

Tác động của thanh khoản thị trường chứng khoán đến đầu tư của các công ty niêm yết: Bằng chứng tại Việt Nam

TRẦN NGỌC THƠ

Trường Đại học Kinh tế TP.HCM - thotcdn@ueh.edu.vn

ĐẶNG NHƯ Ý

Far East National Bank - Chi nhánh TP.HCM - dangnhuytc9@gmail.com

Ngày nhận:

11/05/2015

Ngày nhận lại:

07/10/2015

Ngày duyệt đăng:

11/11/2015

Mã số:

0515-G33-V08

Tóm tắt

Nghiên cứu xem xét ảnh hưởng của thanh khoản thị trường và các nhân tố khác nhau lên đầu tư của các công ty phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán VN giai đoạn 2008–2013. Tác giả áp dụng các phương pháp đo lường khác nhau của đầu tư và thanh khoản cũng như xem xét sự tương tác của thanh khoản và các nhân tố bao gồm: Phát hành cổ phiếu mới, tình trạng ràng buộc tài chính theo quy mô công ty, và cơ hội tăng trưởng lên đầu tư thực của công ty. Kết quả ước lượng D-GMM kèm theo kiểm soát hiệu ứng cố định và các biến tương tác cho thấy thanh khoản tác động tiêu cực làm giảm đầu tư. Ngoài ra, tác giả không tìm thấy bằng chứng giải thích cho sự thay đổi về ảnh hưởng của thanh khoản lên đầu tư trong trường hợp công ty có: Phát hành cổ phiếu, ràng buộc tài chính cao hơn, hay có cơ hội tăng trưởng khác nhau. Tuy nhiên, kết quả lại cung cấp bằng chứng thuyết phục về mối tương quan dương có ý nghĩa giữa nợ với đầu tư và dòng tiền với đầu tư.

Abstract

The paper studies the effects of market liquidity and other factors on firm investment of non-financial companies listed on Vietnam's stock market for the 2008–2013 period by adopting different measures of investment and liquidity as well as considering the impact of interaction between liquidity and others, including issuing, financial constraints, and growth opportunities, on the firm investment. The estimated results of DGMM with fixed effects and interacting variables prove that stock market liquidity negatively relates to the investment. We do not find any compelling evidence of the liquidity–investment nexus among firms with tighter financial constraints and better investment opportunities. However, we do find the relations between firm investment and financial leverage and also firm investment and cash flows.

Từ khóa:

Đầu tư, thanh khoản, D-GMM.

Keywords:

Firm investment, stock market liquidity.

1. Giới thiệu

Thanh khoản thị trường chứng khoán VN trong những năm gần đây tăng lên nhanh chóng với sự tham gia của các nhà đầu tư nước ngoài, các nhà đầu tư nội địa cũng như các tổ chức đầu tư chuyên nghiệp. Sự gia tăng thanh khoản thị trường được kì vọng mang lại nguồn vốn lớn với chi phí sử dụng vốn thấp, thúc đẩy đầu tư của nền kinh tế nói chung và gia tăng đầu tư ở các doanh nghiệp nói riêng. Khi thanh khoản trên thị trường chứng khoán càng gia tăng thì ảnh hưởng của nó lên đầu tư doanh nghiệp là một vấn đề đáng quan tâm.

Các nghiên cứu trên thế giới về ảnh hưởng của thanh khoản đến đầu tư doanh nghiệp có thể phân thành hai nhóm quan điểm chính. Nhóm thứ nhất cho rằng thanh khoản thị trường chứng khoán tác động đồng biến có ý nghĩa mạnh mẽ lên đầu tư doanh nghiệp thông qua nhiều biến tương tác như phát hành cổ phiếu, tình trạng ràng buộc tài chính của công ty, cơ hội tăng trưởng. Tiêu biểu là các nghiên cứu của Muñoz (2012), Polk & Sapienza (2009), Gilchrist & cộng sự (2005) và Butler & cộng sự (2005). Ở một quan điểm khác, Fang & cộng sự (2014), Stein (1988, 1989, 1996) và Mc Gahan & cộng sự (1997) lập luận thanh khoản của thị trường đã hạn chế đầu tư của doanh nghiệp thông qua hành vi thiên cận của nhà quản lí và đặc tính của thị trường, nơi tập trung giao dịch của các nhà đầu tư tạm thời.

Các nghiên cứu trên còn đề cập đến các phương thức đo lường đầu tư và thanh khoản. Phần lớn các nghiên cứu có xu hướng sử dụng tăng trưởng tài sản cố định và chi tiêu vốn làm thước đo đầu tư. Tuy nhiên, Muñoz (2012) đưa ra các thước đo hợp lí khác cho đầu tư tại thị trường Mỹ Latinh bao gồm: Tăng trưởng của tổng tài sản thể hiện toàn bộ tăng trưởng trong đầu tư, tăng trưởng hàng tồn kho phản ánh đầu tư ngắn hạn của công ty, đặc biệt với các công ty; trong đó kinh doanh thương mại cần đầu tư hàng tồn kho nhiều. Các nghiên cứu của Muñoz (2012) và Lesmond (2005) cũng đưa ra các thước đo về thanh khoản là khối lượng giao dịch. Phương pháp đo lường này sử dụng dữ liệu hàng ngày về số lượng cổ phiếu được giao dịch và tổng số cổ phiếu đang lưu hành của công ty; trong đó, loại ra các ngày giao dịch bất thường với số lượng cổ phiếu giao dịch lớn hơn tổng số cổ phiếu lưu hành của công ty. Một phương thức đo lường thanh khoản khác là khối lượng giao dịch điều chỉnh theo ngành, đề xuất bởi Muñoz (2012) và Sadka & Scherbina (2007).

Tại VN, tác giả chỉ tìm thấy một số nghiên cứu riêng lẻ hoặc là quyết định đầu tư với các yếu tố khác hoặc thanh khoản thị trường chứng khoán với các yếu tố khác. Tác giả

chưa thấy có nghiên cứu nào phân tích mối quan hệ giữa đầu tư và thanh khoản ở VN. Vì vậy, nghiên cứu này sẽ tập trung phân tích tác động của thanh khoản thị trường chứng khoán VN đến đầu tư ở cấp độ doanh nghiệp bằng nhiều phương thức đo lường khác nhau của đầu tư và thanh khoản cũng như xem xét tác động của thanh khoản thị trường chứng khoán đến đầu tư cấp độ doanh nghiệp thông qua các kênh truyền dẫn. Các mối quan hệ này sẽ được xem xét trong điều kiện doanh nghiệp có phát hành thêm cổ phiếu, ràng buộc tài chính khác nhau và cơ hội tăng trưởng khác nhau.

Tác giả sử dụng phương pháp hồi quy dữ liệu bảng kèm theo kiểm soát hiệu ứng cố định và các biến tương tác thông qua việc sử dụng phương pháp D-GMM kết hợp với nhóm biến công cụ cho mẫu dữ liệu bảng của 366 công ty phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán VN trong giai đoạn 2008–2013.

2. Cơ sở lý thuyết và phương pháp nghiên cứu

2.1. Tác động của thanh khoản và nhân tố khác lên chính sách đầu tư của doanh nghiệp và các kênh truyền dẫn liên quan

2.1.1. Ảnh hưởng của thanh khoản và các kênh truyền dẫn lên chính sách đầu tư của doanh nghiệp

Kênh truyền dẫn trung lập và tác động của thanh khoản lên đầu tư ở cấp độ doanh nghiệp không đưa ra dự đoán cụ thể nào về chiều hướng và tác động trực tiếp của thanh khoản lên đầu tư doanh nghiệp; với đại diện là các nghiên cứu của Edmans & Manso (2011). Các nghiên cứu thuộc kênh truyền dẫn này tập trung vào hai vấn đề chính là chi phí đại diện và bất cân xứng thông tin trong doanh nghiệp. Các tác giả này cho rằng thanh khoản của thị trường càng cao sẽ giúp giá cổ phiếu phản ánh nhiều thông tin hơn và gia tăng hoạt động giám sát của các nhà đầu tư, từ đó giúp giảm chi phí đại diện, giảm ràng buộc tài chính, cải thiện kết quả hoạt động kinh doanh và gia tăng đầu tư thực của doanh nghiệp.

Các nghiên cứu thuộc kênh truyền dẫn tích cực tác động của thanh khoản lên đầu tư ở cấp độ doanh nghiệp tập trung vào ba vấn đề chính gồm: Định giá sai và khác biệt trong dự báo của các nhà phân tích chứng khoán (Gilchrist & cộng sự, 2005); quá tự tin và bất cân xứng trong kì vọng (Banerjee & Kremer, 2010); chi phí phát hành và phát hành thêm cổ phiếu (Polk & Sapienza, 2009; Butler & cộng sự, 2005). Các nghiên cứu này tập trung giải thích dựa vào định giá sai bao gồm sự khác biệt trong dự báo kết quả kinh doanh của các nhà tư vấn dẫn đến sự khác biệt trong kì vọng của nhà đầu tư kết hợp

với ràng buộc bán khống tạo ra bong bóng thị trường chứng khoán và tạo điều kiện để phát hành thêm cổ phiếu với chi phí phát hành thấp. Với nguồn vốn chi phí thấp sẵn có, các doanh nghiệp sẽ đầu tư nhiều hơn.

Các nghiên cứu thuộc kênh truyền dẫn tiêu cực chủ yếu tập trung vào bất cân xứng thông tin, áp lực thị trường, đặc tính thị trường có tính lướt sóng cao và hành vi thiên cận của nhà quản lí. Stein (1988, 1989, 1996), Porter (1997, 1992) và Fang (2014) giải thích do đặc điểm thị trường mang đặc tính lướt sóng cao đã gây sức ép dẫn đến các hành vi thiên cận của nhà quản lí mà cụ thể là hy sinh những cơ hội đầu tư tốt để đánh đổi bằng tăng trưởng ngắn hạn. Vì đó mà giảm đầu tư doanh nghiệp, nhất là tại các doanh nghiệp có lợi nhuận thấp.

2.1.2. Ảnh hưởng của các nhân tố khác lên chính sách đầu tư của doanh nghiệp

• *Tác động của cơ hội đầu tư lên chính sách đầu tư của doanh nghiệp*

Các nghiên cứu nền tảng về chính sách đầu tư của doanh nghiệp đều lập luận đầu tư của một công ty chỉ phụ thuộc vào khả năng sinh lợi từ các cơ hội đầu tư của nó, và được đo lường bằng hệ số Tobin's Q; đồng thời cũng chỉ ra Tobin's Q là biến nội sinh trong mô hình và đưa ra các biện pháp khắc phục bằng các phương pháp hồi quy và thay thế biến. Bên cạnh đó, theo Muñoz (2012), cả Tobin's Q và tỉ số giá trị sổ sách trên giá trị thị trường (B/M) đều đại diện tốt cho cơ hội tăng trưởng của doanh nghiệp. Cụ thể, Tobin's Q có tương quan cùng chiều có ý nghĩa với đầu tư ở cấp độ công ty, điều này cho thấy cơ hội tăng trưởng có tác động thúc đẩy đầu tư và tác động của thanh khoản lên đầu tư có sự khác biệt đáng kể và có ý nghĩa giữa các công ty có cơ hội tăng trưởng khác nhau.

• *Tác động của ràng buộc tài chính lên chính sách đầu tư của doanh nghiệp*

Các nghiên cứu đều cho thấy những công ty bị ràng buộc nhiều về tài chính thường nhạy cảm hơn với thanh khoản; và các doanh nghiệp nhỏ có ít nguồn tài trợ từ bên ngoài. Theo đó, tính thanh khoản sẽ thu hẹp khác biệt này đối với các công ty nhỏ, vì vậy sẽ khuyến khích các công ty này đầu tư nhiều hơn. Muñoz (2012) tìm thấy bằng chứng về những tác động khác biệt của thanh khoản đối với đầu tư của những công ty nằm trong tình trạng ràng buộc tài chính khác nhau, trong đó ràng buộc tài chính được đo lường qua việc phân biệt các công ty lớn, nhỏ dựa theo tổng tài sản trung bình.

2.2. Phương pháp nghiên cứu

2.2.1. Mô hình nghiên cứu

Mối quan hệ giữa thanh khoản thị trường chứng khoán và chính sách đầu tư của công ty sẽ được kiểm định thông qua sử dụng bảng dữ liệu theo năm giai đoạn 2008-2013 của các công ty phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán VN. Phương trình hồi quy để ước lượng tác động của thanh khoản và các biến kiểm soát khác lên đầu tư thực tế như sau:

$$\frac{I_{it+1}}{K_{it}} = \alpha_i + \alpha_t + \beta Liquid_t + \theta X_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Trong đó: i đại diện cho doanh nghiệp, t đại diện cho năm. Các biến thể hiện đầu tư Investment (I/K), và các biến thể hiện tính thanh khoản của cổ phiếu công ty Liquidity ($Liquid$) được tính toán theo cách tiếp cận thước đo của Muñoz (2012) nhưng có một số điều chỉnh để phù hợp với đặc thù dữ liệu và đặc điểm doanh nghiệp ở VN. Các biến Leverage, Tobin's Q, Cash Flow là các biến kiểm soát của mô hình. Tác giả sử dụng các biến High B/M, Large, Issue là các biến giả để kết hợp với biến thanh khoản tạo thành biến tương tác. Trong đó, tác giả kết hợp xem xét thêm biến tương tác giữa biến giả xác định nếu công ty phát hành cổ phiếu (Issue), công ty là công ty “tăng trưởng” hay công ty “giá trị” (High B/M) hoặc quy mô công ty (Large) và các chỉ số đo lường thanh khoản. Ngoài ra, tác giả sử dụng hiệu ứng cố định (Fixed Effect) ở mức độ doanh nghiệp (α_i), để nhận diện các đặc điểm đặc trưng của công ty không thay đổi theo thời gian. Cụ thể các biến kiểm soát gồm: Leverage là đòn bẩy tài chính của công ty tính bằng tỉ lệ nợ trên tổng tài sản của công ty, hệ số Tobin's Q được tính bằng tỉ số giá thị trường của tài sản trên giá trị sổ sách của tài sản. Giá trị thị trường của tài sản được đo bằng tổng tài sản cộng với giá trị vốn hóa thị trường (tại thời điểm cuối năm t) trừ đi giá trị sổ sách của vốn cổ phiếu. Cash Flow, đại diện cho tình trạng ràng buộc tài chính mà một công ty có thể phải đối mặt, được xác định bằng dòng tiền của công ty được chuẩn hóa theo giá trị vốn (tổng tài sản) tại thời điểm đầu năm t , tính bằng thu nhập ròng trước khi điều chỉnh các khoản phát sinh không thường xuyên cộng với khấu hao tài sản cố định sau đó điều chỉnh cho tổng tài sản. Quy mô công ty (Large) là một biến giả thể hiện quy mô công ty lớn; giá trị 1 thể hiện các công ty có quy mô lớn với tổng tài sản lớn hơn mức trung bình của mẫu dữ liệu quan sát, ngược lại các công ty nhỏ là các công ty có tổng tài sản nhỏ hơn mức trung bình của mẫu dữ liệu quan sát, thể hiện với giá trị 0. Biến giả thể hiện việc phát hành cổ phiếu của công ty (Issue), được thể hiện bằng việc liệu doanh nghiệp có phát hành hay không trong năm tài chính; giá trị 1 thể hiện các công ty có phát hành mới trong năm, ngược lại, trong trường hợp công ty không phát hành cổ phiếu mới trong năm nhận giá trị 0. Biến giả thể hiện cơ hội tăng trưởng của công ty (High B/M) cho

thấy liệu công ty là công ty “tăng trưởng” hay công ty “giá trị” hay có cơ hội tăng trưởng cao hơn không. Với các công ty có B/M cao hơn mức trung bình của thị trường trong năm quan sát, công ty đó được xem là công ty “giá trị” được thể hiện với giá trị 1, ngược lại, với các công ty có giá trị B/M nhỏ hơn mức trung bình của thị trường, là công ty “tăng trưởng”, thể hiện với giá trị 0.

Đo lường đầu tư

Trong phương trình 1, đầu tư được xem xét theo bốn quan điểm khác nhau về hoạt động đầu tư của doanh nghiệp bao gồm: Chi tiêu vốn, tăng trưởng trong tổng tài sản, tăng trưởng của tài sản cố định, và tăng trong hàng tồn kho với các kí hiệu tương ứng là Capex, Total Assets, PPE và Inventories. Tác giả xem xét toàn diện các quan điểm về đầu tư và kiểm tra tính vững của mô hình hồi quy qua dữ liệu tính toán theo các quan điểm khác nhau và phản ánh đầu tư của các doanh nghiệp có đặc trưng hoạt động ở các ngành khác nhau.

Đo lường thanh khoản

Thanh khoản được đo lường bằng hai phương pháp khác nhau: Phương pháp đo lường chính của thanh khoản là khối lượng giao dịch. Tác giả sử dụng dữ liệu hàng ngày về số lượng cổ phiếu được giao dịch và tổng số cổ phiếu đang lưu hành của công ty, loại trừ những ngày khi tổng khối lượng giao dịch lớn hơn tổng số cổ phiếu lưu hành của công ty. Phương pháp đo lường thứ hai là khối lượng giao dịch điều chỉnh theo ngành được tính bằng trung bình giao dịch của công ty đã điều chỉnh theo ngành trong mỗi năm.

Khối lượng giao dịch là một đại lượng đặc trưng cho sự khác biệt kì vọng và hỗ trợ việc sử dụng khối lượng giao dịch làm đại diện cho sự bất đồng kì vọng sau khi loại bỏ ảnh hưởng của chu kì kinh tế. Ngoài ra, khối lượng giao dịch được sử dụng như một đại lượng đặc trưng cho tầm nhìn đầu tư và thông tin trên giá, đặc trưng cho đầu tư qua kênh định giá sai tài sản, quá tự tin và bất cân xứng trong kì vọng, chi phí phát hành và phát hành thêm cổ phiếu.

2.2.2. Xây dựng dữ liệu nghiên cứu

Để ước lượng mô hình đầu tư 1, tác giả thu thập dữ liệu cho các công ty phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán VN giai đoạn 2007–2013. Tiêu chí thu thập dữ liệu là số năm quan sát cho từng công ty tối thiểu phải là 5 năm, cụ thể dữ liệu trong giai đoạn từ 2009–2013 phải đầy đủ để đảm bảo yêu cầu về chuỗi thời gian trong cấu trúc dữ liệu bảng. Ngoài ra, tác giả áp dụng một số tiêu chí lọc dữ liệu nghiêm ngặt từ kết quả của các nghiên cứu trên để tránh những vấn đề nghiêm trọng của quan sát ngoại lai trong

mẫu dữ liệu. Mẫu dữ liệu sau cùng gồm 366 công ty phi tài chính niêm yết 162 công ty niêm yết trên HOSE và 204 công ty niêm yết trên HNX, trong giai đoạn 2008–2013.

2.2.3. Phương pháp ước lượng D-GMM

Mục đích của nghiên cứu nhằm giải quyết ba vấn đề chính khi ước tính phương trình 1 liên quan đến việc Tobin's Q có thể là biến nội sinh do tác động của những cú sốc hiện tại trên giá, do không là đại diện tốt cho cơ hội tăng trưởng của doanh nghiệp hoặc do lỗi đo lường trong Tobin's Q. Từ đó, thực hiện lựa chọn giữa hai cách tiếp cận để xử lý vấn đề nội sinh từ Tobin's Q. Phương pháp tiếp cận đầu tiên là lấy sai phân mô hình và sử dụng độ trễ của biến nội sinh như biến công cụ, có thể hồi quy bằng cách sử dụng một ước lượng IV-OLS hoặc ước lượng GMM. Phương pháp tiếp cận thứ hai là giữ nguyên mô hình và sử dụng các độ trễ của sai phân bậc nhất (L.D) làm các biến công cụ, hồi quy bằng cách sử dụng ước lượng IV-OLS. Thông qua kết quả kiểm định Hansen, kiểm định F và kiểm định độ vững của biến công cụ (Weak-Instrument Robust - kiểm định tính ý nghĩa của biến hồi quy nội sinh trong phương trình hồi quy), tác giả lựa chọn phương pháp thứ nhất là lấy sai phân mô hình và sử dụng độ trễ của biến nội sinh như biến công cụ bằng ước lượng GMM sai phân (D-GMM có thể xử lý vấn đề hiệu ứng cố định bất biến theo thời gian mà có thể tương quan với các biến giải thích và phù hợp với dữ liệu bảng có dạng “N lớn, T nhỏ”, nghĩa là có số đối tượng lớn nhưng chiều thời gian ngắn). Biến công cụ này bao gồm 2 nhóm: Nhóm thứ nhất là sử dụng các biến có sẵn trong mô hình (được lấy sai phân), bao gồm sai phân của các biến kiểm soát, vế phải của phương trình 1 ngoại trừ biến Tobin's Q; nhóm thứ hai là các độ trễ (độ trễ 1 kì và độ trễ 2 kì) của sai phân biến Tobin's Q, nhóm này không tham gia vào mô hình chính. Ngoài ra, tác giả còn sử dụng 3 biến tương tác gồm: Biến tương tác giữa khối lượng giao dịch và khối lượng giao dịch điều chỉnh theo ngành với sự kiện phát hành cổ phiếu; biến tương tác giữa khối lượng giao dịch và khối lượng giao dịch điều chỉnh theo ngành với quy mô doanh nghiệp; và biến tương tác giữa khối lượng giao dịch và khối lượng giao dịch ngành với biến thể hiện doanh nghiệp tăng trưởng hay bão hòa như đã đề cập phía trên. Các kết quả ước lượng từ mô hình 1 sẽ được kiểm tra tính vững thông qua kiểm định Hansen về tính hiệu lực và hợp lí của tập hợp các biến công cụ và các kiểm định Stock-Wright S về độ vững tập hợp biến công cụ.

2.2.4. Định hướng ước lượng

Như đã trình bày trong phương trình 1, giả thuyết chính là tham số β dương và có ý nghĩa, phản ánh tính thanh khoản càng cao thì càng thúc đẩy đầu tư công ty tăng cao. Đây là bằng chứng thể hiện tác động của kênh định giá sai và chi phí phát hành.

Để kiểm định giữa các kênh truyền dẫn khác nhau, tác giả tập trung vào kịch bản mà các công ty đã quyết định phát hành cổ phiếu và kiểm định liệu mối quan hệ giữa đầu tư và tính thanh khoản có mạnh hơn hay không. Để kiểm định giả thuyết này, phương trình hồi quy gốc phải thêm biến tương tác giữa một biến giả xác định nếu công ty phát hành cổ phiếu và các chỉ số đo lường thanh khoản. Khi tham số này dương và có ý nghĩa hàm ý mối quan hệ giữa kênh định giá sai trong trường hợp có phát hành cổ phiếu và chi phí của kênh phát hành.

Vấn đề về tác động của ràng buộc tài chính lên tương quan giữa thanh khoản và đầu tư công ty được kiểm định bằng việc thêm vào phương trình hồi quy gốc một biến giả đại diện cho quy mô công ty lớn hay nhỏ, và tương tác giữa biến này và các biến thể hiện thanh khoản. Khi tham số này âm và đáng kể sẽ cho thấy tác động của tính thanh khoản thị trường thường không đồng nhất với tình hình ràng buộc tài chính của công ty.

Cuối cùng, nếu thanh khoản khuyến khích đầu tư nhiều hơn, ảnh hưởng này sẽ rõ ràng hơn ở những công ty có nhiều cơ hội đầu tư. Để kiểm định được điều này, tác giả đưa vào mô hình hồi quy một biến giả thể hiện liệu công ty là công ty “tăng trưởng” hay công ty “giá trị”, và tương tác giữa biến giả này với những biến đại diện cho thanh khoản. Nếu hệ số là âm và có ý nghĩa sẽ giải thích được tác động của thanh khoản là không đồng nhất giữa các công ty có cơ hội đầu tư khác nhau.

3. Kết quả nghiên cứu

Mẫu quan sát bao gồm dữ liệu theo năm của 366 công ty niêm yết trên sàn chứng khoán VN giai đoạn 2008–2013, và đảm bảo yêu cầu mỗi công ty phải có dữ liệu dài hơn 5 kì liên tiếp. Tất cả các biến được hiệu chỉnh bằng kỹ thuật biến đổi Winsor (Winsorization) ở mức 1% để giảm thiểu ảnh hưởng của các ngoại lai ở mỗi đuôi có thể cho kết quả giả mạo. Các biến phụ thuộc bao gồm: Tăng trưởng tổng tài sản (Total Asset), tăng trưởng tài sản cố định (PPE), tăng trưởng hàng tồn kho (Inventory) và chi tiêu vốn (Capex) được xác định theo $\Delta I_{t+1} = (I_{t+1} - I_t) / I_t$. Các biến kiểm soát bao gồm Trading Vol. được xác định là số lượng cổ phiếu giao dịch trung bình năm điều chỉnh với số cổ phiếu đang lưu hành, Trading Vol./Ind được xác định là số lượng cổ

phiếu giao dịch trung bình năm điều chỉnh với số cổ phiếu giao dịch trung bình ngành cùng kì, Leverage được xác định bằng Tổng nợ/Tổng tài sản, Tobin's Q được xác định bằng (Vốn hóa thị trường + Tổng nợ)/Tổng tài sản, và Cash Flow được xác định bằng (EBIT+ Khấu hao)/Tổng tài sản. Các biến tham gia tương tác bao gồm Issue thể hiện việc công ty có phát hành thêm cổ phiếu trong năm quan sát, High B/M thể hiện công ty là công ty "giá trị" với tỉ số B/M cao hơn thị trường, Large thể hiện công ty có là công ty lớn với tổng tài sản lớn hơn mức trung bình thị trường.

Bảng 1

Thống kê dữ liệu

Biến	Số quan sát	Mean	Std. Dev.	Min	Max
<i>Biến đầu tư</i>					
Total asset	2.099	0,1505	0,2645	-0,3334	1,2481
PPE	2.099	0,3299	1,2590	-0,6777	8,9130
Inventory	2.099	0,1044	0,4444	-0,7958	1,9179
Capex	2.099	0,0256	0,1071	-0,1519	0,6052
<i>Biến thanh khoản</i>					
Trading Vol,	2.099	0,0045	0,0054	0,0000	0,0271
Trading Vol./Ind	2.099	1,0078	1,6792	0,0021	9,4981
<i>Biến kiểm soát</i>					
Leverage	2.099	0,5200	0,2178	0,0505	0,8871
Tobin's Q	2.099	1,0974	0,4385	0,4861	3,2647
Cash Flow	2.099	0,1771	0,1340	-0,0717	0,6741
<i>Biến tương tác</i>					
Issue	2.099	0,1729	0,3783	0	1
High B/M	2.099	0,5102	0,5000	0	1
Large	2.099	0,2187	0,4134	0	1

Bảng 2

Kết quả ước lượng sử dụng khối lượng giao dịch (Trading Vol.) và khối lượng giao dịch điều chỉnh ngành (Trading Vol./Ind) làm thước đo thanh khoản

Biến giải thích	Total asset (1)	PPE (2)	Inventory (3)	Capex (4)	Total asset (1)	PPE (2)	Inventory (3)	Capex (4)
Tobin's Q	0,0916 (0,1277)	2,4873** (1,229)	-0,4127* (0,2126)	0,1632** (0,0691)	0,1206 (0,0967)	1,6496* (0,888)	-0,2913* (0,1746)	0,1021* (0,0547)
Trading Vol.	2,5612 (3,5319)	-5,1737* (26,3472)	7,9354 (5,2822)	-3,8677*** (1,4553)				
Trading Vol./Ind					-0,0229* (0,0124)	-0,1272 ** (0,0877)	-0,0086* (0,0155)	-0,0067** (0,0063)
Leverage	1,6864*** (0,1369)	1,3328** (0,6508)	2,0591*** (0,2314)	0,1677*** (0,0552)	1,6518*** (0,1342)	1,4453** (0,5852)	2,0347*** (0,2272)	0,1791*** (0,0526)
Cash Flow	1,5309*** (0,1359)	1,0401** (0,7525)	2,189*** (0,2317)	0,1844*** (0,0636)	1,5101*** (0,1359)	1,1623* (0,7222)	2,2069*** (0,2291)	0,188*** (0,0624)
Observations	1001	1001	1001	1001	1001	1001	1001	1001
Number of firms	366	366	366	366	366	366	366	366
Hansen test (p_value)	0,0367	0,4975	0,2027	0,4392	0,0661	0,1966	0,0980	0,1569
Underidentification test (P_value)	0,0013	0,0013	0,0013	0,0013	0,0013	0,0013	0,0013	0,0013
Weak-instrument-robust inference (minimum P_value)	0,0684	0,0662	0,0457	0,0712	0,0754	0,0654	0,0531	0,0810

Sai số chuẩn được làm vững các giả định (Robust Standard Errors and Clustered by Firm) được trình bày trong ngoặc

*** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,1$

Bảng 2 trình bày kết quả của mô hình trong phương trình 1, sử dụng khối lượng giao dịch và khối lượng giao dịch điều chỉnh ngành làm thước đo thanh khoản. Kết quả kiểm định Hansen test cho thấy tập hợp biến công cụ không phù hợp cho định nghĩa đo lường đầu tư bằng sự tăng lên trong tổng tài sản, vì vậy thước đo đầu tư này không được sử dụng trong các hồi quy tiếp theo. Hệ số β của biến thanh khoản thể hiện tương quan âm có ý nghĩa giữa thanh khoản và đầu tư ở các định nghĩa đầu tư. Điều này hàm ý công ty

nào có khối lượng giao dịch cao hơn sẽ đầu tư ít hơn, đặc biệt là giảm đầu tư vào tài sản cố định và giảm chi tiêu vốn. Kết quả này không đồng nhất với kết luận của Muñoz (2012) nhưng được hỗ trợ từ các kết quả nghiên cứu của Fang (2014), kết luận rằng có mối tương quan âm rất đáng kể giữa thanh khoản thị trường chứng khoán và sự đầu tư đổi mới. Kết quả này một phần kiểm chứng kênh truyền dẫn tiêu cực tác động lên thanh khoản thị trường chứng khoán và đầu tư thông qua áp lực thị trường và các hành vi thiên cận của nhà quản lí.

Tác động của Tobin's Q không đồng nhất ở các định nghĩa khác nhau của đầu tư, nhưng nhìn chung có thể thấy đầu tư tại các doanh nghiệp lớn ở VN bị tác động nhiều từ cơ hội và triển vọng tăng trưởng, và Tobin's Q trong trường hợp này là đại diện tốt cho tập hợp cơ hội đầu tư, phù hợp với lí thuyết Q trong đầu tư.

Kết quả hồi quy cho thấy mối tương quan dương có ý nghĩa thống kê giữa nợ và đầu tư như kì vọng lí thuyết. Những doanh nghiệp sử dụng nợ nhiều thường có liên quan với việc tăng chi tiêu đầu tư, phù hợp với các lí thuyết về lợi ích tấm chắn thuế từ nợ, qua đó việc sử dụng đòn bẩy nợ cao sẽ làm tăng giá trị doanh nghiệp. Tuy nhiên, vẫn có một số nghiên cứu cho kết quả trái chiều về mối tương quan giữa đòn bẩy nợ và đầu tư; tiêu biểu là nghiên cứu của Muñoz (2012) lập luận đòn bẩy nợ có tương quan âm có ý nghĩa đến đầu tư và giải thích cho việc đầu tư quá mức với lập luận các công ty với mức đòn bẩy cao hơn sẽ đòi hỏi một dòng tiền lớn để trả lãi và vốn gốc, do đó giảm vốn đầu tư vào các dự án mới.

Kết quả hồi quy cũng chỉ ra dòng tiền (Cash Flow) có tương quan dương và có ý nghĩa mạnh mẽ đến đầu tư. Kết quả cho thấy chiều tương quan, độ lớn của hệ số và mức ý nghĩa dòng tiền tương tự như nghiên cứu của Almeida & Campello (2007) được giải thích bằng lí thuyết đại diện, bất cân xứng thông tin.

Bảng 3

Kết quả ước lượng với hai thước đo thanh khoản và biến tương tác trong trường hợp công ty có phát hành cổ phiếu

Biến giải thích:	Trading Vol.		Trading Vol./Ind	
	PPE (2)	Capex (4)	PPE (2)	Capex (4)
Tobin's Q	2,3933*	0,1581**	1,7758*	0,1068*
	(1,2467)	(0,0696)	(0,9443)	(0,0563)
Trading Vol.	-5,5089***	-4,0789***		

Biến giải thích:	Trading Vol.		Trading Vol./Ind	
	PPE (2)	Capex (4)	PPE (2)	Capex (4)
	(25,1353)	(1,4435)		
Issue * Trading Vol.	18,3336	0,9791		
	(22,8855)	(1,381)		
Trading Vol./Ind			-0,117**	-0,0062**
			(0,0889)	(0,0064)
Issue * Trading Vol./Ind			-0,0405	-0,0016
			(0,0512)	(0,0028)
Leverage	1,3794**	0,1701***	1,4176**	0,1783***
	(0,6528)	(0,055)	(0,5953)	(0,0528)
Cash Flow	0,9895**	0,1816***	1,1361**	0,1878***
	(0,7372)	(0,0634)	(0,73)	(0,0627)
Hansen test (p-value)	0,4978	0,4384	0,2197	0,1680
Underidentification test (p-value)	0,0016	0,0016	0,0001	0,0001
Weak-instrument-robust inference (min p-value)	0,0880	0,0856	0,0687	0,0819

Sai số chuẩn được làm vững các giả định được trình bày trong ngoặc

*** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,1$

Có thể thấy tác động của thanh khoản đến đầu tư không có sự khác biệt trong trường hợp công ty có hay không phát hành cổ phiếu. Tuy nhiên, tác động của thanh khoản lên đầu tư vẫn giữ được chiều hướng và độ lớn. Bằng chứng này phủ định hoàn toàn lập luận của kênh truyền dẫn xem thanh khoản thúc đẩy đầu tư công ty vì nó khuyến khích phát hành cổ phiếu. Kết quả này ủng hộ lập luận của kênh truyền dẫn tác động tiêu cực của thanh khoản lên đầu tư, cho rằng khi phát hành mới, để thu hút các nhà đầu tư lớn có xu hướng lướt sóng ngắn hạn dựa trên thông tin về kết quả kinh doanh của công ty, các nhà quản lý thường rơi vào các hành vi thiếu cẩn, hy sinh lợi ích dài hạn từ các dự

án đầu tư tốt mà tập trung duy trì và đẩy cao kết quả kinh doanh trong hiện tại, điều này làm giảm đầu tư một cách trầm trọng.

Bảng 4

Kết quả ước lượng với hai thước đo thanh khoản và biến tương tác trong trường hợp xem xét tình trạng ràng buộc tài chính theo quy mô công ty

Biến giải thích:	Trading Vol.		Trading Vol./Ind	
	PPE (2)	Capex (4)	PPE (2)	Capex (4)
Tobin's Q	2,3485*	0,1565**	1,5819*	0,0976*
	(1,2183)	(0,0687)	(0,8848)	(0,0548)
Trading Vol.	-5,157**	-4,1737***		
	(25,3144)	(1,4723)		
Large * Trading Vol.	6,1939*	3,1885*		
	(4,62014)	(2,0106)		
Trading Vol./Ind			-0,2425*	-0,0146**
			(0,1426)	(0,0098)
Large * Trading Vol./Ind			0,1647*	0,0112*
			(0,1072)	(0,0073)
Leverage	1,2805**	0,165***	1,3204**	0,1702***
	(0,6445)	(0,0551)	(0,5604)	(0,0522)
Cash Flow	0,9536**	0,1799***	1,1045**	0,1838***
	(0,7544)	(0,0638)	(0,7167)	(0,0621)
Hansen test (p-value)	0,5239	0,4549	0,2118	0,1685
Underidentification test (p-value)	0,0013	0,0013	0,0001	0,0001
Weak-Instrument-Robust inference (min p-value)	0,0904	0,0872	0,0802	0,0986

Sai số chuẩn được làm vững các giả định trình bày trong ngoặc

*** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,1$

Bảng 4 cho thấy hệ số của biến Trading Vol. được tăng cường về giá trị tuyệt đối khi xem xét đến tác động của biến tương tác giữa quy mô công ty và thanh khoản lên đầu tư ở cấp độ công ty. Điều này chứng tỏ tương quan âm của khối lượng giao dịch với đầu tư công ty vẫn giữ vững khi xem xét đến quy mô của các doanh nghiệp trong mẫu. Kiểm định ý nghĩa đồng thời cho các biến bằng kiểm định Wald với các biến tương tác và biến tham gia tương tác lần lượt cho từng hồi quy với các phương pháp đo lường khác nhau của thanh khoản, kết quả kiểm định bác bỏ giả thuyết H_0 ở mức ý nghĩa 5%, cho thấy mô hình là hợp lý và biến thanh khoản trong mô hình tương tác vẫn có ý nghĩa.

Bảng 5

Kết quả ước lượng với hai thước đo thanh khoản và biến tương tác trong trường hợp xem xét cơ hội đầu tư của doanh nghiệp

Biến giải thích:	Trading Vol.		Trading Vol./Ind	
	PPE (2)	Capex (4)	PPE (2)	Capex (4)
Tobin's Q	2,5029*	0,168**	1,6429*	0,1002*
	(1,2876)	(0,0712)	(0,8996)	(0,0554)
Trading Vol.	-5,3571*	-4,4232**		
	(36,5183)	(1,8188)		
High B/M*Trading Vol.	5,085	1,0951		
	(25,3094)	(1,2883)		
Trading Vol./Ind			-0,1306*	-0,0063*
			(0,0916)	(0,0066)
High B/M*Trading Vol./Ind			0,0169	-0,0013
			(0,0338)	(0,0035)
Leverage	1,3472**	0,1705***	1,4545**	0,1782***
	(0,6476)	(0,0559)	(0,5855)	(0,0529)
Cash Flow	1,0461**	0,1858***	1,1652*	0,1871***
	(0,7517)	(0,0637)	(0,724)	(0,0625)
Hansen test (p-value)	0,4955	0,4350	0,1925	0,1595
Underidentification test	0,0019	0,0019	0,0001	0,0001

Biến giải thích:	Trading Vol.		Trading Vol./Ind	
	PPE (2)	Capex (4)	PPE (2)	Capex (4)
Weak-instrument-robust inference (min p-value)	0,0809	0,0725	0,0684	0,0898

Sai số chuẩn được làm vững các giả định (Robust Standard Errors and Clustered by Firm) trình bày trong ngoặc

*** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,1$

Kết quả hồi quy với hai phương pháp ước tính thanh khoản bằng tăng trưởng tài sản cố định và chi tiêu vốn trong phương trình hồi quy cho thấy hệ số biến tương tác giữa cơ hội tăng trưởng và khối lượng giao dịch không có ý nghĩa. Tuy nhiên, tác động của thanh khoản lên đầu tư vẫn giữ được chiều hướng và độ lớn. Điều này chứng tỏ tương quan âm của khối lượng giao dịch với đầu tư công ty vẫn giữ vững khi xem xét đến sự khác biệt về cơ hội tăng trưởng của các doanh nghiệp trong mẫu. Kết quả hồi quy này đưa ra bằng chứng chống lại ý tưởng những công ty “tăng trưởng” sẽ nhạy cảm hơn với đặc điểm của thị trường khi thực hiện đầu tư của họ. Mô hình hợp lý và biến thanh khoản trong mô hình có tương tác vẫn có ý nghĩa qua các kiểm định trên.

4. Kết luận

4.1. Kết luận nghiên cứu

Phát hiện của nghiên cứu này cho thấy thanh khoản của thị trường có tác động tiêu cực làm giảm đầu tư ở cấp độ công ty qua kênh truyền dẫn tiêu cực. Kết quả này hàm ý ở thị trường chứng khoán VN, do đặc tính thị trường chủ yếu đầu tư lướt sóng, nên các nhà quản lý doanh nghiệp chịu áp lực về kết quả hoạt động kinh doanh, đặc biệt trong ngắn hạn. Đặc điểm này dẫn đến hành vi thiển cận của nhà quản lý hy sinh những cơ hội đầu tư tốt để đánh đổi bằng tăng trưởng trong ngắn hạn. Ngoài ra, đầu tư tại các doanh nghiệp lớn ở VN bị tác động nhiều từ cơ hội và triển vọng tăng trưởng, và Tobin's Q trong trường hợp này là đại diện tốt cho tập hợp cơ hội đầu tư. Tác giả cũng tìm thấy các bằng chứng thuyết phục về mối tương quan dương có ý nghĩa giữa nợ và đầu tư, với đòn bẩy là biến kiểm soát cho độ nhạy cảm của đầu tư và dòng tiền. Điều này hàm ý những doanh nghiệp sử dụng nợ nhiều thường liên quan với việc tăng chi tiêu đầu tư. Nghiên cứu cũng đưa ra các bằng chứng giải thích cho việc sử dụng dòng tiền làm thước đo cho

ràng buộc tài chính và mối tương quan dương có ý nghĩa mạnh mẽ giữa dòng tiền và đầu tư ở cấp độ công ty.

4.2. Một số hàm ý chính sách

- Đối với các nhà quản lý doanh nghiệp:

- Do áp lực thị trường chứng khoán quá lớn và áp lực từ các nhà đầu tư lướt sóng dẫn đến hành vi thiển cận của nhà quản lý trong việc đưa ra các quyết định đầu tư, các nhà quản trị cần phải xem xét cân trọng lợi ích và đánh đổi giữa các cơ hội đầu tư dài hạn, làm gia tăng giá trị doanh nghiệp, và kết quả hoạt động kinh doanh trong ngắn hạn của công ty.

- Các nhà quản lý doanh nghiệp cần tận dụng những thời điểm thanh khoản của chứng khoán công ty cao để phát hành thêm cổ phiếu nhằm nhận được nguồn tài trợ chi phí thấp tài trợ cho các dự án đầu tư tốt.

- Đối với các nhà đầu tư:

- Các nhà đầu tư chủ yếu lướt sóng trên thị trường nên tạo nhiều áp lực đối với kết quả kinh doanh ngắn hạn của nhà quản lý; vì vậy cần xây dựng một kế hoạch đầu tư và giao dịch dài hạn và sử dụng kết quả phân tích có thể giúp nhà đầu tư đưa ra quyết định đầu tư và phản hồi tốt ngay cả khi họ gặp phải một giao dịch thua lỗ không thể tránh khỏi.

- Các nhà đầu tư phải căn cứ trên các phân tích hợp lý kết hợp giữa cơ hội đầu tư, giá trị doanh nghiệp và kết quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp để xây dựng kế hoạch đầu tư và giao dịch dài hạn chứ không nên đơn thuần dựa trên kết quả hoạt động kinh doanh trong ngắn hạn của doanh nghiệp.

- Đối với các nhà hoạch định chính sách:

- Bất cân xứng thông tin và tính minh bạch của thị trường là một vấn đề được quan tâm rất nhiều ở VN. Do vậy, để giảm thiểu áp lực thị trường chứng khoán và tạo tiền đề cho các nhà đầu tư hướng tới việc đầu tư dài hạn trên thị trường, cần cải thiện cơ chế minh bạch thông tin của các doanh nghiệp niêm yết đối với nhà đầu tư, từ đó nâng cao niềm tin đối với chất lượng hoạt động của doanh nghiệp.

- Cần tạo môi trường và định hướng đầu tư dài hạn cho các nhà đầu tư nhằm tạo ra nguồn vốn có chi phí sử dụng vốn thấp, và có mức độ ổn định cao. Đây chính là nguồn tài chính giúp các doanh nghiệp đầu tư cho các dự án mang lại giá trị gia tăng cao đồng thời hạn chế hành vi thiển cận trong quyết định đầu tư của nhà quản lý ■

Tài liệu tham khảo

- Admati, A. R., & Pfleiderer, P. (2009). The Wall Street walk and shareholder activism: Exit as a form of voice. *Review of Finance Studies*, 22(7), 2645-2685.
- Almeida, H., Campello, M., & Galvao Jr, A. F. (2010). Measurement errors in investment equations. *Review of Finance Studies*, 23(9), 3279-3382.
- Banerjee, S., & Kremer, I. (2010). Disagreement and learning: Dynamic patterns of trade. *Journal of Financial*, 65(4), 1269-1302.
- Butler, A.W., Grullon, Gustavo, W., & James, P. W. (2005). Stock market liquidity and the cost of issuing equity. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40(2), 331-348.
- Edmans, A., & Manso, G. (2011). Governance through trading and intervention: A theory of multiple blockholders. *Review of Finance Studies*, 24(7), 2395-2428.
- Fang, V. W., Tian, X., & Tice, S. (2014). Does Stock Liquidity Enhance or Impede Firm Innovation? *Journal of Finance*, 69(5), 2085-2125.
- Gilchrist, S., Himmelberg, C. P., & Huberman, G. (2005). Do stock price bubbles influences corporate investment? *Journal of Monetary Economic*, 52(2005), 805-827.
- Lesmond, D. A. (2005). Liquidity of emerging markets. *Journal of Financial Economics*, 77(2), 411-452.
- McGahan, A. M., & Porter, M. E. (1997). How much does industry matter, really? *Strategic Management Journal*, 18(Summer Special Issue), 15-30.
- Muñoz, F., (2012). Liquidity and firm investment: Evidence for Latin America. *Journal of Empirical Finance*, 20(2013), 18-29.
- Polk, C., & Sapienza, P. (2009). The stock market and corporate investment: A test of catering theory. *Review of Finance Studies*, 22(1), 188-217.
- Porter, M. (1992). Capital disadvantage: America's failing capital investment system. *Harvard Business Review*, 70(5), 65-82.
- Sadka, R., & Scherbina, A. (2007). Analyst disagreement, mispricing, and liquidity. *Journal of Finance* 62(5), 2367 - 2404.
- Stein, J. (1988). Takeover threats and managerial myopia. *Journal of Political Economy*, 96(1), 61-80.
- Stein, J. (1989). Efficient capital market, inefficient firms: A model of myopic corporate behavior. *Quarterly Journal of Economics*, 104(4), 655-669.
- Stein, J. (1996). Rational capital budgeting in an irrational world. *Journal of Business*, 69, 429-455.