



Mối quan hệ giữa dòng vốn bên ngoài và hành vi đầu tư của doanh nghiệp dưới sự tác động của chính sách tiền tệ tại Việt Nam

LẠI TRUNG THÀNH^a, NGUYỄN QUANG BÌNH^b

^a Công ty TNHH Kiểm toán và Tư vấn A&C

^b Trường Đại học Kinh tế TP. Hồ Chí Minh

THÔNG TIN	TÓM TẮT
Ngày nhận: 16/04/2018 Ngày nhận lại: 09/07/2018 Duyệt đăng: 17/07/2018 Mã phân loại JEL: D25, E52, G32 Từ khóa: Chính sách tiền tệ; Hoạt động đầu tư; Kênh tín dụng. Keywords: Monetary Policy; Investment Behavior; Credit Channel.	Nghiên cứu được thực hiện nhằm kiểm định tác động của dòng vốn bên ngoài đến hoạt động đầu tư của 625 doanh nghiệp phi tài chính được niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2000–2016. Kết quả nghiên cứu cho thấy hoạt động đầu tư của các doanh nghiệp được tài trợ chủ yếu bằng nguồn vốn nội bộ. Ngoài ra, nghiên cứu còn xem xét tác động của chính sách tiền tệ đến mối quan hệ giữa nguồn vốn bên ngoài và hoạt động đầu tư của doanh nghiệp. Kết quả cho thấy kênh tín dụng của chính sách tiền tệ dường như không phát huy hiệu quả khi chưa thể trở thành nguồn tài trợ chính cho hoạt động đầu tư của các doanh nghiệp. Điều này xuất phát từ sự phát triển chưa hoàn thiện của thị trường tài chính cũng như hệ thống ngân hàng và nền kinh tế gặp nhiều khó khăn do khủng hoảng. Abstract This research aims to investigate the effect of external capital flow on investment behavior of 625 non-financial listed firms in Vietnam's Securities Market from 2000–2016 period. The result shows that the investment behavior is mainly financed by internal funds. Besides, the research also examines the effect of monetary policy on the relationship between external funds and business investment behavior. The result indicates that the credit channel of monetary policy is likely not keeping the main role for supplying capital for business due to the incomplete development of the financial market and the banking system as well as the difficulties of economic crisis.

^a at.trungthanh1410@gmail.com, * tác giả liên hệ.

^b binhng@ueh.edu.vn

Trích dẫn bài viết: Lại Trung Thành, & Nguyễn Quang Bình. (2018). Mối quan hệ giữa dòng vốn bên ngoài và hành vi đầu tư của doanh nghiệp dưới sự tác động của chính sách tiền tệ tại Việt Nam. *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế và Kinh doanh Châu Á*, 29(5), 46–67.

1. Giới thiệu

Để thực thi chính sách tiền tệ (CSTT), các ngân hàng trung ương (NHTW) thường sử dụng nhiều công cụ khác nhau như: Dự trữ bắt buộc, nghiệp vụ thị trường mở và bộ công cụ lãi suất bao gồm: Lãi suất cơ bản, lãi suất chiết khấu, lãi suất tái cấp vốn hay công cụ tỷ giá hối đoái. CSTT tác động đến nền kinh tế thông qua nhiều kênh truyền dẫn như: Lãi suất, kênh tín dụng hay kênh giá tài sản (Cecchetti, 1999; Mishkin, 2010; Nguyễn Phúc Cảnh, 2014). Tùy thuộc vào tình trạng của nền kinh tế vĩ mô, trình độ phát triển của thị trường tài chính mà mục tiêu cũng như cơ chế truyền dẫn CSTT thông qua các kênh ở mỗi quốc gia là không giống nhau. Với các quốc gia đang phát triển thì công cụ phổ biến của CSTT thường là kênh lãi suất (Wulandari, 2012). Đặc biệt, ở nhóm các quốc gia này, thị trường tài chính phát triển ở trình độ thấp, thị trường chứng khoán và trái phiếu chưa phải là kênh phân phối vốn đa dạng và hiệu quả. Do đó, kênh tín dụng ngân hàng đóng vai trò quan trọng trong quá trình truyền dẫn CSTT (Ramlogan, 2007). Khi NHTW thực hiện CSTT nới lỏng bằng biện pháp nới lỏng tín dụng, các ngân hàng thương mại (NHTM) sẽ giảm dự trữ bắt buộc tiền gửi, đồng thời, tăng các khoản cho vay. Việc gia tăng các khoản cho vay cũng đồng nghĩa nền kinh tế có thêm vốn để đầu tư, từ đó giúp thúc đẩy kinh tế tăng trưởng, đặc biệt là ở các quốc gia mới nổi (Coric & cộng sự, 2015). Một điều đặc biệt là các doanh nghiệp nhỏ, phụ thuộc nhiều vào ngân hàng sẽ bị tác động nhiều hơn bởi CSTT. Còn đối với các doanh nghiệp lớn, do có thể tiếp cận dễ dàng với thị trường tài chính nên nhóm doanh nghiệp này ít chịu tác động hơn bởi CSTT. Theo Bernanke và Gertler (1995), cơ chế truyền dẫn được minh họa như sau:

$M \uparrow \rightarrow \text{Dự trữ bắt buộc và tiền gửi ngân hàng} \downarrow \rightarrow \text{Các khoản cho vay} \uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$

Trong đó,

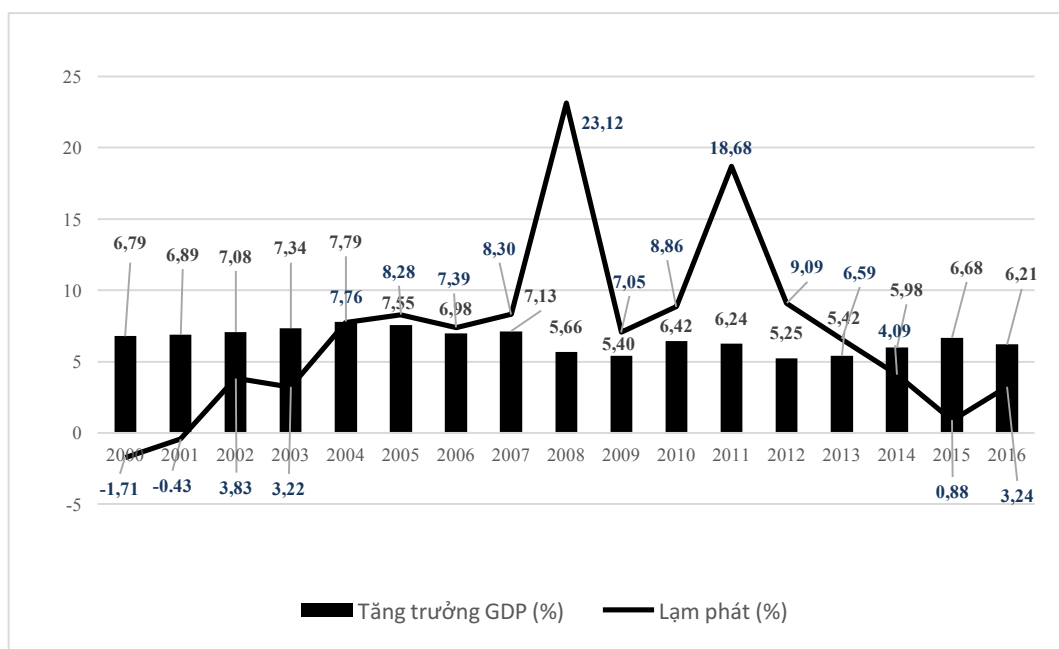
M: Cung tiền;

I: Đầu tư;

Y: Tổng sản lượng.

Nghiên cứu của Bernanke và Gertler (1995) đã chỉ ra rằng việc tăng lãi suất sẽ làm tăng các khoản thanh toán mà doanh nghiệp phải trả và làm giảm giá trị của doanh nghiệp. Ngoài ra, một chính sách gia tăng lãi suất trong ngắn hạn sẽ làm tăng chi phí sử dụng vốn của mỗi doanh nghiệp, từ đó sẽ dẫn đến sự suy giảm trong tổng sản lượng, gia tăng thất nghiệp. Những nghiên cứu gần đây cũng cho thấy CSTT tác động đến hoạt động đầu tư của doanh nghiệp, đặc biệt là ở các thị trường mới nổi, chẳng hạn như: Borensztein và Lee (2002), Firth và cộng sự (2008), Perotti và Vesnaver (2004); Zulkhibri (2013).

Nền kinh tế Việt Nam trong giai đoạn 2000–2007 có nhiều chuyển biến tích cực mà đặc biệt là việc ký Hiệp định thương mại song phương với Mỹ năm 2001 và việc gia nhập Tổ chức Thương mại Thế giới (World Trade Organization – WTO) vào năm 2007 cùng với sự thành lập thị trường chứng khoán. Chính điều này đã giúp cho nền kinh tế Việt Nam tăng trưởng ổn định ở mức luôn trên 6,5% hàng năm nhưng cũng bị ảnh hưởng nhiều hơn từ nền kinh tế thế giới.



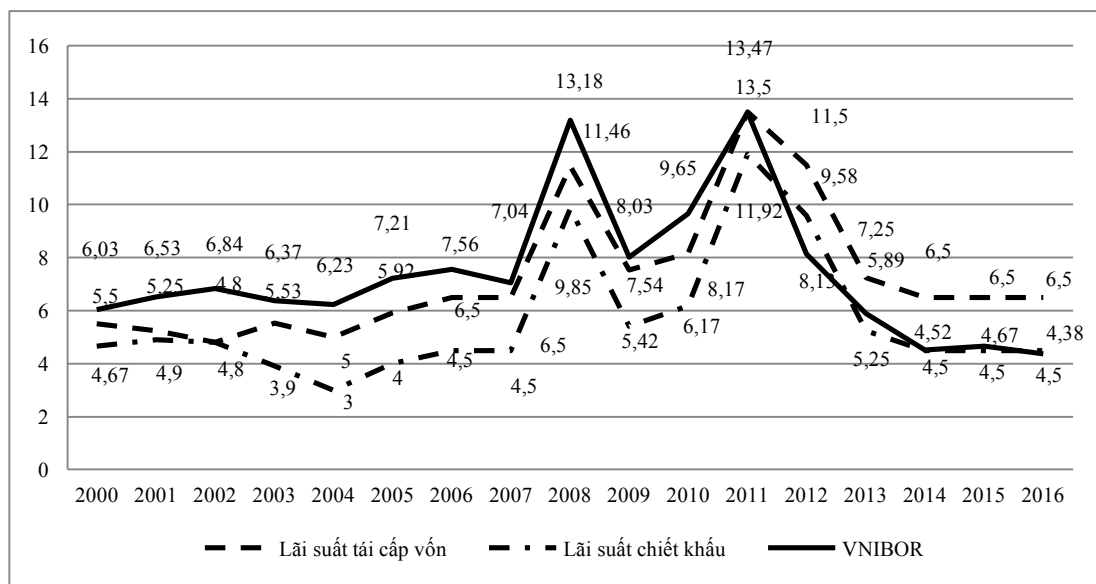
Hình 1. Tăng trưởng kinh tế và lạm phát của Việt Nam giai đoạn 2000–2016

Ghi chú: Đơn vị tính: %.

Nguồn: WorldBank (2017a, b).

Cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008 xảy ra đã khiến cho nền kinh tế nội địa gặp nhiều khó khăn trong tăng trưởng cũng như đối mặt với lạm phát cao và căng thẳng tỷ giá. Theo Luật Ngân hàng Nhà nước Việt Nam năm 2010, mục tiêu quan trọng nhất của Ngân hàng Nhà nước (NHNN) là kiềm chế lạm phát. Để chống lại tình trạng lạm phát trong giai đoạn này, NHNN đã thực hiện nhiều sự điều chỉnh trong CSTT, đáng chú ý là việc thắt chặt tiền tệ năm 2008 nhằm kiềm chế lạm phát nhưng cũng đã đồng thời làm cho tăng trưởng kinh tế chậm lại vào năm 2009 (Hình 1). Để thúc đẩy nền kinh tế phát triển trở lại, NHNN tiến hành chính sách mở rộng tiền tệ vào hai năm kế tiếp, kết quả là tăng trưởng kinh tế phục hồi nhưng nguy cơ lạm phát xuất hiện trở lại vào năm 2011. Tóm lại, nền kinh tế Việt Nam trong giai đoạn 2007–2012 gặp nhiều khó khăn do một số lý do chính như: Khủng hoảng tài chính thế giới, cú sốc giá cả hàng hóa toàn cầu và bất ổn chính sách. Phản ứng của NHNN đã chỉ ra sự không thống nhất của chính sách khi phải giải quyết các vấn đề của nền kinh tế như: Lạm phát → kiểm soát → tăng trưởng thấp → kích thích nền kinh tế → lạm phát (Hình 2).

Trong bối cảnh thị trường chứng khoán vẫn còn chưa hoàn thiện, thị trường trái phiếu không phát triển thì kênh tín dụng là nguồn tài trợ chính cho hoạt động đầu tư của hầu hết các doanh nghiệp ở Việt Nam. Và CSTT thông qua hai công cụ điển hình là cung tiền và lãi suất cùng với các điều kiện kinh tế vĩ mô đã tác động mạnh mẽ đến hoạt động đầu tư của các doanh nghiệp.



Hình 2. Lãi suất điều hành và VNDIBOR của Việt Nam giai đoạn 2000–2016

Ghi chú: Đơn vị tính: %.

Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2017).

Tại Việt Nam, hiện nay đã có khá nhiều nghiên cứu về CSTT cũng như hiệu quả của các kênh truyền dẫn như: Nguyễn Phúc Cảnh (2014), Nguyễn Thị Ngọc Trang (2012), Trần Ngọc Thơ (2013). Tuy nhiên, các nghiên cứu trước đây chưa đề cập sâu đến mối quan hệ giữa CSTT và hoạt động đầu tư của doanh nghiệp. Do đó, tác giả thực hiện nghiên cứu này nhằm mục đích: (1) Kiểm chứng tác động của CSTT đến hoạt động đầu tư của doanh nghiệp Việt Nam; và (2) Xem xét tác động của CSTT đối với những nhóm doanh nghiệp có quy mô, cấu trúc vốn và sự phụ thuộc vào hệ thống ngân hàng khác nhau. Dựa trên các lý thuyết trước đó, tác giả tiến hành tổng hợp dữ liệu từ báo cáo tài chính của 625 doanh nghiệp phi tài chính được niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, mà cụ thể là Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE) và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) trong giai đoạn 2000–2016 để phân tích tác động của CSTT đến hoạt động đầu tư của doanh nghiệp.

2. Tổng quan nghiên cứu trước đây

2.1. Ảnh hưởng của nguồn tài chính bên ngoài và tình hình tài chính nội tại đến hoạt động đầu tư của doanh nghiệp

Nghiên cứu của Myers và Majluf (1984) xem xét tổng quan vấn đề đầu tư của doanh nghiệp trên nền tảng lý thuyết bất cân xứng thông tin giữa nhà quản trị và nhà đầu tư. Kết quả được nêu trong nghiên cứu này được biết đến với tên gọi “Lý thuyết trật tự phân hạng” đã đưa ra những nền tảng cơ bản để huy động vốn khi doanh nghiệp muốn đầu tư: “Các doanh nghiệp nên tìm kiếm các nguồn tài trợ từ thị trường trái phiếu nhưng tốt nhất là tăng vốn bằng lợi nhuận giữ lại nếu có thể. Tuy nhiên, tài trợ bằng nợ vay vẫn tốt hơn bằng vốn chủ sở hữu”. Tại một quốc gia đang phát triển như Việt Nam, trong số các nguồn tài chính bên ngoài thì tín dụng ngân hàng là kênh huy động vốn hiệu quả

và quan trọng nhất đối với khối doanh nghiệp. Chính vì vậy, việc xem xét tác động của nguồn tài chính bên ngoài, vốn bị tác động bởi sự thay đổi CSTT đến hoạt động đầu tư của khối doanh nghiệp là vô cùng cần thiết. Các lý thuyết trước đây chỉ ra rằng trong một thị trường hoàn hảo, không có bất cân xứng thông tin và quyền tiếp cận trên thị trường vốn là như nhau thì mọi quyết định đầu tư của một doanh nghiệp đều độc lập với tình trạng tài chính của doanh nghiệp đó. Tuy nhiên, thị trường vốn dĩ không hoàn hảo, vị thế của mỗi doanh nghiệp cũng có sự khác biệt, đặc biệt là nguồn vốn nội bộ và nguồn vốn bên ngoài không thể thay thế hoàn toàn cho nhau. Điều này dẫn đến việc đầu tư có thể phụ thuộc vào các yếu tố tài chính của doanh nghiệp, chẳng hạn như sự sẵn có của nguồn vốn nội bộ, khả năng phát hành cổ phần mới hay tiếp cận thị trường tín dụng.

Kết quả nghiên cứu của Fazzari và cộng sự (1988) đã chỉ ra rằng các yếu tố tài chính của doanh nghiệp ảnh hưởng trực tiếp đến đầu tư và thay đổi theo đặc điểm của doanh nghiệp. Ngoài ra, kết quả cũng giống như các lý thuyết trước đây khi cho rằng trong một thị trường vốn bất hoàn hảo thì chi phí cơ hội của nguồn quỹ nội bộ sẽ thấp hơn đáng kể so với chi phí từ các nguồn tài chính bên ngoài. Sự sẵn có của nguồn vốn nội bộ sẽ ảnh hưởng đến quyết định đầu tư của các doanh nghiệp. Nghiên cứu của Bruinshoofd và Kool (2004) chỉ ra rằng việc nhận thức được hạn chế tài chính trong tương lai sẽ giúp doanh nghiệp có những biện pháp cụ thể trong việc nắm giữ tiền mặt. Và những doanh nghiệp có dòng tiền tự do lớn sẽ có ít khả năng phải đối mặt với hạn chế tài chính hơn so với các doanh nghiệp còn lại. Việc nắm giữ và quản lý dòng tiền tốt cũng là yếu tố giúp doanh nghiệp không phải phụ thuộc quá nhiều vào thị trường tài chính bên ngoài, do đó, có thể chủ động trong quá trình đầu tư. Ngoài ra, các doanh nghiệp ít phải đối mặt với hạn chế tài chính cũng sẽ giảm được tác động trong những biến động vĩ mô làm ảnh hưởng đến thị trường vốn bên ngoài, đặc biệt là sự thay đổi CSTT.

Myers (1977) lập luận rằng đòn bẩy có thể tác động ngược chiều lên hoạt động đầu tư do vấn đề chi phí đại diện giữa cổ đông và chủ nợ của doanh nghiệp. Trong trường hợp doanh nghiệp rơi vào tình trạng kiệt quệ tài chính, nếu những người quản lý hành động vì lợi ích của cổ đông thì họ có thể loại bỏ một vài dự án có giá trị hiện tại thuần (NPV) dương vì một phần hoặc toàn bộ lợi ích thu được từ dự án này sẽ thuộc về chủ nợ. Jensen (1986) và Stulz (1990) đã tìm thấy tác động ngược chiều của đòn bẩy lên hoạt động đầu tư dựa trên vấn đề đại diện giữa cổ đông và nhà quản lý. Nhà quản lý vì lợi ích cá nhân thường có xu hướng thực hiện các dự án gây hại đến lợi ích của cổ đông dẫn đến việc “đầu tư quá mức”. Nghiên cứu cho rằng việc sử dụng đòn bẩy như một biện pháp hạn chế các nhà quản lý đầu tư quá mức. Điều này dẫn đến việc giảm dòng tiền để lại cho các nhà quản trị tài chính tự do sử dụng cũng như là hạn chế nhà quản lý đầu tư vào các dự án kém hiệu quả.

Trong khi đó, Carpenter và Guariglia (2008) cho thấy dòng tiền có tầm quan trọng trong phương trình đầu tư do vai trò của nó trong việc giảm những rào cản về tín dụng. Những doanh nghiệp có dòng tiền tự do cao sẽ không chỉ tránh được tác động của hạn chế tài chính mà còn dễ dàng tiếp cận kênh tín dụng hơn.

Bên cạnh các nghiên cứu đã nêu, cũng có những nghiên cứu xem xét mối quan hệ giữa hạn chế tài chính và dòng vốn đầu tư bằng tiền mặt ở một vài quốc gia. Chẳng hạn nghiên cứu của Hoshi và cộng sự (1991) tại thị trường Nhật Bản cho thấy thông tin trên thị trường vốn sẽ tác động đến đầu tư của doanh nghiệp cũng như vai trò quan trọng của các trung gian tài chính trong quá trình đầu tư. Ngoài ra, Hoshi và cộng sự (1991) còn chỉ ra rằng hoạt động đầu tư sẽ nhạy cảm với tính thanh khoản của nhóm doanh nghiệp ít phụ thuộc vào hệ thống ngân hàng.

2.2. *Khung lý thuyết về tác động của CSTT đến thị trường vốn*

Hầu hết các nhà kinh tế học đều đồng ý rằng ít nhất trong ngắn hạn, CSTT cũng tạo ra những tác động đáng kể đến nền kinh tế. Một loạt các nghiên cứu thực nghiệm gần đây như: Uhlig (2005), Galí (2015) đã đồng tình với nghiên cứu của Friedman và Meiselman (1963) rằng sau khi thực thi CSTT, sản lượng thực tế có thể thay đổi trong hai năm tiếp theo. Trong các nghiên cứu theo trường phái đề cao vai trò CSTT, tiêu biểu phải kể đến nghiên cứu của Meltzer (1995) với kết luận CSTT thật sự tác động lên lãi suất thị trường hơn là giá cả các tài sản khác. Tuy nhiên, cũng có nhiều nghiên cứu khác như: Mishkin (1996), Mishkin (2010) lại chỉ ra rằng ngoài lãi suất thì CSTT còn tác động làm thay đổi giá cả các tài sản khác như: Tỷ giá hối đoái, giá chứng khoán. Đặc biệt, nghiên cứu của Mishkin (1996) đã đề cập đến vai trò của kênh tín dụng trong việc cung cấp nguồn vốn cho nền kinh tế thông qua các trung gian tài chính, mà chủ yếu là hệ thống NHTM. Sự mở rộng hay thu hẹp quy mô tín dụng dưới tác động của CSTT sẽ ảnh hưởng đến khả năng tiếp cận nguồn vốn của các thành phần kinh tế, tác động đến hoạt động đầu tư và cuối cùng là tổng cầu.

Trong khi đó, nghiên cứu của Bernanke và Gertler (1995) chỉ ra rằng CSTT sẽ thiếu hiệu quả trong việc làm giảm lãi suất trung dài hạn, đặc biệt là lãi suất thực vốn có ý nghĩa quyết định đến hoạt động đầu tư của các thành phần kinh tế. Ngoài ra, Bernanke và Gertler (1995) cũng ngụ ý rằng kênh tín dụng có thể đại diện cho một nhóm các nhân tố có tác dụng khuếch đại và lan truyền tác động của CSTT tới các biến số vĩ mô. Bên cạnh đó, Bernanke và Gertler (1995) còn đề xuất hai kênh truyền dẫn thông qua bảng cân đối tài sản của người đi vay và khối lượng tín dụng ứng với khả năng cấp tín dụng của ngân hàng. Với kênh truyền dẫn qua bảng cân đối tài sản, hai tác giả này kết luận rằng CSTT thắt chặt gây nên sự khó khăn tài chính đối với người đi vay bởi hai tác động. Còn kênh khả năng cấp tín dụng, hai tác giả lại xem xét ảnh hưởng của CSTT đến khả năng cung cấp tín dụng của các tổ chức lưu ký. Khi CSTT thắt chặt được thực thi sẽ làm giảm nguồn cung tín dụng bên cạnh lãi suất tăng, kéo theo sự sụt giảm trong đầu tư và tiêu dùng của các chủ thể trong nền kinh tế.

Trong những năm gần đây, phần lớn các lý thuyết thực nghiệm về kênh tín dụng đều tập trung vào những phân tích vi mô của thị trường vốn trong việc truyền dẫn CSTT. Nghiên cứu của Bernanke và Blinder (1992) đề cập đến việc hầu hết các mô hình tiêu chuẩn của tổng cầu, chẳng hạn như mô hình IS-LM đều đánh giá cao vai trò của tiền và các khoản nợ của ngân hàng trong việc xác định tổng cầu. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng CSTT thắt chặt quả thực làm giảm nguồn cung tín dụng ngân hàng và điều này tác động tiêu cực đến nguồn tài chính bên ngoài của doanh nghiệp (bao gồm các khoản vay và chứng từ có giá). Nghiên cứu của Gertler và Gilchrist (1994) cho thấy CSTT có ảnh hưởng tương đối lớn tới các doanh nghiệp nhỏ, cụ thể, khi xảy ra CSTT thắt chặt, tỷ lệ tăng trưởng trung bình hàng năm của các doanh nghiệp sản xuất nhỏ thấp hơn các doanh nghiệp lớn 0,4%. Gestler và Gilchrist (1994) cũng nhận thấy rằng bảng cân đối tài sản cũng liên quan đến năng lực tiếp cận thị trường tài chính của các doanh nghiệp nhỏ. Còn nghiên cứu của Bougheas và cộng sự (2006) đưa ra kết quả các doanh nghiệp còn trẻ, có quy mô nhỏ với nhiều rủi ro sẽ chịu những tác động lớn hơn từ những biến đổi trong CSTT so với nhóm doanh nghiệp lớn, ít rủi ro.

Mặc dù có nhiều kênh truyền dẫn CSTT được đề cập đến (Mishkin, 1996), tuy nhiên các nghiên cứu trước đây như: Ciccarelli và cộng sự (2015), Bruno và Shin (2015) đã chỉ ra rằng có hai kênh chính tác động trực tiếp đến hoạt động của doanh nghiệp là: Kênh bảng cân đối tài sản và kênh khả năng cấp tín dụng của hệ thống NHTM. Với kênh bảng cân đối tài sản, các lý thuyết và nghiên cứu thực nghiệm đều chỉ ra rằng một sự gia tăng trong lãi suất sẽ tác động đến chi phí, từ đó làm giảm giá

trị ròng doanh nghiệp, kéo theo khó tiếp cận với các khoản vay, tăng sự lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức. Khi CSTT thắt chặt cũng sẽ ảnh hưởng đến nguồn cung tín dụng của hệ thống ngân hàng, khiến doanh nghiệp, đặc biệt là các doanh nghiệp nhỏ khó tiếp cận với các khoản vay. Tuy nhiên, nghiên cứu của Bernanke và Gertler (1995) đã đề cập đến sự liên quan giữa tình hình tài chính của doanh nghiệp và những tác động mà CSTT có thể tạo ra.

Gần đây, Zulkhibri (2013) xem xét tác động của CSTT đến hoạt động đầu tư ở thị trường Malaysia, đồng thời, xem xét đặc điểm cụ thể của từng nhóm doanh nghiệp mà qua đó, CSTT tác động đến hành vi đầu tư. Kết quả từ nghiên cứu cũng rất đáng chú ý khi chỉ ra rằng CSTT tác động đáng kể đến khả năng tiếp cận nguồn tài chính bên ngoài của các doanh nghiệp khi lãi suất tăng. Các yếu tố khác như: Quy mô, tài sản thế chấp, đòn bẩy tài chính hay tính thanh khoản đều đóng vai trò quan trọng trong việc tiếp cận thị trường tài chính của doanh nghiệp. Nghiên cứu cũng cho thấy nguồn tài chính nội bộ sẽ thích hợp đối với doanh nghiệp có đòn bẩy tài chính cao trong điều kiện CSTT thắt chặt.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Mô hình và phương pháp ước lượng

Đối với các doanh nghiệp muốn mở rộng sản xuất kinh doanh trong điều kiện bị giới hạn về năng lực tài chính thì việc tiếp cận với thị trường vốn bên ngoài đóng vai trò cực kỳ quan trọng. Các nghiên cứu trước đây của Myers và Majluf (1984) hay Fazzari và cộng sự (1988) đều chỉ ra rằng vốn vay là một trong những nguồn quan trọng nhất và có ảnh hưởng trực tiếp đến hoạt động đầu tư của doanh nghiệp. Đặc biệt, đối với một quốc gia có thị trường tài chính chưa thật sự phát triển như Việt Nam thì hiệu quả cấp tín dụng của hệ thống NHTM càng có ý nghĩa đối với doanh nghiệp trong nước.

Bên cạnh đó, việc NHTW thực thi CSTT sẽ có những tác động nhất định đối với hoạt động đầu tư của doanh nghiệp thông qua tác động của lãi suất dẫn đến sự thay đổi chi phí sử dụng vốn cũng như khả năng tiếp cận các khoản vay. Ngoài ra, các lý thuyết và nghiên cứu thực nghiệm cũng chỉ ra rằng việc thực thi CSTT sẽ ảnh hưởng đến khả năng cấp tín dụng của hệ thống ngân hàng, từ đó tác động đến doanh nghiệp. Galí (2015) đã đưa ra những bằng chứng thực nghiệm về mối quan hệ giữa CSTT và hoạt động đầu tư. Tuy nhiên, nghiên cứu này đều thực hiện ở các quốc gia phát triển. Những nghiên cứu thực nghiệm cho các thị trường mới nổi là rất hạn chế và mối quan hệ giữa tài chính doanh nghiệp - đầu tư - cơ chế truyền dẫn CSTT dường như ít được xét tới. Do đó, nghiên cứu này sẽ xem xét mối quan hệ giữa tài chính doanh nghiệp - đầu tư - CSTT ở Việt Nam thông qua mô hình được đề xuất bởi Zulkhibri (2013). Các phương trình nghiên cứu có dạng:

- Phương trình 1: Xem xét tác động của nguồn tài chính bên ngoài đến hoạt động đầu tư của doanh nghiệp.

$$I_{it}/K_{i(t-1)} = \alpha_0 + \alpha_1 I_{i(t-1)}/K_{i(t-2)} + \alpha_2 \Delta S_{it} + \alpha_3 \Delta S_{i(t-1)} + \alpha_4 (k_{i(t-2)} - s_{i(t-2)}) + \alpha_5 DEBT_{it} + v_i + v_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

- Phương trình 2: Xem xét tác động của nguồn tài chính bên ngoài đến hoạt động đầu tư của các doanh nghiệp kèm theo các yếu tố quy mô, cấu trúc vốn và sự phụ thuộc vào ngân hàng.

$$I_{it}/K_{i(t-1)} = \alpha_0 + \alpha_1 I_{i(t-1)}/K_{i(t-2)} + \alpha_2 \Delta S_{it} + \alpha_3 \Delta S_{i(t-1)} + \alpha_4 (k_{i(t-2)} - s_{i(t-2)}) + \alpha_5 DEBT_{it} * TYPE + v_i + v_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

- Phương trình 3: Xem xét tác động của nguồn tài chính bên ngoài đến hoạt động đầu tư của các doanh nghiệp kèm theo quy mô, cấu trúc vốn và sự phụ thuộc vào ngân hàng khác nhau khi có sự ảnh hưởng của CSTT.

$$I_{it}/K_{i(t-1)} = \alpha_0 + \alpha_1 I_{i(t-1)}/K_{i(t-2)} + \alpha_2 \Delta S_{it} + \alpha_3 \Delta S_{i(t-1)} + \alpha_4 (k_{i(t-2)} - s_{i(t-2)}) + \alpha_5 DEBT_{it} * TYPE * T + \alpha_6 DEBT_{it} * TYPE * (1-T) + v_i + v_t + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Trong đó, v_i , v_t , ε_{it} là các sai số.

Bảng 1

Các biến trong mô hình và ý nghĩa

Biến	Giải thích ý nghĩa
$I_{it}/K_{i(t-1)}$	Đại diện cho hoạt động đầu tư và tái đầu tư vào tài sản cố định của doanh nghiệp.
$I_{i(t-1)}/K_{i(t-2)}$	Hoạt động đầu tư của doanh nghiệp ở năm trước đó sẽ tạo quán tính cho đầu tư ở năm sau.
ΔS_{it}	Sự gia tăng doanh thu thuần trong năm sẽ là động lực để doanh nghiệp đầu tư vào tài sản cố định nhằm mở rộng quy mô sản xuất.
$\Delta S_{i(t-1)}$	Tác động có độ trễ của sự gia tăng doanh thu thuần năm trước đến hoạt động đầu tư của doanh nghiệp.
$k_{i(t-2)} - s_{i(t-2)}$	Đại diện cho chi phí điều chỉnh vốn cổ phần theo tỷ lệ Vốn-Sản lượng đầu ra mục tiêu (Capital-Output Ratio).
$DEBT_{it}$	Nợ vay bên ngoài sẽ là nguồn cung cấp vốn quan trọng để doanh nghiệp tiến hành đầu tư, dựa trên lý thuyết trật tự phân hạng.
SMALL	Xem xét hoạt động đầu tư ở các doanh nghiệp nhỏ khi có và không có tác động của CSTT.
LARGE	Xem xét hoạt động đầu tư ở các doanh nghiệp lớn khi có và không có tác động của CSTT.
BANK	Xem xét hoạt động đầu tư ở các doanh nghiệp phụ thuộc vào ngân hàng khi có và không có tác động của CSTT.
NBANK	Xem xét hoạt động đầu tư ở các doanh nghiệp không phụ thuộc vào ngân hàng khi có và không có tác động của CSTT.
HLEVER	Xem xét hoạt động đầu tư ở các doanh nghiệp có đòn bẩy tài chính cao khi có và không có tác động của CSTT.
LLEVER	Xem xét hoạt động đầu tư ở các doanh nghiệp có đòn bẩy tài chính thấp khi có và không có tác động của CSTT.
T	T là biến giả biểu thị cho CSTT mở rộng và CSTT thắt chặt.
$CF_{it}/K_{i(t-1)}$	Dòng tiền của doanh nghiệp là nguồn lực để doanh nghiệp tiến hành đầu tư, dựa trên lý thuyết trật tự phân hạng.

Trong các nghiên cứu thực nghiệm trước đây của Bond và cộng sự (2003) hay Aivazian và cộng sự (2005) cũng đã xây dựng mô hình các nhân tố nội tại tác động đến hoạt động đầu tư của doanh nghiệp. Trong đó, biến $I_{i(t-1)}/K_{i(t-2)}$ được sử dụng để xem xét tác động quán tính đến hoạt động đầu tư hiện tại cũng như triết tiêu hiện tượng tự tương quan trong mô hình. Các lý thuyết cũng như nghiên cứu thực nghiệm trước đây đều chỉ ra rằng sự tăng trưởng trong doanh thu sẽ là động lực chính để doanh nghiệp tiến hành đầu tư, mở rộng quy mô sản xuất (Bean, 1981; Bond & cộng sự, 2003). Chính vì vậy, nhóm biến đại diện cho doanh thu (ΔS_{it} và $\Delta S_{i(t-1)}$) được đưa vào mô hình. Biến $k_{i(t-2)} - s_{i(t-2)}$

được sử dụng trong mô hình với mục đích xem xét chi phí điều chỉnh vốn cổ phần theo tỷ lệ vốn - sản lượng đầu ra mục tiêu của doanh nghiệp sẽ tác động như thế nào đến hoạt động đầu tư. Biến độc lập này được phát triển từ mô hình gia tốc đầu tư (Accelerator Models of Investment) trong nghiên cứu của Bond và cộng sự (2003). Ngoài ra, lý thuyết trật tự phân hạng (Myers & Majluf, 1984) đã chỉ ra rằng bên cạnh nguồn vốn nội bộ thì nợ vay sẽ là ưu tiên số hai nếu như doanh nghiệp tìm kiếm nguồn tài trợ. Vì thế, biến DEBT (đại diện cho nguồn vốn bên ngoài) được đưa vào mô hình nhằm xem xét tác động của việc sử dụng nợ vay đến hoạt động đầu tư. Kết quả nghiên cứu của Zulkhibri (2013) chỉ ra rằng nợ vay tác động tích cực đến đầu tư, điều này trái ngược với kết quả của Aivazian và cộng sự (2005). Mô hình đầu tư của các nghiên cứu trước đây cũng chỉ ra rằng yếu tố dòng tiền đóng vai trò quan trọng trong tiến trình ra quyết định đầu tư của doanh nghiệp. Biến $CF_{it}/K_{i(t-1)}$ – đại diện cho nguồn vốn nội bộ, được sử dụng trong mô hình nhằm xem xét ảnh hưởng của dòng tiền đến hành vi đầu tư. Kết quả nghiên cứu của Aivazian và cộng sự (2005) cho thấy dòng tiền tác động tích cực đến đầu tư của doanh nghiệp. Biến giả T đại diện cho CSTT mở rộng và thắt chặt, được sử dụng trong mô hình nhằm quan sát tác động của CSTT đến đầu tư (Zulkhibri, 2013). Việc đo lường biến giả T đại diện cho CSTT mở rộng và thắt chặt là khá phức tạp, do đó, để xác định CSTT là mở rộng hay thắt chặt, tác giả dựa vào việc lãi suất chính sách có sự thay đổi lớn so với năm trước đó. Theo đó, CSTT ở Việt Nam thắt chặt vào các năm 2007–2008 và 2010–2011, các năm còn lại xem như là mở rộng (Nguyễn Phúc Cảnh, 2014). Nhóm biến giả đại diện cho yếu tố quy mô (SMALL và LARGE) được sử dụng nhằm xem xét tác động của CSTT đến hoạt động đầu tư ở các doanh nghiệp lớn nhất và nhỏ nhất là như thế nào. Nhóm biến giả đại diện cho yếu tố đòn bẩy tài chính (HLEVER và LLEVER) được đưa vào mô hình nhằm kiểm định tác động của CSTT đến hành vi đầu tư của các doanh nghiệp sử dụng nhiều và ít đòn bẩy tài chính nhất. Nhóm biến giả đại diện cho yếu tố phụ thuộc vào ngân hàng (NBANK và BANK) được đưa vào mô hình nhằm kiểm định tác động của CSTT đến hành vi đầu tư của các doanh nghiệp phụ thuộc nhiều và ít phụ thuộc vào ngân hàng (Zulkhibri, 2013).

Nghiên cứu này sử dụng phương pháp hồi quy GMM hệ thống hai bước. Phương pháp hồi quy GMM hệ thống được đề xuất bởi Blundell và Bond (1998), sau đó, được cải tiến bởi Arellano và Bond (1991). Phương pháp GMM xử lý tốt các vấn đề trong dữ liệu bảng như: Vấn đề nội sinh, phương sai thay đổi, tương quan chuỗi và vấn đề xác định đúng mức (Hall & Inoue, 2003).

3.2. Dữ liệu

Với mô hình hồi quy được đề xuất, tác giả tiến hành thu thập dữ liệu từ báo cáo tài chính (BCTC) của 625 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên HOSE và HNX giai đoạn 2000–2016. Bên cạnh đó, các doanh nghiệp bị hủy niêm yết, tạm dừng niêm yết trong giai đoạn nghiên cứu sẽ bị loại ra khỏi mẫu quan sát. Ngoài ra, những điều chỉnh tăng/giảm lãi suất theo các quyết định của NHNN qua các năm được tác giả sử dụng làm tiêu chí xác định CSTT là mở rộng hay thắt chặt. Cách tính các biến, đơn vị tính và nguồn dữ liệu được mô tả cụ thể tại Bảng 2 như sau:

Bảng 2

Cách xử lý các biến trong mô hình

Biến số (Đơn vị)	Cách xử lý	Nguồn
I (VNĐ)	Khoản mục tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác.	Báo cáo lưu chuyển tiền tệ.
K (VNĐ)	Khoản mục giá trị còn lại tài sản cố định.	Bảng cân đối kế toán.
s	Logarit tự nhiên của khoản mục doanh thu thuần.	Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh.
k	Logarit tự nhiên của khoản mục giá trị còn lại tài sản cố định.	Bảng cân đối kế toán.
DEBT	Tỷ số vay ngắn hạn / nợ phải trả.	Bảng cân đối kế toán.
SMALL	Biến giả đại diện cho những doanh nghiệp có quy mô nhỏ nhất trong mẫu quan sát, SMALL=1 với 25% doanh nghiệp có quy mô nhỏ nhất, SMALL=0 với những doanh nghiệp còn lại. Tiêu chí dùng để đánh giá quy mô doanh nghiệp là Logarit tự nhiên của khoản mục tổng tài sản.	Tính toán của tác giả dựa trên số liệu từ bảng cân đối kế toán.
LARGE	Biến giả đại diện cho những doanh nghiệp có quy mô lớn nhất trong mẫu quan sát, LARGE=1 với 25% doanh nghiệp có quy mô lớn nhất, LARGE=0 với những doanh nghiệp còn lại. Tiêu chí dùng để đánh giá quy mô doanh nghiệp tương tự như biến SMALL.	Tính toán của tác giả dựa trên số liệu từ bảng cân đối kế toán.
BANK	Biến giả đại diện cho những doanh nghiệp phụ thuộc vào ngân hàng, BANK=1 với 25% doanh nghiệp phụ thuộc nhất vào ngân hàng trong mẫu quan sát, BANK=0 với các doanh nghiệp còn lại. Tiêu chí dùng để đánh giá sự phụ thuộc vào ngân hàng là tỷ số vay ngắn hạn/nợ ngắn hạn.	Tính toán của tác giả dựa trên số liệu từ bảng cân đối kế toán.
NBANK	Biến giả đại diện cho những doanh nghiệp phụ thuộc vào ngân hàng, NBANK=1 với 25% doanh nghiệp không phụ thuộc vào ngân hàng nhất, NBANK=0 với các doanh nghiệp còn lại. Tiêu chí dùng để đánh giá sự phụ thuộc vào ngân hàng tương tự với biến BANK.	Tính toán của tác giả dựa trên số liệu từ bảng cân đối kế toán.
HLEVER	Biến giả đại diện cho những doanh nghiệp có đòn bẩy tài chính cao nhất, HLEVER=1 với 25% doanh nghiệp có hệ số đòn bẩy tài chính cao nhất trong mẫu quan sát, HLEVER=0 với các doanh nghiệp còn lại. Tiêu chí dùng để xác định đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp là tỷ số nợ phải trả /vốn chủ sở hữu.	Tính toán của tác giả dựa trên số liệu từ bảng cân đối kế toán.
LLEVER	Biến giả đại diện cho những doanh nghiệp có đòn bẩy tài chính thấp nhất, LLEVER=1 với 25% doanh nghiệp có hệ số đòn bẩy tài chính thấp nhất trong mẫu quan sát, LLEVER=0 với những doanh nghiệp còn lại. Tiêu chí	Tính toán của tác giả dựa trên số liệu từ bảng cân đối kế toán.

Biến số (Đơn vị)	Cách xử lý	Nguồn
	dùng để xác định đòn bẩy tài chính tương tự với biến HLEVER.	
T	Biến giả đại diện cho CSTT, $T = 1$ khi mà lãi suất giảm tức CSTT nổi lòng ở những giai đoạn 2000–2007, 2009, 2012–2016; $T = 0$ khi mà lãi suất tăng, tức CSTT thắt chặt ở năm 2008 và giai đoạn 2010–2011.	Website NHNN.
CF (VNĐ)	Khoản mục lợi nhuận sau thuế cộng khoản mục chi phí khấu hao tài sản cố định.	Tính toán của tác giả dựa trên số liệu từ báo cáo lưu chuyển tiền tệ, báo cáo tài chính.

Bảng 3

Thống kê mô tả các biến

Biến	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
$I_{it}/K_{i(t-1)}$	5.517	1,8527	22,3229	-1,7200	1.090,9090
$I_{i(t-1)}/K_{i(t-2)}$	4.890	1,9469	23,4895	-0,9583	1.090,9090
ΔS_{it}	5.550	0,1460	0,5311	-4,9532	7,0701
$\Delta S_{i(t-1)}$	4.912	0,1610	0,5268	-4,6430	7,0701
$k_{i(t-2)} - s_{i(t-2)}$	4.940	-1,9739	2,1085	-26,4224	20,5481
$DEBT_{it}$	6.192	0,2734	0,2442	0	1
$CF_{it}/K_{i(t-1)}$	5.542	3,5572	56,5904	-493,2986	3.658,5710

Bảng 4

Ma trận hệ số tương quan của các biến

	$I_{it}/K_{i(t-1)}$	$I_{i(t-1)}/K_{i(t-2)}$	ΔS_{it}	$\Delta S_{i(t-1)}$	$k_{i(t-2)} - s_{i(t-2)}$	$DEBT_{it}$	$CF_{it}/K_{i(t-1)}$
$I_{it}/K_{i(t-1)}$	1,0000						
$I_{i(t-1)}/K_{i(t-2)}$	0,0736	1,0000					
ΔS_{it}	0,0949	0,0573	1,0000				
$\Delta S_{i(t-1)}$	0,0551	0,2168	-0,0164	1,0000			
$k_{i(t-2)} - s_{i(t-2)}$	-0,0882	-0,0836	0,0605	0,1445	1,0000		
$DEBT_{it}$	-0,0278	-0,0077	-0,0144	-0,0091	-0,0884	1,0000	
$CF_{it}/K_{i(t-1)}$	0,0784	0,1131	-0,0141	0,0396	-0,0813	-0,0218	1,0000

Bảng 5

Thống kê mô tả các biến với từng nhóm doanh nghiệp khác nhau

	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
	LARGE						SMALL			
I_{it}/K_{it-1}	1.415	2,1264	12,6156	-0,4500	250	1.312	1,7900	25,4014	-0,3400	687,5
ΔS_{it}	1.416	0,1903	0,5737	-4,1034	4,6362	1.331	0,1146	0,5481	-4,6430	5,5031
$k_{it-2} - S_{it-2}$	1.290	-1,7613	1,8993	-21,9273	3,5089	1.152	-2,2121	2,6154	-26,4224	1,7574
$DEBT_{it}$	1.542	0,2878	0,2316	0	0,9950	1.550	0,2168	0,2365	0	0,9990
CF_{it}/K_{it-1}	1.388	3,3278	25,0300	-32,1485	620,6893	1.359	4,8673	99,7029	-22,1116	3.658,5710
Size	1.542	28,6469	0,9786	26,5169	32,8265	1.550	24,9576	0,7839	19,7234	26,2063
	HIGH LEVERAGE						LOW LEVERAGE			
I_{it}/K_{it-1}	1.384	1,8172	12,9099	-0,4500	250,0000	1.384	2,0120	26,2758	-0,3043	687,5000
ΔS_{it}	1.407	0,1582	0,4697	-2,5233	3,5401	1.407	0,1152	0,5687	-4,9532	5,5031
$k_{it-2} - S_{it-2}$	1.270	-2,025722	1,56482	-23,4107	2,9435	1.270	-1,9513	3,1121	-26,4224	20,5481
$DEBT_{it}$	1.546	0,3196425	0,232256	0	1	1.546	0,1570	0,2118	0,0000	0,9928
CF_{it}/K_{it-1}	1.376	2,559622	25,46128	-6,761	650,7278	1.376	3,2512	14,9097	-88,6234	338,2974
Size	1.546	27,33179	1,352402	22,6692	32,8265	1.546	26,1470	1,4707	20,7202	31,6697
	NON BANK-DEPENDENT						BANK-DEPENDENT			
I_{it}/K_{it-1}	1.349	2,5178	24,4851	-1,7200	687,5000	1.395	0,7249	3,5920	-0,3400	72,2222
ΔS_{it}	1.370	0,1645	0,6215	-4,9532	5,5031	1.396	0,1191	0,3814	-2,6423	3,1808
$k_{it-2} - S_{it-2}$	1.206	-2,2206	2,8021	-26,4224	3,7820	1.241	-2,1299	1,2768	-8,4990	2,4129
$DEBT_{it}$	1.549	0,0072	0,0162	0	0,3092	1.539	0,6233	0,1273	0,4074	1
CF_{it}/K_{it-1}	1.372	5,8434	101,8216	-493,2986	3.658,5710	1.395	2,7906	25,0618	-29,6906	620,6893
Size	1.549	26,2015	1,5003	20,7202	32,8265	1.539	26,8332	1,3010	19,7234	31,6824

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Mối quan hệ giữa nợ vay và hành vi đầu tư của doanh nghiệp dưới sự tác động của CSTT

Đầu tiên, tác giả xem xét tác động của CSTT lên hành vi đầu tư của doanh nghiệp thông qua yếu tố nợ vay. Theo lý thuyết trật tự phân hạng (Myers & Majluf, 1984), nợ vay là ưu tiên hàng đầu nếu doanh nghiệp muốn huy động vốn từ thị trường bên ngoài. Tác giả sử dụng ước lượng GMM đối với dữ liệu bảng để kiểm tra hiện tượng nội sinh trong mô hình, đồng thời xem xét tác động của CSTT đến hành vi đầu tư của doanh nghiệp trong bốn trường hợp: (1) Tác động của nguồn tài chính bên ngoài lên hành vi đầu tư (mô hình cơ bản); (2) Xét thêm đặc điểm quy mô của doanh nghiệp; (3) Xét thêm yếu tố mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính; và (4) Xét thêm độ phụ thuộc vào ngân hàng của

doanh nghiệp. Tất cả các trường hợp đều ước lượng khi không có và có sự hiện diện của CSTT. Kết quả trong cả bốn trường hợp được trình bày tại Bảng 6.

Kết quả nghiên cứu cho thấy nhóm biến đại diện cho doanh thu thuần có những tác động rất tích cực đến hoạt động đầu tư của doanh nghiệp. Kết quả này là hoàn toàn hợp lý vì sự gia tăng trong doanh thu thuần sẽ là động lực để doanh nghiệp tăng cường đầu tư. Quan hệ thuận chiều với biến độ trễ của đầu tư chứng tỏ trong thời gian mẫu nghiên cứu, các doanh nghiệp đã luôn giữ hoạt động đầu tư ổn định qua các năm để duy trì tăng trưởng.

Quan trọng hơn, kết quả ước lượng cho thấy các doanh nghiệp vay càng nhiều thì sẽ càng ảnh hưởng tiêu cực đến hoạt động đầu tư, điều này hoàn toàn trái ngược so với nghiên cứu trước đó của Zulkhibri (2013). Chứng tỏ rằng trong giai đoạn quan sát, các doanh nghiệp có xu hướng tiến hành vay nợ để phục vụ các mục đích khác như đầu tư vào tài sản lưu động, tài sản tài chính thay vì đầu tư vào tài sản cố định. Trong giai đoạn nền kinh tế gặp nhiều khó khăn thì việc các doanh nghiệp hạn chế đầu tư mở rộng sản xuất mà chỉ tập trung duy trì hoạt động là điều hợp lý. Kết quả này là phù hợp với những nhận định của Myers (1977) hay kết quả nghiên cứu thực nghiệm của Aivazian và cộng sự (2003), Odit và Chittoo (2008), Lang và cộng sự (1996). Trong mô hình xét đến sự hiện diện của CSTT, có thể thấy khi CSTT nới lỏng hay thắt chặt thì tác động tiêu cực của việc vay nợ là giống nhau và là bằng chứng cho thấy sự khó tiếp cận thị trường vốn của các doanh nghiệp Việt Nam. Kết quả này đến từ rất nhiều yếu tố, như: Sự thiếu minh bạch của thị trường tài chính, các hành lang pháp lý, hoạt động của hệ thống ngân hàng chưa hiệu quả. Mặt khác, khi nền kinh tế khó khăn thì các cơ hội đầu tư cũng khan hiếm. Kết hợp cả hai yếu tố này dẫn đến việc các doanh nghiệp khó tiếp cận nguồn vốn bên ngoài mặc cho CSTT là nới lỏng hay thắt chặt.

Khi xét đến các biến yếu tố tương tác như: Quy mô doanh nghiệp, mức độ sử dụng đòn bẩy hay sự phụ thuộc vào ngân hàng, có thể thấy các kết quả ước lượng là tương đương khi tồn tại mối quan hệ nghịch biến giữa đầu tư và vay nợ ở các nhóm doanh nghiệp này. Khi xét đến tác động của CSTT, vào thời kỳ chính sách được mở rộng, hoạt động đầu tư có mối tương quan nghịch chiều với nợ do việc khó tiếp cận thị trường vốn. Bên cạnh đó, khi CSTT thắt chặt, kết quả hồi quy cho thấy hoạt động đầu tư của nhóm doanh nghiệp lớn và nhóm doanh nghiệp phụ thuộc vào ngân hàng không có ý nghĩa thống kê. Điều này hoàn toàn hợp lý khi mà vào thời kỳ CSTT thắt chặt, lãi suất cao sẽ làm tăng chi phí vay nợ, do đó sẽ phần nào hạn chế các hoạt động đầu tư của nhóm hai doanh nghiệp này.

Tóm lại, kết quả ước lượng cho thấy hoạt động đầu tư của doanh nghiệp Việt Nam có mối quan hệ nghịch biến với nợ vay, kể cả ở các nhóm có đặc tính khác nhau. Nếu xét trên lý thuyết trật tự phân hạng, nguồn tài chính nội bộ luôn được ưu tiên hàng đầu, tiếp đến là vốn vay huy động từ thị trường bên ngoài khi doanh nghiệp thực hiện hoạt động đầu tư. Tuy nhiên, để xem xét lập luận này có đúng hay không, tác giả sẽ tiến hành kiểm định tác động của CSTT và dòng tiền đến hành vi đầu tư ở những phần tiếp theo của nghiên cứu. Ngoài ra, các biến kiểm soát còn lại của mô hình đều có ý nghĩa thống kê rất cao và không khác biệt với kết quả từ việc xem xét tác động của nguồn tài chính bên ngoài lên hoạt động đầu tư của doanh nghiệp khi không có và có sự hiện diện của CSTT.

Bảng 6

Tác động của nguồn tài chính bên ngoài lên đầu tư của doanh nghiệp trong bốn trường hợp khi không có và có sự hiện diện của CSTT

	Không có sự hiện diện của CSTT				Có sự hiện diện của CSTT			
	(1) Mô hình cơ bản	(2) Biến tương tác là quy mô (X: nhỏ/ Y: lớn)	(3) Biến tương tác là mức độ đòn bẩy (X: thấp/ Y: cao)	(4) Biến tương tác là sự phụ thuộc ngân hàng (X: Không/ Y: Có)	(1) Mô hình cơ bản	(2) Biến tương tác là quy mô (X: nhỏ/ Y: lớn)	(3) Biến tương tác là mức độ đòn bẩy (X: thấp/ Y: cao)	(4) Biến tương tác là sự phụ thuộc ngân hàng (X: Không/ Y: Có)
$I_{it(t-1)}/K_{it(t-2)}$	0,0365*** [0,0016]	0,0475*** [0,0007]	0,0480*** [0,0007]	0,0364*** [0,0017]	0,0365*** [0,0016]	0,0475*** [0,0007]	0,0482*** [0,0007]	0,0361*** [0,0018]
ΔS_{it}	0,7287 [0,6144]	1,0291*** [0,1782]	1,0153*** [0,1658]	0,8365*** [0,6435]	0,7150 [0,6418]	0,9976*** [0,1604]	1,0205*** [0,1659]	1,0299 [0,6704]
$\Delta S_{it(t-1)}$	0,6994*** [0,2128]	0,6581*** [0,1476]	0,5703*** [0,1425]	0,6786*** [0,2089]	0,6949*** [0,2119]	0,6438*** [0,1486]	0,5999*** [0,1416]	0,7109*** [0,2060]
$k_{it(t-2)} - s_{it(t-2)}$	-0,4321*** [0,0436]	-0,3787*** [0,0336]	-0,3713*** [0,0313]	-0,3833*** [0,0386]	— 0,4309*** [0,0434]	-0,3760*** [0,0332]	-0,3733*** [0,0312]	-0,3857*** [0,0383]
$DEBT_{it}$	-0,8102*** [0,1982]	—	—	—	—	—	—	—
$DEBT_{it} * T$	—	—	—	—	— 0,8462*** [0,2044]	—	—	—
$DEBT_{it} * (1-T)$	—	—	—	—	— 0,6874*** [0,3591]	—	—	—
$DEBT_{it} * X$	—	-0,7477*** [0,2880]	-1,0748*** [0,2044]	3,4469 [6,8058]	—	—	—	—
$DEBT_{it} * Y$	—	-0,9498** [0,3811]	-0,6373*** [0,2200]	-0,6228*** [0,2186]	—	—	—	—
$DEBT_{it} * T * X$	—	—	—	—	—	-0,7578** [0,3813]	-1,2823*** [0,2279]	6,2743 [7,7762]
$DEBT_{it} * T * Y$	—	—	—	—	—	-0,9953*** [0,2590]	-0,6636*** [0,2510]	-0,6816*** [0,1752]
$DEBT_{it} * (1-T) * X$	—	—	—	—	—	-0,7880** [0,3601]	-0,3271 [0,3552]	-3,7237 [14,9362]
$DEBT_{it} * (1-T) * Y$	—	—	—	—	—	-0,6712 [0,6595]	-0,6505*** [0,2404]	-0,5538 [0,4501]
Số lượng doanh nghiệp	624	624	624	624	624	624	624	624

	Không có sự hiện diện của CSTT				Có sự hiện diện của CSTT			
	(1) Mô hình cơ bản	(2) Biến tương tác là quy mô (X: nhỏ/ Y: lớn)	(3) Biến tương tác là mức độ đòn bẩy (X: thấp/ Y:cao)	(4) Biến tương tác là sự phụ thuộc ngân hàng (X: Không/ Y: Có)	(1) Mô hình cơ bản	(2) Biến tương tác là quy mô (X: nhỏ/ Y: lớn)	(3) Biến tương tác là mức độ đòn bẩy (X: thấp/ Y:cao)	(4) Biến tương tác là sự phụ thuộc ngân hàng (X: Không/ Y: Có)
Số công cụ	31	43	44	32	32	46	46	34
Kiểm định AR(2)	0,391	0,490	0,498	0,378	0,391	0,490	0,486	0,378
Kiểm định Hansen	0,398	0,283	0,296	0,417	0,414	0,337	0,227	0,446

Ghi chú: Biến phụ thuộc I_{it}/K_{it-1}

*, **, *** lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.

Hệ số sai số chuẩn nằm trong []

Bảng 7

Tác động của dòng tiền lên hành vi đầu tư của doanh nghiệp trong bốn trường hợp khi không có và có sự hiện diện của CSTT

	Không có sự hiện diện của CSTT				Có sự hiện diện của CSTT			
	(1) Mô hình cơ bản	(2) Biến tương tác là quy mô (X: nhỏ/ Y: lớn)	(3) Biến tương tác là mức độ đòn bẩy (X: thấp/ Y:cao)	(4) Biến tương tác là sự phụ thuộc ngân hàng (X: Không/ Y: Có)	(1) Mô hình cơ bản	(2) Biến tương tác là quy mô (X: nhỏ/ Y:lớn)	(3) Biến tương tác là mức độ đòn bẩy (X: thấp/ Y:cao)	(4) Biến tương tác là sự phụ thuộc ngân hàng (X: Không/ Y: Có)
I_{it-1}/K_{it-2}	— 0,8555*** [0,2142]	0,0784*** [0,0045]	0,0895*** [0,0006]	-1,8765*** [0,1478]	— 0,8886*** [0,2440]	0,0738*** [0,0041]	0,0705*** [0,0005]	-1,3915*** [0,1959]
ΔS_{it}	2,1559** [0,9489]	-3,2052*** [0,1225]	2,0505*** [0,3355]	-11,1847 [1,4474]	3,0616*** [1,1934]	-3,3077*** [0,1391]	1,0235*** [0,3529]	-4,2695*** [1,5882]
ΔS_{it-1}	5,4880*** [1,8329]	-1,7864*** [0,2438]	2,0652*** [0,1212]	-1,5346** [3,0278]	7,2193*** [2,3622]	-1,3480*** [0,2666]	0,7670*** [0,2361]	-0,6133 [0,9528]
$k_{it-2} - S_{it-2}$	— 1,1564*** [0,2291]	0,9559*** [0,1027]	-0,0158 [0,0537]	-1,1869*** [0,2800]	— 1,8235*** [0,1838]	0,8650*** [0,0946]	-0,2240*** [0,0400]	-0,4116* [0,2467]
CF_t/K_{t-1}	0,1062*** [0,0288]	—	—	—	—	—	—	—
$CF_t/K_{t-1} * T$	—	—	—	—	0,0759*** [0,0256]	—	—	—
$CF_t/K_{t-1} * (1-T)$	—	—	—	—	0,5427* [0,2973]	—	—	—
$CF_t/K_{t-1} * X$	—	11,8580*** [0,5184]	-0,0599*** [0,0013]	3,2927*** [0,3453]	—	—	—	—

	Không có sự hiện diện của CSTT				Có sự hiện diện của CSTT			
	(1) Mô hình cơ bản	(2) Biến tương tác là quy mô (X: nhỏ/ Y: lớn)	(3) Biến tương tác là mức độ đòn bẩy (X: thấp/ Y:cao)	(4) Biến tương tác là sự phụ thuộc ngân hàng (X: Không/ Y: Có)	(1) Mô hình cơ bản	(2) Biến tương tác là quy mô (X: nhỏ/ Y:lớn)	(3) Biến tương tác là mức độ đòn bẩy (X: thấp/ Y:cao)	(4) Biến tương tác là sự phụ thuộc ngân hàng (X: Không/ Y: Có)
$CF_t/K_{t-1} * Y$	—	0,0377** [0,0169]	1,8195*** [0,4949]	0,3140*** [0,0572]	—	—	—	—
$CF_t/K_{t-1} * T * X$	—	—	—	—	—	11,2907*** [0,4721]	-0,0359*** [0,0010]	0,0313** [0,0163]
$CF_t/K_{t-1} * T * Y$	—	—	—	—	—	0,0299** [0,0124]	0,1976*** [0,0717]	2,5731*** [0,3273]
$CF_t/K_{t-1} * (1-T) * X$	—	—	—	—	—	7,9336*** [0,6398]	1,3542 [1,7363]	1,5798 [1,2051]
$CF_t/K_{t-1} * (1-T) * Y$	—	—	—	—	—	0,0538 [0,0792]	0,3326 [2,1472]	0,7841** [0,3192]
Số lượng doanh nghiệp	612	601	601	601	612	601	601	601
Số công cụ	40	42	31	29	41	44	33	30
Kiểm định AR(2)	0,280	0,126	0,274	0,402	0,356	0,115	0,439	0,702
Kiểm định Hansen	0,619	0,425	0,662	0,343	0,679	0,136	0,652	0,629

Ghi chú: Biến phụ thuộc: I_{it}/K_{it-1}

*, **, *** lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.

Hệ số sai số chuẩn nằm trong []

4.2. Mối quan hệ giữa dòng tiền nội bộ và hành vi đầu tư của doanh nghiệp dưới sự tác động của CSTT

Bên cạnh các khoản nợ vay từ thị trường vốn bên ngoài thì nguồn vốn nội bộ luôn được các doanh nghiệp ưu tiên sử dụng đầu tiên khi tiến hành các dự án đầu tư. Đặc biệt, trong thời kỳ kinh tế khó khăn, CSTT thắt chặt thì việc sử dụng nguồn vốn nội bộ sẽ giúp doanh nghiệp giảm thiểu được rủi ro tổng thể cũng như rủi ro tài chính. Để xem xét một cách toàn diện vấn đề nghiên cứu, tác giả tiến hành kiểm tra tác động của CSTT và dòng tiền lên hành vi đầu tư của doanh nghiệp trong bốn trường hợp: (1) Tác động của dòng tiền lên hành vi đầu tư (mô hình cơ bản); (2) Xét thêm đặc điểm quy mô của doanh nghiệp; (3) Xét thêm yếu tố mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính; và (4) Xét thêm độ phụ thuộc vào ngân hàng của doanh nghiệp. Tất cả các trường hợp đều ước lượng khi không có và có sự hiện diện của CSTT. Kết quả trong cả bốn trường hợp được trình bày tại Bảng 7.

Kết quả từ mô hình không có sự hiện diện của CSTT trên Bảng 7 cho thấy tồn tại mối quan hệ thuận chiều giữa dòng tiền và hành vi đầu tư của doanh nghiệp. Biến đại diện cho dòng tiền có hệ số tương quan dương (0,1062) với mức ý nghĩa thống kê rất cao (ở mức 1%). Điều này chứng tỏ nguồn vốn nội bộ là nguồn tài trợ chính cho hoạt động đầu tư của doanh nghiệp, phù hợp với kết quả nghiên cứu trước đây của Aivazian và cộng sự (2003) hay Myers và Majluf (1984). Đặc biệt, với mô hình có

sự xuất hiện của CSTT, biến đại diện cho dòng tiền trong thời kỳ CSTT thất chặt có mức ý nghĩa thống kê cao (ở mức 1%) với hệ số tương quan dương (0,5427). Kết quả này đã chỉ ra rằng nguồn vốn nội bộ càng có ý nghĩa quan trọng đối với hoạt động đầu tư do doanh nghiệp gặp nhiều khó khăn trong việc tiếp cận thị trường vốn. Ngoài ra, với việc nguồn vốn nội bộ là động lực chính cho đầu tư đã chứng minh những kết quả chỉ ra rằng kênh tín dụng không tác động đến hành vi đầu tư là tương đối hợp lý. Bên cạnh đó, các biến kiểm soát trong mô hình cũng có ý nghĩa thống kê với mức khá cao và phù hợp với các kết quả trước đó.

Khi xét đến các biến yếu tố tương tác như: Quy mô doanh nghiệp, mức độ sử dụng đòn bẩy hay sự phụ thuộc vào ngân hàng, có thể thấy các kết quả ước lượng là tương đương khi tồn tại mối quan hệ thuận chiều giữa hành vi đầu tư và dòng tiền ở hầu hết các nhóm doanh nghiệp trừ nhóm các doanh nghiệp sử dụng đòn bẩy thấp. Điều này hoàn toàn có thể giải thích bằng việc các doanh nghiệp này vừa khó huy động được nguồn vốn bên ngoài, đồng thời, dòng tiền chỉ để dành cho việc duy trì hoạt động sản xuất kinh doanh chứ không còn khả năng đáp ứng cho hoạt động đầu tư.

Khi xét đến tác động của CSTT, vào thời kỳ chính sách được mở rộng, hoạt động đầu tư ở tất cả các nhóm doanh nghiệp mang mối tương quan thuận chiều với dòng tiền. Điều đó chứng minh rằng khi NHNN mở rộng CSTT để kích thích đầu tư và sản xuất, trong bối cảnh việc tiếp cận nguồn vốn bên ngoài khó khăn cùng những ràng buộc về chỉ tiêu hoạt động cũng như pháp lý, các nhóm doanh nghiệp vẫn ưu tiên sử dụng nguồn vốn nội bộ để tài trợ cho hoạt động đầu tư hơn. Khi CSTT thất chặt, chỉ có nhóm doanh nghiệp phụ thuộc vào ngân hàng và doanh nghiệp nhỏ là có thể tồn tại hoạt động đầu tư, điều này hoàn toàn hợp lý khi mà doanh nghiệp nhỏ sẽ gặp nhiều khó khăn hơn khi tiếp cận với nguồn tài chính bên ngoài nên dựa nhiều vào nguồn tài chính nội bộ để thực hiện hoạt động đầu tư; còn với nhóm doanh nghiệp phụ thuộc vào ngân hàng, vào thời kỳ thất chặt họ lại càng phải sử dụng dòng tiền nội bộ để đẩy mạnh đầu tư và duy trì tăng trưởng.

Tóm lại, qua kết quả hồi quy, có thể thấy nguồn vốn nội bộ đóng vai trò quan trọng đối với các doanh nghiệp, đặc biệt là trong giai đoạn NHTW thực thi CSTT thất chặt. Kết quả này cũng phù hợp với mô hình xem xét tác động của nguồn tài chính bên ngoài đến hành vi đầu tư khi chỉ ra vai trò quan trọng nhất của nguồn vốn nội bộ. Điều này là trái ngược hoàn toàn so với nghiên cứu của Zulkhibri (2013) khi tác giả nhận thấy ở thị trường Malaysia, nguồn vốn từ thị trường tài chính đóng vai trò quyết định đến hành vi đầu tư của doanh nghiệp thay vì nguồn vốn nội bộ.

Trong tất cả các kết quả nghiên cứu được trình bày, các kiểm định quan trọng nhất của phương pháp GMM là kiểm định tự tương quan bậc 2 của phần dư; kiểm định các ràng buộc quá mức (Overidentifying Restrictions) thông qua kiểm định Hansen và kiểm tra về vấn đề nội sinh của mô hình. Ở đây, các giá trị của kiểm định tự tương quan bậc 2 – AR(2) và kiểm định Hansen đều lớn hơn 0,1 và nhỏ hơn 0,7 cho thấy không có sự tự tương quan bậc 2 cùng với sự ràng buộc quá mức. Về vấn đề nội sinh, ở đây số biến công cụ của mô hình tạo ra luôn nhỏ hơn số doanh nghiệp trong mẫu quan sát nên mô hình không gặp vấn đề về nội sinh.

5. Kết luận và hàm ý chính sách

5.1. Kết luận

Sau khi xem xét kết quả nghiên cứu thu được, tác giả rút ra được một vài kết luận đáng chú ý như sau:

Tồn tại mối quan hệ nghịch chiều giữa nguồn vốn bên ngoài và hành vi đầu tư của doanh nghiệp. Cụ thể, khi doanh nghiệp gia tăng vay nợ từ thị trường vốn bên ngoài sẽ càng làm giảm đầu tư vào tài sản cố định. Để giải thích cho hiện tượng này, tác giả cho rằng có một số lý do sau đây:

Thứ nhất, các doanh nghiệp có xu hướng tiến hành vay nợ để phục vụ các mục đích khác như đầu tư vào tài sản lưu động, tài sản tài chính thay vì đầu tư vào tài sản cố định. Việc không đầu tư vào tài sản cố định nhưng giá trị ròng của nhóm tài sản này luôn giảm hàng năm do khấu hao cũng mang ý nghĩa tương tự như giảm đầu tư. Đặc biệt, trong nghiên cứu của Aivazian và cộng sự (2003) cũng đề cập đến trường hợp tăng đòn bẩy tài chính sẽ tác động tiêu cực đến hoạt động đầu tư và hiệu ứng này biểu hiện rõ hơn ở nhóm doanh nghiệp có ít cơ hội tăng trưởng. Điều này là tương đối hợp lý, nhất là trong giai đoạn nền kinh tế Việt Nam gặp nhiều khó khăn do tác động tiêu cực từ khủng hoảng tài chính toàn cầu, khi đó, các doanh nghiệp sẽ có xu hướng duy trì hoạt động thay vì mở rộng quy mô do cơ hội đầu tư là khá hạn chế.

Thứ hai, có thể doanh nghiệp gặp nhiều khó khăn khi tiếp cận với thị trường vốn, mà đặc biệt là kênh tín dụng. Trong giai đoạn thị trường chứng khoán bị đóng băng do khủng hoảng kinh tế thì kênh tín dụng được xem như là nguồn tài trợ vốn chính cho các doanh nghiệp. Tuy nhiên, sự biến động mạnh về lãi suất, hệ thống ngân hàng hoạt động thiếu hiệu quả khiến các doanh nghiệp tương đối e ngại sử dụng nợ vay để tài trợ cho đầu tư dài hạn.

Bên cạnh đó, trong nhiều nghiên cứu và báo cáo gần đây đã chỉ ra rằng khả năng tiếp cận vốn vay ngân hàng ở các doanh nghiệp Việt Nam hiện nay còn thấp. Điều này chắc chắn sẽ ảnh hưởng đến nguồn tài trợ của doanh nghiệp, từ đó tác động đến việc ra quyết định đầu tư.

Tác động của CSTT đến hành vi đầu tư của doanh nghiệp thông qua thị trường vốn bên ngoài, mà cụ thể là kênh khả năng cấp tín dụng của ngân hàng chưa thật sự rõ rệt. Khi CSTT nới lỏng thì tác động tiêu cực của việc vay nợ đến hành vi đầu tư sẽ thấp hơn trong thời kỳ CSTT thắt chặt. Ngoài ra, khi xem xét các nhóm doanh nghiệp dựa trên ba đặc trưng chính bao gồm: (1) Quy mô; (2) Mức độ phụ thuộc vào ngân hàng; và (3) Mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính, tác giả nhận thấy ảnh hưởng của nguồn vốn bên ngoài đến hành vi đầu tư là rất hạn chế. Điều này phần nào phản ánh CSTT trong thời gian qua vẫn chưa đem lại hiệu quả như mong đợi của NHNN, đặc biệt là việc hỗ trợ doanh nghiệp tiếp cận vốn vay.

Tồn tại mối quan hệ thuận chiều giữa dòng tiền với hành vi đầu tư của doanh nghiệp. Điều này là phù hợp với nhiều lý thuyết, nghiên cứu thực nghiệm trước đó cũng như kết quả từ mô hình kiểm tra tác động của nguồn vốn bên ngoài đến hành vi đầu tư của doanh nghiệp. Việc doanh nghiệp sử dụng nguồn vốn nội bộ để tài trợ cho đầu tư thay vì nợ vay đã phần nào giải thích cho kết quả của mô hình ban đầu. Một điểm đáng lưu ý là giai đoạn được xét trong nghiên cứu cũng gần như trùng với thời điểm diễn ra khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008. Do tác động tiêu cực từ cuộc khủng hoảng, nền kinh tế Việt Nam gặp nhiều khó khăn, các doanh nghiệp cũng bị ảnh hưởng không nhỏ, chính vì vậy mà trong giai đoạn này, việc vay nợ để tiến hành đầu tư sẽ làm gia tăng thêm rủi ro tổng thể của doanh nghiệp, vốn đã tăng do rủi ro kinh doanh gây ra.

Tác động gián tiếp của CSTT đến hành vi đầu tư của doanh nghiệp thông qua nguồn vốn nội bộ phần nào rõ nét hơn. Đặc biệt là trong thời kỳ CSTT thắt chặt, vốn nội bộ càng có ý nghĩa quan trọng đối với hoạt động đầu tư do doanh nghiệp gặp nhiều khó khăn trong việc tiếp cận thị trường vốn. Khi xem xét các nhóm doanh nghiệp dựa trên ba đặc trưng chính bao gồm: (1) Quy mô; (2) Mức độ phụ thuộc vào ngân hàng; và (3) Mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính, tác giả nhận thấy yếu tố dòng tiền tác

động nhất định đến hoạt động đầu tư trong những thời điểm CSTT thay đổi. Cụ thể, nguồn vốn nội bộ đóng vai trò quan trọng đối với cả hai nhóm doanh nghiệp phụ thuộc và không phụ thuộc vào ngân hàng trong thời điểm CSTT thắt chặt. Các doanh nghiệp có mức đòn bẩy tài chính cao sẽ ưu tiên sử dụng nguồn vốn nội bộ trong giai đoạn thắt chặt tiền tệ.

Tóm lại, về tổng thể kết quả nghiên cứu, tác giả nhận thấy ở thị trường Việt Nam, các doanh nghiệp sẽ ưu tiên sử dụng nguồn vốn nội bộ để tài trợ cho đầu tư trong khi nợ vay từ thị trường tài chính vẫn chưa phát huy được hiệu quả. Theo tác giả, một trong những nguyên nhân chính dẫn đến tình trạng này là do sự hoạt động chưa thật hiệu quả của hệ thống NHTM khiến cho các doanh nghiệp vay vốn gặp nhiều khó khăn trong việc tiếp cận tín dụng. Điều này đã làm giảm đáng kể hiệu quả trong quá trình điều hành CSTT của NHNN.

5.2. Hàm ý chính sách

Từ kết quả nghiên cứu, tác giả đưa ra một số khuyến nghị đối với thị trường Việt Nam như sau:

NHNN cần thúc đẩy các NHTM nâng cao hiệu quả hoạt động thông qua việc mở rộng cũng như gia tăng chất lượng dịch vụ cung cấp, tăng cường giám sát quy trình kiểm soát rủi ro, minh bạch thông tin. Một hệ thống NHTM vững mạnh sẽ có ý nghĩa to lớn đối với hoạt động sản xuất kinh doanh cũng như đầu tư của các doanh nghiệp nội địa.

Mặc dù đã hình thành và phát triển gần 20 năm nhưng hiện tại thị trường chứng khoán của Việt Nam vẫn tồn tại nhiều vấn đề mà đặc biệt là về cơ chế điều hành cũng như sự thiếu minh bạch trong thông tin. Do vậy, bên cạnh kênh tín dụng thì cơ quan quản lý cần nâng cao vai trò của các kênh huy động vốn khác cho doanh nghiệp như kênh thị trường chứng khoán ■

Tài liệu tham khảo

- Aivazian, V., Booth, L., & Cleary, S. (2003). Do emerging market firms follow different dividend policies from US firms? *Journal of Financial Research*, 26(3), 371–387.
- Aivazian, V. A., Ge, Y., & Qiu, J. (2005). The impact of leverage on firm investment: Canadian evidence. *Journal of Corporate Finance*, 11(1–2), 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.
- Bean, C. R. (1981). An econometric model of manufacturing investment in the UK. *The Economic Journal*, 91(361), 106–121.
- Bernanke, B. S., & Blinder, A. S. (1992). The federal funds rate and the channels of monetary transmission. *The American Economic Review*, 84(4), 901–921.
- Bernanke, B. S., & Gertler, M. (1995). Inside the black box: The credit channel of monetary policy transmission. *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 27–48.
- Blundell, R., & Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, 87(1), 115–143.

- Bond, S., Elston, J. A., Mairesse, J., & Mulkay, B. (2003). Financial factors and investment in Belgium, France, Germany, and the United Kingdom: A comparison using company panel data. *Review of Economics and Statistics*, 85(1), 153–165.
- Borensztein, E., & Lee, J.-W. (2002). Financial crisis and credit crunch in Korea: evidence from firm-level data. *Journal of Monetary Economics*, 49(4), 853–875.
- Bougheas, S., Mizen, P., & Yalcin, C. (2006). Access to external finance: Theory and evidence on the impact of monetary policy and firm-specific characteristics. *Journal of Banking & Finance*, 30(1), 199–227.
- Bruno, V., & Shin, H. S. (2015). Capital flows and the risk-taking channel of monetary policy. *Journal of Monetary Economics*, 71, 119–132.
- Bruinshoofd, A., & Kool, C. J. (2004). Dutch corporate liquidity management: New evidence on aggregation. *Working Papers 04-05, Utrecht School of Economics*.
- Carpenter, R. E., & Guariglia, A. (2008). Cash flow, investment, and investment opportunities: New tests using UK panel data. *Journal of Banking & Finance*, 32(9), 1894–1906.
- Cecchetti, S. G. (1999). Legal structure, financial structure, and the monetary policy transmission mechanism. Retrieved from https://www.researchgate.net/publication/2391458_Legal_Structure_Financial_Structure_and_the_Monetary_Policy_Transmission_Mechanism. doi: 10.1057/9780230595996_6
- Ciccarelli, M., Maddaloni, A., & Peydró, J. L. (2015). Trusting the bankers: A new look at the credit channel of monetary policy. *Review of Economic Dynamics*, 18(4), 979–1002.
- Ćorić, T., Šimović, H., & Deskar-Škrbić, M. (2015). Monetary and fiscal policy mix in a small open economy: The case of Croatia. *Economic research-Ekonomska Istraživanja*, 28(1), 407–421.
- 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., Lin, C., & Wong, S. M. (2008). Leverage and investment under a state-owned bank lending environment: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 14(5), 642–653.
- Friedman, M., & Meiselman, D. (1963). The relative stability of monetary velocity and the investment multiplier in the United States, 1897–1958. In *Stabilization Policies* (pp. 165–268). Englewood Cliffs, N.J.: Prentice-Hall.
- Galí, J. (2015). *Monetary policy, inflation, and the business cycle: An introduction to the new Keynesian framework*. New Jersey: Princeton University Press.
- Gertler, M., & Gilchrist, S. (1994). Monetary policy, business cycles, and the behavior of small manufacturing firms. *The Quarterly Journal of Economics*, 109(2), 309–340.
- Hall, A. R., & Inoue, A. (2003). The large sample behaviour of the generalized method of moments estimator in misspecified models. *Journal of Econometrics*, 114(2), 361–394.
- 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.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323–329.

- Lang, L., Ofek, E., & Stulz, R. (1996). Leverage, investment, and firm growth. *Journal of Financial Economics*, 40(1), 3–29.
- Meltzer, A. H. (1995). Monetary, credit and (other) transmission processes: A monetarist perspective. *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 49–72.
- Mishkin, F. S. (1996). The channels of monetary transmission: Lessons for monetary policy. *NBER Working Paper No. 5464*. Retrieved from <http://www.nber.org/papers/w5464.pdf>
- Mishkin, F. S., Boivin, J., & Kiley, M. T. (2010). *How has the monetary transmission mechanism evolved over time?*. Retrieved from <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.592.156&rep=rep1&type=pdf>
- Mizen, P., & Vermeulen, P. (2005). Corporate investment and cash flow sensitivity: What drives the relationship? *ECB Working Papers No. 485*. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=711165>
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147–175.
- 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.
- Ngân Hàng Nhà nước Việt Nam (2017). Lãi suất. Truy cập từ <https://www.sbv.gov.vn/webcenter/portal/vi/menu/rm/lis>
- Nguyễn Phúc Cảnh. (2014). Truyền dẫn của chính sách tiền tệ qua kênh giá tài sản tài chính: Nghiên cứu thực nghiệm tại Việt Nam. *Tạp chí Phát triển và Hội nhập*, 19(29), 11–18.
- Nguyễn Thị Ngọc Trang, & Lục Văn Cường. (2012). Sự chuyển dịch tỷ giá hối đoái vào các mức giá tại VN. *Tạp chí Phát triển và Hội nhập*, 7(17), 7–13.
- Odit, M. P., & Chitto, H. B. (2008). Does financial leverage influence investment decisions? The case of Mauritian firms. *Journal of Business Case Studies*, 4(9), 49–60.
- Perotti, E. C., & Vesnaver, L. (2004). Enterprise finance and investment in listed Hungarian firms. *Journal of Comparative Economics*, 32(1), 73–87.
- Ramlogan, C. (2007). Anism of monetary policy in small developing countries: An application to Trinidad and Tobago. *The Journal of Developing Areas*, 41(1), 79–91.
- Stulz, R. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, 26(1), 3–27.
- Trần Ngọc Thơ, & Nguyễn Hữu Tuấn. (2013). Cơ chế truyền dẫn CSTT ở Việt Nam tiếp cận theo mô hình SVAR. *Tạp chí Phát triển và Hội nhập*, 10(20), 8–16.
- Uhlig, H. (2005). What are the effects of monetary policy on output? Results from an agnostic identification procedure. *Journal of Monetary Economics*, 52(2), 381–419.
- Wulandari, R. (2012). Do credit channel and interest rate channel play important role in monetary transmission mechanism in Indonesia?: A structural vector autoregression model. *Procedia–Social and Behavioral Sciences*, 65, 557–563.

- WorldBank. (2017a). GDP growth (Annual %). Retrieved from <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?locations=VN>
- WorldBank. (2017b). Inflation, consumer prices (Annual %). Retrieved from <https://data.worldbank.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG?locations=VN>
- Zulkhibri, M. (2013). Corporate investment behaviour and monetary policy: Evidence from firm-level data for Malaysia. *Global Economic Review*, 42(3), 269–290.