

KIỂM ĐỊNH MỐI QUAN HỆ GIỮA ĐẦU TƯ VÀ DÒNG TIỀN: TRƯỜNG HỢP VIỆT NAM

TỪ THỊ KIM THOA

Trường Đại học Kinh Tế Thành phố Hồ Chí Minh - tkthoa@ueh.edu.vn

NGUYỄN THỊ UYÊN UYÊN

Trường Đại học Kinh Tế Thành phố Hồ Chí Minh - uyentcdn@ueh.edu.vn

(Ngày nhận: 02/09/2017; Ngày nhận lại: 18/09/2017; Ngày duyệt đăng: 25/09/2017)

TÓM TẮT

Bài nghiên cứu này kiểm tra mối quan hệ giữa đầu tư và dòng tiền trong bối cảnh Việt Nam - một nền kinh tế chuyển đổi nhỏ. Sử dụng dữ liệu bảng không cân bằng với 3366 quan sát gồm các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2009 – 2015, thông qua phương pháp hồi quy GLS, chúng tôi đã tìm thấy mối quan hệ có dạng hình chữ U giữa đầu tư và dòng tiền. Mối quan hệ này cũng đúng với các doanh nghiệp Nhà nước kiểm soát lẫn doanh nghiệp Nhà nước không kiểm soát ở Việt Nam. Tuy nhiên, khi phân loại theo tiềm năng tăng trưởng, thì mối quan hệ này không còn đúng với các doanh nghiệp có tiềm năng tăng trưởng cao, nhưng các doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng thấp vẫn tồn tại mối quan hệ hình chữ U. Điều này gợi ý cho thấy đầu tư của các doanh nghiệp có tiềm năng tăng trưởng thấp phụ thuộc chủ yếu vào dòng tiền nội bộ doanh nghiệp tạo ra.

Từ khóa: Đầu tư của doanh nghiệp; dòng tiền; nhà nước kiểm soát; tiềm năng tăng trưởng; Việt Nam.

The relation between investment and cash flow: Evidence from Vietnam's listed companies

ABSTRACT

The paper refers to the relation between investment and cash flow in Vietnam – a small transitional economy. We have conducted an unbalanced panel data of 3,366 observations from listed companies in Vietnam's stock exchanges and we find a U - shaped relation between investment and cash flow by GLS method. The relation is applied to state – controlled enterprises and state-uncontrolled enterprises. However, the relation is not appropriate to companies that have high potential of growth but it exists in companies that have low potential of growth. It is suggested that companies with low potential of growth have the source of investment mainly from their internal cash flows.

Keywords: cash flow; Corporate investment; high potential of growth; state-controlled enterprises; Vietnam.

1. Giới thiệu

Lý thuyết tài chính doanh nghiệp hiện đại cho thấy quyết định đầu tư luôn là một trong những vấn đề cơ bản nhất trong tài chính doanh nghiệp (Ross, Westerfield, & Jordan, 2008) trong đó mối quan hệ giữa đầu tư và dòng tiền (được xem là nguồn vốn nội bộ do doanh nghiệp tạo ra) là một trong những chủ đề quan trọng trong các nghiên cứu liên quan đến vấn đề này. Trong điều kiện thị trường hoàn hảo với điều kiện không có thuế và không có chi phí đại diện, các công ty dễ dàng

có được nguồn vốn từ bên ngoài để tài trợ cho các dự án đầu tư của mình nên hoạt động đầu tư của họ không phụ thuộc quá nhiều vào dòng tiền nội bộ (Modigliani & Miller, 1958). Tuy nhiên, trên thực tế, thị trường là không hoàn hảo. Chính vì thế, các công ty trở nên khó khăn hơn trong việc tìm kiếm các nguồn tài trợ bên ngoài, do vậy hoạt động đầu tư của các công ty sẽ phải phụ thuộc rất nhiều vào dòng tiền nội bộ do công ty tạo ra. Fazzari, Hubbard, Petersen, Blinder, and Poterba (1988) đã tìm ra bằng chứng cho thấy, nếu

nguồn tài trợ bên ngoài không có sẵn hay do chi phí sử dụng vốn của các nguồn tài trợ bên ngoài cao hơn nhiều so với chi phí sử dụng vốn của nguồn tài trợ nội bộ thì các công ty có thể đang bị hạn chế tài chính, chính vì thế hoạt động đầu tư của công ty sẽ phụ thuộc nhiều hơn vào dòng tiền nội bộ, từ đó sẽ làm gia tăng độ nhạy cảm giữa dòng tiền và đầu tư. Cleary, Povel, and Raith (2007) lại đưa ra thêm một quan điểm mới về mối quan hệ giữa dòng tiền và đầu tư. Từ những nghiên cứu thực nghiệm, các tác giả đã kết luận rằng mối quan hệ giữa dòng tiền và đầu tư có dạng hình chữ U. Điều này được giải thích là do khi các công ty có nguồn tài trợ nội bộ nhưng lại không đáp ứng đủ cho nhu cầu đầu tư thì các công ty sẽ phải hướng đến nguồn tài trợ bên ngoài với mức chi phí sử dụng vốn cao hơn. Kết quả này được khẳng định bằng nghiên cứu của Guariglia (2008).

Ở Việt Nam, Tâm (2014) đã tìm thấy mối quan hệ dương giữa dòng tiền và đầu tư ở Việt Nam. Tuy nhiên, quan hệ giữa dòng tiền và đầu tư trong nghiên cứu này được cho là có quan hệ tuyến tính trong khi nhiều nghiên cứu trên thế giới chỉ ra quan hệ này là phi tuyến. Do vậy, chúng tôi thực hiện bài nghiên cứu này với mục tiêu tìm hiểu xem liệu mối quan hệ giữa đầu tư và dòng tiền ở Việt Nam có hình chữ U như các nước khác không, và các mối quan hệ này ở các doanh nghiệp có tiềm năng tăng trưởng khác nhau có khác nhau không. Chi (2016) sơ lược tổng quan nghiên cứu về mối quan hệ giữa đầu tư và dòng tiền trên thế giới và Việt Nam nhưng không kiểm định mối quan hệ này.

Sử dụng một mẫu nghiên cứu gồm các doanh nghiệp niêm yết trên hai sàn chứng khoán HOSE và HNX trong giai đoạn từ 2008 – 2015, nhóm nghiên cứu đã tìm thấy bằng chứng cho thấy mối quan hệ đầu tư và dòng tiền của các doanh nghiệp Việt Nam cũng có dạng hình chữ U giống như phát hiện trong các nghiên cứu trước đó (Cleary et al., 2007; Firth, Malatesta, Xin, & Xu, 2012; Guariglia,

Liu, & Song, 2011; Tsai, Chen, Lin, & Hung, 2014). Mối quan hệ hình chữ U này được tìm thấy không chỉ cho các doanh nghiệp nói chung mà cho cả doanh nghiệp Nhà nước kiểm soát¹ lẫn doanh nghiệp Nhà nước không kiểm soát. Tuy nhiên, mối quan hệ này không giống nhau cho các doanh nghiệp có tiềm năng tăng trưởng khác nhau.

Kết quả nghiên cứu này đã bổ sung thêm bằng chứng thực nghiệm cho tổng quan nghiên cứu liên quan đến mối quan hệ giữa đầu tư và dòng tiền. Đặc biệt hơn, chủ đề này được thực hiện cho một nền kinh tế chuyển đổi và nhỏ, qua đó làm phong phú thêm tổng quan nghiên cứu tài chính.

Phần sau của bài nghiên cứu được kết cấu như sau. Phần 2 trình bày tổng quan nghiên cứu trước và phát triển giả thuyết. Phương pháp nghiên cứu được giới thiệu trong Phần 3 và Phần 4 sẽ thảo luận kết quả nghiên cứu. Phần 5 sẽ kết luận bài nghiên cứu.

2. Tổng quan nghiên cứu về mối quan hệ giữa dòng tiền và đầu tư và phát triển giả thuyết nghiên cứu

Fazzari và cộng sự (1988) đã thực hiện một nghiên cứu tiên phong về sự nhạy cảm giữa dòng tiền và đầu tư trong điều kiện bị hạn chế hoặc không bị hạn chế tài chính, trong các doanh nghiệp bị hạn chế tài chính có mối quan hệ giữa dòng tiền và đầu tư nhạy cảm hơn so với các doanh nghiệp không hạn chế tài chính. Hoshi, Kashyap, and Scharfstein (1991) sử dụng mối quan hệ với ngân hàng làm thước đo hạn chế tài chính, cũng tìm thấy bằng chứng các doanh nghiệp không có quan hệ tốt với ngân hàng, hàm ý bị hạn chế tài chính, sẽ có mối quan hệ nhạy cảm hơn so với các doanh nghiệp Keiretsu – một hình thức tập đoàn của Nhật.

Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu từ Kaplan and Zingales (1997) lại ngược lại. Các tác giả này đã xây dựng chỉ số KZ để đo lường hạn chế tài chính, cũng tìm thấy bằng chứng rằng dòng tiền có quan hệ đồng biến với đầu tư nhưng ở các doanh nghiệp ít bị hạn chế tài

chính, mối quan hệ đầu tư – dòng tiền lại nhạy cảm hơn. Kết quả này ngược với phát hiện của Fazzari và cộng sự (1988).

Năm 2007, Cleary và cộng sự (2007) đã khẳng định một mô hình về độ nhạy cảm giữa dòng tiền và đầu tư, phát hiện thấy mối quan hệ giữa dòng tiền và đầu tư có dạng chữ U, được xây dựng nên từ quan hệ đánh đổi giữa các ảnh hưởng của chi phí và doanh thu. Ảnh hưởng chi phí phát sinh do các mức độ đầu tư cao hơn thường đi kèm với chi phí huy động vốn cao hơn. Trong khi đó, các mức độ đầu tư cao hơn cũng kỳ vọng tạo ra doanh thu cao hơn. Kết quả nghiên cứu của Guariglia (2008) cho thấy mối quan hệ giữa dòng tiền và đầu tư tăng không đổi theo mức độ hạn chế huy động nguồn vốn nội bộ hoặc nguồn vốn từ bên ngoài, nhất quán với kết quả nghiên cứu của Cleary và cộng sự (2007). Firth và cộng sự (2012) tiếp tục tranh luận rằng đường cong hình chữ U có thể thay đổi trong trường hợp các dự án đầu tư bị định hướng bởi chính trị hoặc trong các điều kiện giới hạn ngân sách mềm. Tsai và cộng sự (2014) cũng tìm thấy mối quan hệ hình chữ U cho cả doanh nghiệp Nhà nước kiểm soát lẫn doanh nghiệp Nhà nước không kiểm soát trên mẫu quan sát các doanh nghiệp Trung Quốc. Firth và cộng sự (2012) và Tsai và cộng sự (2014) cũng xác nhận mối quan hệ chữ U giữa dòng tiền và đầu tư trong điều kiện nền kinh tế chuyển đổi Trung Quốc.

Như vậy, hầu hết các nghiên cứu đều chỉ ra đầu tư và dòng tiền có quan hệ hình chữ U, điều này có nghĩa là có sự khác biệt trong mối quan hệ giữa dòng tiền và đầu tư của công ty khi công ty có dòng tiền âm hay dương. Đối với những công ty có dòng tiền dương thì công ty sẽ sẵn sàng tài trợ cho nhiều dự án đầu tư để gia tăng cơ hội tăng trưởng, chính vì thế đầu tư sẽ phụ thuộc nhiều vào dòng tiền nội bộ của công ty hơn. Còn đối với những công ty có dòng tiền âm thì sẽ bị hạn chế trong việc mở rộng đầu tư, do đó nếu công ty vẫn muốn tiếp tục tham gia vào những dự án

mới thì các công ty này sẽ phải tìm đến nguồn tài trợ bên ngoài. Tuy nhiên, các nghiên cứu này hầu hết được thực hiện trong điều kiện các nền kinh tế thị trường lớn, phát triển lâu đời, có thị trường tài chính mạnh, hoặc thực hiện cho Trung Quốc, một nền kinh tế lớn, có lịch sử chuyển đổi và thị trường tài chính mạnh hơn rất nhiều so với nền kinh tế Việt Nam. Liệu mối quan hệ này còn đúng trong điều kiện của một nền kinh tế chuyển đổi, nhỏ, thị trường tài chính chưa phát triển như Việt Nam? Vì những lý do này, trong nghiên cứu này, chúng tôi xây dựng giả thuyết nghiên cứu sau:

H1: Tồn tại mối quan hệ phi tuyến (hình chữ U) giữa dòng tiền và đầu tư tại các công ty niêm yết tại Việt Nam.

Cụ thể:

H1a: Tồn tại mối quan hệ phi tuyến (hình chữ U) giữa dòng tiền và đầu tư tại các công ty niêm yết Nhà nước kiểm soát tại Việt Nam.

H1b: Tồn tại mối quan hệ phi tuyến (hình chữ U) giữa dòng tiền và đầu tư tại các công ty niêm yết Nhà nước không kiểm soát tại Việt Nam.

Tobin (1969) đã chứng minh cho thấy tiềm năng tăng trưởng của doanh nghiệp ảnh hưởng tích cực đến tỷ lệ đầu tư. Firth và cộng sự (2012) và Tsai và cộng sự (2014) cũng chứng minh cho thấy các doanh nghiệp có cơ hội tăng trưởng khác nhau, mức độ phụ thuộc của đầu tư vào dòng tiền cũng khác. Do vậy, chúng tôi cũng kiểm định 2 giả thuyết sau:

H1c: Tồn tại mối quan hệ phi tuyến (hình chữ U) giữa dòng tiền và đầu tư tại các công ty niêm yết tiềm năng tăng trưởng cao.

H1d: Tồn tại mối quan hệ phi tuyến (hình chữ U) giữa dòng tiền và đầu tư tại các công ty niêm yết có tiềm năng tăng trưởng thấp.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu

Mẫu dữ liệu sử dụng trong bài nghiên cứu này là dữ liệu bảng không cân bằng (unbalanced panel), bao gồm các công ty phi tài chính, công ty niêm yết trên hai Sở giao dịch chứng khoán HSX và HNX trong giai

đoạn 2009 – 2015. Công ty không có thông tin, thiếu và mất dữ liệu cũng được loại ra khỏi mẫu. Mẫu được winsorized 1% cho cả hai bên cho các biến. Dữ liệu được lấy từ cơ sở dữ liệu của Thomson Reuters.

3.2. Mô tả biến

3.2.1. Biến phụ thuộc

I_{i,t}: (Đầu tư). Biến I_{i,t} là những khoản đầu tư vào tài sản cố định hữu hình như bất động sản, nhà máy và thiết bị của công ty i trong năm t, đại diện cho đầu tư dài hạn của công ty theo từng năm (Chen, Firth, & Xu, 2009; Fazzari và cộng sự, 1988; Tsai và cộng sự, 2014). Biến đầu tư được tính bằng cách lấy giá trị sổ sách của tài sản, thiết bị, máy móc, nhà xưởng (PPE) thuần vào thời điểm cuối năm trừ cho giá trị sổ sách của tài sản thiết bị, máy móc, nhà xưởng (PPE) thuần vào thời điểm đầu năm và cộng cho khấu hao trong năm t. Biến I_{i,t} được chuẩn hoá theo tổng tài sản cố định đầu kỳ (**K_{i,t-1}**).

$$I_{i,t} = PPE_{i,t} - PPE_{i,t-1} + \text{Khấu hao}_{it}$$

3.2.2. Biến độc lập

CF_{i,t} (Dòng tiền): Chúng tôi sử dụng dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh, lấy từ báo cáo lưu chuyển tiền tệ để đo lường dòng tiền nội bộ của doanh nghiệp (Firth và cộng sự, 2012). Biến này được xem như là đại diện cho nguồn vốn nội bộ sẵn có để đầu tư của công ty. Cũng tương tự như biến đầu tư, biến CF_{i,t} được chuẩn hóa theo **K_{i,t-1}** – tổng tài sản cố định đầu kỳ của công ty.

3.2.3. Biến kiểm soát

SG_{i,t-1} (Cơ hội tăng trưởng): Là tốc độ tăng trưởng doanh số, được đo lường bằng doanh thu kỳ t – doanh thu kỳ (t-1), chia cho doanh thu kỳ (t-1). Tobin (1969) đã chứng minh cho thấy tiềm năng tăng trưởng của doanh nghiệp ảnh hưởng tích cực đến tỷ lệ đầu tư. Cùng với TobinQ, tốc độ tăng trưởng doanh số cũng được sử dụng phổ biến để đo lường cơ hội đầu tư/tăng trưởng của công ty (Firth và cộng sự, 2012) với kỳ vọng công ty kỳ trước có SG cao, thì kỳ này sẽ có tỷ lệ đầu

tư cao.

$$SG_{i,t} = \frac{\text{Doanh thu kỳ } t - \text{Doanh thu kỳ } (t-1)}{\text{Doanh thu kỳ } (t-1)}$$

SIZE_{i,t} (Quy mô doanh nghiệp): Biến này được đo bằng logarit tự nhiên của giá trị sổ sách tổng tài sản của công ty i trong năm t. Hệ số của biến SIZE được kỳ vọng mang dấu dương. Ngoài ra, SIZE cũng là một chỉ tiêu phản ánh mức độ hạn chế tài chính của doanh nghiệp (Denis & Sibilkov, 2009; Devereux & Schiantarelli, 1990).

$$SIZE_{i,t} = \ln(\text{giá trị sổ sách của tổng tài sản})$$

LEV_{i,t} (Đòn bẩy tài chính): LEV_{i,t} được đo bằng tổng số nợ chia cho tổng số tài sản của công ty i trong năm t. Tsai và cộng sự (2014) cho rằng nợ không có ý nghĩa ảnh hưởng đến chi phí đầu tư, tuy nhiên trong nghiên cứu của Aivazian, Ge, and Qiu (2005) lại phát hiện ra mối tương quan dương giữa đòn bẩy tài chính và đầu tư. Trong bài nghiên cứu này, nhóm tác giả cũng kỳ vọng có mối tương quan dương giữa đòn bẩy tài chính và đầu tư bởi vì một mức đòn bẩy tài chính cao hơn có thể cho thấy khả năng tài trợ cho các dự án sẽ được cải thiện.

$$LEV_{i,t} = \frac{\text{Tổng nợ}}{\text{Tổng tài sản}}$$

AGE_{i,t} (Số năm niêm yết): được đo bằng tổng số năm kể từ khi công ty được niêm yết đến năm nghiên cứu. Đây là biến dùng để đo lường tình trạng bất cân xứng thông tin (Myers & Majluf, 1984). Những công ty càng trẻ thì càng chi tiêu nhiều hơn vào các dự án đầu tư để gia tăng giá trị công ty. Do vậy, dấu kỳ vọng của biến AGE mang dấu âm.

$$AGE_{i,t} = \text{năm nghiên cứu} - \text{năm niêm yết}$$

BETA_{i,t} (Rủi ro): BETA phản ánh mối quan hệ giữa sự không chắc chắn vào đầu tư và là độ nhạy cảm của tỷ suất sinh lợi vượt trội kỳ vọng, được tính bằng cách sử dụng tỷ suất sinh lợi chứng khoán và tỷ suất sinh lợi thị trường theo ngày. Theo Firth và cộng sự (2012), BETA được tính toán dựa trên mô hình thị trường:

$$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 R_{m,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Trong đó $R_{i,t}$ là tỷ suất sinh lợi của chứng khoán công ty i trong ngày t . $R_{m,t}$ tỷ suất sinh lợi của thị trường trong ngày t . Ước tính β_1 cho mỗi công ty vào mỗi năm chính là BETA. Nhóm tác giả kỳ vọng đầu tư và BETA có tương quan âm ngụ ý rằng các công ty có rủi ro cao sẽ hạn chế đầu tư để giảm thiệt hại cho công ty.

Ngoài ra V_i là những đặc trưng của ngành có khả năng ảnh hưởng đến đầu tư cố định mà công ty không kiểm soát được, V_t đại diện cho những ảnh hưởng cố định theo năm, $\varepsilon_{i,t}$ là sai số.

3.3. Mô hình nghiên cứu

Để kiểm định mối quan hệ giữa dòng tiền và đầu tư trong điều kiện nền kinh tế Việt Nam, chúng tôi thực hiện theo 2 cách sau:

• **Cách 1:** Đưa thêm biến CFKSQR_{*i,t*} vào mô hình cơ bản do Fazzari et al. (1988) phát triển và được Cleary và cộng sự (2007); Firth và cộng sự (2012) áp dụng, cụ thể như sau:

$$IK_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CFK_{i,t} + \alpha_2 CFKSQR_{i,t} + Controls_{i,t} + e_{i,t} \quad (1)$$

Controls là các biến kiểm soát. Tất cả các biến được định nghĩa như trong mục 3.2 ở trên.

CFKSQR là bình phương của dòng tiền

(CFK). Nếu hệ số của CFKSQR có dấu dương và có ý nghĩa thống kê sẽ hàm ý quan hệ giữa dòng tiền và đầu tư có dạng chữ U. Ngược lại nếu mang dấu âm có ý nghĩa thống kê thì có dạng chữ U ngược.

• **Cách 2:** Thay vì thêm biến CFKSQR, sử dụng 2 biến giả POS và NEG chia tách CFK trong phương trình (1) nói trên thành CFKPOS và CFKNEG, với POS là biến giả mang giá trị bằng 1 nếu CFK>0 và 0 nếu khác; và với NEG là biến giả mang giá trị bằng 1 nếu CFK<0 và 0 nếu khác. Quan hệ giữa dòng tiền và đầu tư có dạng chữ U nếu CFKPOS mang dấu dương và CFKNEG mang dấu âm, có ý nghĩa thống kê, và có dạng chữ U ngược nếu dấu ngược lại (Firth và cộng sự, 2012; Tsai và cộng sự, 2014). Mô hình cụ thể như sau:

$$IK_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CFKPOS_{i,t} + \alpha_2 CFKNEG_{i,t} + Controls_{i,t} + e_{i,t} \quad (2)$$

Mối quan hệ này được kiểm định cho các doanh nghiệp niêm yết nói chung, các doanh nghiệp niêm yết do Nhà nước kiểm soát, và các doanh nghiệp niêm yết không do Nhà nước kiểm soát.

Controls là các biến kiểm soát. Tất cả các biến được định nghĩa như trong mục 3.2 ở trên.

Bảng 1

Bảng kỳ vọng dấu hồi quy

Biến	Kỳ vọng dấu
CFKSQR	+
CFKPOS	+
CFKNEG	-
L.SG	+
LEV	+
SIZE	+
AGE	-
BETA	-

4. Thảo luận kết quả nghiên cứu

4.1. Thống kê mô tả mẫu

Bảng 2 mô tả các thông tin cơ bản về cơ

cấu doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu. Mẫu nghiên cứu là mẫu dữ liệu bảng không cân bằng bao gồm 3.281 quan sát từ các

công ty phi tài chính niêm yết trên hai Sở giao dịch chứng khoán HSX và HNX của Việt Nam trong giai đoạn 2009 – 2015. Mỗi công ty trong mẫu sẽ được phân loại thành công ty Nhà nước kiểm soát (State controlled) hoặc Nhà nước không kiểm soát (State-uncontrolled) cho từng năm ứng với

tỷ lệ sở hữu của Nhà nước trong năm đó. Tiêu chí để phân loại thành doanh nghiệp Nhà nước kiểm soát là những doanh nghiệp có tỷ lệ sở hữu của cổ đông Nhà nước (đại diện bởi SCIC hoặc các chính quyền địa phương) tối thiểu 50% tổng số cổ phần biểu quyết.

Bảng 2

Cơ cấu các công ty trong mẫu

Năm	Số lượng doanh nghiệp Nhà nước kiểm soát	Số lượng doanh nghiệp Nhà nước không kiểm soát	Tổng cộng
2009	111	222	333
2010	131	333	464
2011	141	349	490
2012	151	360	511
2013	160	370	530
2014	146	384	530
2015	117	391	508

Số liệu thống kê từ Bảng 2 cho thấy trong mẫu nghiên cứu của chúng tôi, tỷ trọng số lượng doanh nghiệp niêm yết do Nhà nước

kiểm soát trên tổng số doanh nghiệp trong mẫu tương đối ổn định qua các năm và nằm trong khoảng từ 23% đến 30% tổng mẫu.

4.2. Thống kê mô tả biến

Bảng 3

Thống kê mô tả biến

Biến	Toàn mẫu			Các doanh nghiệp Nhà nước kiểm soát			Các doanh nghiệp Nhà nước không kiểm soát		
	Obs	Mean	Median	Obs	Mean	Median	Obs	Mean	Median
IK	3366	0.412	0.061	957	0.387	0.071	2409	0.422	0.058
CFK	3366	1.611	0.046	957	0.243	0.072	2409	2.154	0.036
NEG	3366	0.329	0.000	957	0.282	0.000	2409	0.348	0.000
SG	3366	0.285	0.095	957	0.115	0.085	2409	0.352	0.099
SIZE	3366	13.145	13.095	957	13.390	13.395	2409	13.048	12.933
LEV	3366	0.468	0.495	957	0.525	0.568	2409	0.446	0.469
AGE	3366	4.288	4.000	957	4.257	4.000	2409	4.301	4.000
BETA	3366	0.687	0.629	957	0.705	0.652	2409	0.680	0.620

Bảng 3 trình bày thống kê mô tả của các biến trong mô hình. Giá trị trung bình và trung vị của tỷ số đầu tư (IK) của toàn mẫu là 41,2% và 6.1%, trong đó, các doanh nghiệp niêm yết Nhà nước kiểm soát có tỷ lệ đầu tư trung bình thấp hơn (38,7%) các doanh nghiệp Nhà nước không kiểm soát (42,2%). Giá trị trung bình và trung vị của nguồn vốn nội bộ (CFK) của toàn mẫu là 161,1% và 4,6%, trong đó có 32,9% quan sát có dòng tiền âm. Các doanh nghiệp niêm yết Nhà nước không kiểm soát (Uncontrolled firms) có cơ hội đầu tư cao hơn hẳn so với các doanh nghiệp niêm yết

Nhà nước kiểm soát qua tỷ lệ tăng trưởng doanh số trung bình tương ứng lần lượt là 35,2% và 11,5%. Tuy nhiên, xét về quy mô thì doanh nghiệp niêm yết Nhà nước kiểm soát trung bình có tổng tài sản lớn cao hơn so với doanh nghiệp niêm yết Nhà nước không kiểm soát. Tỷ lệ nợ trung bình của các doanh nghiệp là 46,8% tổng tài sản, trong đó các doanh nghiệp niêm yết Nhà nước kiểm soát sử dụng nợ nhiều hơn (52,5%) doanh nghiệp niêm yết Nhà nước không kiểm soát (44,6%). Các chỉ số AGE và BETA của hai nhóm doanh nghiệp này không quá chênh lệch.

4.3. Quan hệ tương quan giữa các biến

Bảng 4

Ma trận hệ số tương quan

	IK	CFK	CFKNEG	CFKPOS	LSG	SIZE	LEV	AGE	BETA
IK		0.089***	-0.010	0.103***	0.123***	0.081***	-0.092***	-0.108***	-0.057***
CFK	0.663***		0.836***	0.974***	0.017	-0.077***	-0.141***	-0.061***	-0.089***
CFKNEG	-0.026	0.206***		0.762***	-0.020	0.003	-0.138***	0.063***	-0.063***
CFKPOS	0.683***	0.979***	0.002		0.033	-0.083***	-0.114***	-0.094***	-0.089***
LSG	-0.003	0.004	0.003	0.003		0.077***	0.069***	-0.121***	0.054***
SIZE	-0.049***	-0.02	0.037**	-0.030*	0.0336*		0.309***	0.065***	0.327***
LEV	-0.151***	-0.058***	0.046***	-0.069***	-0.003	0.293***		-0.173***	0.186***
AGE	0.022	-0.014	-0.034**	-0.007	-0.029*	0.066***	-0.179***		-0.103***
BETA	-0.092***	-0.010	0.046***	-0.020	0.033*	0.321***	0.195***	-0.010***	

Ghi chú: *, **, *** tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.

Bảng 4 trình bày hệ số tương quan giữa các biến. Tam giác phía trên bên phải báo cáo các hệ số tương quan Spearman và tam giác bên trái ở dưới bên báo cáo các hệ số tương quan Pearson. Đầu tư (IK) có tương quan dương với dòng tiền dương (CFKPOS) ở mức ý nghĩa 1% ở cả tương quan Pearson lẫn Spearman và tương quan âm với dòng tiền âm (CFKNEG). Điều này gợi ý rằng quan hệ giữa dòng tiền và đầu tư có dạng chữ U. Bên cạnh đó, đầu tư cũng có tương quan âm với LEV, AGE và BETA. Hầu hết các quan hệ tương quan này đều có ý nghĩa thống kê cao.

4.4. Phân tích kết quả hồi quy

4.4.1. Mối quan hệ giữa đầu tư và dòng tiền của doanh nghiệp

Mối quan hệ giữa đầu tư và dòng tiền của doanh nghiệp được chúng tôi kiểm định theo 2 cách khác nhau. Mỗi cách được hồi quy độc lập cho toàn mẫu, nhóm các doanh nghiệp Nhà nước kiểm soát và các doanh nghiệp Nhà nước không kiểm soát. Sau khi thực hiện các kiểm định cần thiết như đa cộng tuyến, phương sai thay đổi, Hausman... chúng tôi chọn phương pháp hồi quy Generalized Least Square (GLS) trên dữ liệu bảng, có cố định

theo năm và theo ngành để xử lý vấn đề phương sai thay đổi cũng như giải quyết sự khác biệt trong đặc tính các công ty theo ngành và theo năm. Bảng 5 trình bày các kết quả hồi quy này.

Phần A của Bảng 5 thể hiện kết quả kiểm định theo Cách 1: thêm CFKSQR vào phương trình hồi quy Mô hình (1). Cột (1), (3) và (5) trình bày kết quả hồi quy của mô hình tuyến tính cơ bản trong khi cột (2), (4) và (6) trình bày kết quả của mô hình mở rộng (thêm biến CFKSQR) về mối quan hệ giữa dòng tiền và đầu tư cho toàn mẫu, các công ty Nhà nước kiểm soát và các công ty Nhà nước không kiểm soát.

Toàn bộ hệ số hồi quy của biến CFKSQR của toàn mẫu, các doanh nghiệp Nhà nước kiểm soát, lẫn các doanh nghiệp Nhà nước không kiểm soát đều dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%, cho thấy tồn tại mối quan hệ chữ U giữa dòng tiền (CFK) và đầu tư (IK). Với giá trị trung bình tính cho toàn mẫu của IK và CFK là 41,2% và 161,1%, và hệ số hồi quy của CFK là 0.021, cho thấy khi dòng tiền tăng 10%, đầu tư sẽ tăng 0.82%². Con số này khá bé so với con số báo cáo của Guariglia (2008) cho nghiên cứu của mình về các doanh nghiệp Anh là 1,21%, cũng như 1,3% theo kết quả nghiên cứu của Firth và cộng sự (2012) cho các doanh nghiệp Trung Quốc.

Bảng 5

Mối quan hệ giữa dòng tiền và đầu tư

Phần A: Kiểm định quan hệ giữa đầu tư và dòng tiền theo CFKSQR_Mô hình (1)						
	Toàn mẫu		Các doanh nghiệp Nhà nước kiểm soát		Các doanh nghiệp Nhà nước không kiểm soát	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
CFK	0.021*** (14.8)	0.002*** (2.69)	-0.009 (-1.59)	-0.005 (-0.64)	0.0224*** (17.38)	0.002*** (2.87)
CFKSQR		0.00001*** (34.72)		0.002*** (7.43)		0.00001*** (34.06)
L.SG	-0.002 (-0.31)	-0.008 (-1.50)	0.120*** (4.21)	0.126*** (4.61)	-0.003 (-0.40)	-0.009 (-1.62)
LEV	0.034 (1.13)	-0.007 (-0.22)	- 0.017 (-0.33)	-0.009 (-0.18)	0.048 (1.45)	-0.020 (-0.59)
SIZE	-0.013*** (-2.62)	-0.014*** (-2.79)	-0.011 (-1.27)	-0.008 (-0.94)	-0.016*** (-2.80)	-0.0168*** (-3.39)
AGE	0.003 (1.05)	0.003 (1.01)	0.0009 (0.21)	-0.0002 (-0.06)	0.002 (0.62)	-0.001 (-0.32)
BETA	-0.043*** (-3.33)	-0.057*** (-4.24)	-0.010 (-0.44)	0.001 (0.06)	-0.040*** (-2.79)	-0.049*** (-3.46)
_cons	0.426*** (5.9)	0.476*** (6.85)	0.427*** (4.11)	0.355*** (3.76)	0.458*** (5.22)	0.541*** (6.98)
R-sq	0.547	0.603	0.045	0.732	0.545	0.601
Cố định	Năm và Ngành	Năm và Ngành	Năm và Ngành	Năm và Ngành	Năm và Ngành	Năm và Ngành
No. of Obs.	2734	2734	773	773	1961	1961

Phần B: Kiểm định hồi quy với CFK được tách thành CFKPOS và CFKNEG - Mô hình (2)

		Toàn mẫu	Các doanh nghiệp Nhà nước kiểm soát	Các doanh nghiệp Nhà nước không kiểm soát
		(1)	(2)	(3)
CFKPOS	b1	0.026*** (16.95)	0.067*** (15.00)	0.026*** (20.56)
CFKNEG	b2	-0.002 (-1.42)	-0.105*** (-6.18)	0.0005 (0.64)
L.SG		-0.002 (-0.39)	0.145*** (5.74)	-0.005 (-0.91)
SIZE		-0.014*** (-2.81)	-0.005 (-0.63)	-0.019*** (-3.52)
LEV		0.018 (0.62)	-0.012 (-0.27)	0.021 (0.66)
AGE		0.005* (1.81)	0.003 (0.89)	-0.002 (-0.67)
BETA		-0.046*** (-3.48)	-0.0004 (-0.02)	-0.012 (-0.95)
_cons		0.439*** (6.41)	0.281*** (3.17)	0.494*** (5.97)
joint test (p-value) b1=b2		0.000	0.000	0.000
R-sq		0.564	0.498	0.562
Fixed Effect	Năm và Ngành		Năm và Ngành	Năm và Ngành
No. of Obs.		2734	773	1961

Ghi chú: *, **, *** đại diện cho các mức ý nghĩa tương ứng 10%, 5% và 1%. Số trong ngoặc là giá trị thống kê z.

Phần B của Bảng 5 thể hiện kết quả hồi quy theo cách thứ hai: chia tách CFK thành CFKPOS và CFKNEG. Hệ số hồi quy dương có ý nghĩa thống kê ở mức 1% của CFKPOS của toàn mẫu, nhóm các doanh nghiệp Nhà nước kiểm soát và các doanh nghiệp Nhà nước không kiểm soát (lần lượt 0.026, 0.067 và 0.026) và âm của CFKNEG (trừ nhóm các doanh nghiệp Nhà nước không kiểm soát

nhưng không có ý nghĩa thống kê) một lần nữa khẳng định mối quan hệ chữ U giữa dòng tiền và đầu tư. Như vậy, đầu tư của doanh nghiệp tăng khi dòng tiền nội bộ dương tăng nhưng khi doanh nghiệp gặp phải dòng tiền âm tăng lên, các doanh nghiệp sẽ thận trọng hơn trong việc thực hiện các quyết định đầu tư của mình. Kết quả này nhất quán với kết quả của Cleary và cộng sự (2007); Firth và cộng

sự (2012); Tsai và cộng sự (2014).

Đối với doanh nghiệp Nhà nước kiểm soát, với mỗi 10% gia tăng của dòng tiền dẫn tới đầu tư tăng 0,42%³ khi dòng tiền dương và giảm 0,66%⁴ khi dòng tiền âm, trong khi đó các con số tương ứng doanh nghiệp Nhà nước không kiểm soát là 1,32% và 0,026%. Kết quả này cho thấy độ nhạy cảm của đầu tư với dòng tiền của doanh nghiệp Nhà nước không kiểm soát cao hơn doanh nghiệp Nhà nước kiểm soát khi dòng tiền dương. Kết luận này phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi cũng như kết quả của các nghiên cứu trước kia (Chow & Fung, 1998; Cleary và cộng sự, 2007; Firth và cộng sự, 2012; Héricourt & Poncet, 2009; Hubbard, 1997; Poncet, Steingress, & Vandenbussche, 2010).

Đối với các doanh nghiệp Nhà nước kiểm soát, IK lại có tương quan dương (0.145) có ý nghĩa thống kê ở mức 1% với SG kỳ trước, hàm ý rằng tốc độ tăng trưởng doanh số kỳ trước tăng sẽ làm gia tăng đầu tư kỳ này. Ngoài ra, trong nhóm này, IK có quan hệ nghịch biến với SIZE, LEV và BETA trong khi đồng biến với AGE, nhưng tất cả đều không có ý nghĩa thống kê.

Đối với các doanh nghiệp Nhà nước không kiểm soát, IK cũng có tương quan

nghịch biến với SG kỳ trước (-0.005) nhưng không có ý nghĩa thống kê. Đồng thời ở nhóm doanh nghiệp này, IK thay đổi cùng chiều so với LEV (0.021) nhưng không có ý nghĩa thống kê và nghịch biến so với SIZE, AGE, BETA và chỉ có ý nghĩa thống kê với biến SIZE ở mức 1%.

Như vậy, bằng hai cách đo lường nói trên, chúng tôi có thể kết luận quan hệ giữa dòng tiền và đầu tư của các doanh nghiệp niêm yết Việt Nam là quan hệ phi tuyến (có dạng chữ U). Độ nhạy cảm của đầu tư với dòng tiền của doanh nghiệp Nhà nước không kiểm soát cao hơn doanh nghiệp Nhà nước không kiểm soát.

4.4.2. *Mối quan hệ giữa đầu tư và dòng tiền của doanh nghiệp có các cơ hội tăng trưởng khác nhau*

Các doanh nghiệp có cơ hội tăng trưởng khác nhau, nhu cầu nguồn vốn sẽ khác nhau và sự phụ thuộc của đầu tư vào dòng tiền dĩ nhiên cũng sẽ khác. Chúng tôi sử dụng tốc độ tăng trưởng doanh số (SG) làm chỉ tiêu xác định tiềm năng tăng trưởng của doanh nghiệp. Doanh nghiệp được xác định là có tiềm năng tăng trưởng cao nếu có tốc độ tăng trưởng doanh số trong năm t cao hơn trung vị của tốc độ tăng trưởng doanh số của mẫu và ngược lại. Bảng 6 trình bày kết quả hồi quy này:

Bảng 6

Ảnh hưởng của kiểm soát Nhà nước lên mối quan hệ giữa dòng tiền và đầu tư với các tiềm năng tăng trưởng khác nhau

Biến		Tiềm năng tăng trưởng cao	Tiềm năng tăng trưởng thấp
		(1)	(2)
CFKPOS	b1	0.0305*** (30.29)	0.0193*** (114.19)
CFKNEG	b2	0.0017*** (3.75)	-0.0096* (-1.85)
L.SG		0.0318*** (3.19)	-0.0021 (-0.88)
SIZE		-0.0342***	-0.0254***

Biến	Tiềm năng tăng trưởng cao	Tiềm năng tăng trưởng thấp
	(1)	(2)
	(-8.42)	(-7.55)
LEV	0.126***	0.0400***
	(5.17)	(2.78)
AGE	0.0040	0.0076***
	(1.62)	(4.01)
BETA	-0.0406***	-0.0122
	(-3.39)	(-1.43)
_cons	0.712***	0.489***
	(12.17)	(9.66)
Joint test (p-value)		
b1=b2	0.0000	0.0000
R-sq	0.5619	0.5570
Fixed Effect	Năm và Ngành	Năm và Ngành
No. of Obs.	1350	1384

Ghi chú *, **, *** đại diện cho các mức ý nghĩa tương ứng 10%, 5% và 1%. Số trong ngoặc là giá trị thống kê z.

Kết quả trong Bảng 6 cho thấy ở doanh nghiệp có tiềm năng tăng trưởng cao, đầu tư gia tăng bất kể gặp dòng tiền dương hay âm, như thể hiện qua hệ số hồi quy dương có ý nghĩa thống kê ở mức 1% của CFKPOS và CFKNEG (0.0305 và 0.0017 tương ứng), hay nói cách khác, mối quan hệ giữa đầu tư và dòng tiền không còn mang dạng chữ U như các doanh nghiệp nói chung. Ngay cả khi có dòng tiền âm, họ vẫn gia tăng đầu tư, một dấu hiệu cho thấy khả năng tiếp cận nguồn vốn từ bên ngoài của những doanh nghiệp này là khá tốt. Trong khi đó, ở các doanh nghiệp có tiềm năng tăng trưởng thấp, mối quan hệ chữ U vẫn được duy trì, thể hiện qua sự đổi dấu từ dương của CFKPOS (0,0193) sang âm của CFKNEG (-0.0096), hàm ý rằng mức độ phụ thuộc cao của đầu tư vào dòng tiền nội bộ của

doanh nghiệp, khi gặp dòng tiền nội bộ âm, các doanh nghiệp phải giảm đầu tư.

4.5. Kiểm tra tính vững

4.5.1. Hồi quy theo phương pháp GMM

Trong phương trình đầu tư tài chính, dòng tiền, đầu tư và các nhân tố khác được ghi nhận có khả năng bị nội sinh cao. Để xử lý khả năng bị nội sinh, chúng tôi sử dụng phương pháp hồi quy Difference GMM do Arellano and Bond (1991) phát triển và đã được nhiều nhà nghiên cứu sử dụng cho các chủ đề liên quan đến đầu tư và dòng tiền như (Firth và cộng sự, 2012; Guariglia, 2008; Guariglia và cộng sự, 2011). Chúng tôi tìm thấy kết quả về cơ bản là nhất quán với kết quả hồi quy theo phương pháp GLS. Bảng 7 trình bày kết quả hồi quy theo phương pháp Different GMM của chúng tôi.

Bảng 7

Mối quan hệ giữa dòng tiền và đầu tư với các tiềm năng tăng trưởng khác nhau bằng phương pháp hồi quy GMM

Biến		Tiềm năng tăng trưởng cao	Tiềm năng tăng trưởng thấp
		(1)	(2)
I.IK		0.0800** -1.96	0.1240*** -2.89
CFKPOS	b1	0.0281*** -15.61	0.0174*** -11.1
CFKNEG	b2	0.0037 -0.27	-0.0011 (-0.35)
L.SG		-0.0102 (-1.25)	-0.0042 (-0.79)
SIZE		1.8040*** -3.63	0.6610*** -4.11
LEV		-1.538*** (-3.69)	-2.628*** (-8.75)
AGE		-0.262*** (-4.31)	-0.0869*** (-4.32)
BETA		0.0536 -0.4	-0.103 (-1.42)
_cons		-22.11*** (-3.36)	-6.746*** (-3.27)
Joint test (p-value)			
b1=b2		0.0803	0.000
No. of Obs.		527	1637

Ghi chú: *, **, *** tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%. Số trong ngoặc là giá trị thống kê z.

4.5.2. Phân loại doanh nghiệp tiềm năng tăng trưởng cao và thấp theo tứ phân vị

Thay vì sử dụng trung vị của SG để xác định 1 doanh nghiệp có tiềm năng tăng trưởng cao hay thấp, chúng tôi tiến hành phân loại chia tứ phân vị theo tốc độ tăng trưởng doanh số SG. Doanh nghiệp được xem là có tốc độ

tăng trưởng cao (High SG) nếu SG trong năm thuộc nhóm 25% SG cao nhất và có tốc độ tăng trưởng thấp (Low SG) nếu SG trong năm nằm trong nhóm 25% SG thấp nhất. Kết quả hồi quy cũng không có sự khác biệt so với cách phân loại theo trung vị của SG. Bảng 8 trình bày kết quả hồi quy theo phân loại này.

Bảng 8

Mối quan hệ giữa dòng tiền và đầu tư với các tiềm năng tăng trưởng theo tứ phân vị

Biến		Tiềm năng tăng trưởng cao	Tiềm năng tăng trưởng thấp
		(1)	(4)
CFKPOS	b1	0.0285*** (28.41)	-0.0148 (-1.18)
CFKNEG	b2	-0.0022 (-0.46)	-0.0217*** (-2.63)
L.SG		0.0258*** (2.75)	0.0010 (0.55)
SIZE		-0.0034 (-0.85)	-0.0523*** (-14.40)
LEV		0.1050*** (5.5)	-0.0133 (-1.00)
AGE		-0.0102*** (-4.88)	-0.0200*** (-13.97)
BETA		-0.0186* (-1.81)	-0.0763*** (-9.48)
_cons		0.4080*** (6.79)	1.0130*** (19.26)
Joint test (p-value)			
b1=b2		0.0000	0.6764
R-sq		0.5610	0.2285
Fixed Effect		Năm và Ngành	Năm và Ngành
No. of Obs.		665	693

Ghi chú: *, **, *** tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%. Số trong ngoặc là giá trị thống kê z.

5. Kết luận

Nhằm tìm hiểu liệu mối quan hệ giữa đầu tư và dòng tiền của doanh nghiệp ở một nền kinh tế nhỏ, chuyển đổi như Việt Nam, sử dụng dữ liệu bảng không cân bằng từ các doanh nghiệp niêm yết trên hai Sở giao dịch chứng khoán HNX và HSX từ năm 2008 đến năm 2015, nghiên cứu của nhóm đã tìm thấy bằng chứng cho thấy mối quan hệ phi tuyến

(hình chữ U) giữa dòng tiền và đầu tư của các doanh nghiệp niêm yết Việt Nam. Đầu tư tăng khi dòng tiền nội bộ dương tăng và giảm khi dòng tiền nội bộ âm tăng. Kết quả này nhất quán với kết quả được nghiên cứu ở những nước phát triển như các công trình của Cleary và cộng sự (2007); Firth và cộng sự (2012); Guariglia (2008); Tsai và cộng sự (2014).

Kết quả nghiên cứu của chúng tôi cũng

cho thấy các doanh nghiệp Nhà nước kiểm soát, đường cong đầu tư – dòng tiền có độ dốc cao hơn so với các doanh nghiệp Nhà nước không kiểm soát, đặc biệt khi dòng tiền âm. Ngoài ra, ở các doanh nghiệp có tiềm năng tăng trưởng cao, quan hệ giữa đầu tư và dòng tiền không có dạng chữ U, mà doanh nghiệp gia tăng đầu tư ngay cả khi có dòng tiền âm, cho thấy khả năng huy động vốn từ bên ngoài tốt của những doanh nghiệp này.

Bài nghiên cứu của nhóm tác giả đã cung cấp thêm 1 bằng chứng thực nghiệm về mối quan hệ giữa đầu tư và dòng tiền, đặc biệt

trong bối cảnh Việt Nam, 1 nền kinh tế chuyển đổi, nhỏ. Tuy nhiên, phạm vi nghiên cứu của đề tài chỉ gói gọn trong quy mô của các doanh nghiệp niêm yết ở Việt Nam, trong thời gian tương đối ngắn. Ngoài ra, bài báo cũng mới chỉ nghiên cứu cho các doanh nghiệp nói chung mà chưa có đánh giá cho từng ngành cụ thể. Do đó, nhóm tác giả hy vọng trong tương lai, các bài nghiên cứu sau sẽ thu thập nhiều dữ liệu với những thông tin thị trường rõ ràng hơn, nghiên cứu cho các ngành riêng lẻ để bổ sung, hoàn thiện các thiếu sót của bài nghiên cứu này■

Chú thích:

¹ Do đặc thù của nền kinh tế và thị trường chứng khoán Việt Nam, hiện nay phần lớn các doanh nghiệp cổ phần có xuất thân từ doanh nghiệp Nhà nước được cổ phần hoá, và nhiều trong số đó hiện Nhà nước vẫn là cổ đông chiếm một tỷ lệ sở hữu nhất định (từ 0% đến 80-90%). Do vậy, chúng tôi định nghĩa doanh nghiệp niêm yết Nhà nước kiểm soát là những doanh nghiệp niêm yết trên hai sở giao dịch chứng khoán HSX và HNX có tỷ lệ sở hữu của Nhà nước (cả Nhà nước trung ương lẫn chính quyền địa phương) từ 50% trở lên. Với tỷ lệ sở hữu này, cổ đông Nhà nước xem như có quyền chi phối mọi hoạt động của doanh nghiệp và cũng thường được xem là có nhiều ưu thế và thường có sự hỗ trợ của Nhà nước, cũng như các ngân hàng quốc doanh khác.

² Theo Guariglia (2008, p.1802), con số 0.31% được tính bằng $1,611 \times 10\% \times 0.021 / 0.412$

³ Theo Guariglia (2008), con số này được tính bằng $0.243 \times 10\% \times 0.067 / 0.387$

⁴ Theo Guariglia (2008), con số này được tính bằng $0.243 \times 10\% \times (-0.105) / 0.387$

Tài liệu tham khảo

- Aivazian, V. A., Ge, Y., & Qiu, J. (2005). The impact of leverage on firm investment: Canadian evidence. *Journal of Corporate Finance*, 11(1), 277-291.
- Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *The review of economic studies*, 58(2), 277-297.
- Chen, G., Firth, M., & Xu, L. (2009). Does the type of ownership control matter? Evidence from China's listed companies. *Journal of Banking & Finance*, 33(1), 171-181.
- Chi, L. H. D. (2016). Ảnh hưởng của dòng tiền đến đầu tư: Nghiên cứu trong trường hợp hạn chế tài chính. *Tạp chí Công nghệ Ngân hàng* (118+ 119), 27.
- Chow, C. K. W., & Fung, M. K. Y. (1998). Ownership structure, lending bias, and liquidity constraints: evidence from Shanghai's manufacturing sector. *Journal of comparative economics*, 26(2), 301-316.
- Cleary, S., Povel, P., & Raith, M. (2007). The U-shaped investment curve: Theory and evidence. *Journal of financial and quantitative analysis*, 42(01), 1-39.
- Denis, D. J., & Sibilkov, V. (2009). Financial constraints, investment, and the value of cash holdings. *Review of financial studies*, hhp031.
- Devereux, M., & Schiantarelli, F. (1990). Investment, financial factors, and cash flow: Evidence from UK panel data *Asymmetric information, corporate finance, and investment* (pp. 279-306): University of Chicago Press.

- Fazzari, S. M., Hubbard, R. G., Petersen, B. C., Blinder, A. S., & Poterba, J. M. (1988). Financing constraints and corporate investment. *Brookings papers on economic activity*, 1988(1), 141-206.
- Firth, M., Malatesta, P. H., Xin, Q., & Xu, L. (2012). Corporate investment, government control, and financing channels: Evidence from China's Listed Companies. *Journal of Corporate Finance*, 18(3), 433-450.
- Guariglia, A. (2008). Internal financial constraints, external financial constraints, and investment choice: Evidence from a panel of UK firms. *Journal of Banking & Finance*, 32(9), 1795-1809.
- Guariglia, A., Liu, X., & Song, L. (2011). Internal finance and growth: microeconomic evidence on Chinese firms. *Journal of Development Economics*, 96(1), 79-94.
- Héricourt, J., & Poncet, S. (2009). FDI and credit constraints: Firm-level evidence from China. *Economic systems*, 33(1), 1-21.
- Hoshi, T., Kashyap, A., & Scharfstein, D. (1991). Corporate structure, liquidity, and investment: Evidence from Japanese industrial groups. *The Quarterly Journal of Economics*, 106(1), 33-60.
- Hubbard, R. G. (1997). Capital-market imperfections and investment: National Bureau of Economic Research.
- Kaplan, S. N., & Zingales, L. (1997). Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints? *The Quarterly Journal of Economics*, 112(1), 169-215.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 261-297.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2), 187-221.
- Poncet, S., Steingress, W., & Vandenbussche, H. (2010). Financial constraints in China: firm-level evidence. *China Economic Review*, 21(3), 411-422.
- Ross, S. A., Westerfield, R., & Jordan, B. D. (2008). *Fundamentals of corporate finance*: Tata McGraw-Hill Education.
- Tâm, D. N. T. (2014). Độ nhạy cảm giữa dòng tiền và đầu tư. *Tạp chí Công nghệ Ngân hàng*, (92), 14.
- Tobin, J. (1969). A general equilibrium approach to monetary theory. *Journal of money, credit and banking*, 1(1), 15-29.
- Tsai, Y.-J., Chen, Y.-P., Lin, C.-L., & Hung, J.-H. (2014). The effect of banking system reform on investment–cash flow sensitivity: Evidence from China. *Journal of Banking & Finance*, 46, 166-176.