

HẠN CHẾ TÀI CHÍNH, PHƯƠNG THỨC TÀI TRỢ VÀ HÀNH VI ĐẦU TƯ TẠI CÁC QUỐC GIA THUỘC KHU VỰC THỊ TRƯỜNG CẬN BIÊN CHÂU Á: TÌNH HUỐNG NGHIÊN CỨU ĐIỂN HÌNH TẠI VIỆT NAM

● HỒ THU HOÀI - NGUYỄN THỊ UYÊN UYÊN - TỬ THỊ KIM THOA

TÓM TẮT:

Nghiên cứu được thực hiện trên cơ sở khai thác dữ liệu của 1.072 công ty niêm yết phi tài chính, phi công ích tại 5 thị trường cận biên châu Á (trong đó có 485 công ty thuộc Việt Nam) theo phân loại của chỉ số Dow Jones trong giai đoạn 2007 - 2015, bằng cách áp dụng mô hình hồi quy chuyển tiếp trơn dạng bảng (PSTR). Bài nghiên cứu cho thấy tình trạng hạn chế tài chính tồn tại đối với các doanh nghiệp (DN) tại Việt Nam. Tuy nhiên, một DN tại Việt Nam nếu phải gánh chịu tình trạng hạn chế tài chính thì mức độ của tình trạng này sẽ ít nghiêm trọng hơn so với mặt bằng chung của các DN hoạt động tại khu vực cận biên châu Á. Bên cạnh đó, tương tự với các DN tại những thị trường cận biên, nguồn tài trợ cho quyết định đầu tư của các DN Việt Nam cũng bao gồm 2 thành phần, đó là dòng tiền nội bộ và vay nợ dài hạn. Việc sở hữu nhiều hơn các cơ hội đầu tư hấp dẫn làm gia tăng vị thế của các DN Việt Nam trên thị trường vốn, giúp DN tiếp cận thuận lợi hơn và do đó sử dụng một tỷ trọng lớn hơn trong vay nợ dài hạn để tài trợ cho các quyết định đầu tư.

Từ khóa: đầu tư, hạn chế tài chính, phương thức tài trợ, hành vi đầu tư, PSTR, khu vực thị trường cận biên châu Á.

1. Đặt vấn đề

Đầu tư là một trong những quyết định quan trọng nhất trong số các quyết định tài chính của công ty, quyết định này bị ảnh hưởng nhiều bởi khả năng sẵn có của nguồn vốn, dòng tiền được tạo ra trong nội bộ, nợ hoặc vốn cổ phần mới phát hành từ bên ngoài. Để tối đa hóa giá trị cho các cổ đông, về mặt lý thuyết, các nhà quản lý cố gắng chọn nguồn vốn sẵn có rẻ nhất. Lý thuyết trật tự

phân hạng cho rằng với tình trạng bất cân xứng thông tin, chi phí sử dụng vốn tăng lên khi sử dụng nguồn tài trợ bên ngoài, có nghĩa là một công ty nên ưu tiên tự tài trợ cho mình bằng lợi nhuận giữ lại trước, sau đó là nợ và cuối cùng là phát hành vốn cổ phần mới. Do đó, quyết định đầu tư của các công ty không chỉ phụ thuộc vào khả năng sinh lợi của các cơ hội đầu tư mà còn phụ thuộc vào sự sẵn có của nguồn tài trợ nội bộ (Fazzari,

1988). Khi đối mặt với sự thiếu hụt dòng tiền nội bộ, theo lý thuyết trật tự phân hạng, các DN sẽ hướng đến nguồn tài trợ bên ngoài thông qua vay nợ hoặc phát hành vốn cổ phần. Tuy nhiên, tình trạng bất hoàn hảo thông tin trên thị trường vốn cổ phần và thị trường tín dụng đã dẫn đến sự khác biệt trong chi phí sử dụng vốn của nguồn tài trợ nội bộ và chi phí sử dụng vốn của các nguồn tài trợ bên ngoài (Kaplan & Zingales, 1997). Nếu như khả năng huy động nguồn tài trợ bên ngoài của các công ty bị hạn chế, việc thực hiện các cơ hội đầu tư chủ yếu sẽ phải dựa vào nguồn tài trợ nội bộ. Do đó, với sự hiện diện của tình trạng hạn chế tài chính bên ngoài, một sự gia tăng bất thường trong dòng tiền, dù không phản ánh bất kỳ thông tin mới nào về khả năng sinh lợi và các cơ hội đầu tư của DN, cũng sẽ dẫn đến việc gia tăng chi tiêu đầu tư (Bond và Meghir, 1994). Chính vì vậy, độ nhạy cảm dòng tiền và đầu tư thường được sử dụng để đo lường hạn chế tài chính của các công ty. Ngoài ra, thực tế cho thấy, phần lớn các quốc gia trong khu vực kinh tế châu Á, đặc biệt là nhóm các quốc gia thuộc khu vực thị trường cận biên, trong đó có Việt Nam đang phải đối diện với trạng thái đóng, cũng như tình trạng bất hoàn hảo trên thị trường vốn. Chính quyền của các quốc gia khu vực này chi phối mạnh tay vào khu vực tài chính nội địa bằng cách thắt chặt việc phân bổ tín dụng thông qua kiểm soát giá và lượng vốn, để từ đó có thể gây khó khăn cho các DN trong việc tiếp cận và huy động các nguồn tài trợ từ các thị trường vốn (Anayotos, 1994; Yoshino & Taghizadeh-Hesary, 2018). Nói cách khác, các DN của các quốc gia thuộc khu vực này có thể đang phải đối mặt với tình trạng hạn chế tài chính bên ngoài, từ đó khó khăn cho việc thực hiện quyết định đầu tư của các DN.

2. Tổng quan các nghiên cứu thực nghiệm có liên quan

Hạn chế tài chính là một trong những chủ đề đã nhận được nhiều sự quan tâm từ các nhà nghiên cứu. Tuy nhiên, cho đến nay, dù dựa trên những nền tảng tương đồng, vẫn chưa có sự đồng thuận trong việc đưa ra một định nghĩa rõ ràng về hạn chế tài chính, vì hạn chế tài chính không thể trực tiếp quan sát được. Hạn chế tài chính đôi khi được phân loại thành hạn chế tài chính bên trong và hạn chế

tài chính bên ngoài. Hạn chế tài chính bên trong liên quan đến việc DN không có đủ nguồn lực để tự tài trợ cho các quyết định đầu tư của mình. Trong khi đó, hạn chế tài chính bên ngoài thường xuất hiện do các bất hoàn hảo trên thị trường vốn, như tình trạng bất cân xứng thông tin và vấn đề đại diện khiến DN hầu như rất khó để tiếp cận đến các nguồn tài trợ bên ngoài (Guariglia, 2008).

Nếu thị trường vốn là hoàn hảo, nguồn tài trợ bên ngoài có thể thay thế hoàn toàn cho nguồn tài trợ nội bộ, DN sẽ đưa ra quyết định gia tăng nguồn tài trợ bên ngoài thông qua việc vay nợ, phát hành trái phiếu mới, phát hành cổ phần mới để theo đuổi những cơ hội đầu tư mong muốn. Trên thực tế, do thị trường vốn không hoàn hảo, DN sẽ phải đối diện thêm với tình trạng hạn chế tài chính bên ngoài và nếu hạn chế tài chính trở nên nghiêm trọng hơn nữa, DN thậm chí không thể tiếp cận đến các nguồn tài trợ bên ngoài và buộc phải từ bỏ các cơ hội đầu tư (Bond & Meghir, 1994). Chính vì vậy, với những DN có khả năng tiếp cận thị trường vốn bị hạn chế, đầu tư dường như sẽ nhạy cảm quá mức với các biến động trong dòng tiền (Gilchrist & Himmelberg, 1995). DN thường lựa chọn những dự án có dòng tiền an toàn, chấp nhận khả năng sinh lợi thấp, thay vì những dự án có NPV bằng hoặc cao hơn, nhưng dòng tiền lại mang tính rủi ro (Almeida & cộng sự, 2007), gây ra vấn đề đầu tư dưới mức. Như vậy, không chỉ làm giảm mức đầu tư của DN, tình trạng hạn chế tài chính còn đồng thời bóp méo xu hướng đầu tư. Không chỉ dừng lại ở quy mô DN, mối liên hệ giữa tình trạng hạn chế tài chính và hoạt động đầu tư còn khác nhau ở quy mô từng quốc gia, từng thị trường. Tại những quốc gia đang phát triển, tình trạng hạn chế tín dụng do các bất hoàn hảo trên thị trường vốn là một đặc trưng nổi bật. Các bất hoàn hảo trên thị trường tín dụng ngăn cản DN vay mượn ở mức mong muốn để thực hiện các cơ hội đầu tư (Stiglitz & Weiss, 1981). Nhiều nghiên cứu cũng đã chỉ ra rằng, tại những quốc gia có thị trường tài chính kém phát triển, tác động của tình trạng hạn chế tài chính đến hoạt động đầu tư của DN lại càng nghiêm trọng (Islam & Mozumdar, 2007). Liên quan đến mẫu nghiên cứu châu Á, Campello & cộng sự (2010) cho thấy hạn chế tài chính ở các quốc gia châu Á nghiêm trọng hơn các

quốc gia ở Mỹ và châu Âu. Tuy nhiên, nghiên cứu này tập trung vào giai đoạn xảy ra khủng hoảng tài chính toàn cầu. Nghiên cứu tiếp theo của Ameer (2014) nghiên cứu trên 14 quốc gia châu Á, giai đoạn 1990 - 2010 cho thấy mức độ hạn chế tài chính khác nhau ở các quốc gia thuộc các nhóm thị trường khác nhau (phân chia thành nhóm thị trường phát triển, đang phát triển, mới nổi) và phụ thuộc vào mức độ phát triển của thị trường.

Tác động của hạn chế tài chính đến quyết định đầu tư được cho là có sự khác nhau giữa từng DN, từng thị trường và biến thiên theo thời gian, cụ thể, những ảnh hưởng mà tình trạng hạn chế tài chính gây ra cho hoạt động đầu tư của DN sẽ trầm trọng hơn trong giai đoạn xuất hiện những cú sốc vĩ mô và đối với hầu hết các DN hoạt động tại những thị trường mới nổi và thị trường cận biên ở châu Á do các bất hoàn hảo trên thị trường vốn tồn tại ở mức cao (Campello & cộng sự, 2010). Để đưa ra kết luận thật chính xác về tác động của tình trạng hạn chế tài chính đến hoạt động đầu tư của DN, cần có những phương pháp nghiên cứu phản ánh được một cách tương đối đầy đủ tính đặc thù theo DN và tính biến thiên theo thời gian của tình trạng hạn chế tài chính.

3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu

Với mục tiêu cung cấp bằng chứng thực nghiệm về tác động không đồng nhất của tình trạng hạn chế tài chính đến hành vi đầu tư thể hiện ở mức đầu tư và phương thức tài trợ đầu tư của các DN hoạt động tại khu vực thị trường cận biên châu Á, bài nghiên cứu này sử dụng dữ liệu của 1.074 DN ở 6 quốc gia, bao gồm Bangladesh, Kazakhstan, Pakista và Việt Nam liên tục trong giai đoạn 2007 - 2015, trong đó có 485 công ty hoạt động tại Việt Nam.

3.2. Mô hình nghiên cứu (Bảng 1)

Để trả lời cho câu hỏi nghiên cứu rằng có tồn tại hay không sự khác biệt trong mức độ hạn chế tài chính tại những thị trường khác nhau ở châu Á, bài nghiên cứu sử dụng mô hình (1):

$$\left(\frac{I}{K}\right)_{ijt} = \alpha_{ij} + d_t + \delta_{01}\left(\frac{CF}{K}\right)_{ijt} + \delta_{02}\left(\frac{D}{K}\right)_{ijt} + \delta_{03}\left(\frac{S}{K}\right)_{ijt} + \delta_{04}(q)_{ijt} + \left\{\delta_{11}\left(\frac{CF}{K}\right)_{ijt} + \delta_{12}\left(\frac{D}{K}\right)_{ijt} + \delta_{13}\left(\frac{S}{K}\right)_{ijt} + \delta_{14}(q)_{ijt}\right\}F_L(s_{ijt}, \gamma, c) + v_{ijt} \quad (1)$$

Bảng 1. Mô tả biến

Biến	Ý nghĩa	Cách tính	Nguồn tham khảo	Kỳ vọng
I	Tổng đầu tư vào tài sản cố định (TSCĐ) hữu hình	$I(t)$ = Giá trị sổ sách ròng của TSCĐ hữu hình (t) – Giá trị sổ sách ròng của TSCĐ hữu hình (t-1) + Khấu hao TSCĐ trong năm(t)	Firth và cộng sự (2012)	
CF	Dòng tiền	$CF(t)$ = Thu nhập ròng (t) + Khấu hao TSCĐ trong năm (t)	Cleary (2006), Castro và cộng sự (2015)	+
S	Tổng doanh thu	$S(t)$ = Doanh thu (t)	Hsiao và Tahmiscioglu (1997), Hu và Schiantarelli (1998)	+
D	Tổng nợ dài hạn	$D(t)$ = Nợ dài hạn (t) (Tổng nợ (t))	Whited (1992) và Hennessy (2004)	U
Q	Tỷ số Tobins Q	$Q(t)$ = (Giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu (t) + Giá trị sổ sách của nợ dài hạn (t)) / (Giá trị sổ sách ròng của TSCĐ hữu hình (t-1))	Hubbard, 1998	+
K	Giá trị sổ sách ròng của TSCĐ hữu hình đầu kỳ	$K(t)$ = Nguyên giá TSCĐ hữu hình (t-1) – Khấu hao TSCĐ hữu hình lũy kế (t-1)	Firth và cộng sự (2012), Ameer (2014a)	

$F_L(s, \gamma, c)$ - Hàm chuyển tiếp: Nội dung của hàm này sẽ được trình bày chi tiết ở phần Phương pháp nghiên cứu (Mục 3.3).

3.3. Phương pháp nghiên cứu

Xem xét phương trình cấu trúc đơn giản của mô hình PSTR như sau (trường hợp có một biến chuyển tiếp và một tham số định vị, tương ứng với 2 trạng thái):

$$y_{it} = m_i + \beta_1 x_{it} + \beta_2 x_{it} F_L(s_{it}, \gamma, c) + e_{it} \\ = m_i + x_{it} [\beta'_1 + \beta'_2 F_L(s_{it}, \gamma, c)] + e_{it}$$

Với y_{it} là biến phụ thuộc, x_{it} là vectơ biến hồi quy chiều, β'_1 và β'_2 là các vectơ hệ số hồi quy, $F_L(s_{it}, \gamma, c) = (1 + \exp\{-\gamma(s_{it} - c)\})^{-1} \in (0; 1)$ là hàm chuyển tiếp có dạng logistic, s_{it} được gọi là biến chuyển tiếp (trong trường hợp của bài nghiên cứu này là biến D/K, vì đây là biến ngoại sinh), giá trị ngưỡng $c \in (s_{it_min}, s_{it_mix})$ được gọi là tham số định vị và $\gamma > 0$ là tham số độ dốc quyết định độ mượt của hàm chuyển tiếp. Vì biến chuyển tiếp được xác định theo từng đối tượng và thời gian cụ thể, do đó, phương pháp này cho phép xác định các hệ số hồi quy riêng theo đối tượng và theo thời gian. Phương pháp này vừa đảm bảo kết quả hồi quy phản ánh chính xác hơn khi dữ liệu có sự thay đổi về mức độ hạn chế tài chính của các quan sát trong mẫu, đồng thời thực hiện được mục tiêu nghiên cứu phân tích chi tiết cho từng nhóm thị trường, từng quốc gia và thậm chí từng DN trong mẫu nghiên cứu.

Với mô hình PSTR đơn giản ở trên cho thấy lý do nhóm tác giả lựa chọn mô hình này là vì mô hình PSTR không phân loại một cách nghiêm ngặt các DN trong dữ liệu bảng thành 2 nhóm: “Các DN bị hạn chế tài chính” và “Các DN không bị hạn chế tài chính” chỉ dựa vào một ngưỡng giá trị tiên nghiệm duy nhất của các thước đo hạn chế tài chính như những công trình của Fazzari và cộng sự (1988); Whited (1992); Carpenter và cộng sự (1994);...

Thay vào đó, các DN sẽ được phân loại một cách không nghiêm ngặt theo một biến chuyển tiếp (s_{it}) và giá trị ngưỡng (c), xác định căn cứ vào kết quả hồi quy. Nhóm các quan sát DN - năm có giá trị biến chuyển tiếp nhỏ hơn hoặc bằng giá trị ngưỡng ($s_{it} \leq c$) thường được gọi là trạng thái lower. Ngược lại, nhóm các quan sát DN - năm có giá trị biến chuyển tiếp lớn hơn giá trị ngưỡng ($s_{it} > c$) được gọi là trạng thái upper. Ngoài ra, trong mô hình PSTR, hệ số ước lượng của một biến độc lập bất kỳ trong mô hình sẽ có giá trị khác nhau với từng quan sát DN - năm, được làm trơn thông qua một hàm chuyển tiếp $F_L(s_{it}, \gamma, c)$. Điều này cho phép bài nghiên cứu đánh giá mức độ hạn chế tài chính của từng quan sát DN - năm thông qua độ nhạy cảm đầu tư - dòng tiền được ước lượng riêng biệt, phù hợp với nhận định rằng tình trạng hạn chế tài chính là khác nhau theo từng đối tượng quan sát và theo thời gian (Schiantarelli, 1996).

4. Kết quả nghiên cứu

Trước hết, đã có sự chênh lệch về doanh thu và dòng tiền trung bình giữa các DN hoạt động tại các thị trường cận biên so với các DN hoạt động tại Việt Nam. Theo kết quả thống kê, doanh thu và dòng tiền trung bình của các DN hoạt động

Bảng 2. Mô tả thống kê

	Mean	Std	Min	Max	N
Cận biên - 5,305 quan sát DN - năm					
I	0.3188	0.8905	-0.9959	25.5977	5305
CF	0.4655	1.4238	-8.0391	60.0175	5305
D	0.3875	0.8839	0	19.9557	5305
S	7.0439	15.1661	0	196.753	5305
Q	3.5488	7.1469	0	94.7975	5305
Việt Nam - 2,381 quan sát DN - năm					
I	0.2671	0.6338	-1	20.7707	2.381
CF	0.2537	0.4925	-7.889	10.1087	2.381
D	0.5974	0.5636	0	19.9557	2.381
S	5.2679	5.2853	0	19.753	2.381
Q	4.1110	4.3852	0	49.9275	2.381

tại những thị trường cận biên cao hơn so với các DN hoạt động tại Việt Nam. Bên cạnh đó, các DN hoạt động tại Việt Nam cũng có xu hướng sử dụng cấu trúc vốn thâm dụng nợ cụ thể là nợ dài hạn nhiều hơn để thực hiện hoạt động đầu tư với mức độ đòn bẩy tài chính trung bình của các DN này lên đến 59,74%. Xét về cơ hội tăng trưởng, trung bình của biến Q với mẫu ở Việt Nam cao hơn so với mẫu thị trường cận biên. Điều này chứng tỏ xét về năng lực quản trị, các DN tại Việt Nam có năng lực tốt hơn, chính vì vậy, kỳ vọng được nhà đầu tư đánh giá cao giá trị chứng khoán hơn so với các quốc gia còn lại trong thị trường cận biên. Cuối cùng, các DN hoạt động tại những

thị trường cận biên xét về trung bình đã chi tiêu vốn đầu tư nhiều hơn so với Việt Nam. Lý giải cho vấn đề này còn là do các DN hoạt động tại những nền kinh tế có thị trường tài chính chưa phát triển có xu hướng đầu tư nhiều hơn vào các tài sản cố định hữu hình thay vì tài sản vô hình nhằm tận dụng khả năng dễ dàng thế chấp của tài sản cố định hữu hình để vay nợ nhằm giải quyết vấn đề thiếu hụt nguồn tài trợ khi cần thiết (Almeida, 2011). (Bảng 3)

Về cơ bản, nhận thấy không có sự tương đồng trong hầu hết kết quả hồi quy mô hình PSTR giữa Việt Nam và nhóm các thị trường cận biên nói chung (ngoại trừ biến chuyển tiếp CF).

Bảng 3. Kết quả hồi quy

	Thị trường cận biên			Việt Nam		
Low regime	CF	D	Q	CF	D	Q
$Q(\delta_{04})$	0.0154***	-2.3066***	0.0337***	0.0259***	1.4626***	-0.0027
$D(\delta_{02})$	1.7413***	9.7311***	0.1234***	1.4918***	-4.4176***	0.3572***
$CF(\delta_{01})$	-0.00173	-3.6212***	0.0834***	-0.0257	4.4609*	0.1326***
$S(\delta_{03})$	0.0027	-0.2918***	0.0015	0.0043**	0.3991***	0.0059***
Upper regime	CF	D	Q	CF	D	Q
$Q(\delta_{14})$	-0.0001	4.7389***	0.0084	-0.0274***	-2.7948***	0.0046
$D(\delta_{12})$	-1.5561***	-19.1023	0.3373***	-1.1299***	9.0809	1.4755***
$CF(\delta_{11})$	0.1625***	7.4599***	0.0349*	0.2526***	-8.2774*	-0.0664**
$S(\delta_{13})$	-0.0004	0.6079***	0.0059***	0.0001	0.7567***	0.0008
γ	-2.6095***	0.0119***	-1.7243**	-39.97	-0.0192***	4.065
c	4.8791	0.7785	12.9889	3.4459	4.6407	46.90
Adj. R^2	0.2415	0.2585	0.1876	0.3742	0.3584	0.3860
N	5305	5305	5305	2381	2381	2381

Mô hình PSTR:

$$\left(\frac{I}{K}\right)_{ijt} = \alpha_{ij} + d_t + \delta_{01}\left(\frac{CF}{K}\right)_{ijt} + \delta_{02}\left(\frac{D}{K}\right)_{ijt} + \delta_{03}\left(\frac{S}{K}\right)_{ijt} + \delta_{04}(q)_{ijt} + \left\{\delta_{11}\left(\frac{CF}{K}\right)_{ijt} + \delta_{12}\left(\frac{D}{K}\right)_{ijt} + \delta_{13}\left(\frac{S}{K}\right)_{ijt} + \delta_{14}(q)_{ijt}\right\}F_L(s_{ijt}, \gamma, c) + v_{ijt} \quad (1)$$

Với công ty thứ i , nước thứ j , tại năm thứ t , Biến I là tổng đầu tư vào tài sản cố định hữu hình; CF là dòng tiền được tính bằng tổng thu nhập ròng và khấu hao tài sản cố định; S là tổng doanh thu; D là tổng nợ dài hạn; Q - tỷ số Tobinq được tính bằng (Giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu + Giá trị sổ sách nợ dài hạn)/Giá trị sổ sách của tài sản cố định hữu hình. N là tổng số quan sát của mẫu nghiên cứu.

*, **, *** lần lượt thể hiện hệ số hồi quy có ý nghĩa ở mức 1%, 5%, 10%.

Kết quả hồi quy mô hình (1) với biến chuyển tiếp Q cho thấy, tình trạng hạn chế tài chính đã tồn tại ở những DN có các cơ hội đầu tư kém hấp dẫn Việt Nam khi mà hệ số δ_{01} dương và có ý nghĩa ở mức 1%. Tuy nhiên, nếu đánh giá thông qua giá trị của hệ số δ_{01} được ước lượng, kết quả cho thấy một khi tình trạng hạn chế tài chính có tồn tại đối với các DN Việt Nam thì sẽ có mức độ ít trầm trọng hơn ($0,1326 < 0,8034$). Điều này cũng phù hợp với kết quả nghiên cứu của OToole (2012) khi cho rằng, phát triển tài chính đã làm giảm nhẹ tình trạng hạn chế tài chính đối với hoạt động đầu tư của các DN Việt Nam. Chuyển tiếp sang nhóm các DN có nhiều cơ hội đầu tư hấp dẫn, việc sở hữu nhiều hơn các cơ hội đầu tư được thị trường đánh giá cao sẽ cho phép các DN tiếp cận một cách dễ dàng hơn đến nguồn tài trợ bên ngoài và do đó sẽ giảm được sự lệ thuộc của DN vào dòng tiền phát sinh nội bộ để đầu tư. Luận điểm này còn được minh chứng thêm bằng việc hệ số δ_{12} của biến D dương và có ý nghĩa. Trong khi đó, ở trường hợp của các DN thuộc những thị trường cận biên, khi sử dụng biến Q làm biến chuyển tiếp, kết quả thực nghiệm cho thấy hầu hết các DN tại đây, không phân biệt việc sở hữu ít hay nhiều cơ hội đầu tư, đều sử dụng vay nợ dài hạn làm nguồn tài trợ cho quyết định đầu tư (δ_{02} và δ_{12} đều dương, có ý nghĩa). Hơn thế nữa, độ nhạy cảm đầu tư - nợ dài hạn lớn hơn nhiều so với độ nhạy cảm đầu tư - dòng tiền phản ánh rằng, một tỷ trọng lớn hơn trong vay nợ dài hạn được các công ty này sử dụng để tài trợ cho các quyết định đầu tư.

Với biến chuyển tiếp D, kết quả hồi quy cho thấy tình trạng hạn chế tài chính cũng đã xuất hiện ở các DN Việt Nam có mức độ đòn bẩy tài chính thấp khi mà hệ số δ_{01} dương, có ý nghĩa ở mức 10%. Chuyển tiếp sang nhóm các DN có mức độ đòn bẩy tài chính cao, hệ số δ_{11} (-8,2774) tuy không có ý nghĩa thống kê cao đã cho thấy, việc sở hữu nhiều hơn các cơ hội đầu tư được thị trường đánh giá cao sẽ cho phép các DN Việt Nam tiếp cận một cách dễ dàng hơn đến nguồn tài trợ bên ngoài và do đó sẽ giảm được sự lệ thuộc của DN vào dòng tiền phát sinh nội bộ để đầu tư. Tiếp theo, nhóm tác giả còn tìm thấy mối tương quan dương (âm) giữa đầu tư và cơ hội tăng trưởng đối với các công ty Việt Nam có mức độ đòn bẩy tài

chính sử dụng trong cấu trúc vốn thấp (cao). Kết quả này là hoàn toàn trái ngược với kết quả của nhóm mẫu thị trường cận biên. Theo đó, các công ty Việt Nam với cấu trúc vốn thiên về mức độ đòn bẩy tài chính thấp khi có nhiều cơ hội tăng trưởng sẽ có xu hướng đầu tư nhiều hơn vào tài sản cố định hữu hình để dễ dàng thế chấp khi vay nợ nhằm giải quyết vấn đề thiếu hụt nguồn tài trợ khi có nhu cầu (Almeida, 2011). Kết quả này đã cho thấy, tác động tiêu cực của tình trạng hạn chế tài chính đến hoạt động đầu tư của các công ty Việt Nam có mức độ đòn bẩy tài chính thấp ít trầm trọng hơn so với các DN hoạt động tại các thị trường cận biên khác.

Tiếp theo, có thể nhận thấy sự tương đồng trong hầu hết kết quả hồi quy mô hình mô hình (1) giữa nhóm mẫu Việt Nam và nhóm các thị trường cận biên với biến chuyển tiếp CF (Dòng tiền). Hệ số hồi quy của biến Q là dương (âm) ở trạng thái Lower (Upper) và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Kết quả này là tương đồng với nhóm các thị trường cận biên (trừ trạng thái Upper). Theo đó, với các công ty có nhiều cơ hội tăng trưởng Việt Nam nói riêng và các công ty thuộc khu vực thị trường cận biên châu Á nói chung, khi sở hữu dòng tiền nội bộ thấp hơn hoặc bằng giá trị ngưỡng, các công ty đều có xu hướng đầu tư nhiều hơn vào tài sản cố định hữu hình vì với đặc thù của các tài sản này sẽ cho phép các công ty dễ dàng thế chấp khi vay nợ nhằm giải quyết vấn đề thiếu hụt nguồn tài trợ khi có nhu cầu (Almeida, 2011). Điều này cho thấy các công ty có dòng tiền ở trạng thái Lower hoạt động ở Việt Nam nói riêng và ở khu vực châu Á nói chung không phải là các công ty bị hạn chế tài chính bên ngoài vì khi công ty có nhiều cơ hội tăng trưởng, công ty sẽ dễ dàng huy động nguồn vốn từ bên ngoài để tài trợ cho các dự án đầu tư của công ty (Almeida và cộng sự, 2004). Tiếp theo, kết quả hồi quy tìm thấy mối tương quan dương và có ý nghĩa thống kê giữa tỷ lệ đầu tư và mức độ đòn bẩy tài chính sử dụng trong cấu trúc vốn của các công ty hoạt động tại Việt Nam nói riêng, các thị trường cận biên ở trạng thái Lower nói chung. Việc hệ số δ_{02} dương và có ý nghĩa rất cao hàm ý rằng, bên cạnh dòng tiền nội bộ, nguồn tài trợ bằng nợ cũng được xem là một nguồn tài trợ

đáng kể cho hoạt động đầu tư của các công ty sở hữu dòng tiền nội bộ thấp ở Việt Nam cũng như ở khu vực cận biên châu Á.

5. Kết luận

Nghiên cứu đánh giá tác động của tình trạng hạn chế tài chính đến mức đầu tư và phương thức tài trợ đầu tư của các DN đến hoạt động đầu tư của DN thuộc 5 quốc gia được xếp loại vào nhóm thị trường cận biên, trong đó có Việt Nam. Dù nằm trong nhóm 5 thị trường cận biên, song khi xem xét riêng biệt mẫu các DN Việt Nam, bài nghiên cứu không phát hiện tác động tương tự. Tình trạng

hạn chế tài chính vẫn tồn tại trong các DN ở Việt Nam thể hiện thông qua độ nhạy cảm dòng tiền - đầu tư, tuy nhiên, mức độ của tình trạng này ít nghiêm trọng hơn so với các quốc gia còn lại trong nhóm khu vực cận biên châu Á. Xét về cơ hội tăng trưởng, Việt Nam được đánh giá cao hơn các quốc gia còn lại, đó có thể là lý do cho thấy bên cạnh dòng tiền nội bộ, nguồn tài trợ bằng nợ, đặc biệt là nợ dài hạn được xem là một nguồn tài trợ đáng kể cho hoạt động đầu tư của các công ty sở hữu dòng tiền nội bộ thấp ở Việt Nam, cũng như ở khu vực cận biên châu Á ■

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

1. Almeida, H., & Campello, M. (2007). Financial constraints, asset tangibility, and corporate investment. *The Review of Financial Studies*, 20(5), 1429-1460.
2. Almeida, H., Campello, M., & Weisbach, M. S. (2011). Corporate financial and investment policies when future financing is not frictionless. *Journal of Corporate Finance*, 17(3), 675-693.
3. Ameer, R. (2014). Financial constraints and corporate investment in Asian countries. *Journal of Asian Economics*, 33, 44-55.
4. Anayotos, M. G. C. (1994). *Information Asymmetries in Developing Country Financing*. International Monetary Fund.
5. Bond, S., & Meghir, C. (1994). Dynamic investment models and the firm's financial policy. *The Review of economic studies*, 61(2), 197-222.
6. Campello, M., Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2010). The real effects of financial constraints: Evidence from a financial crisis. *Journal of financial Economics*, 97(3), 470-487.
7. Carpenter, R. E., Fazzari, S. M., Petersen, B. C., Kashyap, A. K., & Friedman, B. M. (1994). Inventory investment, internal-finance fluctuations, and the business cycle. *Brookings papers on economic activity*, 1994(2), 75-138.
8. Fazzari, F. M. và cộng sự (1988). "Financing constraints and corporate investment", *Brookings Papers on Economic Activity*, số 1988, tr. 141-206.
9. Gilchrist, S., & Himmelberg, C. P. (1995). Evidence on the role of cash flow for investment. *Journal of monetary Economics*, 36(3), 541-572.
10. 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.
11. Islam, S. S., & Mozumdar, A. (2007). Financial market development and the importance of internal cash: Evidence from international data. *Journal of Banking & Finance*, 31(3), 641-658.
12. Kaplan, S. N. và Zingales, L. (1997), "Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints?", *Quarterly Journal of Economics*, số 112, tr. 169-215.
13. Schiantarelli, F. (1996). Financial constraints and investment: methodological issues and international evidence. *Oxford Review of Economic Policy*, 12(2), 70-89.
14. Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *The American economic review*, 71(3), 393-410.

15. Whited, T. M. (1992). Debt, liquidity constraints, and corporate investment: Evidence from panel data. *The journal of finance*, 47(4), 1425-1460.

16. Yoshino, N., & Taghizadeh-Hesary, F. (2018). *The role of SMEs in Asia and their difficulties in accessing finance*.

Ngày nhận bài: 9/1/2023

Ngày phản biện đánh giá và sửa chữa: 9/2/2023

Ngày chấp nhận đăng bài: 16/2/2023

Thông tin tác giả:

1. ThS. HỒ THU HOÀI¹

2. TS. NGUYỄN THỊ UYÊN UYÊN¹

3. TS. TỪ THỊ KIM THOA¹

¹**Trường Đại học Kinh tế TP. Hồ Chí Minh**

FINANCIAL CONSTRAINTS, FINANCING CHOICE AND INVESTMENT BEHAVIOR IN ASIAN FRONTIER MARKETS: CASE STUDY IN VIETNAM

● Master. **HO THU HOAI¹**

● Ph.D **NGUYEN THI UYEN UYEN¹**

● Ph.D **TU THI KIM THOA¹**

¹University of Economics Ho Chi Minh City

ABSTRACT:

In this study, the Panel Smooth Transition Regression (PSTR) model is used to analyze 1,072 listed non-financial and non-public companies in five Asian frontier markets (including 485 companies in Vietnam) according to the market classification of Dow Jones Industrial Average in the period 2007 – 2015. The study finds out that some firms in Vietnam face financial constraints. However, if a firm in Vietnam suffers from financial constraints, the extent of this situation will be less severe than the average level of firms operating in the other studied Asian frontier markets. In addition, similar to companies in the frontier markets, the source of financing for investment decisions of Vietnamese firms also includes two components: internal cash flow and long-term debt. Owning more attractive investment opportunities increases the position of Vietnamese firms in the capital market, giving them more favorable access to and therefore a larger share of long-term debt to finance investment decisions.

Keywords: Asia, investment, financial constraints, financing choice, PSTR.