

# Ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính đến hoạt động đầu tư của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam

Trần Thị Tâm Nguyên  
Trương Đông Lộc

Ngày nhận: 14/08/2018

Ngày nhận bản sửa: 00/00/2018

Ngày duyệt đăng: 26/12/2018

*Mục tiêu của nghiên cứu này là đo lường ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính đến hoạt động đầu tư của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam. Số liệu sử dụng trong nghiên cứu là số liệu dạng bảng được thu thập từ các báo cáo tài chính đã được kiểm toán của 248 công ty niêm yết trên TTCK Việt Nam trong giai đoạn từ 2014 đến 2017. Kết quả ước lượng bằng mô hình FEM cho thấy đòn bẩy tài chính có mối tương quan nghịch với hoạt động đầu tư của các công ty. Bên cạnh đó, nghiên cứu này còn phát hiện ra rằng ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính đến hoạt động đầu tư có sự khác biệt giữa các công ty có cơ hội tăng trưởng cao và các công ty có cơ hội tăng trưởng thấp. Cụ thể là, ảnh hưởng ngược chiều của đòn bẩy tài chính đến hoạt động đầu tư của những công ty có cơ hội tăng trưởng thấp mạnh hơn ở những công ty có cơ hội tăng trưởng cao.*

*Từ khóa: Đòn bẩy tài chính, đầu tư, công ty niêm yết, thị trường chứng khoán Việt Nam*

## 1. Giới thiệu



Lý thuyết cấu trúc vốn do Modigliani và Miller

Ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính đến hoạt động đầu tư của các công ty là chủ đề nhận được sự quan tâm đặc biệt của nhiều nhà nghiên cứu trong suốt những thập kỷ qua.

(1958) đề xuất được xem như là lý thuyết nền tảng để giải thích mối quan hệ giữa đòn bẩy tài chính và hoạt động đầu tư trong doanh nghiệp. Theo lý thuyết này, trong điều kiện thị trường hoàn hảo và không có thuế, đòn bẩy tài chính không ảnh hưởng đến hoạt động đầu tư của công ty. Xem xét trong điều kiện có thuế, Modigliani và Miller (1963) đã đi đến kết luận

rằng doanh nghiệp quyết định tài trợ bằng vay nợ sẽ tốt hơn bằng vốn chủ sở hữu do lợi ích từ lá chắn thuế của nợ vay. Mặc dù đạt được bước tiến quan trọng trong quá trình nghiên cứu về cấu trúc vốn của các công ty, nhưng Modigliani và Miller (1963) đã không xem xét đến yếu tố chi phí khôn khéo tài chính do rủi ro của việc sử dụng nợ và yếu tố bất cân xứng thông tin. Trong điều kiện thị trường không hoàn hảo, bất cân xứng thông tin dẫn đến vấn đề đại diện và chi phí đại diện và từ đây làm phát sinh vấn đề đầu tư quá mức hoặc quá thận trọng. Jensen (1986) cho rằng áp lực của việc sử dụng dòng tiền để chi trả lãi và vốn vay sẽ làm giảm lợi ích của nhà quản lý (về tiền lương, uy tín,...). Do đó, để bảo vệ vị trí cũng như thu nhập hiện tại của mình, các nhà quản lý sẽ tìm cách né tránh hoặc giảm bớt việc sử dụng đòn bẩy tài chính trong các hoạt động đầu tư của công ty. Cho đến nay, đã có nhiều nghiên cứu ở nước ngoài đo lường ảnh hưởng đòn bẩy tài chính đến hoạt động đầu tư của các công ty đã được công bố. Phần lớn các nghiên cứu này đã đi đến kết luận rằng đòn bẩy tài chính có mối tương quan nghịch với hoạt động đầu tư của các công ty (Jensen, 1986; Stulz, 1990; Lang và các cộng sự, 1996; Aivizian và các cộng sự, 2005; Odit và Chittoo, 2008; Sajid và các cộng sự, 2016). Trong khi hầu hết các nghiên cứu ở nước ngoài đều thống nhất cho rằng đòn bẩy tài chính có mối tương quan nghịch với hoạt động đầu tư của các công ty, các nghiên cứu ở Việt Nam lại đưa ra những kết quả trái ngược nhau. Nguyễn Thị Ngọc Trang và Trang Thúy Quyên (2013) cho rằng đòn bẩy tài chính và hoạt động đầu tư có tương quan thuận. Ngược lại, Nguyễn Đình Phương Thảo (2014) lại kết luận rằng đòn bẩy tài chính có ảnh hưởng ngược chiều đến đầu tư của các công ty. Trong bối cảnh như vậy, nghiên cứu này được thực hiện nhằm cung cấp thêm bằng chứng có độ tin cậy cao để xác nhận về mối quan hệ giữa đòn bẩy tài chính và đầu tư của các công ty niêm yết trên TTCK Việt Nam. Ngoài ra, điểm nổi bật của nghiên cứu này so với các nghiên cứu trước đây là xem xét ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính đến hoạt động đầu tư trong mối tương tác giữa đòn bẩy tài chính và cơ hội tăng trưởng của công ty. Phần còn

lại của bài viết được cấu trúc như sau: Mục 2 giới thiệu tổng quan về cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu thực nghiệm liên quan đến vấn đề nghiên cứu; Mục 3 mô tả số liệu được sử dụng và phương pháp nghiên cứu; Mục 4 tóm tắt các kết quả nghiên cứu; và cuối cùng, kết luận của bài viết được trình bày ở Mục 5.

## **2. Cơ sở lý thuyết và các bằng chứng thực nghiệm**

### **2.1. Cơ sở lý thuyết**

Mối quan hệ giữa đòn bẩy tài chính và hoạt động đầu tư của các công ty là một trong những chủ đề nhận được sự quan tâm đặc biệt của các nhà kinh tế tài chính trong suốt những thập kỷ qua. Modigliani và Miller (1958), thường được gọi là lý thuyết M&M, được xem là lý thuyết nền tảng để giải thích mối quan hệ giữa đòn bẩy tài chính và hoạt động đầu tư trong doanh nghiệp. Trong điều kiện thị trường không tồn tại các yếu tố như thông tin bất cân xứng, thuế, chi phí đại diện, chi phí khôn khéo tài chính,... Lý thuyết M&M cho rằng hoạt động đầu tư của công ty không phụ thuộc vào đòn bẩy tài chính. Tuy nhiên, trong thực tế, không thể có sự tồn tại của một thị trường hoàn hảo như giả định của Modigliani và Miller (1958). Do đó, Modigliani và Miller (1963) đã nâng cấp nghiên cứu trước đó của mình bằng việc bổ sung thêm yếu tố thuế. Modigliani và Miller (1963) đã đi đến kết luận rằng trong điều kiện có thuế, doanh nghiệp quyết định tài trợ bằng vay nợ sẽ tốt hơn vốn chủ sở hữu do lợi ích từ lá chắn thuế của nợ vay. Mặc dù đạt được bước tiến quan trọng trong quá trình nghiên cứu về cấu trúc vốn của các công ty nhưng Modigliani và Miller (1963) đã không xem xét đến yếu tố chi phí khôn khéo tài chính do rủi ro của việc sử dụng nợ và yếu tố bất cân xứng thông tin. Bất cân xứng thông tin là nguyên nhân chính dẫn đến vấn đề đại diện và chi phí đại diện. Mối quan hệ giữa người đại diện và chủ sở hữu lần đầu tiên được đề cập bởi Jensen và Meckling (1976) và tiếp theo đó là Fama và Jensen (1983). Theo các tác giả này, chi phí đại diện phát sinh do xung đột về lợi ích giữa

các cổ đông và nhà quản lý và đây được cho là nguyên nhân chính dẫn đến sự tương tác giữa quyết định đầu tư và tài trợ của doanh nghiệp. Mặc dù việc sử dụng đòn bẩy tài chính có thể giúp công ty tận dụng được lợi ích từ lá chắn thuế (Modigliani và Miller, 1963), nhưng theo Jensen (1986), áp lực của việc sử dụng dòng tiền để chi trả lãi và vốn vay sẽ làm giảm lợi ích của nhà quản lý (về tiền lương, uy tín,...). Do đó, để bảo vệ vị trí cũng như thu nhập hiện tại của mình, các nhà quản lý sẽ tìm cách né tránh hoặc giảm bớt việc sử dụng đòn bẩy tài chính trong các hoạt động đầu tư của công ty.

### 2.2. Các bằng chứng thực nghiệm

Cho đến nay, đã có nhiều nghiên cứu được thực hiện nhằm kiểm định mối quan hệ giữa đòn bẩy tài chính và hoạt động đầu tư của các công ty. Tuy nhiên, các kết quả nghiên cứu vẫn chưa thật sự thống nhất. Trong một nghiên cứu được thực hiện với mẫu gồm các công ty phi tài chính ở Mỹ, McConnell & Servaes (1995) đã kết luận đòn bẩy tài chính có tương quan thuận với hoạt động đầu tư của các công ty có cơ hội tăng trưởng thấp và ngược lại đối với các công ty có cơ hội tăng trưởng cao. Trong khi đó, Lang và các cộng sự (1996), cũng sử dụng dữ liệu của các công ty Mỹ giai đoạn 1970- 1989, lại chỉ ra rằng đòn bẩy tài chính có tương quan nghịch với hoạt động đầu tư của các công ty. Tuy nhiên, mối quan hệ này chỉ xuất hiện ở những công ty có cơ hội tăng trưởng thấp. Lang và các cộng sự (1996) lý giải rằng công ty có mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính cao sẽ làm gia tăng áp lực về chi phí lãi vay. Điều này buộc các công ty phải cắt giảm đầu tư để hạn chế rủi ro về khả năng thanh khoản. Kết quả này phù hợp với nhận định của Jensen (1986) và của Stulz (1990), rằng đòn bẩy làm giảm động cơ đầu tư vào những dự án xấu, có NPV âm, góp phần hạn chế vấn đề “đầu tư quá mức”. Tương tự, Aivazian và các cộng sự (2005) đo lường ảnh hưởng của đòn bẩy đến quyết định đầu tư của các công ty ở Canada. Sử dụng dữ liệu của 1.035 công ty công nghiệp có quy mô lớn, kết quả nghiên cứu cho thấy đòn bẩy tài chính có mối tương quan nghịch với hoạt động

đầu tư của các công ty. Nghiên cứu cũng chỉ ra rằng mối tương quan này mạnh hơn ở những công ty có cơ hội tăng trưởng thấp và yếu hơn ở những công ty có cơ hội tăng trưởng cao.

Ở các nước đang phát triển, Firth và các cộng sự (2008) khi nghiên cứu về mối quan hệ giữa đòn bẩy tài chính và hoạt động đầu tư của 1.203 công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Thượng Hải trong giai đoạn 1991- 2004 đã đi đến kết luận rằng đòn bẩy tài chính có mối tương quan nghịch với hoạt động đầu tư của các công ty. Tương tự, Odit và Chittoo (2008) đã tiến hành phân tích dữ liệu bảng của 27 công ty trong giai đoạn 15 năm. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính đến hoạt động đầu tư của các công ty là ngược chiều đối với toàn bộ mẫu và đối với nhóm công ty có cơ hội tăng trưởng thấp. Cũng giống với nghiên cứu của Lang và các cộng sự (1996), Odit và Chittoo (2008) cũng không tìm thấy mối tương quan giữa đòn bẩy tài chính với hoạt động đầu tư ở nhóm các công ty có cơ hội tăng trưởng cao. Trong một nghiên cứu gần đây, Sajid và các cộng sự (2016) xác định ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính đến hoạt động đầu tư của các công ty niêm yết trong rổ KSE-30 Index (Pakistan). Thống nhất với các nghiên cứu trước đây, nghiên cứu này đã chỉ ra rằng đòn bẩy tài chính có mối tương quan nghịch với hoạt động đầu tư của các công ty.

Ở Việt Nam, cho đến nay đã có một vài nghiên cứu thực nghiệm đã được công bố liên quan đến mối quan hệ giữa đòn bẩy tài chính và hoạt động đầu tư của các công ty. Tuy nhiên, kết quả của các nghiên cứu này lại trái ngược nhau. Cụ thể, Nguyễn Thị Ngọc Trang và Trang Thuý Quyên (2013) nghiên cứu ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính đến hoạt động đầu tư bằng việc sử dụng số liệu của 264 công ty niêm yết trên HOSE và HNX. Trái ngược với nhiều nghiên cứu ở nước ngoài, nghiên cứu này chỉ ra rằng đòn bẩy tài chính có tương quan thuận với hoạt động đầu tư của các công ty nói chung và các công ty có cơ hội tăng trưởng cao. Tuy nhiên, đối với các công ty có cơ hội tăng trưởng thấp, nghiên cứu đã đưa ra kết luận đòn bẩy tài chính có mối tương quan nghịch với đầu tư. Trong một nghiên cứu khác, Nguyễn Đình Phương

Thảo (2014) sử dụng mẫu nghiên cứu gồm 283 công ty phi tài chính niêm yết trên HOSE trong giai đoạn từ 2009 đến 2012 để đo lường ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính đến hoạt động đầu tư. Trái ngược với kết quả nghiên cứu của Nguyễn Thị Ngọc Trang và Trang Thúy Quyên (2013), nghiên cứu này kết luận rằng đối với cả công ty có cơ hội tăng trưởng cao và công ty có cơ hội tăng trưởng thấp, đòn bẩy tài chính đều có tương quan nghịch với hoạt động đầu tư. Bên cạnh đó, nghiên cứu này còn cho biết ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính đến đầu tư mạnh hơn ở những công ty có cơ hội tăng trưởng thấp.

Trên cơ sở lý thuyết và các bằng chứng thực nghiệm được lược khảo ở trên, các giả thuyết nghiên cứu sau được đề xuất:

H<sub>1</sub>: Đòn bẩy tài chính có tương quan nghịch với hoạt động đầu tư của công ty.

H<sub>2</sub>: Ảnh hưởng ngược chiều của đòn bẩy tài chính đến hoạt động đầu tư ở những công ty có cơ hội tăng trưởng thấp mạnh hơn ở những công ty có cơ hội tăng trưởng cao.

### 3. Số liệu sử dụng và phương pháp nghiên cứu

#### 3.1. Số liệu sử dụng

Nghiên cứu này sử dụng mẫu nghiên cứu bao gồm 248 công ty phi tài chính được niêm yết trên HOSE và HNX trong giai đoạn từ 2014 đến 2017. Việc loại trừ các công ty tài chính và ngân hàng ra khỏi mẫu nghiên cứu là vì các công ty thuộc nhóm ngành này có cấu trúc vốn và hoạt động đầu tư rất khác so với những công ty còn lại. Trong nghiên cứu này, mẫu được chọn theo phương pháp ngẫu nhiên (chọn mẫu hệ thống) phân tầng (theo Sở Giao dịch). Cụ thể, tính đến thời điểm thu thập số liệu, có 339 và 369 công ty phi tài chính được niêm yết tương ứng trên HOSE và HNX. Vì vậy, mẫu nghiên cứu bao gồm 119 công ty niêm yết trên HOSE (tương ứng 48%) và 129 công ty niêm yết trên HNX (tương ứng 52%). Trên mỗi sở giao dịch, danh sách công ty niêm yết được sắp xếp theo thứ tự bảng chữ cái và mẫu được chọn với một bước nhảy cố định.

#### 3.2. Phương pháp nghiên cứu

Do dữ liệu được sử dụng trong nghiên cứu này là dữ liệu dạng bảng (panel data) nên để đo lường ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính đến hoạt động đầu tư của các công ty niêm yết, trước tiên nhóm nghiên cứu sử dụng cả mô hình hiệu ứng cố định (fixed effects model- FEM) và mô hình hiệu ứng ngẫu nhiên (random effects model- REM). Sau đó, kiểm định Hausman (Hausman test) sẽ được thực hiện để lựa chọn mô hình phù hợp nhất. Các mô hình nghiên cứu có dạng như sau:

$$I_{i,t} = \alpha + \beta_1 LEV_{i,t-1} + \beta_2 CF_{i,t} + \beta_3 SALE_{i,t-1} + \beta_4 Q_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Trong đó các biến được tính như sau:

-  $I_{i,t}$  (biến phụ thuộc): Đầu tư ròng của công ty  $i$  ở năm  $t$ .

$I_{i,t} = (\text{Tài sản cố định ròng}_{i,t} - \text{Tài sản cố định ròng}_{i,t-1}) / \text{Tài sản cố định ròng}_{i,t-1}$

-  $LEV_{i,t-1}$ : Đòn bẩy của công ty  $i$  ở năm  $t-1$

$LEV = \text{Tổng nợ phải trả} / \text{Tổng tài sản}$

-  $CF_{i,t}$ : Dòng tiền của công ty  $i$  ở năm  $t$ .

$CF = (\text{EBIT} - \text{thuế} + \text{khấu hao}) / \text{Tài sản cố định ròng}$

-  $SALE_{i,t-1}$ : Hiệu quả sử dụng tài sản cố định của công ty  $i$  ở năm  $t-1$ .

$SALE = \text{Doanh thu thuần bán hàng và cung cấp dịch vụ} / \text{Tài sản cố định ròng}$

-  $Q_{i,t-1}$ : Tobin's Q, đại diện cho cơ hội tăng trưởng của công ty  $i$  ở năm  $t-1$ .

$\text{Tobin's Q} = (\text{Giá trị sổ sách của nợ} + \text{giá trị thị trường của cổ phần thường}) / \text{Tổng tài sản}$

#### 3.3. Các biến kiểm soát trong mô hình

- Dòng tiền (CF): Biến dòng tiền được đưa vào mô hình để kiểm soát các trở ngại tài chính (Financial constraints) trong đầu tư của công ty (Fazzari và các cộng sự, 1988). Dòng tiền của công ty càng lớn đồng nghĩa với việc công ty hạn chế được các trở ngại tài chính trong đầu tư. Thống nhất với Aivazian và các cộng sự (2005), Odit và Chittoo (2008), Sajid và các cộng sự (2016) nghiên cứu này kỳ vọng dòng tiền có tương quan thuận với hoạt động đầu tư của các công ty.

- Hiệu quả sử dụng tài sản cố định (SALE):

**Bảng 1. Tóm tắt các biến độc lập và dấu kỳ vọng trong mô hình hồi quy**

Biến độc lập	Diễn giải biến	Kỳ vọng
LEV <sub>i,t-1</sub>	Đòn bẩy tài chính (Tỷ lệ nợ vay trên tổng tài sản)	-
CF <sub>i,t</sub>	Dòng tiền	+
SALE <sub>i,t-1</sub>	Hiệu quả sử dụng tài sản cố định	+
Q <sub>i,t-1</sub>	Cơ hội tăng trưởng của công ty (Tobin's Q)	+

Ghi chú: Dấu (+) thể hiện mối quan hệ đồng biến, dấu (-) thể hiện mối quan hệ nghịch biến

Biến này đo lường hiệu quả sử dụng tài sản cố định ở năm trước. Về mặt lý thuyết, hiệu quả sử dụng tài sản cố định càng cao thì mức độ đầu tư của công ty vào tài sản càng lớn. Mối tương quan thuận giữa hiệu quả sử dụng tài sản cố định và đầu tư đã được tìm thấy trong nhiều nghiên cứu (Aivazian và các cộng sự, 2005; Sajid và các cộng sự, 2016). Vì vậy, nhóm nghiên cứu kỳ vọng rằng những công ty có hiệu quả sử dụng tài sản cố định càng cao ở năm trước thì mức độ đầu tư vào tài sản ở năm hiện hành càng cao.

- Tobin's Q (Q): Biến số này được sử dụng để đo lường cơ hội tăng trưởng của công ty. Các nghiên cứu trước đây đã chỉ ra rằng công ty có cơ hội tăng trưởng càng cao thì mức độ đầu tư của công ty sẽ cao tương ứng nhằm nắm bắt các cơ hội thị trường (Lang và các cộng sự, 1996; Aivazian và các cộng sự, 2005; Odit và Chittoo, 2008; Sajid và các cộng sự, 2016). Vì vậy, giả thuyết được đề xuất trong nghiên cứu này là giá trị Tobin's Q có tương quan thuận với đầu tư. Ngoài ra, một vài nghiên cứu trước đây đã chỉ rằng tồn tại sự khác biệt trong ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính đến hoạt động đầu tư giữa các

công ty có cơ hội tăng trưởng cao và các công ty có cơ hội tăng trưởng thấp. Vì vậy, nhóm nghiên cứu sử dụng thêm một biến giả D- biểu thị cho cơ hội tăng trưởng- để kiểm tra kết quả này trong bối cảnh thị trường Việt Nam. Biến giả này nhận giá trị 1 đối với các công ty có cơ hội tăng trưởng cao và nhận giá trị 0 đối với các công ty còn lại. Công ty được xem là tăng trưởng cao nếu giá trị tobin's Q của công ty lớn hơn giá trị tobin's Q trung bình của mẫu nghiên cứu. Mô hình hồi quy thứ hai có dạng như sau:

$$I_{i,t} = \alpha + \beta_1 LEV_{i,t-1} + \beta_2 CF_{i,t} + \beta_3 SALE_{i,t-1} + \beta_4 Q_{i,t-1} + \beta_5 D_{i,t-1} * LEV_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

#### 4. Kết quả nghiên cứu

##### 4.1. Thống kê mô tả về mẫu nghiên cứu

Như đã trình bày ở phần trên, nghiên cứu này sử dụng mẫu nghiên cứu bao gồm 248 công ty niêm yết trên TTCK Việt Nam. Các biến số được sử dụng trong mô hình hồi quy đã được thu thập trong giai đoạn 2013- 2017. Giá trị thống kê mô tả các biến số này của mẫu nghiên cứu được trình bày chi tiết ở Bảng 2.

**Bảng 2. Thống kê mô tả các biến sử dụng trong mô hình hồi quy**

Biến	Số quan sát	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị trung bình	Giá trị lớn nhất	Độ lệch chuẩn
Đầu tư ròng (I <sub>i,t</sub> )	992	-29,24	0,17	26,71	3,27
Đòn bẩy tài chính (LEV <sub>i,t-1</sub> )	992	0,02	0,52	0,94	0,21
Dòng tiền (CF <sub>i,t</sub> )	992	-99,84	-1,28	128,14	9,06
Hiệu quả sử dụng tài sản (SALE <sub>i,t-1</sub> )	992	0,12	10,09	289,76	17,78
Tobin's Q (Q <sub>i,t-1</sub> )	992	0,02	0,83	5,85	0,39

Nguồn: Xử lý thống kê từ bộ dữ liệu tự thu thập



**4.2. Ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính đến đầu tư của các công ty: Kết quả phân tích hồi quy**

Như đã trình bày ở phần trên, nghiên cứu này trước tiên sử dụng cả hai mô hình hiệu ứng cố định (FEM) và hiệu ứng ngẫu nhiên (REM) để đo lường ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính đến đầu tư của các công ty niêm yết trên TTCK Việt Nam. Sau đó, để xác định xem mô hình nào là phù hợp hơn, nhóm nghiên cứu tiếp tục sử dụng kiểm định Hausman (Hausman test). Kết quả ước lượng từ các mô hình được trình bày chi tiết ở Bảng 3.

Kết quả của kiểm định Hausman được trình bày ở Bảng 3 cho thấy mô hình FEM là phù hợp hơn mô hình REM. Vì vậy, trong phần trình bày tiếp theo nhóm nghiên cứu sử dụng kết quả từ mô hình FEM để phân tích ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính đến mức độ đầu tư của các công ty niêm yết. Đúng như kỳ vọng và phù hợp với kết quả của nhiều nghiên cứu trước đây (Stulz, 1990; Lang và các cộng sự, 1996; Aivazian và các cộng sự, 2005; Firth và các cộng sự, 2008;

Odit và Chittoo, 2008; Dang, 2013), kết quả ước lượng bằng Mô hình 1 cho thấy đòn bẩy tài chính có mối tương quan nghịch với mức độ đầu tư của các công ty niêm yết. Cụ thể là, khi đòn bẩy tài chính của các công ty tăng lên 1% thì đầu tư của các công ty sẽ giảm đi 3,93%. Về mặt thống kê, mối tương quan nghịch này có ý nghĩa ở mức 5%. Ngoài ra, mối tương quan nghịch giữa đòn bẩy tài chính và hoạt động đầu tư của các công ty cũng đã được xác nhận từ kết quả phân tích hồi quy thu được từ Mô hình 2. Như đã trình bày ở phần trên, nhiều nghiên cứu không chỉ kết luận đòn bẩy tài chính có mối tương quan nghịch với hoạt động đầu tư mà còn chỉ ra rằng có sự khác biệt trong ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính đến hoạt động đầu tư giữa các công ty có cơ hội tăng trưởng cao và các công ty có cơ hội tăng trưởng. Kết quả ước lượng bằng Mô hình 2 được trình bày ở Bảng 3 cho thấy hệ số ước lượng của biến tương tác giữa cơ hội tăng trưởng và đòn bẩy tài chính ( $D*LEV$ ) có giá trị dương ở mức ý nghĩa thống kê 10%. Kết quả này hàm ý rằng đòn bẩy tài chính có

**Bảng 3. Kết quả phân tích hồi quy bằng FEM và REM**

Biến độc lập	Mô hình 1		Mô hình 2	
	FEM	REM	FEM	REM
Hằng số ( $\alpha$ )	2,39 (2,16)**	0,39 (1,06)	2,27 (2,07)**	0,47 (1,27)
LEV <sub>i,t-1</sub>	-3,93 (-1,98)**	0,31 (0,65)	-4,11 (-2,07)**	-0,11 (-0,20)
CF <sub>i,t</sub>	0,09 (1,74)*	0,08 (1,96)**	0,09 (1,77)*	0,08 (1,98)**
SALE <sub>i,t-1</sub>	0,03 (2,07)**	0,00 (0,22)	0,03 (2,10)**	0,00 (0,26)
Q <sub>i,t-1</sub>	-0,49 (-1,67)*	-0,36 (-1,79)*	-0,43 (-1,49)	-0,38 (-1,85)*
D <sub>i,t-1</sub> *LEV <sub>i,t-1</sub>			0,58 (1,70)*	0,52 (1,47)
Số quan sát	992	992	992	992
R <sup>2</sup> (%)	6,07	4,08	6,29	4,42
Giá trị F	3,60***	10,78**	3,31***	13,61**
Kiểm định Hausman	Chi <sup>2</sup> (4) = 20,83***		Chi <sup>2</sup> (5) = 20,82***	

Ghi chú: \*\*\*, \*\*, \*: Có ý nghĩa thống kê tương ứng ở mức 1%, 5% và 10%.  
Giá trị thống kê t ở trong dấu ngoặc đơn

mối tương quan nghịch với hoạt động đầu tư của công ty và ảnh hưởng này ở các công ty có cơ hội tăng trưởng cao yếu hơn ở các công ty có cơ hội tăng trưởng thấp. Điều này có thể được lý giải là do các công ty có cơ hội tăng trưởng thấp, cơ hội tiếp cận thị trường vốn thấp hơn những công ty có cơ hội tăng trưởng cao. Không những thế, các công ty có cơ hội tăng trưởng thấp sẽ gặp nhiều khó khăn hơn khi đối mặt với vấn đề vay nợ vượt quá khả năng chi trả (debt overhang). Kết quả nghiên cứu này phù hợp với kết quả của Aivazian và các cộng sự (2005), Odit và Chittoo (2008), Firth và các cộng sự (2008), Dang (2013) và Nguyễn Đình Phương Thảo (2014).

Ngoài các kết quả nghiên cứu quan trọng được thảo luận ở trên, nghiên cứu này còn tìm thấy ảnh hưởng của dòng tiền, hiệu quả sử dụng tài sản đến hoạt động đầu tư của công ty. Trước tiên, kết quả phân tích hồi quy cho thấy dòng tiền có mối tương quan thuận với hoạt động đầu tư của công ty. Cụ thể là, khi dòng tiền của công ty tăng lên 1% thì đầu tư của công ty sẽ tăng tương ứng 0,09% với mức ý nghĩa thống kê 10%. Kết quả này hoàn toàn phù hợp với kết quả của các nghiên cứu được thực hiện bởi Aivazian và các cộng sự (2005), McConell và Servaes (1995), Fazzari và các cộng sự (1988). Ngoài ra, nghiên cứu này cũng đã tìm thấy mối tương quan thuận giữa hiệu quả sử dụng tài sản và mức độ đầu tư của công ty. Kết quả ước lượng bằng Mô hình 1 cho thấy trong điều kiện các yếu tố khác không đổi, khi hiệu quả sử dụng tài sản tăng 1% thì đầu tư của công ty sẽ tăng 0,03% với mức ý nghĩa thống kê 5%. Cuối cùng, kết quả ước lượng bằng Mô hình 1 cho thấy cơ hội tăng trưởng (đo lường bằng Tobin's Q) cũng là yếu tố có ảnh hưởng đến hoạt động đầu tư của công ty. Tuy nhiên, khác với kỳ vọng, kết quả phân tích hồi quy cho

thấy cơ hội tăng trưởng có tương quan nghịch với hoạt động đầu tư của công ty. Kết quả này đối lập với kết quả trong nghiên cứu của Lang và các cộng sự (1995), Aivazian và các cộng sự (2005), Odit và Chittoo (2008), nhưng lại tương đồng với kết quả trong nghiên cứu của Nguyễn Thị Ngọc Trang và Trang Thúy Quyên (2013). Sự trái ngược về kết quả được tìm thấy trong nghiên cứu này so với lý thuyết và một vài nghiên cứu trước đây có thể được giải thích là do TTCK Việt Nam là thị trường không hiệu quả nên giá thị trường của các cổ phiếu không phản ánh chính xác giá trị của các công ty được niêm yết. Vì vậy, giá trị Tobin's Q chưa phản ánh chính xác cơ hội tăng trưởng của công ty. Đây có thể xem là hạn chế của nghiên cứu này.

### 5. Kết luận

Nghiên cứu này đã bổ sung thêm bằng chứng thực nghiệm về ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính đến hoạt động đầu tư của các công ty niêm yết trên TTCK Việt Nam. Sử dụng bộ dữ liệu của 248 công ty trong giai đoạn 2014-2017, kết quả lượng ước lượng bằng mô hình FEM cho thấy đòn bẩy tài chính có mối tương quan nghịch với hoạt động đầu tư của các công ty. Bên cạnh đó, nghiên cứu này còn phát hiện ra rằng ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính đến hoạt động đầu tư có sự khác biệt giữa các công ty có cơ hội tăng trưởng cao và các công ty có cơ hội tăng trưởng thấp. Cụ thể là, đòn bẩy tài chính ảnh hưởng yếu hơn đến hoạt động đầu tư ở những công ty có cơ hội tăng trưởng cao. Ngoài ra, nghiên cứu này còn tìm thấy ảnh hưởng của dòng tiền, hiệu quả sử dụng tài sản và cơ hội tăng trưởng đến hoạt động đầu tư của các công ty phi tài chính niêm yết trên TTCK Việt Nam. ■

### Tài liệu tham khảo

1. Aivazian, V. A., Geb, Y. and Qiu, J., 2005. The impact of leverage on firm investment: Canadian evidence. *Journal of Corporate Finance*, 11: 277-291.
2. Dang, V.A., 2013. Leverage, debt maturity and firm Investment: An empirical study analysis. *Journal of Business Finance and Accounting*, 32: 225-258
3. Fama, E. and Jensen, M., 1983. Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26: 301-325.
4. Fazzari, S., Hubbard, G. and Petersen, B., 1988. Financing constraints and corporate finance. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1: 141-195.

5. Firth, M., Lin, C. and Wong, S.M., 2008. Leverage and investment under a state-owned bank lending environment: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 14(5): 642-653.
6. Jensen, M., 1986. Agency cost of free cash flow. *American Economic Review*, 76: 323-339.
7. Jensen, M. C. and Meckling, W.H., 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4): 305-360.
8. Lang, L., Ofek, E. and Stulz, R., 1996. Leverage, investment and firm growth. *Journal of Financial Economics*, 40(1): 3-29.
9. McConell, J.J., and Serveas, H., 1995. Equity ownership and two faces of debt. *Journal of Financial Economics*, 39: 137-151.
10. Modigliani, F. and Miller, M.H., 1963. Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *American Economic Review*, 53: 433-443.
11. Modigliani, F. and Miller, H.H., 1958. The cost of capital, corporate finance and the theory of investment. *American Economic Review*, 49: 261-297.
12. Nguyễn Thị Ngọc Trang và 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*, 9: 10-15.
13. Nguyễn Đình Phương Thảo, 2014. Impact of leverage on investment Decision: Evidence from firms listed in Ho Chi Minh stock exchange. *Luận văn Thạc sĩ. Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh.*
14. Odit, M.P. and Chittoo, H.B., 2008. Does financial leverage influence investment decision: The case of Maturitian firms. *Journal of Business Case Studies*, 4: 40-60.
15. Sajid, M., Mahmood, A. and Sabir, H.M., 2016. Does financial leverage influence investment decision? Empirical evidence from KSE-30 Index of Pakistan. *Asian Journal of Economic Modelling*, 4(2): 82-89
16. Stulz, R.M., 1990. Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, 26: 3-27.

### **Thông tin tác giả**

**Trần Thị Tâm Nguyễn**, Thạc sĩ  
Email: tttamnguyen@gmail.com

**Trương Đông Lộc**, Phó Giáo sư, Tiến sĩ  
Email: tdloc@ctu.edu.vn

Khoa Kinh tế, Trường Đại học Cần Thơ

### **Summary**

#### **The effect of financial leverage on investment of listed companies on the Vietnam stock market**

The main objective of this study is to measure the effect of financial leverage on investment of listed companies on the Vietnam stock market. Data used in the study are panel data that were mainly collected from audited financial statements of 248 companies listed on the Vietnam stock market during the period from 2014 to 2017. Empirical findings obtained from fixed effects model (FEM) show that financial leverage has a negative effect on investment of the companies. Moreover, this study reveals that effect of financial leverage on investment is different between low growth firms and high grow firms. Specifically, the negative effect of leverage on investment for low growth firms is stronger than for high grow firms.

Keywords: Financial leverage, investment, listed companies, Vietnam stock market.

**Nguyen Thi Tam Tran**, MEd.

**Loc Dong Truong**, Assoc. Prof. PhD.

Organization of all: College of Economics, Can Tho University