

**ĐẠI HỌC QUỐC GIA TP. HCM  
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ - LUẬT**

**NGUYỄN TRỌNG NGHĨA**

**TÁC ĐỘNG CỦA ĐẦU TƯ QUÁ MỨC ĐẾN HIỆU QUẢ  
HOẠT ĐỘNG CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT  
TẠI VIỆT NAM**

**TÓM TẮT LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ**

**TP. Hồ Chí Minh năm 2021**

**ĐẠI HỌC QUỐC GIA TP. HCM  
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ - LUẬT**

**NGUYỄN TRỌNG NGHĨA**

**TÁC ĐỘNG CỦA ĐẦU TƯ QUÁ MỨC ĐẾN HIỆU QUẢ  
HOẠT ĐỘNG CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT  
TẠI VIỆT NAM**

**Chuyên ngành: Tài chính – Ngân hàng  
Mã số chuyên ngành: 62340201**

**TÓM TẮT LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ**

**Tp. Hồ Chí Minh năm 2021**

Công trình được hoàn thành tại: **Trường Đại học Kinh tế -Luật –  
ĐHQG-HCM**

Người hướng dẫn khoa học 1: PGS. TS. Phan Đình Nguyên

Người hướng dẫn khoa học 2: TS. Nguyễn Ngọc Huy

Phản biện độc lập 1: GS. TS. Võ Xuân Vinh

Phản biện độc lập 2: TS. Phan Khoa Cường

Phản biện 1:.....

Phản biện 2:.....

Phản biện 3:.....

Luận án sẽ được bảo vệ trước Hội đồng chấm luận án họp tại

.....

.....

vào lúc giờ ..... ngày ..... tháng ..... năm

## CHƯƠNG 1. GIỚI THIỆU

Trong chương này tác giả giới thiệu chung về luận án. Trước tiên, tác giả trình bày tính cấp thiết vì sao tác giả chọn chủ đề nghiên cứu, tổng lược các nghiên cứu liên quan để tìm khoảng trống nghiên cứu, mục tiêu nghiên cứu, câu hỏi nghiên cứu; Tiếp theo tác giả trình bày phương pháp nghiên cứu nhằm giải quyết các mục tiêu và câu hỏi, đối tượng và phạm vi nghiên cứu và các đóng góp của luận án về mặt lý thuyết cũng như thực tiễn; Cuối cùng, tác giả trình bày cấu trúc của luận án làm cơ sở để tác giả xuyên suốt thực hiện vấn đề nghiên cứu đặt ra.

### 1.1. Tính cấp thiết của nghiên cứu

Lý thuyết tài chính hiện đại xem quyết định đầu tư là một trong những quyết định quan trọng trong tài chính doanh nghiệp, vì quyết định đầu tư được thiết lập sẽ dẫn dắt các quyết định quan trọng khác như quyết định tài trợ hay quyết định phân phối (Ross và cộng sự, 2008). Đầu tư là hoạt động quyết định cho khả năng tăng trưởng và phát triển của doanh nghiệp. Đầu tư đề cập đến việc doanh nghiệp bỏ ra khoản vốn nhất định nhằm hình thành và bổ sung những tài sản cần thiết để giúp doanh nghiệp đạt được mục tiêu kinh doanh trong tương lai. Có thể thấy đầu tư liên quan mật thiết với hiệu quả hoạt động vì không có dự án đầu tư mới thì doanh nghiệp không thể tồn tại và phát triển trong môi trường cạnh tranh khốc liệt như hiện nay. Dựa trên cơ cấu tài sản, đầu tư của doanh nghiệp tập trung vào ba nhóm sau: đầu tư vào tài sản lưu động (đầu tư ngắn hạn nhằm đảm bảo hoạt động sản xuất – kinh doanh của doanh nghiệp), đầu tư vào tài sản cố định (đầu tư dài hạn để xây lắp và mua sắm máy móc thiết bị), và đầu tư vào các tài sản tài chính (đầu tư tài chính thông qua việc mua cổ phiếu, trái phiếu, và góp vốn liên doanh với doanh nghiệp khác) (Brigham, 2009). Đầu tư của doanh nghiệp có thể đầu tư vừa mức, đầu tư dưới mức và đầu tư quá mức. Đầu tư quá mức là việc doanh nghiệp chi tiêu vượt quá mức đầu tư cần thiết để duy trì trạng thái hoạt động hiện hữu và tài trợ cho các khoản đầu tư mới mà doanh nghiệp kỳ vọng có NPV dương trong điều kiện doanh nghiệp có dòng tiền tự do cao. Việc đầu tư vừa phải với khả năng tài chính và kiểm soát làm tăng hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, nhưng đầu tư quá mức ngoài khả năng sẽ làm giảm hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp (Richardson, 2006). Quan điểm này trước đó cũng được (M. C. Jensen, 1986) đề cập. Jensen cho rằng đầu tư quá mức xảy ra khi có sự tồn tại của dòng tiền tự do dương trong doanh nghiệp. Dòng tiền tự do là dòng tiền vượt quá nhu cầu của doanh nghiệp

để duy trì hoạt động và để tài trợ cho các dự án có NPV dương. Hành vi này tuy mang lại lợi ích cho nhà quản trị vì gia tăng đầu tư giúp nhà quản trị kiểm soát được nhiều nguồn lực hơn, đòi hỏi được các đặc quyền cao hơn, và nâng cao vị thế của mình trong doanh nghiệp, nhưng hành vi này gây thiệt hại đối với chủ sở hữu doanh nghiệp nếu các nguồn lực, đặc quyền, vị thế của nhà quản trị không được kiểm soát tốt. Chính vì vậy, trong trường hợp đầu tư quá mức thì hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp sẽ có xu hướng giảm do (1) thua lỗ từ việc đầu tư vào các dự án kém hiệu quả và (2) gia tăng chi phí để giám sát hành vi của nhà quản trị (Bhuiyan & Hooks, 2019; Dogru, 2017; Pellicani & Kalatzis, 2019; M. Shi, 2019; Titman và cộng sự, 2004; Yu và cộng sự, 2020).

Mặc dù nghiên cứu về đầu tư quá mức và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp là chủ đề hết sức cần thiết trong bối cảnh thế giới chịu nhiều biến động như hiện nay. Tuy nhiên, các nghiên cứu về đầu tư quá mức gần đây trên thế giới chủ yếu được nghiên cứu tại Mỹ và Trung Quốc và cũng còn nhiều tranh luận theo nhiều cách tiếp cận khác nhau. Điển hình như các nghiên cứu ở Trung Quốc tập trung vào đánh giá hành vi đầu tư quá mức của doanh nghiệp Ding và cộng sự (2019) và các nhân tố giải thích cho hành vi đầu tư quá mức này (X. Liu, 2017; M. Shi, 2019; Zhang và cộng sự, 2016). Tại Mỹ, Bhuiyan & Hooks (2019) cũng tập trung đánh giá các nhân tố tác động đến đầu tư quá mức, đặc biệt nhấn mạnh vào lượng tiền mặt mà doanh nghiệp nắm giữ. Một số nghiên cứu khác tuy có đề cập đến đầu tư quá mức nhưng chỉ giải thích cho tác động của các yếu tố đến đầu tư quá mức, mặc dù cũng sử dụng các thước đo lường đầu tư quá mức hiện đại. Chẳng hạn, Ling và cộng sự (2016) cho rằng yếu tố quan hệ chính trị có tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động vì nó thúc đẩy hành vi đầu tư quá mức trong doanh nghiệp. Wei và cộng sự (2019) chỉ ra tác động của chi trả cổ tức đến hiệu quả hoạt động thông qua hành vi đầu tư quá mức của doanh nghiệp. Oscar López-de-Foronda và cộng sự (2018) khi nghiên cứu về đầu tư quá mức ở 25 quốc gia thuộc OECD cũng chỉ ra có sự tương quan ngược chiều giữa đầu tư quá mức với đòn bẩy tài chính, chính sách nợ trong điều kiện doanh nghiệp có nhiều tiền, thanh khoản cao có thể phá vỡ tính kỷ luật nợ làm tăng rủi ro và giảm hiệu quả hoạt động. Nhiều nghiên cứu gần đây chỉ tập trung vào nghiên cứu về quyết định đầu tư của doanh nghiệp đến các quyết định tài trợ hay phân phối, nhưng lại thiếu nghiên cứu về việc đầu tư quá mức đến các chính sách khác. Điển hình như Al-Kahtani & Al-Eraij, 2018; Modigliani & Miller,

1958 cho rằng quyết định đầu tư thường độc lập với chính sách tài trợ và chính sách cổ tức của doanh nghiệp dưới điều kiện thị trường vốn hoàn hảo (không thuế, không chi phí giao dịch, và không có tình trạng bất cân xứng thông tin), mặc dù những giả định này không tồn tại trên thực tế và chính sách tài trợ, chính sách cổ tức có thể chi phối quyết định đầu tư của doanh nghiệp (Colombo & Caldeira, 2018). Một số nghiên cứu khác lại cho rằng chính sách tài trợ và chính sách cổ tức sẽ được điều chỉnh tương ứng với quyết định đầu tư của doanh nghiệp (Nurhidayati và cộng sự, 2019; Putri & Rachmawati, 2018; Sukmawardini & Ardiansari, 2018) nhà quản trị thường phối hợp chính sách tài trợ và chính sách cổ tức với quyết định đầu tư để tác động vào hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp (Gamayuni, 2015; J. Huang và cộng sự, 2018; Naseem và cộng sự, 2019). Nếu chính sách tài trợ và chính sách cổ tức có thể chi phối quyết định đầu tư của doanh nghiệp thì hai chính sách này cũng có thể điều tiết tác động của đầu tư quá mức nhưng các nghiên cứu này lại thiếu tập trung vào nghiên cứu về đầu tư quá mức và hiệu quả doanh nghiệp trong điều kiện thị trường thiếu hiệu quả.

Các nghiên cứu theo hướng tác động của từng chính sách cổ tức, tài trợ lên hoạt động của doanh nghiệp nhưng lại thiếu nghiên cứu về tính tương tác giữa các chính sách lên đầu tư quá mức. Richardson (2006) chỉ ra cách thức có thể tác động vào xung đột đại diện và dòng tiền tự do. Cụ thể tác giả cho rằng việc vay nợ và chi trả cổ tức của doanh nghiệp có thể thu hút sự giám sát từ các đối tượng khác nhau (chủ nợ, chủ sở hữu) trên thị trường, từ đó giúp doanh nghiệp giảm chi phí giám sát nhà quản trị và giám sát việc sử dụng dòng tiền tự do hiệu quả. Các nghiên cứu trên thế giới dựa trên quan điểm của Richardson (2006) để đánh giá tác động của đòn bẩy tài chính (Carroll & Griffith, 2001; A. Khan và cộng sự, 2012; Park & Jang, 2013) hay chi trả cổ tức đến dòng tiền tự do và chi phí đại diện của doanh nghiệp (Agrawal & Jayaraman, 1994; Fairchild, 2010; Thanatawee, 2011). Đặc biệt, nghiên cứu của Guizani (2018) xem chính sách cổ tức là nhân tố điều tiết cho mối quan hệ giữa dòng tiền tự do và quản trị nội bộ.

Tại Việt Nam, hội nhập quốc tế và tăng trưởng kinh tế trong giai đoạn gần đây đã thúc đẩy hoạt động đầu tư của các đối tượng khác nhau trên thị trường, đặc biệt là các công ty cổ phần (Le & Kim, 2020; H. T. Nguyen và cộng sự, 2020; Su và cộng sự, 2019). Hội nhập quốc tế và tăng trưởng kinh tế giúp Việt Nam thu hút dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (Luu và cộng sự, 2017; C. H. Nguyen, 2020; N. T. K.

Nguyen, 2017) và cả dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài thông qua thị trường chứng khoán (T. N. Nguyen & Tram, 2021; D. H. Vo & Ho, 2021). Dòng vốn đầu tư này dẫn đến sự phát triển mạnh mẽ của thị trường cổ phiếu và trái phiếu với lãi suất vay và điều kiện vay ưu đãi cùng với các kênh cho vay khác nhau nên cũng tạo điều kiện cho doanh nghiệp tiếp cận nguồn vốn tài trợ cho các dự án đầu tư (Anwar & Nguyen, 2018; Huynh và cộng sự, 2019; H. T. Nguyen và cộng sự, 2020). Như vậy hội nhập và tăng trưởng kinh tế trong giai đoạn sau khủng hoảng kinh tế toàn cầu năm 2008 giúp cho doanh nghiệp Việt Nam có thể tiếp cận với dòng vốn tài trợ cao. Tuy nhiên điều này cũng đồng thời tạo ra dòng tiền tự do cao trong doanh nghiệp (L. M. Tran và cộng sự, 2019). Dòng tiền tự do là công cụ mà nhà quản trị sử dụng để gia tăng đầu tư cũng như lợi nhuận cho doanh nghiệp A. Nguyen & Nguyen (2018). Vì nhà quản trị có quyền tự quyết đối với dòng tiền tự do nên họ có thể sử dụng công cụ này để gia tăng đầu tư quá mức cần thiết. Vấn đề này đã được chỉ ra trong quan điểm của Richardson (2006) về mối quan hệ đại diện và dòng tiền tự do. Xung đột về lợi ích giữa nhà quản trị và chủ sở hữu khiến cho nhà quản trị sử dụng dòng tiền tự do để gia tăng đầu tư nhằm tối đa hóa giá trị cá nhân hơn là tối đa hóa lợi nhuận doanh nghiệp (Kadioglu & Yilmaz, 2017). Việt Nam với chính sách nói lỏng thu hút đầu tư thông qua Luật đầu tư, Luật chứng khoán mới, đáp ứng bối cảnh gia nhập ACE 2015 khi mà cho phép tự do hóa dòng tiền đầu tư và dịch vụ các nước trong khối Asean tạo ra cơ hội thu hút lượng đầu tư trực tiếp và gián tiếp lớn. Trước bối cảnh đó, doanh nghiệp có cơ hội tiếp cận vốn, dòng tiền dồi dào, tâm lý mở rộng đầu tư, đầu tư trái ngành xuất hiện nhưng đôi khi quên tính hiệu quả. Kinh doanh đa ngành, mở rộng quá nhanh cả về quy mô lẫn lĩnh vực đầu tư nhưng quản trị không theo kịp đã khiến nhiều doanh nghiệp lớn lâm vào thế tiến thoái lưỡng nan. Việc lấy nợ vay ngân hàng ngắn hạn nuôi khoản đầu tư dài hạn đã khiến nhiều doanh nghiệp lớn rơi vào tình trạng mất thanh khoản thậm chí phá sản, điển hình như (Mai Linh, Hùng Vương, Thuận Thảo,...). Như vậy, các bằng chứng trên đều cho thấy dấu hiệu tồn tại tình trạng đầu tư quá mức (overinvestment) của các doanh nghiệp Việt Nam trong giai đoạn gần đây khi Việt Nam tăng cường hội nhập quốc tế và phát triển kinh tế vượt trội. Nghiên cứu của H. T. Nguyen và cộng sự (2020) cũng chứng minh được sự quá tự tin của nhà quản trị trong tình hình kinh tế và dòng tiền tài trợ cao khiến doanh nghiệp gia tăng đầu tư mạnh mẽ hơn. Một số nghiên cứu khác lại đề cập đến mối quan hệ giữa dòng tiền tự do và hoạt động đầu tư của

doanh nghiệp, chưa đề cập trực tiếp đến yếu tố đầu tư quá mức (A. Nguyen & Nguyen, 2018; Q. T. Tran, 2019). Bên cạnh đó, một số nghiên cứu chỉ đề cập đến mối quan hệ giữa dòng tiền và lợi nhuận doanh nghiệp (A. Nguyen & Nguyen, 2018; Thuy & Thom, 2017). Gần đây có nghiên cứu của Le Ha Diem Chi & Chau (2015) đo lường đầu tư quá mức và xác định dấu hiệu đầu tư quá mức của các doanh nghiệp Việt Nam hay X. V. Vo (2019) nhấn mạnh đến tác động của đòn bẩy tài chính đến hoạt động đầu tư của doanh nghiệp thông qua dòng tiền tự do. Phát hiện này cho thấy tồn tại khiếm khuyết trong đánh giá tính tương tác giữa các chính sách đầu tư, chính sách tài trợ và chính sách cổ tức đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp Việt Nam. Như vậy tại Việt Nam các nghiên cứu xoay quanh chủ đề hoạt động đầu tư và hiệu quả của doanh nghiệp là chủ yếu, mà đặc trưng doanh nghiệp đầu tư mở rộng, trái ngành cũng tồn tại nhiều bất cập chưa được nghiên cứu liệu xem giữa đầu tư trái ngành có thể tạo ra đầu tư quá mức hay không. Việc đa dạng đầu tư, đa dạng kinh doanh có thể dẫn đến đầu tư quá mức đôi khi cũng giúp doanh nghiệp gia tăng hiệu quả, nhiều nghiên cứu cho rằng đa dạng hóa kinh doanh làm gia tăng hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp Santarelli & Tran (2013), Tallman & Li (1996), Bouras và cộng sự (2014), Sarwar và cộng sự (2020), Shen và cộng sự (2011) và Berg (2016).

Tóm lại mặc dù đầu tư mở rộng, đầu tư trái ngành, đầu tư tài chính dễ dẫn đến đầu tư quá mức và làm giảm hiệu quả nhưng các nhà quản trị doanh nghiệp vẫn có xu hướng đầu tư quá mức bởi vì họ tự tin, lạc quan vào thành quả trong quá khứ hay vì các lợi ích kinh tế họ nhận được đã tạo động cơ cho hành vi này. Ngược lại người chủ doanh nghiệp (các cổ đông) có thể dùng các quyết nghị chính sách cổ tức hay tài trợ để kìm chế được hành vi đầu tư quá mức của người điều hành hay không vẫn còn nhiều tranh luận khác nhau hoặc chưa được đề cập. Ngoài ra, tại Việt Nam mặc dù cũng có các nghiên cứu đề cập đến đầu tư và đầu tư quá mức, nhưng doanh nghiệp nào có đầu tư quá mức, ngành nghề nào dễ có hành vi đầu tư quá mức và đầu tư quá mức thật sự có tác động tiêu cực hay tích cực, nhà đầu tư cần đầu tư vào doanh nghiệp nào, ngành nghề nào có hiệu quả, ít rủi ro,...vẫn còn những bỏ ngỏ. Với mong muốn có những đóng góp mới cả về lý thuyết và thực tiễn trong việc đánh giá tác động của đầu tư quá mức, cũng như tác động tương tác giữa các chính sách tài chính đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, tác giả thực hiện luận án ***“Tác động của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam”***.



## 1.2. Tổng lược các nghiên cứu liên quan

Trong phần tổng lược nghiên cứu, tác giả sẽ làm sáng tỏ những khía cạnh chưa được đề cập trong các nghiên cứu trước đây về đầu tư quá mức và hiệu quả doanh nghiệp, đưa ra cách thức để khắc phục các vấn đề này.

Về khái niệm và đo lường đầu tư quá mức, đầu tư quá mức thường xuất hiện trong các doanh nghiệp có dòng tiền tự do cao vì nhà quản trị sẽ tận dụng dòng vốn này để gia tăng đầu tư, thậm chí đầu tư vào các dự án có  $NPV < 0$  (M. C. Jensen, 1986; Stulz, 1990). Theo đó Richardson (2006) và các nghiên cứu cùng chủ đề đã sử dụng cách đo lường đầu tư quá mức thông qua phần dư của phương trình hàm cầu đầu tư, trong đó biến đầu tư được sử dụng là đầu tư nói chung của doanh nghiệp (bao gồm đầu tư ngắn hạn: tồn kho và tài sản tài chính ngắn hạn; đầu tư dài hạn: tài sản dài hạn và đầu tư tài chính dài hạn) (Campello & Graham, 2013).

Về tác động của đầu tư quá mức đến hiệu quả doanh nghiệp: Các quan điểm về hiệu quả đầu tư (dựa trên đầu tư bất thường) hiện có ba trường phái khác nhau để đưa ra cách thức xác định đầu tư quá mức bao gồm lý thuyết tân cổ điển (neoclassical theory), lý thuyết đại diện (agency theory) và lý thuyết lựa chọn thực (real options theory). Thông thường, việc triển khai đầu tư đúng đắn (đầu tư vừa phải) sẽ giúp doanh nghiệp gia tăng lợi nhuận (Grazzi và cộng sự, 2016; Licandro và cộng sự, 2004; Nilsen và cộng sự, 2009). Tuy nhiên, khi nhà quản trị hướng đến lợi ích cá nhân nhiều hơn (M. C. Jensen, 1986; M. C. Jensen & Meckling, 1976) và không bị kiểm soát chặt chẽ bởi chủ sở hữu (R. Brealey & Franks, 2009) thì họ sẽ có xu hướng thực hiện hành vi đầu tư quá mức. Qua đó, nhận thấy đầu tư quá mức thường dễ gây tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Các nghiên cứu khác khi cho rằng hành vi đầu tư quá mức có thể giảm thiểu và gia tăng hiệu quả bằng cách kiểm soát dòng tiền thặng dư của doanh nghiệp nếu sử dụng các chính sách khác như gia tăng nợ vay C. H. Nguyen (2020), Trong & Nguyen (2020), và Nghia (2020) hay gia tăng phân chia cổ tức Wei và cộng sự (2019). Ngoài ra, phần lớn các nghiên cứu cũng chỉ sử dụng phương pháp định lượng thông qua mô hình tĩnh, và dừng lại trong việc đánh giá các yếu tố tác động đến hành vi đầu tư quá mức, mà chưa đi sâu vào đánh giá doanh nghiệp đầu tư và mức và tính hiệu quả của nó (Ding và cộng sự, 2019); Bhuiyan & Hooks, 2019; Zhang và cộng sự, 2016; X. Liu, 2017)). Gần đây có Setianto & Pratiwi (2019) sử dụng phương pháp GMM để giải quyết vấn đề nội sinh nhưng cũng tiếp cận

dựa trên phương pháp GMM tĩnh, chưa sử dụng mô hình động để giải quyết nội sinh và khắc phục các lỗi của phương pháp tĩnh. Ngoài ra các nghiên cứu cũng chưa xem xét đầu tư quá mức và tính hiệu quả theo ngành nghề khác nhau, mặc dù yếu tố ngành nghề đóng vai trò quan trọng trong quyết định đầu tư của doanh nghiệp.

Như vậy, dựa trên các nghiên cứu trước, tác giả nhận thấy còn tồn tại một số hạn chế như sau: (1) Các nghiên cứu về đầu tư quá mức của doanh nghiệp phần lớn sử dụng biến đầu tư nói chung (bao gồm cả hạng mục tài sản lưu động và đầu tư ngắn hạn) và đầu tư vào tài sản cố định nói chung, việc dùng phương pháp đo lường này không thể đại diện cho trường hợp doanh nghiệp dự trữ hàng hóa phòng giá cả lên giá, hay cải thiện thay thế máy móc thiết bị cũ bằng tài sản mới hiện đại nhằm nâng cao năng lực và năng suất giúp gia tăng hiệu quả, ngoài ra không thể đo lường doanh nghiệp có đầu tư trái ngành, đầu tư ngành nghề vượt tầm kiểm soát hay không mà đây là dấu hiệu đặc trưng về đầu tư quá mức cho các doanh nghiệp tại Việt Nam; (2) Các nghiên cứu phần lớn sử dụng mô hình tĩnh chưa đề cập đến dạng mô hình động cho phương trình các nhân tố tác động đến hiệu quả hoạt động trong khi hiệu quả hoạt động trong quá khứ được xác định trong các nghiên cứu khác có thể giải thích cho hiệu quả hoạt động hiện tại của doanh nghiệp và biến độ trễ của biến phụ thuộc là yếu tố gây ra nội sinh và tác giả sẽ sử dụng kỹ thuật SGMM để khắc phục hiện tượng nội sinh trong luận án. Tác giả sử dụng biến độ trễ trong phương trình sai phân làm biến công cụ cho biến bị nội sinh trong phương trình gốc và ngược lại để tạo thành hệ phương trình; (3) Các nghiên cứu trước chỉ nghiên cứu tác động của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, trong khi chính sách tài trợ hay chính sách cổ tức cũng có tác động đồng thời bên cạnh chính sách đầu tư, trong khi các nghiên cứu trước chưa đánh giá tác động tương tác của các chính sách lên hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp; (4) các nghiên cứu tập trung vào đánh giá hiệu quả và đầu tư quá mức gộp, chưa phân tích đánh giá theo ngành nghề trong khi đầu tư quá mức và tính hiệu quả có sự khác biệt theo từng lĩnh vực kinh doanh.

Tóm lại, thông qua lược khảo tổng quát hạn chế của các nghiên cứu trước đây, tác giả làm sáng tỏ hơn luận điểm về khoảng trống nghiên cứu cần phải giải quyết là vấn đề đầu tư quá mức, chính sách tài trợ, chính sách cổ tức và hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp Việt Nam. Các khoảng trống nghiên cứu sẽ được trình bày chi tiết dưới đây.

### 1.3. Khoảng trống nghiên cứu

Trên cơ sở các nghiên cứu thực nghiệm trong nước và quốc tế về việc đánh giá đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, từ những hạn chế trong đo lường biến, phương pháp thực hiện, tác giả đúc kết được 4 khoảng trống nghiên cứu mà luận án cần giải quyết như sau:

- Thứ nhất, đầu tư của doanh nghiệp bao gồm: (i) đầu tư vào tài sản lưu động (đầu tư ngắn hạn nhằm đảm bảo hoạt động sản xuất – kinh doanh của doanh nghiệp), (ii) đầu tư vào tài sản cố định (đầu tư dài hạn để xây lắp và mua sắm máy móc thiết bị), và (iii) đầu tư vào các tài sản tài chính (đầu tư tài chính thông qua việc mua cổ phiếu, trái phiếu, và góp vốn liên doanh với doanh nghiệp khác) (Brigham & Ehrhardt, 2009; "Luật kế Toán Việt Nam," 2003, "Chuẩn mực kế toán Việt Nam", 2005). Các nghiên cứu trước đo lường đầu tư quá mức dựa trên biến đầu tư ở hạng mục (i) hay (ii) hay cả (i) và (ii). Tuy nhiên, như đã đề cập ở trên, việc đo lường đầu tư như vậy có hạn chế là không thể hiện đầu tư quá mức trong điều kiện dòng tiền tự do cao, hơn nữa với đặc trưng của các doanh nghiệp Việt Nam phần lớn xảy ra đầu tư quá mức là do đa dạng hóa đầu tư, đầu tư trái ngành, đầu tư vào xu thế thiếu tính phân tích chuyên nghiệp cũng phù hợp theo khái niệm về đầu tư quá mức của (Richardson, 2006), Do vậy trong luận án này tác giả sử dụng biến đầu tư tài chính (ngắn hạn và dài hạn) đại diện cho biến đo lường đầu tư quá mức.

- Thứ hai, các nghiên cứu trước đây chỉ tập trung vào nghiên cứu tác động của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, chưa đánh giá tính tương tác của đầu tư quá mức với chính sách tài trợ và chính sách cổ tức. Luận án này đồng thời đánh giá vai trò điều tiết của chính sách tài trợ và chính sách cổ tức đối với mối quan hệ giữa đầu tư quá mức và hiệu quả hoạt động hiện chưa có tại Việt Nam. Lý thuyết đại diện và dòng tiền tự do có đưa ra việc sử dụng nợ và chi trả cổ tức để làm giảm dòng tiền tự do nhưng đến nay vẫn chưa có nghiên cứu thực nghiệm chỉ ra sự điều tiết của hai chính sách đối với vấn đề đầu tư quá mức trong doanh nghiệp tại Việt Nam.

- Thứ ba, các nghiên cứu trước đây chưa đề cập đến dạng mô hình động trong phương trình các nhân tố tác động đến hiệu quả hoạt động, trong khi hiệu quả hoạt động trong quá khứ được xác định trong các nghiên cứu khác có thể giải thích cho hiệu quả hoạt động hiện tại của doanh nghiệp và biến độ trễ của biến phụ thuộc là yếu tố gây ra nội

sinh. Trong luận án này và tác giả sẽ sử dụng kỹ thuật SGMM để khắc phục hiện tượng nội sinh.

- Thứ tư, đặc trưng của các ngành nghề là khác nhau về đầu tư, sử dụng nợ, phân chia cổ tức. Ngoài ra còn có những khác biệt lớn giữa các ngành nghề về quy mô, cấu trúc tài sản, cơ hội tăng trưởng,... Do vậy nghiên cứu tính khác biệt giữa đầu tư quá mức, tính hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp phân theo các nhóm ngành nghề khác nhau là cần thiết bổ sung trong lý luận thực tiễn cho các nghiên cứu trước có cùng chủ đề nhưng chưa phân tích sự khác biệt giữa ngành nghề kinh doanh của doanh nghiệp.

## **1.4. Mục tiêu nghiên cứu**

### **1.4.1. Mục tiêu tổng quát**

Nghiên cứu hệ thống hóa lý thuyết về đầu tư quá mức và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp từ đó tìm ra khoảng trống, xây dựng các mô hình và giả thuyết nghiên cứu giải quyết các khoảng trống nghiên cứu. Xây dựng hàm cầu đầu tư và đo lường bằng các khoản đầu tư dư thừa thông qua hạng mục đầu tư tài chính ngắn hạn và dài hạn có phân biệt theo các ngành nghề khác nhau. Từ đó đánh giá mối quan hệ giữa đầu tư quá mức và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp dưới tác động điều tiết của chính sách tài trợ và chính sách cổ tức. Trên cơ sở đó đề xuất các hàm ý về các chính sách tài chính nhằm giảm thiểu rủi ro trong đầu tư quá mức, gia tăng hiệu quả hoạt động cho doanh nghiệp và nhà đầu tư.

### **1.4.2. Mục tiêu cụ thể**

Mục tiêu 1: Tổng lược và áp dụng lý thuyết về đầu tư quá mức và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp, xác định các doanh nghiệp có đầu tư quá mức.

Mục tiêu 2: Đánh giá tác động của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, sự khác biệt về tính hiệu quả của doanh nghiệp đầu tư quá mức phân theo ngành nghề.

Mục tiêu 3: Đánh giá vai trò điều tiết của chính sách tài trợ và chính sách cổ tức đối với tác động của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Mục tiêu 4: Đề xuất các hàm ý về chính sách đầu tư, làm sao đảm bảo đầu tư vừa mức, tránh đầu tư quá mức, gia tăng hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp và hiệu quả cho nhà đầu tư.

## **1.5. Câu hỏi nghiên cứu**

Câu hỏi 1: Dùng lý thuyết hay mô hình nào đo lường đầu tư quá mức và Doanh nghiệp nào có đầu tư quá mức?

Câu hỏi 2: Đầu tư quá mức có tác động như thế nào đến hiệu quả hoạt động và sự tác động này khác nhau thế nào giữa các ngành nghề kinh doanh?

Câu hỏi 3: Tác động của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động sẽ phản ứng ra sao dưới sự điều tiết của chính sách tài trợ và chính sách cổ tức?

Câu hỏi 4: Hàm ý chính sách nào giúp doanh nghiệp kiểm soát được hoạt động đầu tư, tránh đầu tư quá mức? Và hàm ý nào giúp gia tăng hiệu quả cho nhà đầu tư?

### **1.6. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu**

- Đối tượng nghiên cứu: Luận án dùng hàm cầu đầu tư, với biến đầu tư được đo lường bằng đầu tư tài chính để xác định các doanh nghiệp có đầu tư quá mức. Xem xét tính hiệu quả của các doanh nghiệp đầu tư quá mức theo nhóm ngành dưới tác động của các chính sách tài trợ và chính sách cổ tức. Luận án cũng đánh giá tác động của đầu tư quá mức của các doanh nghiệp đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp phi tài chính. Có nhiều thước đo hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp dựa trên khía cạnh kinh tế, thị trường hay tài chính. Luận án tập trung phân tích hiệu quả dựa trên khía cạnh tài chính, trong đó sử dụng các thước đo về giá trị sổ sách là chủ yếu, bởi các thước đo hiệu quả thị trường tồn tại những hạn chế nhất định như tính không ổn định, giá trị đôi khi bị chi phối bởi yếu tố tâm lý, hành vi không phản ánh đúng giá trị thật của doanh nghiệp.

- Phạm vi nghiên cứu: (1) Về thời gian: Dữ liệu tài chính của các doanh nghiệp phi tài chính trong 11 năm từ năm 2009-2019, trong đó bộ dữ liệu chính sau khi tính toán biến rủi ro sẽ còn lại từ năm 2011-2019 (do biến rủi ro tính bằng độ lệch chuẩn của 3 năm liên tục, nên dữ liệu bị khuyết 2 năm 2009 và 2010); (2) Về không gian: Các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) và Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE).

### **1.7. Phương pháp nghiên cứu**

Để trả lời cho các câu hỏi nghiên cứu và giải quyết các mục tiêu đặt ra, tác giả áp dụng phương pháp nghiên cứu định tính và định lượng.

#### **1.7.1. Phương pháp định tính**

Đầu tiên, tác giả sử dụng phương pháp lý thuyết nền tảng (Grounded theory) bằng cách tổng quan, lược khảo các lý thuyết và nghiên cứu thực nghiệm trước đó. Phương pháp này giúp làm sáng tỏ khoảng trống nghiên cứu, đưa ra lập luận về giả thuyết nghiên cứu, và

xác định mô hình và kỹ thuật ước lượng phù hợp, phương pháp này giúp trả lời các câu hỏi (1), (4) và giải quyết mục tiêu (1),(4).

Thứ hai, tác giả sử dụng phương pháp phân tích biện luận (Discourse analysis) giúp so sánh – mô tả thống kê tìm ra đặc trưng của mẫu nghiên cứu. Phương pháp này giúp chỉ ra đặc điểm của từng biến nghiên cứu để xem xét vấn đề bất thường trong dữ liệu (thống kê về đầu tư quá mức, tỷ lệ nợ, mức chi trả cổ tức, và lợi nhuận,...) và chỉ ra mối liên hệ giữa các yếu tố (biến độc lập và biến phụ thuộc cũng như vấn đề đa cộng tuyến), phương pháp này giúp trả lời câu hỏi (2) và giải quyết mục tiêu (2).

Cuối cùng, phương pháp phân tích theo chủ đề (Thematic analysis) tìm ra tính khác biệt giữa nhóm các doanh nghiệp, và đặc trưng theo từng ngành nghề. Phương pháp này chỉ ra mối liên hệ giữa đầu tư quá mức và hiệu quả hoạt động. Sau đó, nghiên cứu đánh giá tác động của chính sách tài trợ và chính sách cổ tức đối với mẫu chỉ gồm các doanh nghiệp đầu tư quá mức. Ngoài ra, để làm rõ thêm phân tích qua biểu đồ, nghiên cứu kết hợp tình hình thực tế của doanh nghiệp để chứng minh cho lập luận. Phương pháp này giúp trả lời câu hỏi (3) và giải quyết mục tiêu (3).

Tóm lại, tác giả sử dụng ba phương pháp định tính nêu trên có thể giúp trả lời cho 4 mục tiêu và 4 câu hỏi nghiên cứu đặt ra, thông qua việc phát hiện mối liên hệ giữa đầu tư quá mức, hiệu quả hoạt động và tác động điều tiết của chính sách tài trợ và chính sách cổ tức.

### **1.7.2. Phương pháp định lượng**

Trong luận án này, trước hết tác giả sử dụng mô hình tác động cố định FE (Fixed effects) để xác định phần dư mô hình hàm cầu đầu tư từ đó xác định doanh nghiệp nào có đầu tư quá mức (có phần dư  $>0$ ). Có hai phương pháp ước lượng được sử dụng để ước lượng các tham số của mô hình tác động cố định: (i) Ước lượng hồi quy biến giả tối thiểu LSDV với mỗi biến giả là đại diện cho mỗi đối tượng quan sát của mẫu, (ii) Ước lượng tác động cố định. Khi  $N$  lớn, việc sử dụng ước lượng LSDV sẽ rất công kênh hoặc không khả thi<sup>1</sup>. Trong trường hợp như vậy,

---

<sup>1</sup> Trong luận án, tác giả sử dụng mô hình ước lượng với mẫu hiện có  $N = 4.997$ , để sử dụng ước lượng LSDV, cần tạo ra 4.997 biến giả và chạy hồi quy OLS cho 4.997 biến giả này.

ước lượng tác động cố định sẽ thích hợp hơn. Phương pháp này giúp giải quyết mục tiêu (1) và trả lời cho câu hỏi số (1).

Để đánh giá tác động của đầu tư quá mức, cũng như tính tương tác giữa đầu tư quá mức với các chính sách về tài trợ và phân phối, tác giả sử dụng phương pháp hồi quy System GMM. Ưu điểm của phương pháp ước lượng GMM là cho phép giải quyết trực tiếp một số vấn đề kinh tế đã không được giải quyết một cách thích hợp trong các nghiên cứu thực nghiệm trước đó, như vấn đề nội sinh. GMM sau đó đã được Arellano và Bond (1991) phát triển thành GMM sai phân (DGMM); Blundell và Bond (1998) phát triển thêm phương pháp GMM hệ thống (SGMM). DGMM được hiểu đơn giản là chuyển mô hình gốc (mô hình đã được xử lý ban đầu bằng các công cụ khác và đang có các lỗi mô hình) sang mô hình sai phân bậc nhất, đồng thời đưa thêm biến trễ của biến phụ thuộc vào mô hình với vai trò là biến giải thích (biến độc lập). Việc lấy sai phân của mô hình sẽ giúp loại bỏ được sự tương quan giữa phần dư (sai số) và các biến giải thích (vấn đề nội sinh). Tuy nhiên Blundell và Bond (1998) đã chứng minh được nếu biến phụ thuộc có mối quan hệ tương quan cao với biến trễ của chính nó, hoặc các biến trễ khác mà t lại không quá lớn (khoảng thời gian không dài) thì DGMM vẫn có các sai lệch về kết quả, các biến công cụ được đánh giá là không đủ mạnh làm mô hình có độ tin cậy cao. Và để khắc phục nhược điểm này Blundell và Bond (1998) đã đề xuất hệ hai phương trình (mô hình) gồm: GMM cơ bản và DGMM mà gọi chung hệ hai mô hình này là SGMM. SGMM đã khắc phục các lỗi của GMM và DGMM phù hợp trong điều kiện số năm quan sát nhỏ. Chính vì thế trong luận án này tác giả sử dụng tiếp cận mô hình động bằng cách sử dụng kỹ thuật hồi quy SGMM với nguồn dữ liệu bảng của các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết từ năm 2009-2019 được thu thập từ FiinPro. Phương pháp này giúp trả lời câu hỏi (2) (3) và giải quyết mục tiêu (2) (3) và hỗ trợ giải quyết mục tiêu (4) từ kết quả nghiên cứu.

## **1.8. Điểm mới và đóng góp của nghiên cứu**

### **1.8.1. Đóng góp về mặt khoa học**

Thứ nhất, về mặt lý luận tác giả đã tổng hợp được các lý thuyết, các khái niệm liên quan về đầu tư quá mức và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Các phương pháp đo lường đầu tư quá mức nào được áp dụng và tính phù hợp của nó tại Việt Nam. Tác giả cũng chứng minh được tác động của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam, từ đó củng cố cho lý thuyết đại diện khi đề cập đến xung đột đại diện là nguyên nhân của đầu tư quá

mức và việc giải quyết xung đột đại diện làm suy giảm hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Thứ hai, tác giả đánh giá được vai trò điều tiết của chính sách tài trợ và chính sách cổ tức đối với tác động của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp thông qua phân tích tính tương tác các biến trong mô hình bằng phương pháp hồi quy động SGMM. Tác giả cũng tìm ra tác động khác biệt các doanh nghiệp phân theo nhóm ngành nghề phù hợp với đặc trưng của từng nhóm ngành mà các nghiên cứu trước chưa xem xét. Bằng việc đánh giá tác động điều tiết này, tác giả mở rộng quan điểm của lý thuyết đại diện kết hợp với lý thuyết dòng tiền tự do. Chính sách tài trợ và chính sách cổ tức có thể giúp điều chỉnh dòng tiền tự do trong doanh nghiệp. Dòng tiền tự do là công cụ mà nhà quản trị sử dụng để gia tăng đầu tư quá mức. Vì vậy, can thiệp vào dòng tiền tự do có thể làm giảm xung đột đại diện và vấn đề đầu tư quá mức.

Thứ ba, thông qua việc làm sáng tỏ hai điểm mới nêu trên, tác giả cũng đóng góp vào các nghiên cứu thực nghiệm liên quan đến đầu tư quá mức, mở rộng khía cạnh nghiên cứu vấn đề này tại Việt Nam. Thay vì lý giải các nhân tố giải thích cho hành vi đầu tư quá mức thì tác giả chứng minh tác động thực sự của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động và cách thức mà doanh nghiệp có thể can thiệp để giảm thiểu tác động của vấn đề này.

### **1.8.2. Đóng góp về mặt thực tiễn**

Dựa trên việc đưa ra những phát hiện nghiên cứu mới thì kết quả của luận án có thể trở thành cơ sở tham khảo cho các nghiên cứu về sau liên quan đến đầu tư quá mức tại các doanh nghiệp Việt Nam. Việc phân loại các doanh nghiệp đầu tư quá mức và phân chia theo các nhóm ngành nghề trong đánh giá đầu tư quá mức đến hiệu quả làm cơ sở xem xét cho các doanh nghiệp trong thực tiễn về chính sách đầu tư trong quan hệ với các chính sách khác. Bên cạnh đó, tác giả có thể đưa ra một số gợi ý chính sách đối với các doanh nghiệp, nhà đầu tư và chính phủ dựa trên kết quả tìm được. Nếu đầu tư quá mức có tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động thì doanh nghiệp cần phải đưa ra biện pháp hạn chế đầu tư quá mức (có thể sử dụng chính sách tài trợ và chính sách cổ tức như được chứng minh trong luận án), nhà đầu tư cần phải tránh đầu tư vào các doanh nghiệp có dấu hiệu đầu tư quá mức, và chính phủ cần đưa ra các chính sách nhằm hạn chế hành vi đầu tư quá mức của doanh nghiệp. Như vậy, các đối tượng khác nhau có thể sử dụng kết quả của luận án này để đưa ra quyết định trong từng trường hợp cụ thể.



## **1.9. Cấu trúc luận án**

Chương 1: Giới thiệu

Chương 2: Tổng quan lý thuyết về đầu tư quá mức và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp

Chương 3: Mô hình, Phương pháp và dữ liệu nghiên cứu

Chương 4: Kết quả nghiên cứu và thảo luận

Chương 5: Kết luận và hàm ý chính sách

## **CHƯƠNG 2. TỔNG QUAN LÝ THUYẾT VỀ ĐẦU TƯ QUÁ MỨC VÀ HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG CỦA DOANH NGHIỆP**

Trong chương 2, tác giả tập trung vào các khái niệm cũng như các lý thuyết về đầu tư quá mức và tác động của nó đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Trước tiên, tác giả tổng quan các lý thuyết và nghiên cứu thực nghiệm liên quan đến đầu tư quá mức, chính sách tài trợ, chính sách cổ tức, và hiệu quả hoạt động. Dựa trên các khái niệm, lý thuyết và các nghiên cứu thực nghiệm, đáp ứng các khoảng trống nghiên cứu tác giả phát triển giả xây dựng các giả thuyết nghiên cứu để giúp đạt được mục tiêu đề ra trong chương 1 và xây dựng mô hình nghiên cứu cho chương 3.

### **2.1. Các khái niệm và cách đo lường**

#### **2.1.1. Khái niệm về đầu tư quá mức và cách đo lường**

##### **2.1.1.1. Khái niệm về đầu tư**

Đầu tư của doanh nghiệp thường tập trung vào ba dạng chính : (i) đầu tư vào tài sản lưu động (đầu tư ngắn hạn nhằm đảm bảo hoạt động sản xuất – kinh doanh của doanh nghiệp), (ii) đầu tư vào tài sản cố định (đầu tư dài hạn để xây lắp và mua sắm máy móc thiết bị), và (iii) đầu tư vào các tài sản tài chính (đầu tư tài chính thông qua việc mua cổ phiếu, trái phiếu, và góp vốn liên doanh với doanh nghiệp khác) (Brigham & Ehrhardt, 2009; "Chuẩn mực Kế Toán Việt Nam," 2005; "Luật kế Toán Việt Nam," 2003).

##### **2.1.1.2. Khái niệm về đầu tư quá mức**

Trong thập niên 90 trở về trước, thuật ngữ về đầu tư quá mức chưa được đề cập, thay vào đó là thuật ngữ đầu tư bất thường. Đầu tư bất thường lần đầu được đưa ra bởi M. C. Jensen (1986) dựa trên quan điểm về dòng tiền tự do. M. C. Jensen (1986) cho rằng khi dòng tiền tự do vượt quá nhu cầu cần thiết để duy trì hoạt động của doanh nghiệp đối với các tài sản hiện tại và đầu tư vào các dự án với NPV dương sẽ dẫn đến hành vi đầu tư bất thường của doanh nghiệp. Như vậy theo M. C. Jensen (1986) thì đầu tư bất thường (hay đầu tư quá mức) được xem

là việc doanh nghiệp đầu tư thái quá vào các dự án mà nhà quản trị kỳ vọng có NPV dương khi mà doanh nghiệp có dòng tiền tự do cao. Về sau, Richardson (2006) và Degryse & De Jong (2006) đề ra hai khái niệm liên quan đến tình trạng đầu tư bất thường của doanh nghiệp là đầu tư dưới mức và đầu tư quá mức. Đầu tư dưới mức xuất hiện do vấn đề bất cân xứng thông tin trên thị trường, trong khi đó đầu tư quá mức xuất hiện do vấn đề đại diện.

### **2.1.1.3. Các phương pháp đo lường đầu tư quá mức**

Để đưa ra cách thức đo lường đầu tư quá mức phù hợp trong luận án, tác giả sẽ đánh giá các quan điểm đã được đề cập trong lý thuyết được sử dụng. Ba trường phái lý thuyết được nghiên cứu bao gồm (1) lý thuyết tân cổ điển (neoclassical theory), (2) lý thuyết đại diện (agency theory), và (3) lý thuyết lựa chọn thực (real options theory). Tóm lại thông qua đánh giá quan điểm của ba trường phái, tác giả nhận thấy phương pháp đánh giá hiệu quả dựa trên cơ hội tăng trưởng là phù hợp nhất vì phương pháp này xem xét cả hai lý thuyết là lý thuyết Tobin's Q và lý thuyết gia tốc đầu tư (Fu, 2010; Richardson, 2006; Yang, 2005). Ngoài ra, các yếu tố liên quan đến đặc điểm doanh nghiệp có thể được đưa vào mô hình nghiên cứu. Thông qua xem xét nhiều yếu tố trên, mô hình xác định mức đầu tư mong đợi dựa trên các yếu tố này và xem phần dư là sự chênh lệch so với đầu tư cần thiết (đầu tư tối ưu) của doanh nghiệp. Phần dư mang giá trị dương được ước tính từ mô hình có thể đại diện cho đầu tư quá mức (đầu tư vượt hơn nhu cầu của doanh nghiệp). Ngoài ra, vì mục tiêu của nghiên cứu là xác định đầu tư quá mức của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam nên phương pháp này được xem là phù hợp nhất và mô hình của phương pháp này sẽ được sử dụng để đo lường đầu tư quá mức trong luận án.

## **2.1.2. Khái niệm về hiệu quả hoạt động và cách đo lường**

### **2.1.2.1. Khái niệm hiệu quả hoạt động**

Hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp phải đạt được sự cân bằng của 4 yếu tố: (1) hiệu quả của quá trình sản xuất, (2) thỏa mãn các cổ đông, đảm bảo thỏa mãn nhu cầu khách hàng và (3) tăng trưởng của doanh nghiệp và (4) cuối cùng là năng lực phát triển, cải cách, tận dụng cơ hội (Hoàng, 2015a, 2015b). Mặc dù có nhiều khái niệm về hiệu quả hoạt động nhưng tác giả lựa chọn sử dụng định nghĩa về hiệu quả tài chính. Định nghĩa này rất gần với hướng nghiên cứu về hoạt động đầu tư. Hoạt động đầu tư sẽ ảnh hưởng đến hoạt động doanh nghiệp, làm thay đổi các tỷ số tài chính, và phản ánh hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp (Richard và cộng sự, 2009).

### **2.1.2.2. Đo lường hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp**

Để đo lường hiệu quả hoạt động, tác giả tiếp cận dựa trên khía cạnh tài chính sử dụng lợi nhuận trước thuế và lãi vay (earnings before interest and tax – EBIT) trên tổng tài sản (BEP). Đo lường bằng yếu tố này được cho là không phân biệt các doanh nghiệp được ưu đãi về thuế hay vay vốn. Một yếu tố nữa cũng được sử dụng là lợi nhuận sau thuế (earnings after tax – EAT) trên tổng tài sản (ROA). Khi sử dụng yếu tố này, tác giả nhắc đến vai trò của thuế và lãi vay. Chỉ số này sẽ bị ảnh hưởng mạnh bởi việc doanh nghiệp có nhận được ưu đãi về thuế và lãi suất vay vốn hay không. Tác giả sẽ sử dụng hai yếu tố này làm đại diện cho hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp để kiểm tra các biến độc lập trong mô hình với kỳ vọng sẽ giải thích hiệu quả hơn đối với cách thức đo lường.

## **2.2. Các lý thuyết liên quan đến đầu tư, đầu tư quá mức, chính sách tài trợ, chính sách cổ tức và hiệu quả hoạt động**

Các lý thuyết trình bày trong phần này bao gồm: Lý thuyết đại diện và dòng tiền tự do (Agency Theory & Free Cash Flow Theory); Lý thuyết bất cân xứng thông tin (Information Asymmetry Theory); Lý thuyết cấu trúc vốn (Capital Structure Theories); Lý thuyết chính sách cổ tức (Dividen Policy Theories); Lý thuyết lợi nhuận động (Dynamic Theory of Profit); Tổng quan các nghiên cứu thực nghiệm và khoảng trống nghiên cứu.

### **2.2.1. Đầu tư quá mức và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp**

Richardson (2006), xem xét mức độ đầu tư quá mức của công ty đối với dòng tiền tự do, sử dụng khuôn khổ kế toán đo lường hàm đầu tư bằng ước lượng tính toán phần dư từ mô hình để đo lường đầu tư quá mức và dòng tiền tự do, đã tìm thấy bằng chứng phù hợp với các giải thích về chi phí đại diện.

### **2.2.2. Tác động của chính sách tài trợ và chính sách cổ tức đến hiệu quả hoạt động**

Phần này tác giả đã lược khảo các nghiên cứu về: Chính sách tài trợ và hiệu quả hoạt động; Chính sách cổ tức và hiệu quả hoạt động; Tác động của chính sách tài trợ và chính sách cổ tức đến đầu tư quá mức của doanh nghiệp.

### **2.2.3. Khoảng trống nghiên cứu**

Các nghiên cứu hiện tại về chủ đề này đang có những tranh luận cụ thể như sau: Các nghiên cứu tranh luận về đo lường đầu tư quá mức; Các nghiên cứu và tranh luận về tác động của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp; Các nghiên cứu và tranh luận về tính

trong tác của chính sách tài trợ, chính sách cổ tức và đầu tư quá mức đến hiệu quả doanh nghiệp.

Các tranh luận này đã được tác giả đưa ra 4 khoảng trống nghiên cứu được trình bày cụ thể trong chương trước.

### 2.3. Xây dựng giả thuyết nghiên cứu

**Giả thuyết 1:** Đầu tư quá mức tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

**Giả thuyết 2a:** Chính sách tài trợ điều tiết làm giảm tác động tiêu cực của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

**Giả thuyết 2b:** Chính sách cổ tức điều tiết làm giảm tác động tiêu cực của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

**Giả thuyết 3:** Có sự khác biệt tính hiệu quả theo ngành nghề khi tích hợp giữa đầu tư quá mức với chính sách tài trợ và chính sách cổ tức của doanh nghiệp, sự khác biệt này là đáng kể giữa các ngành thâm dụng vốn và thâm dụng lao động.

## CHƯƠNG 3. MÔ HÌNH, PHƯƠNG PHÁP VÀ DỮ LIỆU NGHIÊN CỨU

Tiếp nối từ chương 2 trong việc tìm ra khoảng trống và đưa ra các giả thuyết nghiên cứu, trong chương 3, tác giả tập trung vào trình bày về mô hình nghiên cứu, cách đo lường biến trong mô hình, quy trình nghiên cứu, và dữ liệu phục vụ cho nghiên cứu.

### 3.1. Mô hình nghiên cứu

#### 3.1.1. Mô hình đo lường đầu tư quá mức

Để đo lường đầu tư quá mức của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam (Bokpin & Onumah, 2009; Jangili & Kumar, 2010; Le Ha Diem Chi & Chau, 2015; Nair, 2011) theo phương trình (3.1)

$$INV_{it} = \gamma_1 LEV_{it} + \gamma_2 Risk_{it} + \gamma_3 Size_{it} + \gamma_4 Sales_{it} + \gamma_5 Asset_{it} + \gamma_6 GO_{it} + \gamma_7 CF_{it} + v_{it} \quad (PT\ 3.1)$$

Trong đó,  $LEV_{it}$  đại diện cho đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp  $i$  tại thời điểm  $t$ ;  $Risk_{it}$  là rủi ro tài chính xét trên lợi nhuận của doanh nghiệp  $i$  tại thời điểm  $t$ ;  $Size_{it}$  là quy mô của doanh nghiệp  $i$  tại thời điểm  $t$ ;  $Sales_{it}$  là tốc độ tăng trưởng doanh thu của doanh nghiệp  $i$  tại thời điểm  $t$ ;  $Asset_{it}$  là vòng quay tổng tài sản của doanh nghiệp  $i$  tại thời điểm  $t$ ;  $GO_{it}$  đại diện cho cơ hội tăng trưởng giá thị trường của

doanh nghiệp  $i$  tại thời điểm  $t$ ;  $CF_{it}$  là dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp  $i$  tại thời điểm  $t$ ;  $v_{it}$  là phần dư ước lượng từ phương trình (3.1)

### 3.1.2. Mô hình đo lường tác động của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp dưới sự điều tiết của chính sách tài trợ và chính sách cổ tức

Mô hình và các biến được trình bày cụ thể theo phương trình 3.2 sau đây:

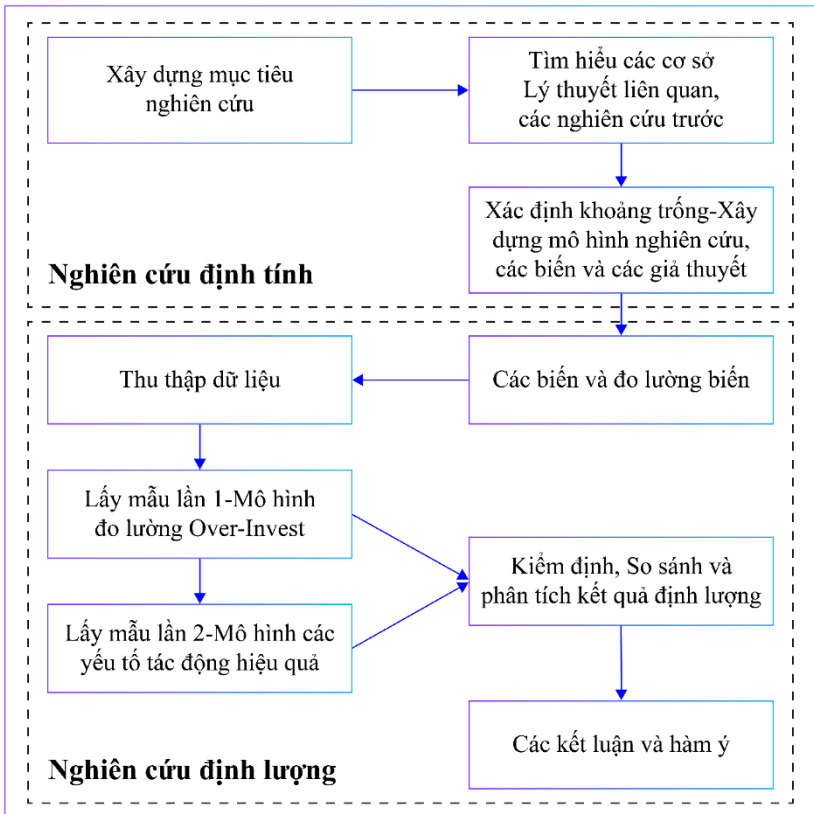
$$\begin{aligned} PERF_{it} = & \lambda_0 + \lambda_1 PERF_{it-1} + \lambda_2 Sales_{it} + \lambda_3 Risk_{it} + \lambda_4 LIQ_{it} \\ & + \lambda_5 TANG_{it} + \lambda_6 Over_{it} + \lambda_7 DIV_{it} \\ & + \lambda_8 LEV_{it} + \lambda_9 Over_{it} \times LEV_{it} + \lambda_{10} Over_{it} \times DIV_{it} + \\ & \lambda_k \sum_{j=1}^7 Industry + \mu_{it} \quad (PT\ 3.2) \end{aligned}$$

Trong phương trình 3.2, biến phụ thuộc là hiệu quả hoạt động ( $PERF_{it}$ ); ngoài ra, vì đây là dạng mô hình động nên có sự xuất hiện của biến độ trễ của hiệu quả hoạt động ( $PERF_{it-1}$ ). Tác giả chỉ sử dụng độ trễ một giai đoạn dựa trên tham khảo từ các nghiên cứu trước và từ lập luận rằng biến độ trễ gần nhất sẽ có tác động mạnh nhất đến giá trị hiện tại của hiệu quả hoạt động; biến độc lập chính bao gồm đầu tư quá mức ( $Over_{it}$ ), chính sách cổ tức ( $DIV_{it}$ ), và chính sách tài trợ ( $LEV_{it}$ ); trong mô hình còn thêm vào biến tương tác giữa đầu tư quá mức với chính sách tài trợ ( $Over_{it} \times LEV_{it}$ ) và với chính sách cổ tức ( $Over_{it} \times DIV_{it}$ ). Thông qua biến tương tác này, tác giả có thể đánh giá tác động của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động thông qua can thiệp của chính sách tài trợ và chính sách cổ tức đến đầu tư quá mức; các biến kiểm soát trong mô hình bao gồm tăng trưởng doanh thu ( $Sales_{it}$ ), rủi ro tài chính ( $Risk_{it}$ ), khả năng thanh khoản ( $LIQ_{it}$ ), và năng lực tài sản ( $TANG_{it}$ ); Các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu được phân thành 8 ngành ( $\sum_{j=1}^7 Industry$ ) bao gồm hàng tiêu dùng, dịch vụ tiêu dùng, công nghiệp, dược phẩm - y tế, tiện ích công cộng, nguyên vật liệu, công nghệ thông tin, và dầu khí. Tuy nhiên, mô hình hồi quy chỉ xuất kết quả của 7 ngành vì ngành hàng tiêu dùng được xem là ngành gốc dùng làm thước đo so sánh cho các ngành còn lại; Cuối cùng, phần dư của mô hình thể hiện cho các yếu tố ngẫu nhiên

khác không được thêm vào mô hình ( $\mu_u$ ). Ngoài ra, về các biến phụ thuộc trong luận án, tác giả tiếp cận các biến hiệu quả đo lường dựa trên giá trị sổ sách bao gồm hai biến chính là ROA và BEP. Tác giả không sử dụng các thước đo thị trường bởi vì các thước đo này có những hạn chế nhất định như nhà quản trị có thể điều tiết bằng cách “đánh bóng” hay đôi khi sự tăng/giảm giá thị trường là do tình hình kinh tế nói chung đang tốt/xấu mà chưa hẳn bản thân doanh nghiệp đó thật sự tốt/xấu nên tác động ròng của quản trị đối với các chỉ số thị trường thường là không rõ ràng (Bartlett & Partnoy, 2020; Dybvig & Warachka, 2012), đây cũng là điểm đo lường khác biệt với các nghiên cứu trước.

### 3.2. Quy trình nghiên cứu

Sơ đồ 3.1. Sơ đồ quy trình nghiên cứu



### **3.3. Phương pháp ước lượng và quy trình xử lý mô hình nghiên cứu định lượng**

#### **3.3.1. Tiếp cận mô hình tĩnh**

Trong luận án này, tác giả sử dụng phương pháp FE để ước tính giá trị phân dư từ mô hình xác định đầu tư quá mức.

#### **3.3.2. Tiếp cận mô hình động**

Trong luận án này, tác giả trình bày tiếp cận động với kỹ thuật ước lượng SGMM để giải quyết hiện tượng nội sinh phù hợp với dữ liệu nghiên cứu trong điều kiện có nhiều (id) nhưng số năm quan sát ngắn, ngoài ra độ trễ là biến có ý nghĩa quan trọng trong nghiên cứu các mô hình về tài chính.

### **3.4. Thu thập và mô tả dữ liệu**

Dữ liệu phục vụ nghiên cứu được thu thập từ Báo cáo tài chính của tất cả các doanh nghiệp niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh (HOSE) và Hà Nội (HNX). Tác giả chỉ lựa chọn phân tích các doanh nghiệp niêm yết vì số liệu báo cáo được kiểm soát khá chặt chẽ bởi thị trường thông qua quy trình hạch toán và kiểm toán nghiêm ngặt. Dữ liệu doanh nghiệp được trích xuất từ FiinPro. Xét về thời gian, tác giả thu thập dữ liệu doanh nghiệp trong giai đoạn 11 năm từ 2009 đến 2019. Trong đó tính biến rủi ro bằng độ lệch chuẩn của 3 năm đầu, do vậy sau khi tính toán biến rủi ro, dữ liệu hồi quy còn lại là từ năm 2011 đến 2019. Tác giả lựa chọn mốc thời gian từ năm 2011 để loại bỏ đi ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu vào năm 2008 – 2009 lên thị trường chứng khoán Việt Nam, khiến cho tình hình kinh doanh của doanh nghiệp bị biến động mạnh sẽ có khả năng ảnh hưởng đến mục tiêu nghiên cứu về đầu tư quá mức và hiệu quả của doanh nghiệp.

## **CHƯƠNG 4. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ THẢO LUẬN**

Chương này trình bày kết quả nghiên cứu dựa trên phương pháp nghiên cứu từ chương 3, gồm các nội dung: Phân tích thống kê mô tả biến; Phân tích kết quả định tính dựa trên phân nhóm doanh nghiệp đầu tư quá mức và đánh giá ảnh hưởng của chính sách tài trợ và chính sách cổ tức đến vấn đề đầu tư quá mức của doanh nghiệp; Giải thích kết quả định lượng của mô hình hồi quy sử dụng kỹ thuật ước lượng SGMM; Kiểm định giả thuyết nghiên cứu dựa trên kết quả nghiên cứu và thảo luận về kết quả nghiên cứu này.

#### 4.1. Phân tích thống kê mô tả

**Bảng 4.1. Mô tả thống kê các biến trong mô hình**

Chỉ tiêu	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
<i>Biến phụ thuộc</i>					
BEP	4.997	0.0914	0.0556	-0.0061	0.2530
ROA	4,997	0.0606	0.0480	-0.0053	0.2066
<i>Biến giải thích</i>					
Sales	4,997	0.1883	0.3331	-0.4033	1.5286
Risk	4,729	0.0739	0.0580	0.0073	0.2745
LIQ	4,997	1.5961	0.9598	0.3607	4.9196
TANG	4,997	0.2456	0.1784	0.0107	0.7070
DIV	4,997	0.5052	0.3327	0.0000	1.7832
LEV	4,997	0.5095	0.1958	0.0000	0.8454

*Nguồn: Tính toán của tác giả.*

#### 4.2. Kết quả phân tích định tính

Đầu tư quá mức là nguyên nhân khiến cho hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp thấp hơn. Bảng chứng này được thể hiện rõ ràng thông qua lợi nhuận thấp hơn đối với nhóm các doanh nghiệp có dấu hiệu đầu tư quá mức. Như vậy, đối với mẫu dữ liệu bao gồm tất cả các doanh nghiệp niêm yết thì các doanh nghiệp có dấu hiệu đầu tư quá mức cho thấy tỷ lệ lợi nhuận thấp hơn và hoạt động kém hiệu quả hơn. Thực vậy, đầu tư quá mức hàm ý doanh nghiệp đầu tư vào các dự án không sinh lợi hoặc các dự án gây lỗ cho doanh nghiệp. Đó là lý do khiến lợi nhuận doanh nghiệp suy giảm do đầu tư không hiệu quả. Ngược lại, nhóm doanh nghiệp có thể duy trì đầu tư ở mức độ bình thường sẽ hoạt động hiệu quả hơn

#### 4.3. Kết quả phân tích định lượng

##### 4.3.1. Kết quả hồi quy với biến phụ thuộc ROA

**Bảng 4.2. Kết quả hồi quy theo phương pháp SGMM với biến phụ thuộc ROA**

ROA	Không tương tác	Có tương tác
$PERF_{it-1}^{ROA}$	0.836***	0.417***
	(0.165)	(0.0734)



<i>Risk<sub>i,t</sub></i>	0.00432 (0.0705)	0.0105 (0.0377)
<i>Sales<sub>it</sub></i>	0.00113 (0.000722)	0.00125*** (0.000237)
<i>LIQ<sub>it</sub></i>	0.000500 (0.000371)	0.00104*** (0.000357)
<i>TANG<sub>it</sub></i>	-0.00695 (0.00889)	0.0170*** (0.00640)
<i>DIV<sub>it</sub></i>	0.120*** (0.0388)	0.144*** (0.0321)
<i>LEV<sub>it</sub></i>	-0.0129 (0.0133)	-0.0616*** (0.0167)
<i>Over<sub>it</sub></i>	<b>-0.0266***</b> <b>(0.00857)</b>	<b>-0.118***</b> <b>(0.0311)</b>
<i>Over<sub>it</sub> × LEV<sub>it</sub></i>		<b>0.277**</b> <b>(0.113)</b>
<i>Over<sub>it</sub> × DIV<sub>it</sub></i>		<b>0.150***</b> <b>(0.0432)</b>
Dịch vụ tiêu dùng	0.00325 (0.00813)	0.0260*** (0.00642)
Công nghiệp	0.00151 (0.00404)	0.0118*** (0.00349)
Dược phẩm, y tế	0.0148 (0.0101)	0.0390*** (0.00867)
Tiện ích công cộng	0.0138 (0.0102)	0.0408*** (0.00764)
Nguyên vật liệu	-0.00411 (0.00503)	0.00766* (0.00456)

<b>Công nghệ thông tin</b>	-0.000668 (0.00555)	0.0114** (0.00561)
<b>Dầu khí</b>	0.00157 (0.00584)	0.0147*** (0.00502)
Số quan sát	4,140	4,140
Số biến công cụ	24	43
Số nhóm	548	548
F-Statistics	285.7	148.2
Prob.	1.65E-247	3.83E-192
Chi-squared		
Prob.		
Hansen test of overid.	8.52	31.17
Prob.	0.483	0.222
Arellano-Bond test for AR(1)	-3.88	-5.243
Prob.	0.000104	0.000000158
Arellano-Bond test for AR(2)	1.354	1.094
Prob.	0.176	0.274

Standard errors in  
parentheses

Nguồn: Tính toán của tác giả

\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

#### 4.3.2. Kết quả hồi quy với biến phụ thuộc BEP

**Bảng 4.3. Kết quả hồi quy theo phương pháp SGMM với biến phụ thuộc BEP**

BEP	Không tương tác	Có tương tác
$PERF_{it-1}^{BEP}$	0.674*** (0.0790)	0.688*** (0.156)
$Risk_{it}$	0.106 (0.0653)	0.0879 (0.0890)
$Sales_{it}$	0.00179***	0.00213***

	(0.000507)	(0.000500)
<i>LIQ<sub>it</sub></i>	0.000582*	0.000809*
	(0.000328)	(0.000477)
<i>TANG<sub>it</sub></i>	0.00991	0.0107
	(0.00807)	(0.0145)
<i>DIV<sub>it</sub></i>	0.162***	0.146***
	(0.0349)	(0.0452)
<i>LEV<sub>it</sub></i>	-0.0199*	-0.0370*
	(0.0106)	(0.0210)
<i>Over<sub>it</sub></i>	<b>-0.0203***</b>	<b>-0.122***</b>
	<b>(0.00678)</b>	<b>(0.0401)</b>
<i>Over<sub>it</sub> × LEV<sub>it</sub></i>		<b>0.251*</b>
		<b>(0.140)</b>
<i>Over<sub>it</sub> × DIV<sub>it</sub></i>		<b>0.142***</b>
		<b>(0.0507)</b>
Dịch vụ tiêu dùng	0.0140**	0.0142
	(0.00622)	(0.0109)
Công nghiệp	0.00650*	0.00688
	(0.00357)	(0.00588)
Dược phẩm, y tế	0.0251***	0.0273*
	(0.00798)	(0.0141)
Tiện ích công cộng	0.0223***	0.0247**
	(0.00704)	(0.0121)
Nguyên vật liệu	-0.000652	0.000809
	(0.00420)	(0.00692)
Công nghệ thông tin	0.00192	0.00203
	(0.00484)	(0.00723)
Dầu khí	0.00377	0.00397
	(0.00527)	(0.00710)

Số quan sát	4,140	4,140
Số biến công cụ	50	31
Số nhóm	548	548
F-Statistics	612.6	297.5
Prob.	0.0000	1.48E-263
Chi-squared		
Prob.		
Hansen test of overid.	38.9	12.82
Prob.	0.299	0.541
Arellano-Bond test for AR(1)	-4.393	-5.429
Prob.	0.0000112	5.66E-08
Arellano-Bond test for AR(2)	1.286	1.328
Prob.	0.199	0.184

Standard errors in parentheses

Nguồn: Tính toán của tác giả

\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

#### 4.4. Kiểm định giả thuyết và thảo luận

**Bảng 4.4. So sánh giả thuyết và kết quả kiểm định**

Giả thuyết	Kết quả định tính	Kết quả định lượng	Đánh giá
<b>Thứ nhất:</b> Đầu tư quá mức tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.	Lợi nhuận của doanh nghiệp đầu tư quá mức thấp hơn lợi nhuận doanh nghiệp đầu tư bình thường. ⇒ Tác động âm.	Đầu tư quá mức có tác động âm ý nghĩa thống kê đến hiệu quả hoạt động. ⇒ Tác động âm.	Phù hợp với giả thuyết đề ra.
<b>Thứ hai:</b> Chính sách tài trợ và chính sách cổ tức điều tiết tác động tiêu cực của đầu tư	Doanh nghiệp đầu tư quá mức có tăng nợ vay hay chi trả cổ tức có hiệu quả hoạt động tốt hơn	Tương tác giữa chính sách tài trợ cũng như chính sách cổ	Phù hợp với giả thuyết đề ra.

Giả thuyết	Kết quả định tính	Kết quả định lượng	Đánh giá
quá mức đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.	hiệu quả hoạt động trung bình các doanh nghiệp đầu tư quá mức. ⇒ Chính sách tài trợ và chính sách cổ tức giúp cải thiện hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp đầu tư quá mức.	tức với đầu tư quá mức mang dấu dương có ý nghĩa thống kê. ⇒ Chính sách tài trợ và chính sách cổ tức điều tiết tác động âm của đầu tư quá mức.	
<i>Thứ ba:</i> Có sự khác biệt tính hiệu quả theo ngành nghề khi tích hợp giữa đầu tư quá mức với chính sách tài trợ và chính sách cổ tức của doanh nghiệp, sự khác biệt này là đáng kể giữa các ngành thâm dụng vốn và thâm dụng lao động	Các doanh nghiệp có đầu tư quá mức cao tập trung ở các ngành thâm dụng lao động như hàng tiêu dùng, cung ứng nguyên liệu, khiến cho hiệu quả hoạt động của những nhóm ngành này thấp hơn.	Ngành thâm dụng lao động như hàng tiêu dùng, cung ứng nguyên liệu có hiệu quả thấp hơn các ngành khác	Phù hợp với giả thuyết đề ra.

*Nguồn: Tổng hợp của tác giả.*

## CHƯƠNG 5. KẾT LUẬN VÀ HÀM Ý CHÍNH SÁCH

Chương này gồm các nội dung: (1) Rút ra kết luận chung dựa trên kết quả định tính và định lượng trong chương trước, (2) Đưa ra hàm ý chính sách cho hai nhóm đối tượng là nhà đầu tư và doanh nghiệp dựa trên kết quả chứng minh được, và (3) Nêu ra một số điểm hạn chế của luận án và hướng tiếp cận mở rộng cho các nghiên cứu về sau.

### 5.1. Kết luận

Các kết quả nghiên cứu, phân tích bằng cả hai phương pháp định tính, và định lượng đều giải quyết được các khoảng trống và mục tiêu

ngiên cứu đã đề ra. Với những kết quả phân tích, tác giả đã giải quyết được các mục tiêu, và các giả thuyết nghiên cứu nêu ra về ảnh hưởng của đầu tư quá mức, cũng như tính tương tác của các chính sách tài chính lên hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Tác giả cũng giải quyết được các khoảng trống nghiên cứu và trả lời được cho các câu hỏi nghiên cứu đã nêu ra trong chương 1.

## **5.2. Hàm ý chính sách**

### **5.2.1. Đối với doanh nghiệp**

Trước hết, khái niệm của đầu tư quá mức cho thấy các doanh nghiệp có dòng tiền cao cộng với hành vi tự tin của nhà quản trị khi không có các chính sách khác kiểm soát dễ dẫn đến hành vi đầu tư quá mức. Như vậy với các nhận định này, cho thấy nhà quản trị doanh nghiệp cần quan tâm đến hiệu quả dự án nhiều hơn là nhìn vào sự thành công trong quá khứ để mạnh tay đầu tư vào các dự án thậm chí kém hiệu quả khi doanh nghiệp đang thừa tài chính.

Thứ hai, kết quả nghiên cứu khẳng định đầu tư quá mức xảy ra đều có tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp mà nguyên nhân là do trong điều kiện lạc quan, lợi nhuận cao, tạo dòng tiền tốt làm doanh nghiệp mở rộng và đa dạng hóa đầu tư, đầu tư trái ngành vào lĩnh vực tài chính, bất động sản,... làm gia tăng rủi ro và giảm hiệu quả trong tương lai. Như vậy các nhà quản trị doanh nghiệp cần quyết liệt trong vấn đề hạn chế đầu tư tràn lan, đầu tư trái ngành vượt ngoài tầm kiểm soát hiện tại. Kết quả nghiên cứu chỉ ra những ngành hết sức nhạy cảm với hoạt động đầu tư quá mức, nghĩa là khi đầu tư quá mức làm giảm nhanh hiệu quả và gia tăng nhanh về rủi ro, bao gồm các ngành: (1) Dược và y tế ;(2) Dầu khí; (3) Cung ứng nguyên vật liệu, doanh nghiệp các ngành này cần lưu ý kiểm soát hành vi đầu tư quá mức.

Thứ ba, kết quả nghiên cứu chỉ ra cách điều tiết cho đầu tư quá mức bằng hai chính sách tài chính quan trọng khác là chính sách tài trợ và chính sách phân chia cổ tức. Các kết quả tính toán này chỉ ra rằng cả hai chính sách tài trợ và chính sách cổ tức đều có thể gia giảm và kiểm soát hành vi đầu tư quá mức của doanh nghiệp. Tuy nhiên, nếu doanh nghiệp chỉ sử dụng 1 trong 2 chính sách để điều tiết cho hoạt động đầu tư quá mức thì nên ưu tiên chọn chính sách tài trợ (nghĩa là xem xét tăng khoản vay dài hạn) hơn là chia cổ tức vì tác động gia tăng biên của chính sách tài trợ tỏ ra hiệu quả hơn chính sách cổ tức.

Thứ tư, các kết quả cho thấy rủi ro có ảnh hưởng (+) đến hiệu quả kể cả khi có kết hợp hay không kết hợp các chính sách. Việc này

nghĩa là doanh nghiệp cũng không nên kỳ vọng các chỉ số ROA, BEP cao bằng cách đầu tư xu hướng (cụ thể là đầu tư tài chính), gia tăng nợ vay làm giảm hiệu quả (vì nợ vay có tương quan (-) khi không tác động tương tác) đồng thời làm gia tăng rủi ro giảm hiệu quả cho doanh nghiệp. Rõ ràng nếu cùng chấp nhận một mức rủi ro giống nhau nhưng nếu không có đầu tư quá mức làm tăng chỉ số sinh lời, trong khi có đầu tư quá mức sẽ làm giảm hiệu quả. Kết quả này hàm ý cho doanh nghiệp nếu muốn chấp nhận rủi ro khuyếch đại các chỉ số sinh lời thì không nên đầu tư quá mức.

### **5.2.2. Đối với nhà đầu tư**

Thứ nhất, về nhận diện doanh nghiệp có dấu hiệu đầu tư quá mức và khả năng làm giảm hiệu quả và giá trị doanh nghiệp trong tương lai, kết quả cho thấy nếu doanh nghiệp thanh khoản cao, dòng tiền dồi dào nhiều trong khi phân chia cổ tức ít đi để mở rộng đầu tư nhiều thì các nhà đầu tư cần lưu ý, vì đây là dấu hiệu cho thấy khả năng doanh nghiệp có dấu hiệu đầu tư quá mức, và do đó trong phân tích lựa chọn danh mục cổ phiếu đầu tư cần bổ sung thêm chỉ tiêu cảnh báo về dấu hiệu đầu tư quá mức.

Thứ hai, về lựa chọn doanh nghiệp quan tâm đầu tư: kết quả nghiên cứu chỉ ra tác động tiêu cực của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động. Chính vì vậy, nhà đầu tư cần phải đánh giá hành vi đầu tư của doanh nghiệp trước khi ra quyết định đầu tư.

Thứ ba, kết quả nghiên cứu nhấn mạnh nợ vay và chi trả cổ tức có thể giúp hạn chế tác động tiêu cực của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động. Kết quả này đưa ra hai gợi ý cho tiến trình ra quyết định của nhà đầu tư.

Thứ tư về lựa chọn ngành nghề đầu tư: Trong quyết định đầu tư vào cổ phiếu một doanh nghiệp thì yếu tố ngành nghề kinh doanh của doanh nghiệp cũng cần phải được xem xét, bên cạnh các yếu tố khác như dòng tiền, thanh khoản, rủi ro,... Kết quả phân tích cho thấy hiện nhóm doanh nghiệp trong ngành sản xuất công nghiệp có số lượng doanh nghiệp đầu tư quá mức cao nhất trong khi đầu tư quá mức chưa mang lại tác động tích cực, do vậy trước khi ra quyết định cần có sự sàng lọc đánh giá doanh nghiệp nào có dấu hiệu đầu tư quá mức và đầu tư vào lĩnh vực gì, có đúng ngành nghề chính hay trái ngành. Ngoài ra cần lưu ý các doanh nghiệp hoạt động trong ba nhóm ngành sau: (1) Dược và y tế; (2) Dầu khí và (3) Cung ứng nguyên vật liệu là các ngành có độ nhạy cảm đối với đầu tư quá mức vì gia tăng nợ trong đầu tư quá mức có thể làm rủi ro tăng cao và giảm nhanh tính hiệu quả.

### 5.3. Hạn chế của luận án và hướng nghiên cứu tiếp theo

Thứ nhất, xét về dữ liệu nghiên cứu, tác giả thu thập số liệu của các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên HOSE và HNX trong giai đoạn 2009 – 2019. Mặc dù đã cố gắng mở rộng phạm vi nghiên cứu so với các nghiên cứu trước đây nhưng nhìn chung chuỗi thời gian 11 năm vẫn chưa đủ dài để có thể kiểm chứng tác động của đầu tư quá mức trong dài hạn.

Thứ hai, xét về biến nghiên cứu, tác giả sử dụng ROA và BEP để đại diện cho biến phụ thuộc hiệu quả hoạt động. Biến phụ thuộc này được xác định dựa trên nền tảng kế toán (tính toán chỉ số lấy từ số liệu trong báo cáo tài chính của doanh nghiệp)

Ngoài ra, nghiên cứu cũng chỉ ra một số hạn chế trong việc đo lường biên độ lập đầu tư quá mức. Đầu tư quá mức là biến được đo lường từ phương trình Hàm cầu đầu tư. Phương trình này sẽ đưa vào các nhân tố quan trọng ảnh hưởng đến mức đầu tư của doanh nghiệp để từ đó định ra mức đầu tư tối ưu. Tuy nhiên, có rất nhiều yếu tố liên quan đến đầu tư nên việc chỉ bao gồm một số biến quan trọng không thể nào giúp dự đoán được chính xác mức cầu đầu tư và việc đưa thêm nhiều biến vào mô hình cũng không thực sự hiệu quả.

Đối với biến tương tác, hiện tại tác giả chỉ tương tác biến chính sách cổ tức hay chính sách tài trợ với đầu tư quá mức. Tuy nhiên, trên thực tế thì doanh nghiệp thường phối hợp 2 chính sách này chung với nhau. Vì vậy, việc xem xét tương tác ba biến của cả chính sách tài trợ và chính sách cổ tức với đầu tư quá mức nên được giải thích trong các nghiên cứu tiếp theo.

Cuối cùng, xét về phương pháp nghiên cứu, tác giả đã đưa ra tiếp cận mô hình động dựa trên xem xét lý thuyết lợi nhuận động và bằng chứng thực nghiệm từ các nghiên cứu trước đây. Bên cạnh đó, để giải quyết hiện tượng nội sinh gây ra do sự xuất hiện của biến độ trễ của hiệu quả hoạt động như là biến độc lập trong mô hình, tác giả đã áp dụng kỹ thuật ước lượng SGMM giúp đưa ra kết quả hồi quy tốt hơn các kỹ thuật ước lượng dựa trên nền tảng OLS. Tuy nhiên, điểm hạn chế ở đây chính là biến công cụ sử dụng cho biến bị nội sinh trong mô hình.



## DANH MỤC CÁC CÔNG TRÌNH ĐÃ CÔNG BỐ CỦA TÁC GIẢ

STT	Tên bài viết	Tác giả	Năm xuất bản	Nơi công bố	ISSN / ISBN	Tập/Số trang
1	Tỷ lệ sở hữu nhà nước và cấu trúc vốn trong mối quan hệ với hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam	<b>Nguyễn Trọng Nghĩa;</b> Trần Lê Khang	2017	<b>Tạp chí Ngân hàng / Banking Review</b>	0866 - 7462	Số 7 32 - 38
2	Hiệu quả hoạt động trong doanh nghiệp đóng góp từ khía cạnh tỷ lệ sở hữu nhà nước và chính sách sử dụng nợ của các doanh nghiệp niêm yết sau 10 năm gia nhập WTO	Phan Đình Nguyên; <b>Nguyễn Trọng Nghĩa</b>	2018	<b>Hội thảo khoa học:</b> Thành tựu và thách thức của thị trường tài chính Việt Nam sau 10 năm gia nhập WTO (Trường ĐH Tài chính-Marketing)	978-604-59-8986-9	175 - 191
3	Hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp niêm yết và vai trò của việc sử dụng các chính sách chi trả cổ tức: nghiên cứu thực nghiệm tại thị trường Việt Nam trong giai đoạn sau WTO	<b>Nguyễn Trọng Nghĩa;</b> Nguyễn Công Thành	2018	<b>Hội thảo khoa học:</b> Thành tựu và thách thức của thị trường tài chính Việt Nam sau 10 năm gia nhập WTO (Trường ĐH Tài chính-Marketing)	978-604-59-8986-9	192 - 203

<b>STT</b>	<b>Tên bài viết</b>	<b>Tác giả</b>	<b>Năm xuất bản</b>	<b>Nơi công bố</b>	<b>ISSN / ISBN</b>	<b>Tập/Số trang</b>
4	The Moderation Effect of Debt and Dividend on the Overinvestment-Performance Relationship	<b>Nguyễn Trọng Nghĩa;</b> Trần Lê Khang; Nguyễn Công Thành	2019	<b>Studies in Computational Intelligence (Q4 Scopus)</b>	1860-949X	Số 809 1109 - 1120
5	Over investment and firm performance: Do financial policies matter?	<b>Nguyễn Trọng Nghĩa</b>	2020	<b>Review of Finance</b>	2615 - 8981	Số 3 16 - 18
6	Firm performance: the moderation impact of debt and dividend policies on overinvestment	<b>Nguyễn Trọng Nghĩa;</b> Nguyễn Công Thành	2021	<b>Journal of Asian Business and Economic Studies - JABES</b>	2515-964X	Số 28 47 - 63
7	Tác động của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam	<b>Nguyễn Trọng Nghĩa</b>	Dự kiến Q1/2022	<b>Science and Technology Development Journal (STDJ), Vietnam National University - Ho Chi Minh City</b>	1859-0128	Xác nhận chấp nhận đăng