

# ẢNH HƯỞNG DÒNG TIỀN ĐẾN ĐẦU TƯ NGHIÊN CỨU TRONG TRƯỜNG HỢP HẠN CHẾ TÀI CHÍNH

Ngày nhận: 27/5/2015  
Ngày nhận lại: 6/10/2015  
Ngày duyệt đăng: 10/01/2016  
Mã số: 01+02-16-27

*Lê Hà Diễm Chi (\*)*

**Tóm tắt:** Sử dụng dữ liệu bảng của 211 doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2007-2013 và phương pháp ước lượng GMM hệ thống (Sys-GMM), bài viết nghiên cứu ảnh hưởng của dòng tiền đến đầu tư và độ nhạy cảm của đầu tư với dòng tiền trong trường hợp hạn chế tài chính (HCTC). Kết quả nghiên cứu cho thấy rằng, xét trên toàn thị trường, dòng tiền có tác động dương lên đầu tư. Hiệu ứng dương của dòng tiền đến đầu tư cũng được tìm thấy ở các doanh nghiệp ít HCTC, nhưng đối với doanh nghiệp nhiều HCTC thì ngược lại. Đầu tư ở các doanh nghiệp ít HCTC nhạy cảm với dòng tiền hơn doanh nghiệp nhiều HCTC.

**Từ khóa:** Dòng tiền, đầu tư, hạn chế tài chính.

## Giới thiệu

Koontz và Weihrich (2010) cho rằng, quyết định là việc lựa chọn một quá trình hành động trong số các hành động đưa ra. Việc ra quyết định là cốt lõi của một kế hoạch và một kế hoạch không thể được cho là tồn tại trừ khi có quyết định. Trong tài chính doanh nghiệp, có nhiều quyết định cần thực hiện như quyết định đầu tư, quyết định nguồn tài trợ, quyết định sản xuất... Trong số những quyết định đó, quyết định đầu tư là một trong những quyết định quan trọng, vì nó dẫn đến một kế hoạch tài trợ, kế hoạch sản xuất, kế hoạch mua nguyên vật liệu... tiếp theo sau đó. Vì tính chất quan trọng của quyết định đầu tư nên đã thu hút khá nhiều nghiên cứu mối quan hệ giữa đầu tư và các yếu tố tài chính ảnh hưởng đến một quyết định đầu tư. Nghiên cứu của Fazzari, Hubbard và Petersen (1988) được xem như là một trong những nghiên cứu đầu tiên, tập trung vào yếu tố HCTC trong quyết định đầu tư của doanh nghiệp. Fazzari và ctg (1988) xác định doanh nghiệp HCTC dựa vào cổ tức chi trả và có kết luận rằng, những doanh nghiệp nhiều HCTC đầu tư nhạy cảm với dòng tiền nội bộ hơn những doanh nghiệp

ít hoặc không HCTC. Mối quan hệ giữa đầu tư và các yếu tố tài chính có thêm bằng chứng thực nghiệm mạnh mẽ hơn từ kết quả nghiên cứu của Kaplan và Zingales (1997). Kaplan và Zingales (1997) xác định HCTC của doanh nghiệp theo chỉ số KZ và có kết luận ngược với kết luận của Fazzari và ctg (1988) là ở doanh nghiệp ít hoặc không HCTC, đầu tư nhạy cảm với dòng tiền hơn so với doanh nghiệp nhiều HCTC. Tuy rằng, nghiên cứu của Fazzari và ctg (1988); Kaplan và Zingales (1997) đã đưa ra kết luận độ nhạy cảm của đầu tư với dòng tiền theo mức độ HCTC là trái ngược nhau, nhưng cả hai nghiên cứu đều cho thấy có một mối quan hệ giữa quyết định đầu tư và nguồn vốn doanh nghiệp trong thị trường vốn không hoàn hảo. Như vậy, nghiên cứu thực nghiệm ở thị trường các nước đã cho thấy, trong một thị trường vốn không hoàn hảo, quyết định đầu tư có mối quan hệ với nguồn vốn nội bộ. Theo hướng nghiên cứu này, bài viết muốn tìm hiểu ở thị trường Việt Nam, dòng tiền nội bộ có ảnh hưởng như thế nào đến quyết định đầu tư của doanh nghiệp và yếu tố HCTC có gây nên sự khác biệt trong mối quan hệ giữa đầu tư với dòng tiền nội bộ hay không?