

ĐỘ NHẠY CẢM GIỮA DÒNG TIỀN VÀ ĐẦU TƯ

Ngày nhận: 26/9/2013
Ngày nhận lại: 15/10/2013
Ngày duyệt đăng: 12/11/2013
Mã số: 11-13-CD-14

ThS. Dương Nguyễn Thanh Tâm
Techcombank - Trụ sở Miền Nam

Tóm tắt: Với mục tiêu đánh giá mối liên hệ giữa dòng tiền nội sinh và đầu tư, nghiên cứu được thực hiện với mẫu nghiên cứu gồm 60 công ty sản xuất được niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán TP.HCM (HOSE) giai đoạn 2008-2011. Kết quả tìm được cho thấy có mối liên hệ dương và có ý nghĩa thống kê giữa hai chỉ tiêu này. Bằng chứng tìm được ủng hộ lập luận cho rằng dòng tiền hàm chứa những thông tin về đầu tư và có ảnh hưởng quan trọng đến đầu tư. Đồng thời, độ nhạy cảm giữa dòng tiền và đầu tư không thể là một công cụ đo lường đáng tin cậy về giới hạn tài chính của một công ty.

Từ khóa: Độ nhạy cảm giữa dòng tiền và đầu tư, giới hạn tài chính, cơ hội đầu tư.

Đặt vấn đề

Trong hơn hai thập kỷ qua, rất nhiều lý thuyết ước lượng độ nhạy cảm của việc đầu tư đối với dòng tiền nội sinh được phát triển để xem xét ảnh hưởng của giới hạn tài chính đối với việc đầu tư của công ty. Một cuộc tranh luận về việc có hay không độ nhạy cảm giữa dòng tiền và đầu tư phản ánh những giới hạn tài chính của công ty đã tiếp diễn trong nhiều năm mà không đi đến một sự thống nhất nào.

Độ nhạy cảm giữa dòng tiền và đầu tư (investment - cash flow sensitivity) được đề cập ở đây chính là mối liên hệ giữa dòng tiền nội sinh (internally generated cash flows) và việc đầu tư tài sản cố định của một doanh nghiệp. Trong khi đó, giới hạn tài chính (financial constraints) được miêu tả là tình trạng khó tiếp cận với nguồn vốn bên ngoài hoặc phải trả một chi phí cao hơn đáng kể.

Cuộc tranh luận bắt đầu từ kết quả nghiên cứu của Fazzari và các tác giả (1988) với việc sử dụng hệ số ước lượng hồi quy đầu tư vốn của doanh nghiệp đối với dòng tiền nội sinh, nhằm tìm kiếm sự ảnh hưởng của giới hạn tài chính đối với quyết định đầu tư. Phương

pháp này đưa ra ý tưởng: nếu những khó khăn trong việc tìm nguồn tài trợ làm cho dòng tiền nội sinh có lợi thế về chi phí so với việc tài trợ bằng nợ hoặc vốn chủ sở hữu từ bên ngoài, thì những quyết định đầu tư của các công ty bị giới hạn về tài chính này sẽ nhạy cảm đối với dòng tiền, sau khi đã kiểm soát những cơ hội đầu tư. Những nghiên cứu sau đó cũng chỉ ra rằng các công ty có khả năng đối mặt với giới hạn tài chính thường có mức độ nhạy cảm giữa dòng tiền và đầu tư cao hơn.

Tuy nhiên, Kaplan và Zingales (1997) và một số nhà nghiên cứu khác phê phán phương pháp sử dụng độ nhạy cảm giữa dòng tiền và đầu tư ở một vài phương diện: (i) Kaplan và Zingales (1997) và Alti (2003) cho rằng độ nhạy cảm này là kết quả của sai số đo lường trong cơ hội đầu tư (Tobin's Q) hơn là sự biểu hiện của những khó khăn trong việc tài trợ vốn và dòng tiền đóng vai trò như một đại diện cho những cơ hội đầu tư không được nắm bắt bởi chỉ số Tobin's Q; (ii) Tiêu chí được sử dụng để phân loại các công ty dựa vào tỷ lệ chi trả cổ tức, độ tuổi, tỷ lệ nợ không phải không có những điểm yếu và được xem là cách phân chia chưa hợp lý (Kaplan và Zingales, 1997; Cleary, 1999); (iii) Moyen (2004) lập luận rằng độ nhạy cảm đầu tư - dòng tiền