

---

## ĐỀ CƯƠNG NGHIÊN CỨU

### ẢNH HƯỞNG CỦA DÒNG TIỀN ĐẾN ĐẦU TƯ CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM

#### I- Lý do nghiên cứu:

##### Lý do nghiên cứu đề tài này:

Lý thuyết Modigliani-Miller từ lâu đã chỉ ra rằng trong điều kiện thị trường vốn hoàn hảo, việc huy động vốn từ bên ngoài hay bên trong công ty thì không có liên quan đến các quyết định đầu tư của công ty đó. Rất nhiều nghiên cứu sau đó đã nghi ngờ tính thay thế hoàn hảo giữa nguồn vốn huy động từ bên ngoài và bên trong công ty, dựa trên sự thật là không tồn tại một thị trường vốn hoàn hảo như vậy. Các nghiên cứu của Fazzari, Hubbard, và Petersen (sau đây gọi tắt là FHP) (1988), Himmelberg và Petersen (1994) đã phát hiện ra rằng dòng tiền (cash flow) có ảnh hưởng quan trọng đối với việc quyết định đầu tư của công ty.

Trong khi các nghiên cứu về mối quan hệ giữa dòng tiền và đầu tư đã trở nên phổ biến giữa các nhà nghiên cứu ở các nước phát triển, thì nghiên cứu về các nước đang phát triển hoặc bị thiếu, hoặc bị bỏ qua trước đây. Tại Việt Nam, khi thị trường chứng khoán vẫn còn khá bấp bênh và các kênh thu hút vốn khác vẫn còn chưa phát triển, các công ty Việt Nam không dễ dàng gì để có thể tiếp cận nguồn vốn bên ngoài để tài trợ các cơ hội đầu tư của họ. Có hay không vì khó khăn ấy mà đầu tư của các công ty Việt Nam bị phụ thuộc vào dòng tiền (cash flow) của chính công ty, là đề tài nghiên cứu mà tác giả đặt ra ở đây.

##### Lý do cá nhân trong việc nghiên cứu đề tài:

#### II- Câu hỏi nghiên cứu:

Câu hỏi nghiên cứu tác giả đặt ra là: Đầu tư của các công ty ở Việt Nam có bị ảnh hưởng bởi dòng tiền hay không? Hay nói cách khác: có phải là các quyết định đầu tư của công ty thì hoàn toàn độc lập với biến động của dòng tiền trong công ty hay không? Không dừng lại ở đó, tác giả cũng đặt ra một câu hỏi là, nếu dòng tiền tác động đáng kể đối với đầu tư (kết quả kỳ vọng ở câu hỏi số một) thì điều đó có đúng cho tất

---

cả các công ty lớn và nhỏ hay không? Đây cũng chính là câu hỏi nghiên cứu số 2 của đề tài đặt ra ở đây.

### **III-Mục tiêu nghiên cứu:**

Mục tiêu nghiên cứu được xác định như sau:

- Nhận dạng các yếu tố tác động đến đầu tư và so sánh mức độ ảnh hưởng của dòng tiền đến đầu tư của các công ty niêm yết có quy mô khác nhau tại Việt Nam.
- Đề xuất một số kiến nghị có liên quan đến các nhà làm chính sách khi nhắm đến việc hỗ trợ hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp; đề xuất phương hướng nhằm để tăng đầu tư của các nhà quản lý doanh nghiệp, bên cạnh đó cũng làm rõ hơn nhận định của các nhà đầu tư về tiềm năng phát triển của doanh nghiệp đó thông qua kết quả nghiên cứu của đề tài.

### **IV-Đối tượng và phạm vi nghiên cứu**

Đối tượng nghiên cứu của đề tài là sự tác động của dòng tiền tới đầu tư của công ty trên phạm vi các công ty niêm yết trên sàn chứng khoán HOSE và HASE trong 5 năm từ 2007 đến 2011. Đề tài cũng loại trừ các tổ chức tài chính như ngân hàng, công ty tài chính...và các công ty không có thông tin để tính toán dòng tiền trong khoảng thời gian này.

### **V- Kết cấu dự kiến của đề tài:**

Chương 1: Giới thiệu

Chương 2: Cơ sở lý thuyết

Chương 3: Phương pháp nghiên cứu

Chương 4: Phân tích dữ liệu và kết quả nghiên cứu.

Chương 5: Kết luận và kiến nghị.

### **VI-Cơ sở lý thuyết:**

#### **VI.1 Lý thuyết về đầu tư:**

##### **VI.1.1 Lý thuyết gia tốc đầu tư (Accelerator theory):**

Tư tưởng trung tâm của lý thuyết gia tốc đầu tư là mối quan hệ giữa sản lượng và đầu tư. Theo như lý thuyết này thì khi quy mô sản lượng sản xuất tăng lên, nhu cầu vốn đầu tư sẽ tăng lên theo một hệ số bội (multiple). Hay nói cách khác, khi nhu cầu về tư liệu sản xuất và nhân công tăng lên, một số lượng cao hơn các thương phẩm cần được sản xuất ra, điều này dẫn đến lượng vốn đầu tư vào tài sản cố định nhiều hơn để sản xuất một lượng đạt nhu cầu.

---

### **VI.1.2 Lý thuyết đầu tư tân cổ điển (Neoclassical theory):**

Với sự khởi đầu trong nghiên cứu của Modigliani & Miller (1958) và tiếp sau đó là loạt nghiên cứu của Jorgensen (1963, 1966, 1967, 1971) cùng các cộng sự của ông, khác với lý thuyết về dòng tiền, lý thuyết đầu tư tân cổ điển nói lên rằng huy động vốn từ bên trong hay bên ngoài công ty thì đều có chi phí như nhau. Vì vậy, các quyết định đầu tư phụ thuộc chủ yếu vào tính sinh lợi của dự án đầu tư, còn các quyết định về tài chính của công ty như huy động bằng hình thức nào, bên trong hay bên ngoài công ty, hay các quyết định chi trả cổ tức thì không có liên quan đến quyết định đầu tư của công ty.

### **VI.1.3 Lý thuyết dòng tiền của đầu tư (Cash flow theory):**

Theo lý thuyết của Modigliani-Miller, không tồn tại mối quan hệ giữa dòng tiền và đầu tư trong thị trường hoàn hảo. Tuy vậy, lý thuyết này cũng dấy lên mối quan tâm về tác động của dòng tiền đối với đầu tư một khi thị trường vẫn được coi là chưa hoàn hảo. Nhiều nghiên cứu phát hiện rằng các công ty nhìn chung thường ưu tiên sử dụng dòng tiền của công ty để tài trợ cho các hoạt động đầu tư. Chính vì đầu tư của công ty bị phụ thuộc vào tính thanh khoản của công ty đó, một sự sụt giảm lớn của dòng tiền sẽ dẫn đến sự cắt giảm đầu tư. Một số nhà nghiên cứu cho rằng đây chính là dấu hiệu của một công ty bị “hạn chế tài chính” (financial constraints).

### **VI.1.4 Lý thuyết đầu tư của Tobin (Tobin's Q theory):**

Grunfeld (1960) đã đề nghị sử dụng giá trị thị trường của công ty như là đại diện tiêu biểu cho khả năng tạo lợi nhuận kỳ vọng của công ty. Vì vậy, đầu tư phụ thuộc vào giá trị thị trường của công ty đó. Cách tiếp cận giá trị thị trường này của Grunfeld được xem là người đi trước mở đường cho lý thuyết Q của Tobin (Tobin's Q theory). Brainare và Tobin (1968), và Tobin (1969) đã nỗ lực giải thích về đầu tư dựa trên một chỉ số q, chỉ số này là tỷ số của giá trị thị trường của vốn và chi phí thay thế nó. Ý tưởng của lý thuyết này là khi chỉ số q lớn hơn 1, thì công ty nên tiến hành đẩy mạnh đầu tư vì lợi nhuận tạo ra sẽ vượt hơn chi phí mua tài sản của công ty.

## **VI.2 Các nghiên cứu trước liên quan đến mối quan hệ giữa dòng tiền và đầu tư**

**VI.3.1 “Quyết định đầu tư – Nghiên cứu thực nghiệm” (The Investment Decision — An Empirical Study), (1958), John R. Meyer và Edwin Kuh, Harvard University Press.**

---

Meyer và Kuh (1958) đã nghiên cứu thực nghiệm về nhân tố tác động đến quyết định của công ty khi mua tài sản cố định, với dữ liệu 600 công ty Mỹ trong giai đoạn 5 năm (1946-1950).

Một trong những phát hiện quan trọng của Meyer và Kuh là cho thấy tầm quan trọng của các chỉ tiêu tài chính đối với quyết định đầu tư của công ty, cụ thể là công ty có xu hướng ưu tiên sử dụng dòng tiền nội bộ cho các quyết định đầu tư. Meyer và Kuh kiểm tra sự ảnh hưởng của dòng tiền đối với đầu tư, và thấy rằng **thời điểm đầu tư của công ty có liên quan đến sự sẵn có nguồn tài trợ từ nội bộ trong hầu hết các giai đoạn phát triển của một công ty.**

### **VI.3.2 “Chi phí vốn đầu tư, tài chính công ty, và lý thuyết đầu tư” (The cost of capital, corporation finance and the theory of investment) (1958), Franco Modigliani, và Merton Miller.**

Modigliani và Miller (1958) đã nghiên cứu về mối liên quan giữa cấu trúc tài chính của công ty và quyết định đầu tư của công ty đó.

Nghiên cứu của Modigliani và Miller đã dẫn đến hàng loạt các nghiên cứu khác tiếp sau đó (Jorgenson 1963, Hall và Jorgenson, 1967) cho rằng trong *thị trường hoàn hảo* thì các yếu tố quyết định đầu tư của công ty không có liên quan đến quyết định tài chính của công ty mà đầu tư được quyết định bởi các yếu tố khác như khả năng sinh lợi của tài sản, trong khi đó yếu tố này được xem là độc lập với quyết định tài chính bên trong của một công ty.

### **VI.3.3 “Hạn chế tài chính và đầu tư của công ty” (Financing constraints and corporate investment) (1988), Fazzari, S.M., Hubbard, R.G. & Petersen, B.C.**

Nhóm nghiên cứu sử dụng dữ liệu từ Value Line của 421 công ty trong ngành sản xuất của Mỹ từ năm 1969 đến 1984 và phân thành 3 loại: 49 công ty thuộc loại 1 có tỷ lệ chi trả cổ tức ít hơn 10% trong ít nhất 10 đến 15 năm gần nhất; 39 công ty có tỷ lệ chi trả cổ tức giữa 10% đến 20% thuộc loại 2, và tất cả 334 công ty khác thuộc loại 3.

Kết quả nghiên cứu của FHP đã làm rúng động giới nghiên cứu về mối quan hệ giữa đầu tư và dòng tiền. Trong mô hình nghiên cứu về mối quan hệ giữa dòng tiền và đầu tư, nhóm ông phát hiện ra rằng đầu tư các công ty gặp “hạn chế tài chính” thì bị phụ thuộc vào dòng tiền của công ty đó. Còn đầu tư của các công ty không mắc phải “hạn chế tài chính” thì ít bị phụ thuộc vào dòng tiền. **Vì thế, nhóm nghiên cứu cho là chính “hạn chế tài chính” làm xuất hiện mối quan hệ giữa dòng tiền và đầu tư.**

---

---

## VII- Phương pháp nghiên cứu:

Đề tài sử dụng phương pháp nghiên cứu định lượng trong đó mô hình hồi quy đóng vai trò chủ đạo để kiểm định vấn đề nghiên cứu đặt ra.

Dựa vào các lý thuyết đầu tư và các bài nghiên cứu về mối quan hệ giữa dòng tiền và đầu tư trước đây, đề tài sử dụng các biến như sau: biến số Đầu tư của công ty là biến số phụ thuộc; biến số độc lập bao gồm: (i) Dòng tiền kỳ trước, (ii) Tiền kỳ trước (iii) Tobin's Q, (iv) Tốc độ tăng trưởng doanh thu có độ trễ một kỳ, (v) Tỷ lệ chi trả cổ tức kỳ này, (vi) Tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu.

### VII.1 Mô hình nghiên cứu:

$$I_{it}/N_{i,t-1} = b_1CF_{i,t-1}/N_{i,t-1} + b_2CS_{i,t-1}/N_{i,t-1} + b_3Q_{i,t-1} + b_4Y_{i,t-1} + b_5D_{vi,t}/N_{i,t-1} + b_6D_{i,t}/E_{i,t} + e_{it}$$

$I_{it}$  biểu thị đầu tư của công ty

$N_{i,t-1}$  biểu thị tài sản cố định thuần của công ty đầu năm

$CF_{i,t-1}$  biểu thị dòng tiền của công ty kỳ trước

$CS_{i,t-1}$  biểu thị tổng tiền và các khoản tương đương tiền của công ty đầu năm

$Q_{i,t-1}$  ký hiệu Tobin Q của công ty

$Y_{i,t}$  biểu thị tốc độ tăng trưởng doanh thu kỳ trước

$D_{vi,t}$  biểu thị tỷ lệ chi trả cổ tức kỳ này

$D_{i,t}/E_{i,t}$  biểu thị tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu và  $e_{it}$  ký hiệu cho sai số.

### VII. 2 Dữ liệu nghiên cứu:

- **Mẫu:** Lấy dữ liệu cho 100 công ty đang niêm yết trên sàn chứng khoán HOSE và HASE trong 5 năm từ 2007 đến 2011. Tổng cộng sẽ có 500 mẫu dùng để quan sát.
- **Cách lấy mẫu:** Dựa trên Giá trị vốn hóa thị trường của các công ty để chọn ra 50 công ty có giá trị vốn hóa thị trường lớn nhất và 50 công ty có giá trị vốn hóa thị trường nhỏ nhất đang niêm yết trên sàn chứng khoán HOSE và HASE trong 5 năm từ 2007 đến 2011. Đề tài cũng loại trừ các ngân hàng, công ty tài chính, công ty bảo hiểm, bất động sản hay các công ty không có thông tin để tính toán dòng tiền trong khoảng thời gian này. Toàn bộ các thông tin chuẩn bị cho biến phụ thuộc (đầu tư), và các biến độc lập (dòng tiền, tobin's q, doanh thu kỳ trước, tốc độ tăng

trường doanh thu v.v) được lấy trên các báo cáo tài chính và thông tin đã được công bố rộng rãi.

**VIII- Tiến độ nghiên cứu:**

STT	Các nội dung, công việc thực hiện chủ yếu	Sản phẩm phải đạt	Thời gian (bắt đầu – kết thúc)	Người thực hiện
1	Đọc các tài liệu nghiên cứu ở nước ngoài có liên quan đến đề tài	Chuyên đề 1: Tổng hợp nội dung các đề tài nghiên cứu đã được thực hiện ở các nước phát triển liên quan đến đề tài đang làm.	13/6/2013 - 13/9/2013	
2	Chuẩn bị dữ liệu (500 mẫu) 100 công ty niêm yết trên TTC	500 mẫu dữ liệu đã được lọc và điều chỉnh cho các biến độc lập và biến phụ thuộc	13/9/2013- 13/11/2013	
3	Chạy mô hình dựa vào dữ liệu đã thu thập	Chuyên đề 2: Kết quả mô hình 1, báo cáo tiến độ thực hiện đề tài, nhận xét về kết quả của mô hình thử nghiệm.	13/11/2013- 13/1/2014	
4	Viết báo và hoàn chỉnh đề tài.	Hoàn thành đề tài và bài báo khoa học.	13/1/2014- 13/3/2014	

**IX- Kinh phí thực hiện:**

**X- Tài liệu tham khảo:**

Carpenter, R.E. & Guariglia, A. (2008). Cash flow, investment, and investment opportunities: New tests using UK panel data. *Journal of Banking and Finance*, 32, 1894–1906.

Kapadakkam, P.R., Kumar, P.C. & Riddick, L.A. (1998). The impact of cash flows and firm size on investment: The international evidence. *Journal of Banking and Finance*, 22, 293-320.

.....

TP.Hồ Chí Minh, ngày      tháng      năm 2013

Trưởng Khoa

Chủ nhiệm đề tài