

Đầu tư trong bối cảnh hạn chế tài chính: Trường hợp các doanh nghiệp niêm yết ở Việt Nam

Phạm Xuân Quỳnh^{1*}, Lê Long Hậu²

¹Trường Đại học An Giang, Đại học Quốc gia TP Hồ Chí Minh, 8 Ung Văn Khiêm, phường Đông Xuyên, TP Long Xuyên, tỉnh An Giang, Việt Nam

²Trường Kinh tế, Trường Đại học Cần Thơ, khu II, đường 3/2, phường Xuân Khánh, quận Ninh Kiều, TP Cần Thơ, Việt Nam

Ngày nhận bài 17/8/2023; ngày chuyển phản biện 21/8/2023; ngày nhận phản biện 11/9/2023; ngày chấp nhận đăng 14/9/2023

Tóm tắt:

Để xem xét đầu tư trong bối cảnh gặp phải rào cản hạn chế tài chính (HCTC), nghiên cứu này tập trung phân tích độ nhạy cảm của đầu tư đối với các quỹ nội bộ (dòng tiền) để kiểm tra tác động của HCTC đối với đầu tư của các doanh nghiệp (DN) Việt Nam cũng như bằng chứng hỗ trợ cho thấy thị trường tài chính là không hoàn hảo. Sử dụng dữ liệu từ báo cáo tài chính và dữ liệu thị trường của 306 DN niêm yết trên Sàn giao dịch Chứng khoán TP Hồ Chí Minh, các tác giả thấy rằng, các DN niêm yết của Việt Nam phải đối mặt với những khó khăn về tài chính vì đầu tư phụ thuộc vào sự sẵn có của tài chính nội bộ. Đặc biệt, các DN có tỷ lệ chi trả cổ tức thấp, chỉ số KZ (Kaplan & Zingales) cao thể hiện hệ số ước lượng của đầu tư theo quỹ nội bộ cao hơn so với các DN có tỷ lệ chi trả cổ tức cao và chỉ số KZ thấp. Phát hiện của các tác giả ngụ ý rằng, độ nhạy cảm của đầu tư đối với các quỹ nội bộ khác nhau tùy theo mức độ HCTC của DN và HCTC là rào cản đầu tư của DN.

Từ khóa: dòng tiền, đầu tư, hạn chế tài chính, tài chính nội bộ.

Chỉ số phân loại: 5.2

1. Giới thiệu

Theo lý thuyết tài chính hiện đại, quyết định đầu tư được xem là quyết định quan trọng nhất của một DN, vì quyết định này góp phần tạo ra giá trị cho DN, quyết định sự tăng trưởng và phát triển của DN [1]. Theo lý thuyết hành vi đầu tư DN của R.G. Hubbard (1998) [2], một DN có thể gia tăng đầu tư cho đến khi lợi ích đầu tư biên bằng với chi phí vốn biên, tại đây được xem như trạng thái đầu tư tối ưu. Tuy nhiên, trạng thái này chỉ có thể đạt được trong điều kiện DN không bị rào cản HCTC, nghĩa là DN có thể tiếp cận các nguồn tài trợ một cách không giới hạn. Vì theo như giả thuyết thị trường vốn hoàn hảo của F. Modigliani và cs (1958) [3], khi không tồn tại chi phí giao dịch, thuế, chi phí phá sản... thì quyết định đầu tư không phụ thuộc vào quyết định tài trợ, DN có thể tiếp cận các nguồn vốn không giới hạn để tài trợ cho đầu tư, không có DN nào phải từ bỏ các dự án hiệu quả vì HCTC. Thực tế, thị trường tài chính là không hoàn hảo bởi tình trạng bất đối xứng thông tin, các nhà cung ứng vốn bên ngoài không thể có đầy đủ thông tin về dự án đầu tư hơn DN nên chi phí nguồn vốn bên ngoài cao hơn nguồn vốn nội bộ hoặc thậm chí nguồn vốn bên ngoài không có sẵn cho một số DN, chẳng hạn như việc huy động vốn vay, DN có thể gặp phải hạn chế tín dụng như lập luận của J.E. Stiglitz và cs (1981) [4]. Theo S.M. Fazzari và cs (1987) [5], S.N. Kaplan và cs (1997) [6], HCTC xảy ra khi một DN khó tiếp cận với nguồn vốn bên ngoài và nguồn vốn này có chi phí đắt đỏ so với nguồn vốn nội bộ thì DN đó đang gặp phải vấn đề HCTC. Vấn đề đặt ra là HCTC sẽ ảnh hưởng như thế nào đến đầu tư của DN.

*Tác giả liên hệ: Email: pxquynh@agu.edu.vn

Theo S.M. Fazzari và cs (1987) [5], vì tồn tại tình trạng bất đối xứng thông tin nên ảnh hưởng không nhỏ đến quyết định đầu tư của các DN thông qua việc hạn chế phương án tài trợ. Do đó quyết định đầu tư rất nhạy cảm với sự sẵn có của tài chính nội bộ, vì lợi thế về chi phí so với nguồn tài chính bên ngoài. Theo nhóm tác giả, DN có HCTC cao (HFC - High financial constraints) thì đầu tư càng phụ thuộc vào nguồn vốn bên trong thể hiện qua độ nhạy của đầu tư đối với dòng tiền cao hơn so với DN ít hoặc không bị HCTC. Tuy nhiên, S.N. Kaplan và cs (1997) [6] đã đưa ra kết luận ngược lại khi xem xét trên nhóm các DN mà S.M. Fazzari và cs (1987) [5] cho là bị HCTC, họ thấy rằng các quyết định đầu tư của các DN ít bị HCTC nhất lại nhạy cảm nhất với sự sẵn có của dòng tiền. Cho đến nay, các nghiên cứu thực nghiệm theo sau chia làm 2 nhóm: nhóm ủng hộ kết luận của S.M. Fazzari và cs (1987) [5] và nhóm ủng hộ kết luận của S.N. Kaplan và cs (1997) [6].

Tuy nhiên, có một điểm đáng lưu ý là sự tranh luận của các nghiên cứu thực nghiệm trước đây gần như dựa trên dữ liệu từ các DN trong thị trường tài chính phát triển (như Hoa Kỳ, Canada). Những HCTC đối với các DN đó có thể sẽ tương đối yếu, vì những DN này thường là những DN lớn, lâu đời, lành mạnh về tài chính với xếp hạng tín dụng tốt. Vì vậy, ở nghiên cứu này, chúng tôi mong muốn làm sáng tỏ thêm thực trạng đầu tư của DN trong bối cảnh HCTC bằng cách dựa trên dữ liệu tài chính của các DN niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam vốn được đánh giá là quy mô còn nhỏ so với các nước trong khu vực và phát triển chưa tương xứng với tiềm năng. Do đó, nhiều DN vẫn khó tiếp

Investment in the context of financial constraints: A case of Vietnamese listed firms

Xuan Quynh Pham^{1*}, Long Hau Le²

¹An Giang University, Vietnam National University, Ho Chi Minh City, 8 Ung Van Kiem Street, Dong Xuyen Ward, Long Xuyen City, An Giang Province, Vietnam

²School of Economics, Can Tho University, Campus II,

3/2 Street, Xuan Khanh Ward, Ninh Kieu District, Can Tho City, Vietnam

Received 17 August 2023; revised 11 September 2023; accepted 14 September 2023

Abstract:

To consider investment in the context of financial constraints, this study focuses on analysing the sensitivity of investment to internal funds (cash flow) to examine the impact of financial constraints on investment by Vietnamese enterprises as well as supporting evidence that the financial market is imperfect. Using data from financial statements and market data of 306 enterprises listed on the Ho Chi Minh City Stock Exchange, the authors find that Vietnamese listed firms have to face with many financial constraints due to investment dependence on the availability of internal finance. In particular, the firms with low dividend payout and high KZ (Kaplan & Zingales) index do exhibit higher sensitivity coefficients of investment to internal funds than those with high dividend payout firms and low KZ index. The findings imply that the sensitivity of investment to internal funds varies across the degree of financial constraints of firms, and financial constraints are considered a barrier to investment of the Vietnamese enterprises.

Keywords: cash flow, financial constraints, internal funds, investment.

Classification number: 5.2

cận được nguồn vốn bên ngoài với chi phí cao, trong khi nguồn vốn nội bộ không đủ để tài trợ cho các cơ hội đầu tư. Đặc biệt, bối cảnh hậu đại dịch COVID-19 càng làm DN khó huy động vốn hơn. Theo H. Vinh (2022) [7], vốn tín dụng hạn hẹp, kênh trái phiếu gặp không ít khó khăn nên cần tháo gỡ giải pháp huy động vốn cho DN. Năm 2021, VN-Index tăng 35,7% nhưng vốn cổ phần huy động chỉ đạt 177 nghìn tỷ đồng, chiếm 3% vốn hóa và đây là mức huy động rất thấp. Huy động vốn từ trái phiếu cũng giảm mạnh do các ngân hàng thương mại không tham gia... Ở Việt Nam, thời gian qua chưa có nhiều nghiên cứu thực nghiệm quan tâm đến vấn đề đầu tư của DN trong bối cảnh HCTC. Một số nghiên cứu của L.H.D. Chi (2015) [8], D.M. Thuy và cs (2017) [9] chỉ tập trung xem xét và tổng hợp lại kết quả của các nghiên cứu trên thế giới; hay N.T. Liem và cs (2018) [10], P. Ha và cs (2018) [11] tập trung xem xét cấu trúc nợ, việc nắm giữ

tiền mặt của DN với điều kiện HCTC nội bộ. Gần đây nhất, nghiên cứu của N.N. Trong và cs (2021) [12] ghi nhận ảnh hưởng của đầu tư bất thường dạng quá mức đến hiệu quả hoạt động. Vì vậy, trọng tâm chính của nghiên cứu này là so sánh độ nhạy cảm của dòng tiền đầu tư giữa các nhóm DN được phân loại theo tình trạng HCTC khác nhau. Trước hết, chúng tôi sử dụng tỷ lệ chi trả cổ tức làm thước đo HCTC [5], sau đó dựa theo S.N. Kaplan và cs (1997) [6] để tính toán chỉ số phân loại KZ (KZ index - dựa trên thông tin định lượng và định tính thu được từ các báo cáo tài chính hàng năm). Quyết định đầu tư của các DN được phát hiện là rất nhạy cảm với dòng tiền của DN, chứng tỏ các DN Việt Nam đang phải đối mặt với khó khăn HCTC, điều này phù hợp với bằng chứng trước đó. Ủng hộ kết luận của S.M. Fazzari và cs (1987) [5], các DN Việt Nam ít HCTC (LFC - Low financial constraints) hơn thể hiện độ nhạy cảm của đầu tư theo dòng tiền thấp hơn so với những DN được phân loại là HFC.

2. Cơ sở lý thuyết và bằng chứng thực nghiệm

2.1. Các lý thuyết nền tảng

2.1.1. Lý thuyết bất đối xứng thông tin

Bất đối xứng thông tin được xem như là một dạng thất bại thị trường và hai hành vi thường được quan sát thấy là lựa chọn bất lợi và động cơ lệch lạc. Để tài trợ cho các dự án đầu tư, DN có thể dùng nguồn tài chính nội bộ hoặc tài chính bên ngoài hoặc cả hai. Nguồn tài chính nội bộ đến từ dòng tiền DN tạo ra, trong khi nguồn tài chính bên ngoài có được thông qua vay mượn các nguồn khác nhau và phát hành cổ phần mới. Khi các DN và các nhà đầu tư tiềm năng gặp phải thông tin không đối xứng về triển vọng các dự án đầu tư của DN, một số nguồn tài chính bên ngoài có thể có chi phí cao hơn nguồn vốn bên trong hoặc thậm chí là không có sẵn cho một số DN. Khi đó, đầu tư của DN bị phụ thuộc vào nguồn tài chính nội bộ. Nguồn vốn bên ngoài không phải là thay thế hoàn hảo cho nguồn vốn nội bộ nên chi phí tài chính từ nguồn vốn bên ngoài có thể khác nhau đáng kể so với nguồn vốn nội bộ [13].

Với nguồn tài trợ bên ngoài đến từ vốn vay, trong mô hình của J.E. Stiglitz và cs (1981) [4], thông tin bất đối xứng có thể dẫn đến hạn chế tín dụng. Đối với việc phát hành cổ phần mới, các cổ đông mới sẽ yêu cầu lợi nhuận cao hơn từ các “công ty tốt” để trang trải các khoản lỗ phát sinh từ việc vô tình tài trợ cho “công ty xấu”. Nếu tỷ suất lợi nhuận yêu cầu này vượt quá phần giá trị của một dự án mới dành cho các cổ đông hiện tại, cổ phiếu mới sẽ không được phát hành [14]. Theo S.M. Fazzari và cs (1987) [5], khi gặp phải bất đối xứng thông tin trong thị trường chứng khoán, các DN không thể dễ dàng thay thế nợ bằng các đợt phát hành cổ phiếu mới nếu không có nguồn tài chính nội bộ sẵn có và tài sản lưu động đáng kể. Thông tin bất đối xứng càng nghiêm trọng thì càng có nhiều khả năng tài chính bên ngoài sẽ rất tốn kém hoặc không có sẵn. Điều này ngụ ý đầu tư phụ thuộc vào tài chính nội bộ.

2.1.2. Lý thuyết trật tự phân hạng

Theo lý thuyết trật tự phân hạng (hay còn gọi là lý thuyết phân cấp tài chính), các DN có thứ tự ưu tiên sử dụng các nguồn vốn để tài trợ cho các dự án đầu tư, nguồn tài trợ có chi phí thấp sẽ được ưu tiên sử dụng trước [13]. Cụ thể, theo lý thuyết này, các công ty sẽ thích sử dụng nguồn tài chính nội bộ (dòng tiền, lợi nhuận giữ lại) hơn huy động vốn từ bên ngoài vì sự chênh lệch chi phí sử dụng vốn. Nếu các công ty cần nguồn vốn bên ngoài sau khi cạn kiệt nguồn vốn nội bộ, họ sẽ bắt đầu với chứng khoán ít rủi ro nhất (chi phí thấp nhất), tức là nợ. Vốn chủ sở hữu được xem là phương án huy động vốn được lựa chọn cuối cùng. Lý thuyết trật tự phân hạng được đưa ra nhằm mục đích giải thích tại sao hầu hết các DN có lợi nhuận lại có khuynh hướng sử dụng ít nợ trong cấu trúc vốn và tại sao DN lại sử dụng vốn chủ sở hữu chứ không phải nợ như là nguồn cuối cùng trong các nguồn tài trợ từ bên ngoài. Thông tin bất đối xứng giữa nhà quản trị và nhà đầu tư bên ngoài là động lực điều hành cho DN trong việc sử dụng tài trợ bên trong để tối đa hóa giá trị thị trường của DN. Lý thuyết này cũng là cơ sở để giải thích cho việc quyết định đầu tư của DN phụ thuộc vào quỹ nội bộ, hay nói cách khác là khoản đầu tư của DN sẽ nhạy cảm với nguồn tài chính nội bộ.

2.2. Bằng chứng thực nghiệm về đầu tư trong điều kiện HCTC

Tình trạng tài chính của một DN sẽ không liên quan đến các quyết định đầu tư thực sự trong một thị trường vốn hoàn hảo [3]. Để tối đa hóa giá trị, DN sẽ thực hiện đầu tư cho đến khi doanh thu cận biên bằng chi phí cận biên. Tuy nhiên, lý thuyết bất đối xứng thông tin đã ngụ ý, sự không hoàn hảo của thị trường do chi phí giao dịch, thông tin không đối xứng giữa nhà quản lý DN và các nhà cung ứng vốn trên thị trường tài chính đã dẫn đến sự chênh lệch giữa chi phí nguồn vốn bên ngoài so với vốn nội bộ, mà S.M. Fazzari và cs (1987) [5] gọi là HCTC. Đầu tư của DN sẽ bị ảnh hưởng bởi vấn đề HCTC, sự nhạy cảm của nguồn vốn bên trong với đầu tư là một minh chứng cho sự tồn tại của HCTC bởi theo lý thuyết trật tự phân hạng, nguồn vốn nội bộ có chi phí thấp nhất nên luôn được DN lựa chọn sử dụng đầu tiên để tài trợ cho đầu tư [13, 14]. Hầu hết các nghiên cứu thực nghiệm đều dựa vào độ nhạy của đầu tư theo dòng tiền để đưa ra đánh giá về ảnh hưởng của rào cản HCTC đối với đầu tư. Tuy nhiên, kết luận từ các nghiên cứu về mối quan hệ trên còn tùy thuộc vào tiêu chí được lựa chọn để nhận diện mức độ HCTC của DN.

2.2.1. Dựa vào tỷ lệ chi trả cổ tức

S.M. Fazzari và cs (1987) [5] cho rằng, DN có tỷ lệ chi trả cổ tức cố định hoặc giảm dần là nhóm DN có nguy cơ gặp khó khăn tài chính, ngược lại nếu tỷ lệ chi trả cổ tức tăng dần thì DN thuộc nhóm ít hoặc không bị HCTC. Vì nếu DN gặp rào cản huy động nguồn vốn bên ngoài, DN có xu hướng giữ lại phần lớn thu nhập. Kết quả kiểm định cho

thấy mối quan hệ dòng tiền - đầu tư là mối quan hệ cùng chiều, đầu tư của DN tăng (giảm) theo sự tăng (giảm) của nguồn tài chính bên trong. Với các DN bị xem là HCTC, độ nhạy đầu tư theo dòng tiền lớn hơn so với các DN ít hoặc không bị HCTC. Lý giải cho kết quả này, các tác giả cho rằng trong một thị trường vốn cạnh tranh không hoàn hảo, chi phí cho nguồn vốn nội bộ thấp hơn chi phí cho nguồn vốn huy động từ bên ngoài. Trong khi đó, những DN bị HCTC khó tiếp cận với nguồn vốn bên ngoài và chi phí sử dụng nguồn tài trợ bên ngoài trở nên rất cao. Vì thế, đầu tư ở các DN này phụ thuộc khá lớn vào nguồn quỹ nội bộ. Các DN có HCTC cao sẽ cắt giảm cổ tức chi trả để gia tăng nguồn vốn bên trong làm nguồn tài trợ cho đầu tư. Ứng hộ kết luận của S.M. Fazzari và cs (1987) [5], N. Moyen (2004) [15] tìm thấy độ nhạy của đầu tư đối với dòng tiền mạnh hơn ở những DN có tỷ lệ chi trả cổ tức thấp (nhóm DN bị HCTC nhiều hơn). Nghiên cứu của V.L. Crisóstomo và cs (2014) [16] trên các DN ở Brazil cho biết, DN không bị xem là HCTC trong năm t nếu DN đó trả cổ tức và duy trì hoặc tăng mức chi trả cổ tức hiện tại. Mặt khác, DN được xem là bị ràng buộc về tài chính nếu họ giảm chi trả cổ tức hoặc không phân phối cổ tức. Kết quả nghiên cứu xác nhận mối tương quan dương giữa đầu tư và dòng tiền là một tín hiệu mạnh mẽ cho thấy các DN gặp khó khăn trong việc tiếp cận các nguồn vốn bên ngoài. Do đó, các doanh nghiệp buộc phải sử dụng các nguồn vốn nội bộ để tài trợ cho đầu tư, đầu tư thay đổi theo dòng tiền mạnh mẽ hơn đối với các DN bị xem là HCTC. Gần đây, nghiên cứu của N. Altaf và cs (2018) [17] trên các DN ở Ấn Độ dựa vào tỷ lệ chi trả cổ tức các DN được chia làm 2 nhóm cũng cho thấy mức độ ảnh hưởng của dòng tiền đến đầu tư là mạnh hơn ở nhóm DN có tỷ lệ trả cổ tức thấp, ngụ ý xác nhận trong bối cảnh HCTC, đầu tư của các DN phụ thuộc mạnh mẽ vào tài chính nội bộ.

2.2.2. Dựa vào chỉ số KZ

S.N. Kaplan và cs (1997) [6] đã dựa vào sự kết hợp đặc điểm của các dữ liệu về dòng tiền, Tobin's Q, tỷ lệ nợ, tỷ lệ chi trả cổ tức và lượng tiền mặt để phân loại DN gặp HCTC. Chỉ số kết hợp của các tác giả được các nghiên cứu sau này gọi là chỉ số KZ. Những DN với chỉ số KZ càng lớn, càng nhiều HCTC và ngược lại. Vì KZ nhỏ khi DN đó có dòng tiền nội bộ lớn, cổ tức chi trả cao và nắm giữ tiền mặt nhiều, ngược lại những DN có tỷ lệ nợ cao, Tobin's Q lớn thể hiện rằng chi phí tiếp cận bên ngoài sẽ cao. Kết quả nghiên cứu của các tác giả ngược lại với S.M. Fazzari và cs (1987) [5]. Các DN ít HCTC đầu tư nhạy cảm với dòng tiền hơn so với những DN nhiều HCTC, do đó độ nhạy cảm của đầu tư với dòng tiền lớn không có nghĩa là DN đó nhiều HCTC hơn. Các DN tăng đầu tư khi có dòng tiền, thể hiện ở độ nhạy cảm của đầu tư với dòng tiền cao và trở nên ít HCTC hơn sau khi đầu tư. Ngược lại, những DN gia tăng đầu tư nhưng không có dòng tiền thể hiện là độ nhạy cảm của đầu tư với dòng tiền thấp và sẽ trở nên nhiều HCTC sau đó (nếu DN dùng nợ cho nguồn vốn đầu tư). Khi sử dụng chỉ số

KZ làm thước đo HCTC thì N. Moyen (2004) [15] lại ủng hộ kết luận của S.N. Kaplan và cs (1997) [6]. Qua nghiên cứu của N. Moyen (2004) [15] cho thấy một cách rõ ràng rằng, ảnh hưởng của HCTC đến đầu tư thông qua nguồn tài chính nội bộ là không đồng nhất, nó phụ thuộc vào cách xác định HCTC. Gần đây hơn, K. Xu và cs (2020) [18] cũng sử dụng chỉ số KZ làm thước đo HCTC và đánh giá ảnh hưởng trực tiếp của HCTC đến đầu tư nghiên cứu và phát triển của các DN ngành công nghiệp mới nổi của Trung Quốc, kết quả cho thấy mối tương quan nghịch giữa HCTC với đầu tư nghiên cứu và phát triển của DN, HCTC là yếu tố quan trọng hạn chế đầu tư của DN.

2.2.3. Dựa vào chỉ số Z-score (hệ số nguy cơ phá sản)

Kiệt quệ tài chính cũng là một trạng thái của HCTC, do đó một số nghiên cứu sử dụng chỉ số Z-score của Altman để phân loại DN gặp HCTC. Những DN có chỉ số Z-score nhỏ hơn 1 là những DN có khả năng kiệt quệ tài chính, tức DN gặp HCTC. Bên cạnh dùng tỷ lệ trả cổ tức làm thước đo HCTC thì S. Cleary (1999) [19] tính đoán điểm số Z-score và chia các DN thành 3 nhóm theo mức độ HCTC tăng dần. Kết quả nghiên cứu cho thấy, các DN ít HCTC thì đầu tư lại nhạy cảm với dòng tiền nhiều hơn so với các DN nhiều HCTC. Tiếp theo, N. Moyen (2004) [15] cũng sử dụng chỉ số này để phân loại giữa DN HCTC và không HCTC. So sánh sự khác biệt về độ nhạy đầu tư - dòng tiền giữa 2 nhóm DN bị HCTC và không HCTC theo chỉ số điểm Z-score, tác giả có kết luận giống với nghiên cứu của S.N. Kaplan và cs (1997) [6]. Dòng tiền ở DN ít HCTC nhạy cảm với đầu tư hơn.

2.2.4. Dựa vào quy mô hoạt động

Một trong những biến đại diện được sử dụng cho mức độ HCTC là quy mô DN. Theo G. Hovakimian và cs (2003) [20], các DN nhỏ hơn có thể bị HCTC vì một số lý do. Đầu tiên, bằng chứng thực nghiệm cho thấy chi phí giao dịch của các đợt phát hành mới giảm theo quy mô phát hành. Điều này làm cho các quỹ bên ngoài tương đối đắt hơn đối với các DN nhỏ. Thứ hai, các DN nhỏ ít được các nhà phân tích đưa tin hơn, do vậy có thể có ít tiếp cận với các nguồn vốn bên ngoài do các vấn đề lựa chọn đối nghịch [14]. Thứ ba, các DN lớn có thể huy động nợ dễ dàng hơn vì họ đa dạng hóa hơn và ít bị phá sản hơn. Kết quả nghiên cứu của G. Hovakimian và cs (2003) [20] cho thấy, các DN có quy mô lớn hơn (là những DN ít bị HCTC) thì đầu tư ít nhạy cảm hơn với các quỹ nội bộ. Tương tự, H. Almeida và cs (2007) [21] cũng đưa ra kết luận, nhóm DN được xem là HCTC với quy mô nhỏ có mức độ dao động của đầu tư đối với dòng tiền mạnh hơn những DN quy mô lớn.

2.2.5. Dựa vào số năm hoạt động

Một khía cạnh khác có khả năng ảnh hưởng đến các quyết định đầu tư và tài trợ, đặc biệt là khi có thông tin bất đối xứng là “tuổi” của DN, thể hiện qua số năm hoạt động. Tương tự như quy mô, số năm hoạt động có thể đại diện cho

khoảng cách giữa chi phí vốn bên ngoài và bên trong [22]. Các DN "trẻ hơn" và đang phát triển có nhiều khả năng bị HCTC. M. Devereux và cs (1990) [22] cho biết, dòng tiền quan trọng hơn đối với các DN có thời gian hoạt động ngắn hơn, vì thông tin bất cân xứng có thể lớn hơn đối với các DN như vậy và họ cần tài trợ cho tỷ lệ đầu tư cao hơn. G. Hovakimian và cs (2003) [20] cũng ủng hộ lập luận trên khi đưa ra minh chứng cho thấy các DN hoạt động lâu đời hơn thì đầu tư ít nhạy cảm hơn với các quỹ nội bộ. Điều này ngụ ý rằng, số năm hoạt động cũng phản ánh mức độ HCTC của DN, DN non trẻ nên bị HCTC nhiều hơn, dẫn đến đầu tư phụ thuộc vào quỹ nội bộ nhiều hơn.

2.2.6. Đánh giá kết quả nghiên cứu dựa trên các thước đo HCTC khác nhau

Dựa vào lý thuyết thông tin bất đối xứng trong thị trường tài chính, hầu hết các nghiên cứu thực nghiệm đều dựa vào mối quan hệ giữa dòng tiền (đại diện cho quỹ nội bộ) và đầu tư để đánh giá ảnh hưởng của HCTC đến đầu tư. Tuy nhiên có thể thấy, kết quả nghiên cứu được chia làm 2 nhóm: một nhóm thì cho rằng, các DN nhiều HCTC hơn thì đầu tư sẽ nhạy cảm hơn với dòng tiền (đại diện là nghiên cứu của S.M. Fazzari và cs (1987) [5]); nhóm còn lại thì kết luận, đầu tư phụ thuộc vào dòng tiền nhiều hơn ở các DN ít HCTC hơn (đại diện là nghiên cứu của S.N. Kaplan và cs (1997) [6]). Các kết luận khác nhau mà hai trường phái tác giả này đạt được có thể được giải thích bằng các cách khác nhau mà họ đo lường HCTC. Hầu hết những nghiên cứu tìm ra kết quả phù hợp với S.M. Fazzari và cs (1987) [5] đã xác định DN HCTC bằng cách sử dụng các tiêu chí như tỷ lệ chi trả cổ tức của DN, quy mô, thời gian hoạt động. Các nghiên cứu tìm thấy kết quả phù hợp với S.N. Kaplan và cs (1997) [6] phân loại DN HCTC trên cơ sở các chỉ số liên quan đến mức vốn nội bộ có sẵn của DN, có thể được coi là một đại diện cho mức độ HCTC nội bộ mà họ phải đối mặt. Đặc biệt như nghiên cứu của S.N. Kaplan và cs (1997) [6], các tác giả chủ yếu dựa trên các biến số liên quan đến tính thanh khoản của các công ty (có tương quan chặt chẽ với mức quỹ nội bộ có sẵn cho các công ty), hay S. Cleary (1999) [19] đã sử dụng một số biến số liên quan mạnh đến quỹ nội bộ của công ty để xây dựng chỉ số sức mạnh tài chính của công ty.

3. Mô hình và phương pháp nghiên cứu

3.1. Mô hình nghiên cứu

Trong các mô hình đầu tư thực nghiệm, Tobin's Q và gia tốc doanh thu là 2 mô hình được các nghiên cứu sử dụng nhiều nhất. Do đó, dựa trên các nghiên cứu thực nghiệm trước đây, chẳng hạn như S.M. Fazzari và cs (1987) [5], cùng với sự phù hợp của dữ liệu nghiên cứu, chúng tôi sử dụng mô hình Tobin's Q để ước lượng đầu tư của DN. Để phản ánh sự không hoàn hảo của thị trường tài chính dẫn đến DN gặp rào cản HCTC, mô hình chuẩn được bổ sung yếu tố quỹ nội bộ (dòng tiền). Cụ thể mô hình được viết như sau:

$$\frac{I_{i,t}}{K_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{CF_{i,t}}{K_{i,t-1}} + \beta_2 \left(\frac{B}{M}\right)_{i,t} + \beta_3 Lev_{i,t} + u_{i,t} \quad (1)$$

trong đó: I đại diện cho mức chi tiêu đầu tư vào tài sản cố định và đầu tư tài chính của DN; K đại diện cho giá trị sổ sách đầu kỳ tài sản cố định và tài sản tài chính; CF là dòng tiền thuần của DN được đo lường bằng lợi nhuận sau thuế cộng với chi phí khấu hao tài sản cố định; B/M là tỷ lệ giữa giá trị sổ sách trên giá trị thị trường vốn chủ sở hữu, chỉ tiêu này là nghịch đảo của Tobin's Q nhằm phản ánh cơ hội đầu tư của DN; Lev đại diện cho mức độ sử dụng nợ của DN, bao gồm cả nợ ngắn hạn và dài hạn; i và t đại diện cho từng DN và từng năm; u là phần dư của mô hình; β là các hệ số ước lượng của mô hình.

Trong mô hình (1), kỳ vọng hệ số >0 , hàm ý kết quả về mối quan hệ giữa yếu tố dòng tiền và đầu tư là minh chứng cho sự tồn tại rào cản HCTC đối với các DN Việt Nam. Tiếp theo, nghiên cứu ước lượng mô hình (1) theo từng nhóm DN được phân loại theo mức độ HCTC khác nhau để minh chứng cho sự khác biệt trong đầu tư khi DN gặp rào cản HCTC.

3.2. Xác định tình trạng tài chính của DN

Bằng chứng thực nghiệm đã trình bày cho thấy có nhiều chỉ tiêu được sử dụng để làm thước đo HCTC. Những chỉ tiêu đơn lẻ như: tỷ lệ chi trả cổ tức, quy mô, thời gian hoạt động... có ưu điểm dễ tính toán nhưng lại hạn chế về mặt phản ánh mức độ khó khăn tài chính của DN vì chỉ dựa trên một khía cạnh. Các chỉ tiêu kết hợp như: chỉ số KZ, Z-score... đòi hỏi thu thập dựa trên giá trị sổ sách và giá trị thị trường, nhưng lại bao quát được nhiều khía cạnh tài chính của DN. Như đã đề cập, các nghiên cứu ủng hộ kết luận của S.M. Fazzari và cs (1987) [5] thường sử dụng chỉ tiêu đơn lẻ như tỷ lệ chi trả cổ tức để phân loại DN, còn những nghiên cứu sử dụng chỉ tiêu kết hợp như chỉ số KZ thì lại ủng hộ kết luận của S.N. Kaplan và cs (1997) [6]. Do đó, với mong muốn làm sáng tỏ thêm bằng chứng thực nghiệm về HCTC và đầu tư đối với trường hợp các DN Việt Nam, chúng tôi sử dụng tỷ lệ chi trả cổ tức và chỉ số KZ theo trường phái của S.N. Kaplan và cs (1997) [6] để phân loại các DN theo 3 tình trạng tài chính: (i) DN có mức HCTC thấp; (ii) DN có mức HCTC trung bình (MFC - Mean financial constraints); (iii) DN có HCTC cao.

3.2.1. Tỷ lệ chi trả cổ tức

Theo S.M. Fazzari và cs (1987) [5] và S. Cleary (1999) [19] các DN có tỷ lệ chi trả cổ tức thấp bị xem là gặp HCTC do nguồn vốn nội bộ sẵn có không đủ để tài trợ cho đầu tư nên có xu hướng gia tăng tỷ lệ lợi nhuận giữ lại. Chúng tôi tính toán tỷ lệ chi trả cổ tức trung bình trong giai đoạn nghiên cứu (2013-2022) cho mỗi DN. 30% DN có tỷ lệ chi

trả cổ tức ở top đầu được xem là nhóm DN ít HCTC, 40% DN tiếp theo thuộc nhóm DN HCTC trung bình và 30% DN có tỷ lệ chi trả cổ tức ở top cuối được xem là nhóm DN HCTC nhiều.

3.2.2. Chỉ số KZ

S.N. Kaplan và cs (1997) [6] dựa vào sự kết hợp đặc điểm của các dữ liệu về dòng tiền, Tobin's Q, tỷ lệ nợ, tỷ lệ chi trả cổ tức và lượng tiền mặt để phân loại DN gặp HCTC. Chỉ số KZ càng cao thể hiện DN có mức HCTC cao và ngược lại. Chúng tôi dựa trên giá trị trung bình chỉ số KZ trong 10 năm của mỗi DN. 30% DN có chỉ số KZ ở top đầu thuộc nhóm mức HCTC cao, 40% tiếp theo thuộc nhóm có mức HCTC trung bình và 30% top cuối thuộc nhóm ít HCTC. Cụ thể, chỉ số KZ được đo lường như sau:

$$KZ = -1,002 \times \frac{CF}{NFA} - 39,368 \times \frac{DIV}{NFA} - 1,315 \times \frac{CH}{NFA} + 0,283 \times Q + 3,139 \times \frac{D}{TA} \quad (2)$$

trong đó: CF là dòng tiền thuần; NFA là giá trị thuần của tài sản cố định; DIV là cổ tức chi trả cho cổ đông; CH là lượng tiền mặt nắm giữ; Q là hệ số Tobin's Q; D là tổng nợ; TA là tổng tài sản.

3.3. Mẫu và phương pháp nghiên cứu

3.3.1. Mẫu nghiên cứu

Để phân tích thực nghiệm, chúng tôi thu thập dữ liệu tài chính của 306 DN phi tài chính niêm yết trên Sàn giao dịch Chứng khoán TP Hồ Chí Minh từ hệ thống Fiinpro của Tập đoàn FiinGroup trong giai đoạn 2013-2022 và xây dựng dữ liệu bảng không cân với tổng 3.035 quan sát.

3.3.2. Phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu chủ yếu sử dụng nhóm phương pháp định lượng để đánh giá đầu tư của các DN trong bối cảnh HCTC. Trước tiên, phân tích thống kê được sử dụng nhằm cung cấp thông tin khái quát về các đặc điểm tỷ lệ đầu tư, dòng tiền, Tobin's Q của toàn bộ DN trong mẫu và trên các mẫu phụ được tách theo mức độ HCTC. Tiếp theo nghiên cứu kiểm tra hệ số tương quan giữa các cặp biến. Theo D.N. Gujarati (2008) [23], hệ số tương quan $>0,8$ thì có khả năng dẫn đến hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình ước lượng. Sau đó, hồi quy với dữ liệu bảng được ước lượng bằng 2 mô hình: mô hình tác động cố định (FEM) và tác động ngẫu nhiên (REM). Kiểm định Hausman được sử dụng để lựa chọn mô hình FEM hay REM. Đồng thời, các kiểm định liên quan đến mức độ tin cậy của mô hình hồi quy với dữ liệu bảng cũng được thực hiện một cách thích hợp như: kiểm định đa cộng tuyến thông qua hệ số nhân tử phóng đại phương sai (VIF), phương sai sai số thay đổi thông qua kiểm định Wald và tự tương quan qua kiểm định Wooldridge [24].

4. Kết quả và bàn luận

4.1. Thống kê mô tả các biến

Thống kê mô tả các biến cho toàn bộ mẫu được thể hiện ở bảng 1. Kết quả cho thấy, các biến số đo lường như tỷ lệ đầu tư, tỷ lệ dòng tiền, cơ hội tăng trưởng và tỷ lệ nợ của các DN trong mẫu nghiên cứu tương đối không đồng đều và có xu hướng biến động giữa các năm. Độ lệch chuẩn biến tỷ lệ đầu tư khá lớn cho thấy bên cạnh những DN gia tăng đầu tư vào tài sản cố định và đầu tư tài chính thì cũng có những DN không đầu tư thêm. Nhiều DN có nguồn vốn nội bộ lớn thể hiện qua giá trị biến dòng tiền, nhưng cũng còn một số DN thiếu hụt tài chính nội bộ, buộc DN phải dựa vào vốn bên ngoài như nợ vay, do đó mức tỷ lệ nợ bình quân của các DN xấp xỉ 50%.

Bảng 1. Thống kê mô tả các biến (toàn bộ mẫu).

Biến	Quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
I/K_t	3.035	0,43	3,39	-1,51	131,34
CF/K_t	3.035	0,72	4,28	-74,47	171,50
B/M_t	2.946	1,20	1,00	-0,36	10,33
Lev_t	3.035	0,47	0,20	0,00	1,29

Xét trên các mẫu phụ, nhìn chung các chỉ tiêu có sự khác biệt khá rõ nét giữa nhóm DN ít HCTC và nhiều HCTC (bảng 2). Giá trị trung bình tỷ lệ đầu tư của nhóm ít HCTC thấp hơn nhóm nhiều HCTC trong khi biến tỷ lệ dòng tiền thì ngược lại. Mức chênh lệch khá lớn ở biến CF/K giữa 2 nhóm DN cho thấy phần nào sự hợp lý của thước đo HCTC mà nghiên cứu này áp dụng. Các DN được xem là không bị HCTC luôn có nguồn tài chính nội bộ cao hơn, vốn nội bộ có thể tài trợ đủ cho nhu cầu đầu tư nên phần còn lại DN có thể chi trả cho cổ đông dưới dạng cổ tức, do đó việc DN chi trả cổ tức cao qua các năm, nợ thấp, tiền mặt cao, tài sản thanh khoản cao hơn nhu cầu đầu tư là dấu hiệu cho thấy DN ít hoặc không HCTC.

Bảng 2. Thống kê mô tả các biến (mẫu phụ).

Phân loại theo tỷ lệ chi trả cổ tức															
Biến	LFC					MFC					HFC				
	QS	TB	ĐLC	NN	LN	QS	TB	ĐLC	NN	LN	QS	TB	ĐLC	NN	LN
I/K_t	907	0,19	0,99	-0,1	26,9	1.219	0,32	1,20	-1,5	29,4	901	0,85	5,96	-0,9	131
CF/K_t	907	0,76	6,61	-74	171	1.219	0,69	1,96	-0,8	35,6	901	0,73	3,57	-3,9	67,9
B/M_t	891	1,11	0,78	0,07	5,79	1.169	0,99	0,72	-0,4	5,18	878	1,58	1,38	-0,3	10,3
Lev_t	907	0,46	0,22	0,03	0,97	1.219	0,48	0,19	0,01	1,17	901	0,49	0,22	0,0	1,29

Phân loại theo tỷ lệ chi số KZ															
Biến	LFC					MFC					HFC				
	QS	TB	ĐLC	NN	LN	QS	TB	ĐLC	NN	LN	QS	TB	ĐLC	NN	LN
I/K_t	909	0,53	3,23	-1,5	44,7	1.217	0,27	0,93	-0,9	16,7	910	0,58	5,17	-0,8	131
CF/K_t	909	1,40	7,43	-74	171	1.217	0,40	0,50	-3,9	8,71	910	0,48	2,29	-2,8	33,7
B/M_t	890	1,03	0,82	0,07	6,92	1.169	1,17	0,89	0,06	8,64	888	1,41	1,26	-0,4	10,3
Lev_t	909	0,43	0,22	0,00	0,97	1.217	0,47	0,19	0,01	0,94	910	0,53	0,21	0,02	1,29

LFC: ít HCTC; MFC: HCTC trung bình; HFC: HCTC nhiều; QS: số quan sát; TB: giá trị trung bình; ĐLC: độ lệch chuẩn; NN: giá trị nhỏ nhất; LN: giá trị lớn nhất.

4.2. Kết quả ước lượng và bàn luận

Kết quả ước lượng các mô hình hồi quy được trình bày ở bảng 3. Một số điểm quan trọng cần lưu ý trước khi bàn luận về kết quả là: đầu tiên, kết quả phân tích hệ số tương quan giữa các cặp biến cho thấy khi xét trên toàn bộ mẫu và các mẫu phụ, hệ số tương quan giữa các biến độc lập đều <0,8 nên hạn chế được khả năng đa cộng tuyến trong mô hình. Tuy nhiên, các hệ số tương quan chỉ cho ta những cái nhìn đầu tiên, những dấu hiệu về khả năng đa cộng tuyến, chứ không đủ cơ sở để kết luận mô hình có đa cộng tuyến hay không. Để chắc rằng hiện tượng đa cộng tuyến không quá nghiêm trọng, nghiên cứu tiếp tục kiểm tra qua giá trị hệ số VIF. Với số liệu thống kê VIF rất thấp (từ 1,00 đến 1,03) cho tất cả các hồi quy trên toàn bộ mẫu và các mẫu phụ, có thể kết luận rằng, không có bằng chứng về đa cộng tuyến nghiêm trọng trong mô hình nghiên cứu. Thứ hai, kiểm định Hausman cho thấy FEM phù hợp hơn với đặc điểm mô hình hồi quy (1) trên toàn bộ mẫu và các mẫu phụ. Thứ ba, kiểm định Wald cho các ước lượng hồi quy chẩn đoán phương sai thay đổi theo nhóm có ý nghĩa thống kê cao ở mức 1% cho thấy có tồn tại phương sai thay trong các mô hình, đồng thời kết quả kiểm định Wooldridge cũng cho thấy tồn tại hiện tượng tự tương quan sai số. Do đó, chúng tôi khắc phục hai sai phạm này bằng cách sử dụng sai số chuẩn có điều chỉnh (Robust standard errors) cho tất cả các hồi quy. Phương pháp này sẽ giúp ước lượng cho kết quả tốt hơn và đưa các sai số về giá trị thật của nó.

Bảng 3. Kết quả hồi quy mô hình.

Variable	Tỷ lệ chia cổ tức				Chỉ số KZ		
	Toàn bộ mẫu	LFC	MFC	HFC	LFC	MFC	HFC
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	
CF/K_t	0,349*** (0,015)	0,125*** (0,003)	0,181*** (0,022)	1,144*** (0,048)	0,198*** (0,014)	0,737*** (0,058)	1,766*** (0,057)
B/M_t	-0,409*** (0,087)	-0,077** (0,037)	-0,082 (0,081)	-0,500*** (0,158)	-0,668*** (0,192)	-0,161*** (0,046)	-0,429*** (0,135)
Lev_t	0,5778 (0,629)	-0,139 (0,220)	1,176*** (0,421)	-0,569 (1,445)	-0,589 (1,030)	0,864*** (0,294)	-1,347 (1,255)
Constant	0,423 (0,324)	0,254** (0,108)	-0,272 (0,224)	1,131 (0,787)	1,228** (0,480)	-0,243 (0,155)	1,047 (0,719)
Obs.	2,946	891	1,169	878	890	1,169	888
R ²	17,27	66,36	0,06	42,43	20,96	14,94	55,38
F-statistic	183,45***	523,32***	23,93***	192,34***	70,17***	61,10***	328,12***
VIF	1,00	1,01	1,02	1,03	1,01	1,02	1,02
Wald	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

, *: hệ số có ý nghĩa thống kê lần lượt tại mức ý nghĩa 5 và 1%. Giá trị sai số chuẩn có điều chỉnh trong dấu ngoặc đơn.

Trước tiên, kết quả ước lượng cho toàn bộ mẫu được thể hiện ở bảng 3, cột (1). Biến tỷ lệ dòng tiền - CF/K_t , đại diện cho nguồn tài chính nội bộ có ảnh hưởng cùng chiều đến đầu tư tại mức ý nghĩa thống kê 1%, biến B/M_t có tác động ngược chiều đến đầu tư tại mức ý nghĩa thống kê 1% cho thấy sự thay đổi chi tiêu đầu tư phụ thuộc vào cơ hội đầu

tư của DN. Kết quả đầu tư nhạy cảm với dòng tiền trên các DN niêm yết phản ánh sự không hoàn hảo của thị trường chứng khoán Việt Nam. Mỗi tương quan dương giữa đầu tư và dòng tiền cũng là một tín hiệu mạnh mẽ cho thấy các DN Việt Nam gặp khó khăn trong việc tiếp cận các nguồn vốn bên ngoài và do đó phải sử dụng các nguồn vốn nội bộ để tài trợ cho đầu tư, hay nói cách khác là các DN niêm yết Việt Nam gặp rào cản về HCTC. Tuy nhiên, mức độ HCTC khác nhau có thể ảnh hưởng khác nhau đến mối tương quan giữa đầu tư và tài chính nội bộ.

Tiếp đến, nghiên cứu xem xét chi tiết hơn sự ảnh hưởng của HCTC đến đầu tư qua kết quả ước lượng trên các mẫu phụ. Trên tất cả các mẫu phụ, biến dòng tiền - CF/K_t vẫn luôn thể hiện mối tương quan cùng chiều đến đầu tư tại mức ý nghĩa thống kê 1%, kết quả này xác nhận một lần nữa về sự không hoàn hảo của thị trường vốn. Với các nhóm DN được phân loại mức độ HCTC theo tỷ lệ chi trả cổ tức ở cột (2), (3) và (4), tỷ lệ đầu tư của các DN nhóm nhiều HCTC nhạy cảm hơn đáng kể với các quỹ nội bộ so với các DN nhóm HCTC trung bình, ít HCTC và đầu tư của các DN nhóm HCTC trung bình nhạy cảm với các quỹ nội bộ hơn các DN nhóm ít HCTC. Các hệ số dòng tiền ước tính cho các nhóm nhiều HCTC, HCTC trung bình và ít HCTC lần lượt là 1,144, 0,181 và 0,125. Khi tìm kiếm nguồn tài chính bên ngoài, các DN có tỷ lệ chi trả cổ tức thấp cũng có khả năng phải chịu rủi ro đạo đức và các vấn đề lựa chọn đối nghịch. Trong môi trường thông tin bất cân xứng, trên thực tế, cổ tức được các DN sử dụng để truyền tải thông tin đến các cổ đông và nói chung là ra thế giới bên ngoài. Các DN trả cổ tức cao báo hiệu rằng họ có triển vọng dài hạn tốt, trong khi các DN trả cổ tức thấp thì ngược lại. Một lần nữa, việc có được nguồn tài chính bên ngoài sẽ khó khăn hơn đối với họ. Thực tế bối cảnh các DN Việt Nam cho thấy, với thông tin chi trả cổ tức tăng, giá cổ phiếu của DN cũng tăng theo vì nhà đầu tư kỳ vọng có thể nhận được cổ tức của DN nên tiến hành giao dịch nhằm giành quyền hưởng cổ tức. Ngụ ý cho thấy khả năng huy động vốn qua cổ phiếu của DN cũng trở nên hiệu quả hơn khi DN có tỷ lệ trả cổ tức cao, mức HCTC giảm, thì quyết định đầu tư ít phụ thuộc hơn vào tài chính bên trong. Ngược lại, theo nghiên cứu của N.T.N. Diep (2022) [25], thông báo công bố chi trả cổ tức giảm truyền tải thông tin về lợi nhuận giảm trong tương lai đến nhà đầu tư, dẫn đến có tương quan nghịch biến giữa giá cổ phiếu với thông báo giảm cổ tức. Kết quả này cho thấy giá cổ phiếu của DN trở nên kém hấp dẫn nhà đầu tư, việc huy động vốn cũng trở nên khó khăn hơn.

Cột (5), (6) và (7) thể hiện kết quả ước lượng trên các nhóm DN được phân loại tình trạng tài chính theo chỉ số KZ. Một lần nữa kết quả cho thấy, đầu tư của DN nhóm nhiều HCTC nhạy cảm với nguồn vốn bên trong hơn so với các nhóm còn lại và đầu tư của DN nhóm HCTC trung bình

lại nhạy cảm với quỹ nội bộ hơn các DN nhóm ít HCTC. Mặc dù chúng tôi dùng chỉ số KZ của S.N. Kaplan và cs (1997) [6] làm thước đo HCTC nhưng kết quả nghiên cứu lại ủng hộ theo S.M. Fazzari và cs (1987) [5]. Những DN có chỉ số KZ nhỏ chứng tỏ các DN đó có dòng tiền nội bộ lớn, cổ tức chi trả cao và nắm giữ tiền mặt nhiều, là những DN được xem là ít gặp khó khăn về tài chính hơn, rào cản tiếp cận vốn bên ngoài thấp hơn những DN gặp HCTC, do đó chỉ tiêu đầu tư của họ ít nhạy cảm hơn với nguồn tài chính bên trong.

Tóm lại, những phát hiện trong phần này cho thấy độ nhạy cảm của đầu tư đối với dòng tiền (tài chính nội bộ) của các DN có nhiều HCTC cao hơn so với các DN ít HCTC. Thông tin bất đối xứng đặc trưng cho thị trường tài chính có thể dẫn đến những HCTC đối với các DN. Khái niệm HCTC chỉ ra rằng, DN sẽ bị HCTC nhiều hơn nếu khoảng cách giữa chi phí vốn bên ngoài và bên trong lớn hơn. Điều này có nghĩa là các DN gặp khó khăn trong việc huy động vốn từ bên ngoài. Do đó, quyết định đầu tư của các DN này chủ yếu dựa vào nguồn vốn nội bộ sẵn có.

5. Kết luận

Trong nghiên cứu này, chúng tôi sử dụng dữ liệu bảng của các DN niêm yết Việt Nam hoạt động trong nhiều lĩnh vực công nghiệp khác nhau để kiểm tra xem những HCTC mà các DN này phải đối mặt có tác động khác nhau đến độ nhạy cảm đầu tư của họ đối với dòng tiền (quỹ nội bộ) hay không. Vận dụng mô hình đầu tư theo lý thuyết Tobin's Q, đồng thời đưa thêm biến tài chính nội bộ (dòng tiền) để kiểm tra sự tồn tại của HCTC [5]. Kết quả cho thấy, sự sẵn có của các quỹ nội bộ có tác động tích cực và có ý nghĩa thống kê đến đầu tư của toàn bộ mẫu, điều này cho thấy các DN niêm yết của Việt Nam phải đối mặt với những HCTC.

Nghiên cứu cũng sử dụng tỷ lệ chi trả cổ tức và chỉ số KZ làm thước đo để phân loại các DN theo tình trạng tài chính nhằm kiểm tra sự không đồng nhất về mức độ HCTC mà các DN phải đối mặt ảnh hưởng đến độ nhạy cảm của đầu tư đối với các quỹ nội bộ. Trước hết, kết quả cho thấy mức độ HCTC thay đổi theo tỷ lệ chi trả cổ tức: các DN có tỷ lệ chi trả cổ tức lớn hơn dường như ít bị HCTC hơn nên đầu tư của họ ít nhạy cảm hơn với các quỹ nội bộ so với các DN có tỷ lệ chi trả cổ tức thấp. Tiếp theo, chúng tôi tiếp tục ủng hộ kết luận về việc DN nhiều HCTC thì độ nhạy đầu tư theo tài chính bên trong cao hơn khi phân loại DN theo chỉ số KZ. Đối với các DN niêm yết Việt Nam, cả tỷ lệ chi trả cổ tức và chỉ số KZ đều có thể được coi là phép đo HCTC. Các DN có tỷ lệ chi trả cổ tức thấp hoặc chỉ số KZ cao (nghĩa là các DN có nhiều khả năng gặp khó khăn về tài chính) thể hiện mức độ nhạy cảm đầu tư cao hơn đối với các quỹ tài chính nội bộ.

Bên cạnh những đóng góp nhất định về mặt thực nghiệm cho vấn đề đầu tư trong bối cảnh HCTC của các DN Việt Nam, nghiên cứu còn tồn tại một số hạn chế như: chưa khai thác hết các thước đo HCTC để có sự so sánh một cách toàn diện hơn về mức độ phụ thuộc của đầu tư vào tài chính nội bộ khi DN có mức độ HCTC khác nhau, chưa phản ánh được tác động trực tiếp của HCTC đến đầu tư. Do đó, các hướng nghiên cứu tiếp theo có thể làm rõ hơn các hạn chế này để có thể góp phần bổ sung thêm minh chứng thuyết phục cho chủ đề đầu tư và HCTC của DN.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1] S.A. Ross, R. Westerfield, B.D. Jordan (2008), *Essentials of Corporate Finance*, McGraw-Hill/Irwin, 620pp.
- [2] R.G. Hubbard (1998), “Capital-market imperfections and investment”, *Journal of Economic Literature*, **36(1)**, pp.193-225, DOI: 10.3386/w5996.
- [3] F. Modigliani, M.H. Miller (1958), “The cost of capital, corporation finance and the theory of investment”, *The American Economic Review*, **48(3)**, pp.261-297.
- [4] J.E. Stiglitz, A. Weiss (1981), “Credit rationing in markets with imperfect information”, *The American Economic Review*, **71(3)**, pp.393-410.
- [5] S.M. Fazzari, R.G. Hubbard, B.C. Petersen, et al. (1987), “Financing constraints and corporate investment”, *Brookings Papers on Economic Activity*, **1988(1)**, pp.141-206, DOI: 10.3386/w2387.
- [6] S.N. Kaplan, L. Zingales (1997), “Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints?”, *The Quarterly Journal of Economics*, **112(1)**, pp.169-215, DOI: 10.1162/003355397555163.
- [7] H. Vinh (2022), “Capital mobilization strategy in new circumstances”, *VnEconomy E-Journal*, <https://vneconomy.vn/chien-luoc-huy-dong-von-trong-hoan-can-h-moi.htm>, accessed 14 September 2023 (in Vietnamese).
- [8] L.H.D. Chi (2015), “The relationship between investment, cash flow and financial constraints: A view from empirical studies”, *Journal of Development and Integration*, **24(34)**, pp.31-39 (in Vietnamese).
- [9] D.M. Thuy, N.H. Tung (2017), “Internal financing, investment, and financial constraints: An experimental view”, *Journal of Industry and Trade*, <https://tapchicongthuong.vn/bai-viet/nguon-tai-chinh-noi-bo-dau-tu-va-han-che-tai-chinh-nhin-tu-cac-kiem-nghiem-27011.htm>, accessed 18 June 2023 (in Vietnamese).
- [10] N.T. Liem, N.T.N. Diep, T.L. Nguyen (2018), “Internal financial constraints, external financial constraints and corporate debt maturity structure of Vietnamese listed firms”, *Pacific Business Review International*, **10(9)**, pp.41-53.
- [11] P. Ha, P.D.Q. Tran (2018), “Impact of financial constraints on cash holding decisions of listed companies in Vietnam”, *Ho Chi Minh City Open University Science Journal - Economics and Business Administration*, **13(2)**, pp.205-218, DOI: 10.46223/HCMCOUJS.econ.vi.13.2.519.2018 (in Vietnamese).
- [12] N.N. Trong, C.T. Nguyen (2021), “Firm performance: The moderation impact of debt and dividend policies on overinvestment”, *Journal of Asian Business and Economic Studies*, **28(1)**, pp.47-63, DOI: 10.1108/JABES-12-2019-0128.
- [13] S.C. Myers (1984), “The capital structure puzzle”, *The Journal of Finance*, **39(3)**, pp.574-592, DOI: 10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x.
- [14] S.C. Myers, N.S. Majluf (1984), “Corporate financing decisions when firms have investment information that investors do not”, *Journal of Financial Economics*, **13(2)**, pp.187-221, DOI: 10.1016/0304-405X(84)90023-0.
- [15] N. Moyen (2004), “Investment-cash flow sensitivities: Constrained versus unconstrained firms”, *The Journal of Finance*, **59(5)**, pp.2061-2092, DOI: 10.2139/ssrn.310599.
- [16] V.L. Crisóstomo, F.J.L. Iturriaga, E.V. González (2014), “Financial constraints for investment in Brazil”, *International Journal of Managerial Finance*, **10(1)**, pp.73-92, DOI: 10.1108/IJMF-11-2012-0121.
- [17] N. Altaf, F.A. Shah (2018), “Investment and financial constraints in Indian firms: Does working capital smoothen fixed investment?”, *Decision*, **45**, pp.43-58, DOI: 10.1007/s40622-018-0178-8.
- [18] K. Xu, C. Geng, X. Wei, et al. (2020), “Financing development, financing constraint and R&D investment of strategic emerging industries in China”, *Journal of Business Economics and Management*, **21(4)**, pp.1010-1034, DOI: 10.3846/jbem.2020.12727.
- [19] S. Cleary (1999), “The relationship between firm investment and financial status”, *The Journal of Finance*, **54(2)**, pp.673-692, DOI: 10.1111/0022-1082.00121.
- [20] G. Hovakimian, S. Titman (2003), “Corporate investment with financial constraints: Sensitivity of investment to funds from voluntary asset sales”, *Journal of Money, Credit and Banking*, **38(2)**, pp.357-374, DOI: 10.3386/w9432.
- [21] H. Almeida, M. Campello (2007), “Financial constraints, asset tangibility, and corporate investment”, *The Review of Financial Studies*, **20(5)**, pp.1429-1460, DOI: 10.3386/w12087.
- [22] M. Devereux, F.S. chiantarelli (1990), “Investment, financial factors, and cash flow: Evidence from UK panel data”, *Asymmetric Information, Corporate Finance, And Investment*, University of Chicago Press, pp.279-306.
- [23] D.N. Gujarati, D.C. Porter (2008), *Basic Econometrics*, 5th Edition, McGraw-Hill Education, United States, 944pp.
- [24] B.H. Baltagi (2008), *Econometric Analysis of Panel Data*, 3rd Edition, Springer, 317pp.
- [25] N.T.N. Diep (2022), “The impact of announcing cash dividend payment information on stock prices of Vietnamese companies listed on the Ho Chi Minh City stock exchange”, *Journal of Banking*, <https://tapchinganhang.gov.vn/anh-huong-cua-cong-bo-thong-tin-chi-tra-co-tuc-bang-tien-mat-den-gia-co-phieu-cua-cac-cong-ty-viet-n.htm>, accessed 14 September 2023 (in Vietnamese).