

Tác động của thị trường vốn đến đầu tư của doanh nghiệp đã niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam

NGUYỄN HOÀNG TÙNG*

Tóm tắt

Bài viết sử dụng mô hình Autoregressive Distributed Lag (ARDL) để nghiên cứu dữ liệu và vận dụng phương pháp tính chi phí vốn bình quân theo trọng số (WACC) để đánh giá tác động của thị trường vốn đến đầu tư của các doanh nghiệp phi tài chính đã niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam dựa trên mẫu nghiên cứu là 713 doanh nghiệp phi tài chính đã niêm yết trên sàn chứng khoán trong giai đoạn 2008-2018. Kết quả nghiên cứu cho thấy, lãi suất trên thị trường vốn có tác động lớn đến đầu tư của doanh nghiệp qua kênh chi phí vốn của doanh nghiệp, đồng thời làm thay đổi chi phí vay nợ. Bên cạnh đó, thị trường vốn chưa là kênh huy động vốn chủ yếu của các doanh nghiệp này. Ngoài ra, hoạt động đầu tư của doanh nghiệp nhà nước (ĐNN) ít bị tác động bởi thị trường vốn.

Từ khóa: doanh nghiệp phi tài chính, doanh nghiệp niêm yết, sàn chứng khoán Việt Nam, thị trường vốn đầu tư

Summary

The paper employs Autoregressive Distributed Lag (ARDL) model to analyze data and the weighted average cost of capital (WACC) to assess the impact of capital market on investment of non-financial companies listed on Vietnam stock market. Data is collected from 713 listed non-financial businesses in the period of 2008-2018. The outputs illustrate that interest rate on the capital market creates a great impact on firm's investment through the cost of capital, and also changes the cost of debt. Besides, capital market is not the main channel to mobilize capital in these enterprises. In addition, the investment activities of state-owned enterprises (SOEs) are slightly affected by the capital market.

Keywords: non-financial enterprises, listed enterprises, Vietnam stock exchange, capital market

GIỚI THIỆU

Các doanh nghiệp phi tài chính là các doanh nghiệp có hoạt động chính là sản xuất hàng hóa thị trường hoặc dịch vụ phi tài chính. Để thực hiện các dự án đầu tư, các doanh nghiệp có thể tiếp cận nguồn vốn thông qua việc tái đầu tư lợi nhuận, phát hành cổ phiếu, trái phiếu hoặc vay tiền. Nếu thị trường vốn hoạt động tốt, các doanh nghiệp điều chỉnh vốn chủ sở hữu và vốn vay để có sự bù trừ rủi ro tốt nhất. Các doanh nghiệp bị hạn chế tài chính phải đối mặt với sự khác biệt về chi phí giữa việc huy động vốn từ bên trong và bên ngoài. Tình

hình đó đòi hỏi phải tiếp tục cải thiện môi trường kinh doanh, tái cấu trúc thị trường vốn, góp phần đẩy mạnh hoạt động đầu tư và nâng cao năng lực cạnh tranh của các doanh nghiệp phi tài chính đã niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam.

PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Doanh nghiệp phi tài chính được hiểu là các doanh nghiệp có doanh thu chủ yếu từ việc cung cấp các sản phẩm hay dịch vụ không thuộc lĩnh vực tài chính. Từ góc độ tiếp cận nghiên cứu tác động của thị trường vốn đến hạn chế tài chính và đầu tư của doanh nghiệp phi tài chính đã niêm yết (tác động thông qua các công cụ trên hai thị trường chính là thị trường nợ và thị trường vốn chủ sở hữu) và trên cơ sở lý thuyết về đầu tư của

* NCS., Viện Nghiên cứu Quản lý Kinh tế Trung ương

Ngày nhận bài: 25/11/2019; Ngày phân biệt: 18/12/2019; Ngày duyệt đăng: 23/12/2019

doanh nghiệp phụ thuộc vào các yếu tố là chi phí vốn và dòng tiền của doanh nghiệp (trong đó chi phí vốn được dùng để đánh giá tác động của thị trường vốn và dòng tiền được dùng để đánh giá tác động của hạn chế tài chính đến đầu tư của doanh nghiệp), nghiên cứu này lựa chọn mô hình Autoregressive Distributed Lag (ARDL) để nghiên cứu dữ liệu và vận dụng phương pháp WACC nhằm đánh giá tác động của thị trường vốn đến đầu tư của các doanh nghiệp phi tài chính đã niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam.

Về mẫu nghiên cứu, có tổng số 713 doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam từ Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) và Sở Giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh (HOSE) giai đoạn 2007-2018 được nghiên cứu với 22.296 quan sát trong mô hình phân tích đánh giá. Tính đến năm 2018, có 173 doanh nghiệp do Nhà nước nắm giữ 100% vốn điều lệ hoặc cổ phần chi phối, chiếm 27,26% mẫu nghiên cứu và 540 doanh nghiệp tư nhân, chiếm 75,74% mẫu nghiên cứu). Bài viết cũng sử dụng nguồn số liệu từ Ngân hàng Nhà nước, các báo cáo tài chính và kiểm toán của doanh nghiệp, lập ma trận tương quan để xác định mối tương quan giữa biến phụ thuộc và biến độc lập.

KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

Lập ma trận tương quan để xác định mối tương quan giữa biến phụ thuộc và biến độc lập cho kết quả như sau:

Thứ nhất, lãi suất trên thị trường vốn có tác động lớn đến hoạt động đầu tư của doanh nghiệp qua kênh chi phí vốn của doanh nghiệp và có sự phân biệt giữa các doanh nghiệp lớn với các doanh nghiệp nhỏ và vừa, giữa các DNNN có các với doanh nghiệp tư nhân (DNTN). Trong đó, chi phí vốn trung bình của các doanh nghiệp phi tài chính đã niêm yết trong thời kỳ 2008-2018 đã có sự biến động lớn. Cụ thể là: trong hai năm 2008-2009, chi phí vốn trung bình của các doanh nghiệp dao động quanh mức 7%, nhưng sau đó đã tăng đột biến gần gấp đôi trong giai đoạn khủng hoảng tài chính và suy thoái kinh tế toàn cầu, đạt đỉnh vào năm 2011 (gần 12%), giảm dần, nhưng vẫn còn ở mức cao trong các năm 2012-2013, từ năm 2014-2016 tương đối ổn định quanh mức 7% và các năm 2017-2018 tiếp tục giảm xuống quanh mức 6%. Mặc dù từ năm 2017 đến nay, lãi suất đã có xu hướng tăng nhẹ, nhưng do cơ chế trần, nên chi phí vốn trung bình của doanh nghiệp chưa thay đổi kịp.

Trong thời kỳ 2008-2018, luôn có sự chênh lệch giữa mức chi phí vốn trung bình của nhóm doanh nghiệp lớn với mức chi phí vốn trung bình của nhóm DNNVV, chênh lệch giữa mức chi phí vốn trung bình của nhóm DNNN với mức chi phí vốn trung bình của nhóm DNTN; trong đó, mức chi phí vốn trung bình của nhóm DNNVV luôn cao hơn mức chi phí vốn trung bình của nhóm doanh nghiệp lớn, mức chi phí vốn trung bình của nhóm DNTN luôn cao hơn mức chi phí vốn trung bình của nhóm DNNN.

Lý do chủ yếu của hiện tượng này nằm ở khâu tiếp cận tín dụng. Các doanh nghiệp lớn thường là các doanh nghiệp đã có vị thế khá vững chắc trên thị trường, có nguồn doanh thu ổn định, có thể bảo đảm được khả năng chi trả các nghĩa vụ về nợ, nên thường được ưu tiên tiếp cận các nguồn vốn với lãi suất thấp.

Trong khi đó, các DNNVV thường là doanh nghiệp mới gia nhập thị trường, luôn gặp trở ngại trong tiếp cận tín dụng do không có đủ tài sản đảm bảo, không có hồ sơ hoặc lịch sử tín dụng rõ ràng, hệ thống báo cáo tài chính chưa đủ tin cậy và dễ bị tổn thương khi thị trường có biến động, nên các ngân hàng thường ngại cộng để đặt cho vay nguồn vốn dài hạn hoặc cho vay với mức lãi suất cao để bảo đảm an toàn cho hệ thống.

Đối với hiện tượng mức chi phí vốn trung bình của DNTN luôn cao hơn mức chi phí vốn trung bình của DNNN có nguyên nhân chủ yếu là do các DNNN thường là các doanh nghiệp lớn và thường được ưu tiên vay vốn dài hạn tại các ngân hàng thương mại với lãi suất ưu đãi, nhất là khi vay vốn để triển khai các dự án đầu tư thuộc lĩnh vực mà Nhà nước có chính sách ưu tiên, như: nông nghiệp, nông thôn, xuất khẩu, công nghiệp hỗ trợ, doanh nghiệp ứng dụng công nghệ cao...

Đầu tư của doanh nghiệp có quan hệ cùng chiều với chi phí vốn của doanh nghiệp, nhưng lại có mối quan hệ ngược chiều với lãi suất trên thị trường. Khi lãi suất giảm đi 1%, thì đầu tư của doanh nghiệp tăng thêm 2,051% trong năm đầu tiên, nhưng đến năm thứ hai thì đầu tư lại giảm đi 0,669% và các năm sau đó thì ảnh hưởng của lãi suất thông qua chi phí vốn cũng không còn lớn.

Lý do của hiện tượng này gồm: Một là, các khoản đầu tư của doanh nghiệp không hiệu quả nên doanh nghiệp phải bán bớt các tài sản để cân bằng lại tình hình tài chính của doanh nghiệp; Hai là, do lãi suất ngắn hạn (cho các khoản vay có thời hạn 1 năm) thấp hơn lãi suất dài hạn rất nhiều, nên các doanh nghiệp sẽ không tập trung đầu tư dài hạn qua nhiều năm, mà lại tập trung với các dự án có thời gian hoàn vốn nhanh và thanh lý các tài sản không cần thiết để đáp ứng các nghĩa vụ nợ trong ngắn hạn.

Thứ hai, lãi suất trên thị trường vốn có tác động làm thay đổi chi phí vay nợ, qua đó làm thay đổi chi phí vốn của doanh nghiệp có thể dùng để đầu tư. Vì vậy, do đó,

đầu tư của doanh nghiệp có mối tương quan ngược chiều với dòng tiền, doanh thu. Do dòng tiền có ảnh hưởng lớn đến đầu tư của doanh nghiệp, nên thay đổi nhỏ trong lãi suất cũng làm thay đổi rất lớn đến đầu tư của doanh nghiệp. Kết quả phân tích định lượng cho thấy, khi lãi suất giảm đi 1% thì dòng tiền của doanh nghiệp tăng thêm 1,651% và qua đó đầu tư của doanh nghiệp tăng thêm 5,037% trong năm đầu tiên. Kết quả này cho thấy lãi suất trên thị trường vốn tác động khá mạnh qua kênh dòng tiền đến đầu tư của doanh nghiệp.

Thứ ba, thị trường vốn chưa là kênh huy động vốn chủ yếu của doanh nghiệp phi tài chính đã niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam. Kết quả nghiên cứu định lượng cho thấy, trên thực tế, thị trường vốn Việt Nam đang tồn tại các cản trở khiến cho doanh nghiệp không tiếp cận được nguồn vốn bên ngoài hoặc phải chấp nhận chi phí cao.

Kết quả nghiên cứu mối quan hệ giữa dòng tiền và đầu tư cũng cho thấy các doanh nghiệp hạn chế tài chính, phải đối mặt với sự khác biệt về chi phí giữa việc huy động vốn từ bên trong và bên ngoài, nhiều DNNVV hoặc DNTN ở tình trạng không có khả năng huy động được lượng vốn cần thiết cho đầu tư và tăng trưởng của doanh nghiệp.

Trên thực tế ở Việt Nam, các doanh nghiệp vẫn phải dựa nhiều vào nguồn vốn nội tại của mình để tiến hành đầu tư. Hệ số đo lường mối quan hệ giữa dòng tiền và đầu tư ở các doanh nghiệp phi tài chính ở Việt Nam là 4,746 (theo nghiên cứu của Lerskullawat, A. (2018) thì hệ số dòng tiền - đầu tư của doanh nghiệp của Thái Lan chỉ khoảng 1,773). Điều đó chứng minh rằng, hệ số dòng tiền -

đầu tư ở các doanh nghiệp phi tài chính ở Việt Nam đang ở mức rất cao và là một trở ngại lớn đến đầu tư của doanh nghiệp Việt Nam.

Thứ tư, hoạt động đầu tư của DNNN đã niêm yết ít bị tác động bởi thị trường vốn. Kết quả phân tích, đánh giá định lượng cho thấy, dòng tiền trên thị trường vốn không có tác động đến các DNNN (có thể các DNNN dễ dàng tìm kiếm được nguồn vốn bên ngoài cho các dự án đầu tư); doanh thu cũng không tác động đến đầu tư của DNNN đã niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam. Mặt khác, lãi suất trên thị trường không có tác động (dù là nhỏ) đến đầu tư của DNNN khi lãi suất và đầu tư của DNNN được chứng minh là không có mối quan hệ trong kết quả nghiên cứu định lượng này (trong khi ở các DNTN, thì hệ số này là 3,196). Tức là nếu lãi suất giảm đi thì đầu tư của DNNN cũng không tăng. Điều này rất có ý nghĩa đối với các nhà quản lý kinh tế vĩ mô khi hoạch định chính sách.

Thứ năm, có sự phân biệt giữa các chủ thể tham gia vào thị trường vốn. Kết quả nghiên cứu định lượng cho thấy, tác động của thị trường vốn đến các loại doanh nghiệp là khác nhau. Trái với các nghiên cứu trước đây, các DNNVV ở Việt Nam lại là đối tượng ít chịu hạn chế tài chính so với các doanh nghiệp lớn (có thể do các DNNVV có tỷ lệ đòn bẩy thấp nên được các nhà đầu tư đánh giá là ít rủi ro trong hoạt động kinh doanh). Tuy nhiên, tác động của lãi suất tới các DNNVV cũng rất thấp (việc giảm lãi suất để kích thích đầu tư các doanh nghiệp này cho kết quả không lớn như các doanh nghiệp lớn).

Mặt khác, trong khi DNNN không gặp vấn đề hạn chế tài chính cũng như không bị ảnh hưởng bởi các chính sách về lãi suất trong hoạt động đầu tư, thì đối với trường hợp các DNTN lại có hệ số dòng tiền và đầu tư ở mức rất cao là 3,930, tức là dòng tiền tăng lên 1%, thì đầu tư của doanh nghiệp giảm đi 3,930% trong dài hạn; trong khi đó, chi phí vốn của DNTN cũng bị ảnh hưởng với hệ số là 2,225% (tức là chi phí vốn tăng thêm 1% thì đầu tư của DNTN giảm đi tới 2,225% ở năm đầu tiên, trong khi chỉ số này tính bình quân cho tất cả các loại hình doanh nghiệp chỉ ở mức 2,051%). □

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Chính phủ (2003). *Nghị định số 144/2003/ND-CP, ngày 28/11/2003 về chứng khoán và thị trường chứng khoán*
2. Chính phủ (2006). *Nghị định số 52/2006/ND-CP, ngày 19/05/2006 về phát hành trái phiếu doanh nghiệp*
3. Chính phủ (2019). *Nghị quyết số 02/NQ-CP, ngày 01/01/2019 về tiếp tục thực hiện những nhiệm vụ, giải pháp chủ yếu cải thiện môi trường kinh doanh, nâng cao năng lực cạnh tranh quốc gia năm 2019 và định hướng đến năm 2021*
4. Viện Nghiên cứu Quản lý Kinh tế Trung ương (2017). *Báo cáo đề xuất giải pháp chính sách cắt giảm chi phí của doanh nghiệp*
5. Ngân hàng Thế giới (2015-2019). *Báo cáo Doing Business từ năm 2014-2018*
6. Lerskullawat, A. (2018). Financial development, financial constraint, and firm investment: Evidence from Thailand, *Kaetsart Journal of Social Sciences*