0.065*** (-5.8858)	-0.1335*** (-8.1300)	-0.0057 (-0.9566)	-0.0054 (-0.8434)
WC/CS	0.0721*** (4.2904)	0.7121*** (4.3305)	0.0690*** (-4.0882)	-0.3167 (10.0645)	-0.1022*** (-7.0357)	-0.3101*** (8.3282)	0.1036*** (4.6119)	0.0228** (2.1346)	0.0219* (1.8942)
TD/CS	0.1115*** (7.2969)	0.1115*** (7.3376)	0.1122*** (7.2960)	0.3603*** (16.1976)	0.1729*** (11.8522)	0.3447*** (12.8675)	0.1593*** (4.0391)	-0.0334*** (-2.9480)	-0.0320*** (-2.6203)
Constant	-0.0731 (0.7319)	0.0731 (0.7387)	-0.1462 (1.5017)	-0.3734 (-2.8047)	-0.0187 (-0.2287)	-0.3505** (-2.1475)	0.5146*** (2.7624)	0.2152** (2.2475)	0.1851* (1.8539)
Obs	882	882	882	294	294	294	588	588	588
R-squared	0.2104	0.2104	0.1971	0.8820	0.5897	0.6004	0.4592	0.1648	0.1513
Hausman Test	99.8720***			153.8267***			109.8218***		
Likelihood	2.9201*			2.2736***			1.6105***		
Specification	FE			FE			FE		

Biến phụ thuộc là đầu tư vào tài sản dài hạn, sử dụng phương pháp hồi quy Fixed Effect (FE) và Random Effect (RE) và Pooling. Kiểm định cho việc thích hợp của 3 phương pháp tôi sử dụng kiểm định Hausman và Likelihood để chọn ra kiểm định tối ưu. Với *, **, *** lần lượt là mức ý nghĩa tại 10%, 5%, 1%. Thống kê t được trình bày dưới hệ số hồi quy trong dấu ngoặc.

Bảng 2. Kết quả hồi quy cho nhóm ngành Non-Tradable và Tradable

	Toàn bộ thời kỳ			Thời kỳ khủng hoảng			Thời kỳ sau khủng hoảng		
	FE	RE	Pooling	FE	RE	Pooling	FE	RE	Pooling
CF/CS của khu vực T	-0.3621*** (-11.3782)	-0.4232*** (-15.0147)	-0.4236*** (-15.0785)	-0.0771** (-2.1797)	-0.1738*** (-6.3308)	-0.2101*** (-5.8841)	-0.5252*** (-12.6666)	-0.6383*** (-18.5901)	-0.6327*** (-17.2510)
CF/CS của khu vực N	-0.3801*** (-15.4287)	-0.3835*** (-17.4054)	-0.3883*** (-17.7050)	-0.3068*** (-10.7424)	-0.1838*** (-8.7287)	-0.1607*** (-6.0629)	-0.5760*** (-15.8871)	-0.6941*** (-23.3683)	-0.6938*** (-21.9202)
Tobin Q	0.0219 (0.3668)	0.0734 (1.6226)	0.0862** (0.9768)	-0.1071* (-1.9659)	0.0887** (2.3407)	0.1225*** (2.7016)	0.4689*** (2.7845)	0.1628* (1.8848)	0.1333 (1.4927)
TS/CS	0.0433*** (8.8919)	0.0139*** (2.9975)	0.0145*** (3.1366)	0.0640*** (4.1015)	0.0232*** (3.8534)	0.0205*** (3.0750)	0.1022*** (6.7299)	0.03208*** (4.3308)	0.0239*** (4.0440)
WC/CS	-0.1452*** (-8.2331)	-0.0094 (-0.9823)	-0.0101 (-1.0468)	-0.0175 (-0.2696)	-0.0537*** (-3.3490)	-0.0449*** (-2.6473)	-0.1528*** (-7.4525)	0.0009 (0.8979)	0.0089 (0.8324)
TD/CS	0.1301*** (7.9455)	0.0240*** (2.7374)	0.0236*** (2.6964)	0.2075*** (11.5847)	0.0620*** (5.9247)	0.0417*** (3.4287)	0.0972*** (2.6652)	-0.0343*** (-3.2748)	-0.0349*** (-3.0976)
Constant	-0.2369*** (-3.1425)	-0.0021 (0.0370)	-0.0177 (0.3197)	-0.5784*** (-5.1293)	-0.0474 (-0.7825)	-0.0250 (-0.3371)	-0.9459*** (-5.4921)	-0.0649 (0.7333)	-0.0359 (-0.3894)
Obs	882	882	882	294	294	294	588	588	588
R-squared	0.7671	0.4148	0.4107	0.8515	0.3204	0.3283	0.7382	0.5926	0.5910
Hausman Test	173.170***			73.833***			123.3815***		
Likelihood	1.570***			3.3474***			1.6458***		
Specification	FE			FE			FE		

Với biến phụ thuộc là đầu tư vào hàng tồn kho, sử dụng phương pháp hồi quy Fixed Effect (FE) và Random Effect (RE) và Pooling. Kiểm định cho việc thích hợp của 3 phương pháp tôi sử dụng kiểm định Hausman, Likelihood để ra kiểm định tối ưu. Với *, **, *** lần lượt là mức ý nghĩa tại 10%, 5%, 1%. Thống kê t được trình bày dưới hệ số hồi quy trong dấu ngoặc.

chỉ -0.0771, trong khi đối với khoản mục đầu tư tài sản ngắn hạn thì mức độ chênh lệch có giảm đôi chút khi hệ số hồi quy các doanh nghiệp khu vực Non-Tradable là -0.0680 trong khi khu vực Tradable là -0.1592, cho thấy trong khủng hoảng các doanh nghiệp thuộc khu vực Non-Tradable bị ràng buộc nguồn tài trợ dài hạn nhiều hơn các doanh nghiệp thuộc khu vực Tradable do khu vực Non-Tradable dành nguồn vốn lớn đầu tư vào hàng tồn kho vì vậy mà trong giai đoạn này các doanh nghiệp ít bị áp lực về nhu cầu hàng tồn kho so với các doanh nghiệp thuộc

khu vực Tradable. Sau khủng hoảng, mức độ ràng buộc nguồn tài trợ khu vực Non-Tradable cùng với khu vực Tradable đều tăng lên, mức độ tác động đến các quyết định đầu tư vào tài sản dài hạn trở nên quan trọng, khu vực Non-Tradable vẫn thể hiện một sự ràng buộc đáng kể hơn so với các doanh nghiệp thuộc khu vực Tradable và điều đó minh chứng cho lập luận khu vực Non-Tradable vẫn bị ràng buộc mức độ tài trợ cao hơn, với hệ số hồi quy đối khu vực Non-Tradable -0.5760 trong khi hệ số hồi quy đối khu vực Tradable là -0.5252. Ngược lại đối với đầu

tư dài hạn, đầu tư vào hàng tồn kho sau khủng hoảng lại cho thấy mức độ ràng buộc khu vực Non-Tradable tăng lên so với trước khủng hoảng và vẫn duy trì cao hơn so với khu vực Tradable, hệ số hồi quy khu vực Non-Tradable là -0.3136 trong khi hệ số hồi quy khu vực Tradable là -0.2631 cho thấy sức ép về tài trợ ngắn hạn để phục hồi doanh nghiệp là rất bức thiết và thiết thực trong điều kiện nguồn tài trợ trở nên khan hiếm. Bên cạnh đó, việc dẫn đến một quyết định phát triển đầu tư sản xuất nó còn bị tác động rất lớn từ những yếu tố mang tính đặc trưng công ty.

Trong một thời gian dài, các quyết định đầu tư của doanh nghiệp còn xuất phát từ mức độ đánh giá thị trường đến giá trị doanh nghiệp như thông qua giá trị Tobin Q, một giá trị Tobin Q cao thể hiện tín hiệu lạc quan của thị trường về triển vọng phát triển mở rộng đầu tư. Theo các nghiên cứu trước chẳng hạn Lang (1996) và Aivazian (2005) thì dấu kỳ vọng giữa Tobin Q và đầu tư là tương quan dương. Lập luận dường như chỉ được củng cố ở giai đoạn sau khủng hoảng khi mức độ tương quan dương giữa đầu tư và Tobin Q có ý nghĩa khá cao ở mức 1% (0.4689) còn đối với khoản mục hàng tồn kho dường như mối quan hệ này không phù hợp với nền kinh tế VN khi mà các doanh nghiệp Việt vẫn hoạt động theo cảm tính và kênh thông tin trên thị trường khá ít. Cũng có thể thấy rằng dường như không phát hiện ra mối quan hệ này do thị trường chứng khoán VN chỉ mới bắt đầu nên những thay đổi giá chứng khoán chưa phản ánh chính xác giá trị thay đổi của công ty.

Tổng doanh thu đại diện cho tỷ suất lợi nhuận trong tương lai có tương quan dương với đầu tư trong toàn bộ thời kỳ và cả giai đoạn khủng hoảng và giai đoạn sau khủng hoảng. Như kỳ vọng mức độ doanh thu càng cao sẽ tăng khả năng sản xuất để đáp ứng nhu cầu tăng (FHP, 1988). Kết quả hồi quy của đầu tư tài sản dài hạn cho thấy tổng doanh thu có hệ số hồi quy dương và ở mức ý nghĩa thống kê rất cao 1% ở tất cả thời kỳ. Chứng tỏ 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 vào tài sản cố định. Trong đó đầu tư ngắn hạn thì có mối quan hệ nghịch biến, cho thấy doanh nghiệp mà kinh doanh hiệu quả với doanh số tăng thì lượng hàng tồn kho sẽ giảm xuống. Kết quả hồi quy chỉ có ý nghĩa giai đoạn sau khủng hoảng với -0.1335 ở mức ý nghĩa thống kê 1%.

Các biến khác kiểm định trong phương trình là vốn luân chuyển. Vốn luân chuyển có tương quan âm với đầu tư khá phù hợp lập luận cho rằng chi phí tài trợ từ bên ngoài tốn kém, vì vậy doanh nghiệp thường đánh đổi điều chỉnh vốn luân chuyển để tăng mở rộng đầu tư tài sản cố định với hệ số có ý nghĩa 1% (-0.1528). Vốn luân chuyển cũng thể hiện một mối tương quan âm và có ý nghĩa khá cao trong cả giai đoạn trong khủng hoảng và sau khủng hoảng, đã có một sự đánh đổi giữa đầu tư vào các tài sản cố định và giảm bớt nhu cầu vốn luân chuyển ở các doanh nghiệp VN như những giải thích trong kết quả nghiên cứu Fazzari và Petersen (1993).

Nghiên cứu cũng tìm thấy nợ có tương quan dương với đầu tư, với mức độ tương quan cao hơn ở thời kỳ khủng hoảng so với thời kỳ sau khủng hoảng. Nói cách khác các công ty có độ nhạy cảm nhiều với nguồn tài trợ bên ngoài trong giai đoạn trước khủng hoảng. Dường như việc đầu tư của những doanh nghiệp VN phần lớn từ nguồn đi vay, một phần do các công ty này có thể tận dụng các mối quan hệ để dễ dàng có khoản vay cho đầu tư. Cả hai nhóm khu vực Tradable và Non-Tradable với mức ý nghĩa hồi quy cao ở mức 1%, là

tổng nợ với hệ số hồi quy 0.1301. Theo lý thuyết Modigliani và Miller, (1958), cho thấy doanh nghiệp vay nợ nhiều sẽ tiến hành đầu tư.

3.2. Phân tích kết quả hồi quy cho các khu vực công nghiệp

Mục đích chính của phần này là nắm bắt tác động của khu vực công nghiệp lên mối quan hệ giữa đầu tư và dòng tiền từ nguồn nội bộ doanh nghiệp. Nghiên cứu xem xét các lĩnh vực được xác định bởi tiêu chuẩn phân ngành NAICS có thể tìm thấy Website Vietstock, chọn được 8 khu vực nhỏ phân thành các ngành sản xuất kinh doanh, công nghiệp khác, khoáng sản, thủy sản, thực phẩm, bất động sản xây dựng, giáo dục và tiện ích công cộng.

Dựa vào kết quả hồi quy Bảng 3, chúng ta cũng dễ nhận ra dường như trong toàn bộ mẫu các công ty đều bị ràng buộc nguồn tài trợ trong mở rộng phát triển đầu tư. Mức độ ràng buộc mỗi khu vực có sự khác nhau. Mức độ ràng buộc nguồn tài trợ của khu vực khoáng sản là lớn nhất với hệ số hồi quy -0.9543 ở mức ý nghĩa thống kê rất cao 1%. Ngành khoáng sản đang gặp rất nhiều khó khăn về nguồn vốn khi mà các dự án của ngành luôn đòi hỏi đầu tư lâu dài và thu hồi vốn chậm, khi gặp phải biến động lớn rất khó xoay sở và cần nhận sự hỗ trợ từ Chính phủ cũng như các nhà đầu tư. Kết quả hồi quy cũng tìm thấy tổng nợ là một biến số quan trọng trong mô hình có giá trị dương và mức ý nghĩa cao ở hầu hết khu vực, một lần nữa khẳng định nợ là một trong nguồn tài trợ ưa thích của các doanh nghiệp VN trong mở rộng đầu tư bên cạnh ràng buộc trong

Bảng 3

	Khu vực 1	Khu vực 2	Khu vực 3	Khu vực 4	Khu vực 5	Khu vực 6	Khu vực 7	Khu vực 8
CF/CS	-0.2933*** (-7.0628)	-0.1704*** (-4.2075)	-0.9543*** (-21.0748)	-0.3185*** (-6.7853)	-0.0571** (-2.0584)	-0.31013*** (-9.7105)	-0.4548*** (-8.1732)	-0.6912*** (-8.7175)
Tobin Q	-0.0018 (-0.0148)	0.0139 (0.2149)	-0.0372 (-0.7755)	0.0761 (0.8740)	-0.0381 (-0.3311)	0.1769 (1.2594)	-1.3853* (-1.7642)	0.0682 (0.6703)
TS/CS	0.0927*** (5.7947)	-0.0006 (-0.1242)	-0.0355 (-1.3583)	0.0062 (0.7172)	-0.0022 (-0.2521)	0.0432*** (3.2358)	0.0400* (1.7304)	-0.0128 (-1.098)
WC/CS	-0.0577 (-1.3362)	0.0956*** (2.8057)	-0.2001*** (-2.6916)	0.1290*** (4.5442)	0.0096 (0.3155)	-0.0592 (-1.4867)	-0.1510*** (-3.3401)	-0.0090 (-0.1578)
TD/CS	0.0299 (0.8242)	0.0648*** (4.7809)	0.0107 (0.1672)	-0.03119 (-0.7173)	0.0567* (1.8212)	-0.0322* (-1.7866)	0.2486*** (4.9123)	0.0570 (1.2170)
C	-0.1378 (-1.0363)	-0.0628 (-0.6115)	0.3086*** (2.8379)	-0.0312 (-0.3079)	0.0737 (0.5597)	-0.0417 (-0.2958)	1.12588 (1.7407)	0.0259 (0.2593)
Obs	120	108	66	78	120	228	96	66
R-squared	0.48744	0.3999	0.9305	0.5218	0.1081	0.3428	0.5450	0.7317

Với *, **, *** lần lượt là mức ý nghĩa tại 10%, 5%, 1%. Thống kê t được trình bày dưới hệ số hồi quy trong dấu ngoặc. Trong đó, khu vực 1: sản xuất kinh doanh, khu vực 2: Công nghiệp khác, khu vực 3: Khoáng sản, khu vực 4: Thủy sản, khu vực 5: Thực phẩm, khu vực 6: Xây dựng, khu vực 7: Giáo dục, khu vực 8: Tiện ích công cộng.

dòng tiền của doanh nghiệp. Có vẻ phần lớn các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu đều có yếu tố sở hữu nhà nước nên các công ty này thường dễ nhận các điều kiện ưu đãi mà không cần xét đến tính hiệu quả khi sử dụng những khoản vay này để đầu tư. Trong khi phân tích biến Tobin Q lại không tìm thấy ý nghĩa, điều này cũng có thể được giải thích khi mà các công ty mới niêm yết và thị trường chứng khoán VN còn sơ khai chưa phát triển nên những thay đổi giá chứng khoán chưa phản ánh những kỳ vọng giá trị doanh nghiệp. Tỷ suất sinh lời và hàng tồn kho cũng có những mức ý nghĩa khá cao, như vậy đặc điểm công ty cũng là một trong những nhân tố ảnh hưởng đến quyết định đầu tư của doanh nghiệp khi mà thị trường tín dụng không hoàn hảo và cơ hội tiếp cận nguồn tài trợ khác nhau. Mỗi ngành có mức độ

ràng buộc khác nhau ngoài phụ thuộc vào dòng tiền nội bộ doanh nghiệp còn phụ thuộc đặc điểm và yếu tố về mức ưa thích rủi ro, lợi ích cá nhân cũng như trình độ học vấn người quản trị trong việc ra quyết định đầu tư. Có thể nói, ràng buộc nguồn tài trợ cùng với đặc điểm công ty có tác động mạnh tới việc ra quyết định đầu tư của các công ty VN. Từ đó có thể thấy để đảm bảo đầu tư hiệu quả và khả năng phát triển vững mạnh thì các doanh nghiệp cần xem xét những yếu tố bên trong doanh nghiệp cũng như bên ngoài, ổn định dòng tiền để phát triển đầu tư là một trong những mục tiêu ưu tiên của nhà quản trị. Giữ vững phát triển từng doanh nghiệp cũng là cách giúp nền kinh tế vượt qua khủng hoảng và tăng trưởng trở lại. Để phát triển bền vững bên cạnh năng lực mỗi doanh nghiệp thì sự can thiệp và hỗ trợ của Chính phủ đảm

bảo cạnh tranh công bằng cũng là một trong biện pháp cải thiện tình hình kinh doanh khó khăn cũng như phục hồi nền kinh tế.

4. Kết luận

Kết quả chính của nghiên cứu chỉ ra rằng trong trong toàn bộ mẫu, tất cả doanh nghiệp của khu vực Non-Tradable và Tradable đều cho chung một kết quả những ràng buộc nguồn tài trợ có tác động đáng kể đến việc ra quyết định phát triển đầu tư, thể hiện mối tương quan âm giữa mức độ phát triển đầu tư và dòng tiền từ nguồn tài trợ nội bộ của doanh nghiệp ở mức ý nghĩa thống kê rất cao. Tuy nhiên, mức độ nhạy cảm giữa các khu vực không giống nhau, dường như các doanh nghiệp khu vực Tradable dễ thoát khỏi những vấn đề khó khăn trong hoạt động kinh doanh hơn là các doanh nghiệp khu vực Non-Tradable, do các doanh

ngành khu vực Non-Tradable bị ràng buộc nguồn tài trợ nghiêm ngặt để tiến hành hoạt động đầu tư hơn các doanh nghiệp thuộc khu vực Tradable. Vấn đề trở nên nghiêm trọng hơn sau khủng hoảng khi mức độ nhạy cảm giữa mức độ phát triển đầu tư và dòng tiền từ nguồn tài trợ nội bộ lớn hơn, vẫn là khu vực các doanh nghiệp khu vực Non-Tradable bị tác động nhiều hơn là khu vực các doanh nghiệp Tradable.

Từ những kết quả phân tích nghiên cứu cũng rút ra được hai kết luận có ý nghĩa. Đầu tiên, xuất phát từ quan điểm mang tính nghiên cứu hàn lâm, tác giả góp phần trả lời cho câu hỏi rằng liệu độ nhạy cảm của đầu tư đối với các yếu tố tài chính có khác với các yếu tố là đặc trưng của doanh nghiệp hay không? Thứ hai, theo quan điểm chính sách, tồn tại kênh tài trợ làm sáng tỏ nguồn gốc biến động trong hành vi đầu tư công ty. Giúp cho nhà điều hành chính sách nỗ lực giải quyết vấn đề phải đối mặt khi các doanh nghiệp tiếp cận đủ nguồn tài trợ để hỗ trợ cho hoạt động kinh doanh, đặc biệt câu hỏi làm thế nào để thúc đẩy phát triển đầu tư cấp độ công ty. Đặc biệt, phát hiện này giúp giải thích tại sao đầu tư mức độ công ty sau khủng hoảng ở VN vẫn giảm sút, cũng như cho phép chúng ta xác định những yếu tố không đồng nhất gây ra tình trạng nghiêm trọng của nền kinh tế VN hiện nay. Một điều dễ nhận thấy nền kinh tế VN đang ngày càng cạnh tranh và đặc biệt mở rộng hội nhập kinh tế trong năm gần đây nhất sau sự kiện trở thành thành viên WTO thì mức độ gay gắt càng tăng. Các nhà đầu tư tìm

kiếm các ngành nào có lợi nhất để đầu tư và do đó có một sự dịch chuyển vốn từ ngành này sang ngành khác và đây là một hiện tượng khách quan. Tuy nhiên VN trong thời gian qua, sự cạnh tranh mang tính tự phát hoàn toàn không đi kèm với sự quy hoạch, hợp tác, phân công lao động, sự chuyên môn hóa lao động, sự bắt lực của các hiệp hội ngành nghề và sự điều tiết vĩ mô nhà nước. Điều này dẫn đến sự phát triển quá mức vốn đầu tư vào một ngành, dẫn đến khủng hoảng thừa, dẫn đến lãng phí tài nguyên quốc gia ngoài ra gây ra những bất ổn và mầm mống của khủng hoảng trong tương lai. Kết quả nghiên cứu cũng hỗ trợ cho tranh luận tồn tại bất cân xứng trong tìm nguồn tài trợ để phát triển đầu tư giữa các khu vực.

Bằng phân tích định lượng, nghiên cứu tìm thấy tỷ suất sinh lợi và nợ, có phản ứng khác nhau giữa các công ty khu vực Tradable và Non-Tradable trong cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008. Thông thường, khu vực Tradalbe có tỷ suất sinh lợi cao hơn và nợ thấp hơn so với khu vực Non-Tradable. Các công ty ở VN vẫn thích sử dụng nợ bên ngoài hơn là chứng khoán khi tài trợ cho hoạt động đầu tư, ngay cả trong thời kỳ hậu khủng hoảng. Cả hai biến đều là chỉ số quan trọng để kiểm định mức độ tổn thương nền kinh tế ở mức độ vi mô. Nền kinh tế VN vẫn bị tổn thương và dễ bị khủng hoảng tài chính●

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Azis, Iwan Jaya (2004), *Credit market frictions and balance sheet effects*, mimeo, Cornell University
- Azis (2002), "What would have happened in Indonesia if different economic policies had been implemented when the crisis started?" *Asian Economic Papers*, volume 1, Issue 2, Spring.
- Azis (2001), *Modelling crisis evolution and counterfactual policy simulations: a country case study*, ADB Institute Working Paper Series, No.23.
- Azis (1986), *Agency costs, collateral, and business fluctuations*, NBER Working Papers 2015, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Bernanke, Ben S and Gertler, Mark (1995), "Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission", *Journal of Economic Perspectives*, American Economic Association, vol. 9(4), pages 27-48, Fall.
- Bernanke, B., Gertler, M. and Gilchrist, S. (1998), *The financial accelerator in a quantitative business cycle framework*, Working Papers 98-03, C.V. Starr Center for Applied Economics, New York University.
- Bruinshoofd, Allard (2003), *Corporate investment and financing constraints: connections with cash management*, DNB Staff Report No.110, De Nederlandsche Bank, The Netherlands.
- Caggese, Andrea (2005), *Testing financing constraints on firm investment using variable capital*, mimeo, Department of Economics, Pompeu Fabra University, Barcelona, Spain.
- Chirinko, Robert S., Ulf von Kalckreuth (2002), *Further evidence on the relationship between firm investment and financial status*, Discussion paper, No.28/02, Economic Research Centre of the Deutsche Bundesbank, Frankfurt, Germany.
- Chirinko, Robert S. and Schaller, Huntley (1996), "Business fixed investment and 'bubbles': The Japanese case", *Economics Series 28*, Institute for Advanced Studies.