

# Nợ vay và quy mô đầu tư của doanh nghiệp có sở hữu nhà nước

Lê Hà Diễm Chi<sup>(1)</sup>

Ngày nhận bài: 07/6/2016 | Biên tập xong: 02/4/2017 | Duyệt đăng: 10/4/2017

**TÓM TẮT:** Bằng dữ liệu tài chính của 206 doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2007-2013, nghiên cứu phân tích ảnh hưởng của nợ vay đến quy mô đầu tư của các doanh nghiệp có tỷ lệ cổ phần nhà nước (CPNN). Kết quả nghiên cứu cho thấy, các doanh nghiệp không có vốn CPNN giảm đầu tư khi nợ vay cao, tuy nhiên đối với các doanh nghiệp có tỷ lệ vốn CPNN, mức độ hạn chế đầu tư giảm dần theo sự tăng lên của số vốn nhà nước trong doanh nghiệp. Kết quả này được tìm thấy khi ước lượng mô hình nghiên cứu bằng GLS và cả phương pháp hồi quy hai bước với biến công cụ (2SLS).

**TỪ KHÓA:** nợ vay, đầu tư, tỷ lệ cổ phần nhà nước, GLS, 2SLS

## 1. Giới thiệu

Trong một thị trường không hoàn hảo với chi phí đại diện tồn tại, nợ vay có tác động đa chiều và phức tạp đến quy mô đầu tư của doanh nghiệp. Chẳng hạn, khi nợ vay cao, doanh nghiệp thường khó tiếp cận thêm vốn cho đầu tư và các lợi ích từ đầu tư gần như thuộc về chủ nợ, không phải cổ đông. Do đó, trong một vài trường hợp, các doanh nghiệp phải chấp nhận bỏ qua những dự án có giá trị hiện tại ròng (NPV) dương (Myers, 1977). Chẳng hạn, các trường hợp lợi ích từ đầu tư mang lại tương đương với lãi vay phải trả cho các chủ nợ. Điều này được biết như mối quan hệ giữa nợ và đầu tư dưới mức (underinvestment). Nhưng mặt khác, nợ vay cao ở các doanh nghiệp có triển vọng tăng trưởng kém là áp lực để chúng quan tâm đến hiệu quả hoạt động nhằm đảm bảo khả năng trả nợ vay và cổ tức cho cổ đông. Điều này ngăn cản dòng tiền tự do bị đầu tư

vào những dự án có NPV âm (Jensen, 1986; Stulz, 1990), nghĩa là hạn chế đầu tư quá mức (overinvestment).

Tác động phức tạp của nợ vay đến quy mô đầu tư còn được thể hiện qua các chiều tác động. Nhiều nghiên cứu thực nghiệm đã tìm thấy mối quan hệ ngược chiều của nợ đến đầu tư (Lang và ctg, 1996; Aivazian và ctg, 2005; Ahn và ctg, 2006; Firth và ctg, 2008). Tuy nhiên, một số ít nghiên cứu khác chỉ ra mối quan hệ thuận chiều giữa nợ vay và đầu tư. Ảnh hưởng thuận chiều của nợ đến đầu tư được giải thích rằng, giả sử các cổ đông với hợp đồng vay nợ đã được ký và doanh nghiệp dùng nợ để tài trợ cho các cơ hội đầu tư, trong trường hợp này

<sup>(1)</sup> Lê Hà Diễm Chi - Trường Đại học Ngân hàng TP. HCM; 36 Tôn Thất Đạm, P. Nguyễn Thái Bình, Q.1, TP. Hồ Chí Minh; Email: chilhd@buh.edu.vn.