



TÁC ĐỘNG CỦA HẠN CHẾ TÀI CHÍNH VÀ ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU ĐỐI VỚI ĐẦU TƯ TẠI DOANH NGHIỆP

NGUYỄN THANH LIÊM - Đại học Kinh tế Luật TP. Hồ Chí Minh, NGUYỄN THỊ HẰNG NGÀ - Đại học Ngân hàng TP. Hồ Chí Minh

Bài viết phân tích tác động riêng và kết hợp của hạn chế tài chính và việc định giá cổ phiếu sai đối với đầu tư doanh nghiệp niêm yết Việt Nam giai đoạn 2008-2015. Kết quả cho thấy, các doanh nghiệp có hạn chế tài chính có độ nhạy đầu tư cao hơn các doanh nghiệp khác; các doanh nghiệp không tận dụng việc cổ phiếu bị định giá sai để huy động vốn đầu tư qua kênh phát hành cổ phần mới. Ngoài ra, doanh nghiệp có hạn chế tài chính thì độ nhạy đầu tư không khác biệt với doanh nghiệp không hạn chế tài chính khi cổ phiếu bị định giá sai.

Từ khoá: Hạn chế tài chính, định giá cổ phiếu, doanh nghiệp niêm yết

The study analyzes separate and combined impacts of financial limitation and false share evaluation on the investments of the Vietnam's listed companies (2008-2015). The results show that companies with financial limitations have higher investment sensitivity than the others; companies do not make use of the false share evaluation to mobilize their investment capital through the new share release channel. In addition, companies with financial limitations are not different in investment sensitivity from company without financial limitation when shares are false evaluated.

Keywords: financial limitation, share evaluation, listed companies

Ngày nhận bài: 1/3/2017

Ngày chuyển phản biện: 3/3/2017

Ngày nhận phản biện: 29/3/2017

Ngày chấp nhận đăng: 2/4/2017

Tổng hợp các nghiên cứu liên quan

Đã có nhiều nghiên cứu về những tác động của hạn chế tài chính và định giá cổ phiếu đối với nhà đầu tư khi tham gia đầu tư tại các doanh nghiệp và đưa ra những mặt tích cực và hạn chế. Tổng hợp các nghiên cứu cơ bản có thể thấy:

Độ nhạy đầu tư – dòng tiền

Doanh nghiệp (DN) được xem là nhiều hạn chế tài chính (HCTC) khi có chênh lệch chi phí vốn

trong và ngoài lớn (Kaplan và Zingales, 1997). Với những DN bị HCTC, nguồn vốn sẵn có sẽ rẻ hơn nguồn vốn huy động. Nếu điều này đúng, đầu tư DN sẽ phụ thuộc vào nguồn vốn bên trong. Nghiên cứu của Fazzari và ctg. (1988) kiểm định mối quan hệ giữa đầu tư và dòng tiền của DN (độ nhạy đầu tư – dòng tiền) cho thấy, các DN có tỷ lệ chi trả cổ tức thấp (có HCTC) thì có độ nhạy đầu tư và có mối quan hệ cùng chiều với dòng tiền.

Kaplan và Zingales (1997) sử dụng chỉ số KZ như thước đo HCTC. Kết quả cho thấy, các DN có HCTC có mức nhạy đầu tư – dòng tiền thấp hơn DN không có HCTC, ngược lại với Fazzari và ctg. (1988), đồng thời cho thấy độ nhạy cảm đầu tư – dòng tiền không phản ánh liệu một DN có HCTC hay không...

Chang và ctg. (2009) phân tích tác động của định giá sai với HCTC lên quyết định đầu tư của DN sản xuất ở Mỹ từ 1971- 2004 cho thấy, các DN không có HCTC có độ nhạy đầu tư – dòng tiền cao hơn so với các DN có HCTC.

Đầu tư và định giá sai

Định giá sai có thể ảnh hưởng đến chính sách đầu tư của DN. Nghiên cứu của Stein (1996) cho thấy, tác động của định giá sai với đầu tư mạnh nhất đối với những DN phụ thuộc vào nguồn vốn cổ phiếu. Khi cổ phiếu các DN bị định giá thấp, các DN sẽ đầu tư ít thay vì phát hành cổ phiếu bị định giá thấp. Thực nghiệm của Baker và ctg. (2003) và Shleifer và Vishny (2003) ủng hộ lý thuyết này.

Nghiên cứu của Chirinko và Schaller (2004) cho thấy, định giá sai có ảnh hưởng mạnh đối với đầu tư của các DN Nhật Bản, giá cổ phiếu cao khiến đầu tư DN tăng từ 6 - 9%. Gilchrist và ctg. (2005) cho thấy, các DN Mỹ tận dụng việc định giá sai để phát hành cổ phiếu giá cao nhằm tăng vốn.

BẢNG 1: THỐNG KÊ MÔ TẢ

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
investment	3462	0.073472	0.122816	0	2.06
cashflow	3522	0.112581	0.115318	-0.48	1.37
q	3783	1.054134	0.472746	0.23	7.46
cashholdings	3612	0.159975	0.188725	0	2.95
leverage	4111	0.246658	0.195716	0	0.95
sales	3617	1.375676	1.227941	0	13.06
size	4170	19.96381	1.448509	15.73	24.77

Nguồn: Nghiên cứu của tác giả

Các nghiên cứu về độ nhạy đầu tư – dòng tiền tại Việt Nam khá hạn chế. Dương Nguyễn Thanh Tâm (2013) cho thấy, mối quan hệ cùng chiều giữa dòng tiền và đầu tư với mẫu 60 DN. Lê Hà Diễm Chi (2016) chỉ ra dòng tiền có tác động dương lên đầu tư với các DN ít HCTC, nhưng với DN có nhiều HCTC thì ngược lại.

Dữ liệu, phương pháp nghiên cứu

Dữ liệu nghiên cứu do Thomson Reuters cung cấp, gồm tất cả các DN niêm yết không thuộc ngành Tài chính trên 2 sàn chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2008-2015.

Biến đại diện HCTC: Thống nhất với Chang và ctg. (2009), DN có quy mô tổng tài sản thuộc 2 thập phân vị đầu (cuối) được xem là không (có) HCTC; DN có (không) chi trả cổ tức được xếp là không (có) HCTC.

Biến đại diện định giá sai: Dồn tích theo định đoạt - discretionary accruals – DACCR (Chang và ctg. (2009)). DN có mức DACCR càng cao thì cổ phiếu có khuynh hướng bị đẩy giá lên cao.

Mô hình nghiên cứu:

$$Investment_{it} = Cashflow_{it} + FC_{it} + Cashflow_{it} * FC_{it} + Q_{it-1} + Size_{it} + Cashholdings_{it-1} + Leverage_{it-1} + Sales_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Giả thuyết H1: Theo Fazzari và ctg. (1988) HCTC làm giảm khả năng tiếp cận vốn bên ngoài, khiến đầu tư của DN có HCTC phụ thuộc vào dòng tiền bên trong DN. Theo lý thuyết HCTC, biến $Cashflow * FC$ mang dấu dương (DN có HCTC thì độ nhạy đầu tư – dòng tiền cao hơn độ nhạy của DN không HCTC).

BẢNG 2: MA TRẬN TƯƠNG QUAN

	Invest-ment	Cash-flow	q	Cash-holdings	Lever-age	sales	size
Investment	1						
Cash flow	0.235*	1					
q	0.104*	0.494*	1				
Cash holdings	0.066*	0.410*	0.281*	1			
Leverage	0.139*	-0.270*	-0.120*	-0.322*	1		
sales	0.076*	0.239*	0.124*	0.124*	-0.019	1	
size	0.065*	-0.018	0.138*	-0.028*	0.396*	-0.087*	1

Nguồn: Nghiên cứu của tác giả

Mô hình (1) kiểm định H1.

$$Investment_{it} = Cashflow_{it} + MP_{it} + Cashflow_{it} * MP_{it} + Q_{it-1} + Size_{it} + Cashholdings_{it-1} + Leverage_{it-1} + Sales_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Mô hình (2) kiểm định giả thuyết định giá sai. Đầu tư của DN có cổ phiếu định giá cao sẽ ít phụ thuộc vào nguồn vốn nội bộ vì các DN này có thể chọn nguồn vốn ngoài rẻ hơn: DN được định giá cao sẽ có độ nhạy đầu tư – dòng tiền thấp hơn và ngược lại. Theo giả thuyết về định giá sai (H2) hệ số biến $Cashflow * MP$ có hệ số âm.

$$Investment_{it} = Cashflow_{it} + MP_{it} + FC_{it} + Cashflow_{it} * FC_{it} + Cashflow_{it} * MP_{it} + Cashflow_{it} * MP_{it} * FC_{it} + Q_{it-1} + Size_{it} + Cashholdings_{it-1} + Leverage_{it-1} + Sales_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Mô hình (3) kiểm định tác động của định giá sai đối với độ nhạy đầu tư – dòng tiền cho các DN với các mức HCTC khác nhau. Vì các DN không HCTC dễ tiếp cận thị trường vốn hơn nên có thể phát hành cổ phiếu ở mức giá cao. Khi cổ phiếu bị định giá thấp, các DN có thể xoay trở để có nguồn vốn khác mà không phụ thuộc vào dòng tiền nội bộ và ngược lại (Chang và ctg., 2009). DN không HCTC linh động hơn trong việc điều chỉnh nguồn vốn cho đầu tư khi có định giá sai. Do đó, độ nhạy đầu tư – dòng tiền của DN có HCTC cao hơn DN không HCTC khi định giá sai. Giả thuyết H3: Biến $Cashflow * MP * FC$ có hệ số dương, thể hiện DN không HCTC linh hoạt hơn trong việc khai thác định giá sai trên thị trường.

Các biến trong mô hình (1), (2), (3): Investment: Đầu tư cho tài sản cố định/tổng tài sản năm trước, Cashflow: Dòng tiền (lợi nhuận ròng + khấu hao/tổng tài sản năm trước); FC: Biến giả đại diện HCTC; Q: TobinQ; Size: quy mô (log tổng tài sản); Cashholdings: (tiền mặt và đầu tư ngắn hạn)/tổng tài sản năm trước; Sales: tổng doanh thu/tổng tài sản năm trước; MP: định giá sai.

Kết quả nghiên cứu

Theo Bảng 1, tỷ lệ đầu tư/tổng tài sản DN Việt Nam trung bình khoảng 7%, trong khi dòng tiền khoảng 11% (dòng tiền cao hơn nhu cầu đầu tư). Lượng tiền mặt và đầu tư ngắn hạn của DN khá cao, gần 16%. Đòn bẩy tài chính khoảng 24,7%, cao nhất chiếm 95%. Quy mô tài sản theo log là gần 20 và doanh thu có mức phân tán rất cao (bình quân 1.37 lần tài sản, cao nhất lên đến 13 lần tài sản).

Bảng 2 thể hiện tương quan giữa các biến. Trong đó, dòng tiền, lượng tiền nắm giữ và đầu tư ngắn hạn, doanh thu



BẢNG 3: KẾT QUẢ HỐI QUY MÔ HÌNH (1), (2)

	Mô hình (1)				Mô hình (2)		
	Size		Dividend_payout		Mispricing		
	Coef.	Std. Err	Coef.	Std. Err	Coef.	Std. Err	
cashflow	0.1467964***	0.0446675	0.1072928**	0.0422864	cashflow	0.1351652***	0.04309
FC	0.005886	0.0170505	0.0034638	0.007244	MP	-0.0079531	0.041088
FC*cashflow	-0.1701611**	0.084488	0.0264445	0.0500902	MP*cashflow	0.1614699	0.180029
L1.q	-0.0091273	0.0122362	-0.0074617	0.0119058	L1.q	-0.0106296	0.012365
L1.cashholdings	0.0552452*	0.0286277	0.0574156**	0.0280161	L1.cashholdings	0.0580391*	0.031193
L1.leverage	-0.1791526***	0.0383105	-0.1826689***	0.0383413	L1.leverage	-0.1963705***	0.043758
L1.sales	0.0103044**	0.0048519	0.0103893**	0.004794	L1.sales	0.009705**	0.004886
size	0.0761082***	0.0163794	0.076566***	0.0158439	size	0.0831002***	0.017023
Obs	2595		2695		Obs	2531	
R2	0.2067		0.2104		R2	0.2132	

Nguồn: Nghiên cứu của tác giả

bán hàng và quy mô DN có tương quan dương với đầu tư. *, **, ***: ý nghĩa thống kê mức 10%, 5%, 1% trong tất cả bảng.

Tất cả các mô hình được ước lượng bằng mô hình ảnh hưởng cố định, kiểm soát tác động của các yếu tố vĩ mô bằng biến năm và sử dụng sai số chuẩn vững. Kết quả mô hình (1) cho thấy, khi HCTC được đo lường bằng Quy mô (cột Size), dòng tiền có ảnh hưởng tích cực và có ý nghĩa thống kê đối với đầu tư. FC*cashflow có hệ số -0.1701611 và có ý nghĩa, bác bỏ H1, thống nhất với Chang và ctg. (2009). Khi HCTC được đo lường bằng tỷ lệ chi trả cổ tức (cột Div), kết quả hầu như không đổi, nhưng FC*cashflow không còn ý nghĩa thống kê.

Kết quả ước lượng mô hình (2) khá thống nhất với mô hình (1), đặc biệt đầu tư có quan hệ cùng chiều với dòng tiền. Biến MP (định giá sai) cũng như tương tác của biến này với dòng tiền không có ý nghĩa thống kê. Điều này hàm ý các DN Việt Nam không tận dụng việc cổ phiếu bị định giá sai để huy động vốn đầu tư qua kênh phát hành cổ phần mới.

Mô hình (3): Biến FC*MP*Cashflow không có ý

nghĩa, bác bỏ H3, cho thấy độ nhạy đầu tư – dòng tiền của DN có HCTC và cổ phiếu định giá sai không khác biệt với DN không HCTC. Kết quả này thống nhất với mô hình (2) về việc định giá sai không có ảnh hưởng đối với độ nhạy đầu tư – dòng tiền với các DN niêm yết Việt Nam. Chang và ctg. (2009) lại cho thấy với DN Mỹ thì các DN không HCTC biết tận dụng việc thị trường định giá sai để huy động vốn cho đầu tư.

Kết luận

Nghiên cứu này cho thấy, đầu tư DN phụ thuộc vào dòng tiền và DN nhỏ (có HCTC) thì đầu tư ít nhạy cảm với dòng tiền hơn DN không có HCTC. Do đó, cần xét lại việc xem độ nhạy đầu tư – dòng tiền như thước đo về HCTC. Ngoài ra, các giám đốc và các nhà quản lý tài chính (đặc biệt là ở các DN có HCTC) cần đánh giá lại mức hấp dẫn của dự án theo nhiều khía cạnh, chứ không nên chỉ căn cứ vào mức độ rủi ro của nó.

Định giá sai không có ảnh hưởng với độ nhạy đầu tư – dòng tiền. Điều này sẽ gây thiệt thòi cho DN nếu không tận dụng được nguồn vốn giá rẻ. Các DN có và không có HCTC không khác biệt về việc khai thác định giá cổ phiếu sai trên thị trường. DN nên tận dụng cơ hội khi cổ phiếu định giá cao để phát hành cổ phiếu huy động vốn cho đầu tư, tránh việc đầu tư quá phụ thuộc vào dòng tiền nội bộ. 

Tài liệu tham khảo:

1. Kaplan, S., Zingales, L., 1997, "Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints?", *Quarterly Journal of Economics*, 112, 169-215;
2. Chang, X., Robert, F.; Chun, W; Wong, G., 2009. "Financial constraints, Mispricing and corporate investment", *Financial markets&Portfolio management*;
3. Azam, M, Shah, S., 2011, "Internal financial constraints, external financial constraints and investment choice: Evidence from Pakistani firms", *Australian Journal of Business&Management Research*, 1(8), 18-22, 2011.

Nguồn: Nghiên cứu của tác giả