

MỤC LỤC

KINH TẾ VÀ QUẢN LÝ

- 1. Nguyễn Hoàng** - Vai trò của đổi mới sáng tạo đối với khả năng vượt rào cản xuất khẩu và tác động đến hiệu quả xuất khẩu của doanh nghiệp Việt Nam. *Mã số: 197.IIEM.11* 3
The Role of Innovation in Overcoming Export Barriers and Its Impact on the Export Performance of Vietnamese Enterprises
- 2. Lê Nguyễn Diệu Anh** - Kiến thức thị trường, cam kết xuất khẩu và kết quả xuất khẩu của các doanh nghiệp Việt Nam. *Mã số: 197.IIEM.11* 15
Market Knowledge, Export Commitment and Export Performance of Vietnamese Enterprises
- 3. Nguyễn Thế Vinh** - Tác động của chuyển đổi số đến đổi mới công nghệ xanh của các doanh nghiệp sản xuất tại Việt Nam. *Mã số: 197.ISMET.11* 27
The Impact of Digital Transformation on Green Technology Innovation in Manufacturing Enterprises in Vietnam

QUẢN TRỊ KINH DOANH

- 4. Trần Thị Hiền, Tạ Khánh Ngọc Minh, Vũ Thị Ngân và Trịnh Khánh Linh** - Ảnh hưởng của thông tin truyền thông số về ESG tới ý định mua hàng của người tiêu dùng trẻ: trường hợp nhãn hàng sữa MILO trên địa bàn thành phố Hà Nội. *Mã số: 197.2BAdm.21* 43
The impact of ESG information in digital media on young consumer's buying intention: the case of MILO milk brand in Hanoi city

- 5. Trần Văn Khôi, Lê Mạnh Hùng và Dương Thị Hồng Nhung** - Tác động của phong cách lãnh đạo của người quản lý đến hiệu suất làm việc của nhân viên tại các khách sạn: Khảo sát tại thành phố Hà Nội, Việt Nam. **Mã số: 197.2HRMg.21** 61

The Impact of Managerial Leadership Styles on Employee Performance In Hotels: A Survey in Hanoi City, Vietnam

- 6. Trần Thị Bích Hiền** - Tác động của kinh nghiệm, năng lực chuyên môn đến khả năng phát hiện gian lận trên báo cáo tài chính với vai trò trung gian của chủ nghĩa hoài nghi nghề nghiệp - trường hợp các công ty kiểm toán Non-Big4 Việt Nam. **Mã số: 197.2BAcc.21** 75

The Impact of Experience and Professional Competence on Financial Statement Fraud Detection With The Mediating Role of Professional Skepticism – The Case of Non-Big4 Vietnamese Auditing Firm

- 7. Lê Thị Nhung** - Tác động của đầu tư tới giá trị doanh nghiệp: Bằng chứng thực nghiệm từ thị trường chứng khoán Việt Nam. **Mã số: 197.2FiBa.21** 91

The Impact of Investment on Firm Value: Empirical Evidence from Vietnam Stock Market

Ý KIẾN TRAO ĐỔI

- 8. Ngô Thị Mai** - Tác động của tổ chức học tập đến kết quả công việc của giảng viên: vai trò của hành vi đổi mới sáng tạo. **Mã số: 197.3OMIs.31** 101

The Impact of Learning Organization on Lecturers' Work Performance: The Role of Innovative Work Behavior

TÁC ĐỘNG CỦA ĐẦU TƯ TỚI GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP: BẰNG CHỨNG THỰC NGHIỆM TỪ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Lê Thị Nhung

Học viện Chính sách và Phát triển

Email: nhunglt@apd.edu.vn

Ngày nhận: 11/09/2024

Ngày nhận lại: 19/12/2024

Ngày duyệt đăng: 23/12/2024

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu bảng kết hợp với kỹ thuật ước lượng mô men tổng quát để phân tích tác động của đầu tư đến giá trị doanh nghiệp. Kết quả cho thấy mối quan hệ giữa hoạt động đầu tư và giá trị doanh nghiệp là phi tuyến tính, tồn tại một mức đầu tư tối ưu dành cho các công ty niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn 2012-2023. Cụ thể, việc đầu tư làm tăng giá trị doanh nghiệp cho đến khi đạt đến một ngưỡng tối ưu, sau đó giá trị này có xu hướng giảm khi vượt quá mức đầu tư tối ưu. Nghiên cứu cũng chứng minh rằng sự bất đối xứng thông tin giữa các bên trong doanh nghiệp gây ra những biến dạng trong quyết định đầu tư, dẫn đến tình trạng đầu tư dưới mức tối ưu khi vốn đầu tư thấp hơn ngưỡng cần thiết và đầu tư quá mức khi vượt quá ngưỡng này. Những phát hiện trên mang lại ý nghĩa quan trọng cho các nhà đầu tư và nhà quản lý doanh nghiệp trong việc xây dựng chiến lược đầu tư hiệu quả.

Từ khóa: Đầu tư, giá trị doanh nghiệp, thị trường chứng khoán, thị trường vốn.

JEL Classifications: C23, C81, G11, G32.

DOI: 10.54404/JTS.2024.197V.07

1. Giới thiệu

Các chính sách tài chính trong doanh nghiệp bao gồm chính sách đầu tư, chính sách huy động vốn và chính sách phân phối lợi nhuận. Những chính sách này đóng vai trò quan trọng trong việc định hình chiến lược phát triển và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, được (Modigliani, F. & Miller, M., 1958) chứng minh là độc lập với nhau trong điều kiện thị trường vốn hoàn hảo. Tuy nhiên, bằng chứng thực nghiệm và lý thuyết sau đó đã chỉ ra rằng thị trường vốn không hoàn hảo, khiến các quyết định tài chính trong doanh nghiệp có mối quan hệ phụ thuộc lẫn nhau. Một trong những hạn chế lớn nhất của thị

trường vốn là sự bất cân xứng thông tin giữa các bên liên quan trong doanh nghiệp. Điều này tạo ra những rào cản trong việc ra quyết định và có thể dẫn đến những hệ quả không mong muốn trong hoạt động tài chính và đầu tư (Jensen, M. & Meckling, W., 1976; Myers, S., 1977; Myers, S. & Majluf, N., 1984; Jensen, M., 1986). Jensen và Meckling (1976) cùng với Myers (1977) đã xây dựng những lý thuyết về tác động của sự bất cân xứng thông tin giữa cổ đông và chủ nợ, điều này dẫn đến khó khăn trong các quyết định đầu tư của doanh nghiệp. Myers và Majluf (1984) tiếp tục nhấn mạnh tầm quan trọng của sự bất cân xứng thông tin giữa chủ sở hữu

hiện tại và các chủ sở hữu tương lai. Cả hai trường hợp đều cho thấy rằng sự thiếu hụt thông tin có thể khiến một số dự án đầu tư với giá trị hiện tại ròng (NPV) dương không được thực hiện, gây ra tình trạng đầu tư dưới mức. Mặt khác, Jensen (1986) đã mở rộng lý thuyết về vai trò của thông tin bất cân xứng giữa nhà quản trị và chủ sở hữu. Kết hợp với lý thuyết dòng tiền tự do, ông chỉ ra rằng các dự án đầu tư có NPV âm vẫn có thể được thực hiện, dẫn đến hiện tượng đầu tư quá mức. Điều này có nghĩa là khi doanh nghiệp rơi vào tình trạng đầu tư không tối ưu, giá trị doanh nghiệp sẽ bị ảnh hưởng. Mối liên hệ giữa đầu tư và giá trị doanh nghiệp không hoàn toàn tuyến tính; đầu tư sẽ thúc đẩy giá trị doanh nghiệp đến một mức tối ưu nhất định, nhưng khi vượt quá ngưỡng đó, giá trị này sẽ giảm. Ban đầu, các doanh nghiệp ưu tiên các dự án đầu tư có NPV dương, giúp tăng giá trị doanh nghiệp cho đến khi các dự án đầu tư này cạn kiệt. Nếu doanh nghiệp tiếp tục đầu tư vào các dự án đầu tư có NPV âm, giá trị doanh nghiệp sẽ giảm sút. Mức đầu tư dưới ngưỡng tối ưu phản ánh hiện tượng đầu tư dưới mức, trong khi mức đầu tư vượt quá ngưỡng này thể hiện hiện tượng đầu tư quá mức.

Nghiên cứu này nhằm kiểm tra mối quan hệ phi tuyến tính bậc hai giữa đầu tư và giá trị doanh nghiệp thông qua việc xây dựng mô hình bậc hai để đánh giá mối quan hệ này, đồng thời xem xét tác động của hai chính sách tài chính khác, bao gồm chính sách tài trợ và chính sách cổ tức. Để thực hiện điều này, dữ liệu đã được thu thập từ 214 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2012-2023. Kết quả nghiên cứu đã xác nhận giả thuyết về mối quan hệ phi tuyến tính bậc hai giữa đầu tư và giá trị doanh nghiệp.

Cấu trúc của bài viết được sắp xếp như sau: Phần 2 cung cấp cơ sở lý thuyết và xây dựng giả thuyết nghiên cứu; phần 3 mô tả chi tiết phương pháp nghiên cứu về tác động của

đầu tư đến giá trị doanh nghiệp; phần 4 trình bày kết quả thực nghiệm của nghiên cứu; và cuối cùng, phần 5 tổng kết các kết luận của nghiên cứu.

2. Cơ sở lý thuyết và giả thuyết nghiên cứu

Trong các thị trường vốn không hoàn hảo, chẳng hạn như sự bất cân xứng thông tin và xuất hiện chi phí đại diện, tình trạng đầu tư quá mức hoặc đầu tư dưới mức có thể xảy ra. Điều này có nghĩa là không phải mọi dự án đầu tư có NPV dương đều sẽ được triển khai, và một số dự án đầu tư có NPV âm có thể không bị từ chối. Sự bất cân xứng thông tin làm phát sinh xung đột quyền lợi giữa những bên liên quan của các doanh nghiệp, dẫn đến tình trạng đầu tư quá mức hoặc đầu tư dưới mức.

Trước tiên, thông tin bất cân xứng giữa chủ sở hữu và trái chủ là một trong những cơ chế dẫn đến đầu tư dưới mức. Với trách nhiệm hữu hạn, chủ sở hữu có xu hướng đầu tư vào các dự án đầu tư rủi ro hơn so với các dự án đầu tư đã được xác định ban đầu trong điều kiện vay vốn. Động lực này xuất phát từ kỳ vọng rằng các dự án đầu tư có độ rủi ro cao sẽ mang đến lợi nhuận lớn cho các chủ sở hữu, trong khi phần lớn rủi ro được chuyển sang cho các trái chủ (Jensen, M. & Meckling, W., 1976). Trong điều kiện thiếu thông tin, trái chủ có xu hướng tăng lãi suất cho vay hoặc áp đặt các điều khoản hạn chế tín dụng, điều này làm hạn chế khả năng của chủ sở hữu trong việc triển khai các dự án đầu tư mang lại giá trị, dẫn đến hiện tượng đầu tư dưới mức. Bên cạnh đó, trong trường hợp doanh nghiệp phá sản, trái chủ là đối tượng đầu tiên nhận lại tài sản doanh nghiệp, trong khi chủ sở hữu là người cuối cùng. Điều này tạo động lực cho các chủ sở hữu không thực hiện hoặc từ bỏ các dự án đầu tư có NPV dương khi giá trị này thấp hơn tổng nợ mà doanh nghiệp huy động (Myers, S., 1977). Ngoài ra, do thiếu thông tin để đánh giá chính xác chất lượng các dự án đầu tư của doanh

ngành, trái chủ thường yêu cầu một mức phí bù rủi ro cao khi cung cấp vốn cho doanh nghiệp (Stiglitz, J. & Weiss, A., 1981). Do vậy, nếu chi phí của các dự án đầu tư có NPV dương vượt quá nguồn vốn nội bộ, doanh nghiệp có thể từ bỏ các dự án này.

Thứ hai, thông tin bất cân xứng giữa chủ sở hữu hiện tại và chủ sở hữu tiềm năng cũng dẫn tới hiện tượng đầu tư dưới mức do tác động của lựa chọn bất lợi. (Myers, S. & Majluf, N., 1984) đã chỉ ra, doanh nghiệp có thể không thực hiện các dự án đầu tư có NPV dương nếu thiếu hụt thông tin. Trong trường hợp này, các chủ sở hữu tiềm năng không nắm được đầy đủ giá trị của doanh nghiệp và thường yêu cầu mức lợi suất cao hơn thông qua việc gia tăng chi phí sử dụng vốn. Khi chi phí sử dụng vốn tăng, chủ sở hữu hiện tại sẽ đánh giá rằng việc thực hiện các dự án đầu tư có thể gây tổn thất nhiều hơn so với việc từ bỏ chúng. Do đó, các dự án đầu tư có giá trị có thể sẽ không được thực hiện.

Như vậy, bất cân xứng thông tin đã gây ra mâu thuẫn không chỉ giữa chủ sở hữu và trái chủ mà còn giữa chủ sở hữu hiện tại và chủ sở hữu tiềm năng của doanh nghiệp, cả hai trường hợp này đều dẫn đến tình trạng đầu tư dưới mức tối ưu và gây ảnh hưởng tiêu cực đến giá trị doanh nghiệp.

Thứ ba, thông tin bất cân xứng giữa chủ sở hữu và nhà quản trị doanh nghiệp có thể dẫn đến các quyết định đầu tư quá mức, đặc biệt khi cơ chế gắn kết lợi ích giữa hai bên thiếu hiệu quả. Điều này tạo điều kiện cho các nhà quản trị sử dụng dòng tiền tự do của công ty vào các dự án đầu tư có NPV âm, với mục đích phục vụ lợi ích cá nhân của họ, từ đó phát sinh hành vi đầu tư quá mức (Jensen, M., 1986). Các nhà quản trị có thể có động lực thực hiện hành vi đầu tư quá mức, không chỉ vì các lợi ích tiền tệ và phi tiền tệ (Stulz, R., 1990).

Các nghiên cứu thực nghiệm về giả thuyết đầu tư dưới mức và đầu tư quá mức ban đầu

được phát triển trong các nghiên cứu về độ nhạy cảm của đầu tư đối với dòng tiền (Fazzari, S. và c.s., 1988). Những nghiên cứu này chỉ ra rằng các vấn đề đầu tư dưới mức thường xảy ra do sự chọn lựa bất lợi của nhà quản trị. Vấn đề biến dạng đầu tư này cũng được nghiên cứu thông qua những quan điểm khác. Chẳng hạn, (Lang, L. và c.s., 1996) chỉ ra hiện tượng đầu tư quá mức khi cho thấy tỷ lệ nợ cao sẽ hạn chế khả năng chỉ phát triển các dự án đầu tư có chất lượng thấp. (Adedeji, A., 1998) thu được bằng chứng hỗn hợp về đầu tư dưới mức thông qua việc nghiên cứu mối tương quan đồng thời của chính sách đầu tư, huy động vốn và cổ tức. (Miguel, A. & Pindado, J., 2001) cho rằng trong bối cảnh thông tin bất cân xứng, các công ty phải đối mặt với hiện tượng đầu tư quá mức hay đầu tư dưới mức tùy thuộc vào dòng tiền và mức độ huy động đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp.

Từ các bằng chứng thực nghiệm này, có thể thấy một sự đồng thuận chung rằng sự bất cân xứng về mặt thông tin có thể dẫn đến những biến dạng trong hoạt động đầu tư. Điều này trái ngược với lý thuyết của (Modigliani, F. & Miller, M., 1958) về tính độc lập của các quyết định tài chính trong điều kiện thị trường vốn hoàn hảo, thông tin bất cân xứng có thể dẫn đến đầu tư quá mức hoặc đầu tư dưới mức. Cả hai biến dạng này của hoạt động đầu tư đều gây tác động tiêu cực đến giá trị doanh nghiệp, bởi các dự án đầu tư có NPV dương sẽ không được thực hiện, trong khi một số dự án đầu tư có NPV âm lại không bị từ chối. Do đó, nếu doanh nghiệp đối mặt với tình trạng đầu tư dưới mức, việc tăng cường đầu tư có thể làm tăng giá trị doanh nghiệp. Tuy nhiên, nếu gặp phải tình trạng đầu tư quá mức, bất kỳ khoản đầu tư bổ sung nào cũng sẽ làm giảm giá trị doanh nghiệp.

Như vậy, các bằng chứng thực nghiệm cho thấy sự đồng thuận về những sai lệch mà bất cân xứng thông tin mang lại cho quyết định

đầu tư tại doanh nghiệp. Trái ngược với giả thuyết về thị trường vốn hoàn hảo của (Modigliani, F. & Miller, M., 1958), sự bất cân xứng thông tin có thể dẫn đến tình trạng đầu tư quá mức hoặc đầu tư dưới mức. Cả hai tình trạng này đều tác động đến giá trị doanh nghiệp vì các dự án có NPV dương không được thực hiện, mặt khác, các dự án có NPV âm không bị từ chối. Do đó, khi doanh nghiệp rơi vào tình trạng đầu tư dưới mức, nếu có khoản đầu tư bổ sung thì giá trị doanh nghiệp sẽ tăng lên, trong khi đó, nếu gặp vấn đề đầu tư quá mức, bất kỳ khoản đầu tư tăng thêm đều tác động tiêu cực đến giá trị doanh nghiệp. (Stulz, R., 1990) cho rằng các dự án đầu tư có NPV dương sẽ được ưu tiên thực hiện trước, giá trị doanh nghiệp sẽ tăng cho đến khi đạt đến một mức đầu tư tối ưu, sau đó giá trị doanh nghiệp sẽ bắt đầu giảm dần. Vì vậy giả thuyết của nghiên cứu được xác định như sau:

Giả thuyết: Mỗi quan hệ giữa đầu tư và giá trị doanh nghiệp là bậc hai, nghĩa là tồn tại một mức đầu tư tối ưu. Các mức đầu tư dưới mức tối ưu xác định giả thuyết đầu tư dưới mức, trong khi mức đầu tư cao hơn mức tối ưu xác định giả thuyết đầu tư quá mức.

Cụ thể, tồn tại một mức đầu tư tối ưu, khi doanh nghiệp đầu tư dưới mức đó sẽ gây ra hiện tượng đầu tư dưới mức, trong khi mức đầu tư vượt quá ngưỡng tối ưu sẽ dẫn đến đầu tư quá mức.

3. Phương pháp nghiên cứu tác động của đầu tư tới giá trị doanh nghiệp

3.1. Xây dựng mô hình nghiên cứu

Để kiểm tra giả thuyết đã đề xuất, bài viết xây dựng mô hình trong đó giá trị doanh nghiệp chịu sự tác động của tỷ lệ đầu tư, xem xét mối quan hệ bậc hai giữa đầu tư và giá trị doanh nghiệp như đã được đưa ra trong giả thuyết. Đồng thời, mô hình kiểm soát hai quyết định tài chính còn lại là quyết định tài trợ và quyết định cổ tức, do với sự tồn tại của thị trường vốn không hoàn hảo, hai quyết

định này có thể ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp. Mô hình được đề xuất như sau:

$$TOQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 INV_{i,t} + \beta_2 INV_{i,t}^2 + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 DIV_{i,t} + \mu_{it} + \varepsilon_{it} (*)$$

Trong đó, $TOQ_{i,t}$ là giá trị công ty; $INV_{i,t}$ là tỷ lệ đầu tư của công ty; $LEV_{i,t}$ là tỷ lệ nợ của công ty; $DIV_{i,t}$ là mức trả cổ tức của công ty; μ_{it} là ảnh hưởng không quan sát được của các công ty; ε_{it} là phần dư của mô hình. Các biến được diễn giải chi tiết trong Bảng 1.

Mô hình (*) được sử dụng để xem xét tác động của đầu tư đến giá trị doanh nghiệp, với sự kiểm soát ảnh hưởng của quyết định tài trợ và quyết định cổ tức.

Tổng quan các lý thuyết và nghiên cứu thực nghiệm chỉ ra rằng, nếu doanh nghiệp đang trong tình trạng đầu tư dưới mức, phải gia tăng tỷ lệ đầu tư sẽ thúc đẩy sự gia tăng trong giá trị của các doanh nghiệp đó, trong khi đó tác động sẽ là tiêu cực nếu doanh nghiệp đang trong tình trạng đầu tư quá mức. Vì vậy, sẽ tồn tại một mức đầu tư tối ưu, do đó nghiên cứu sử dụng biến INV và INV^2 . Sau khi ước lượng mô hình (*) có thể đánh giá tác động biên của đầu tư tới giá trị doanh nghiệp:

$$\frac{\partial TOQ}{\partial INV} = \beta_1 + 2\beta_2 INV$$

Đầu tư tối ưu được xác định theo công thức sau:

$$INV = -\frac{\beta_1}{2\beta_2} (**)$$

Nếu đạo hàm riêng bậc 2 của giá trị doanh nghiệp với đầu tư là âm thì giá trị doanh nghiệp tại tỷ lệ đầu tư thu được ở phương trình (**) đạt giá trị lớn nhất, trong đó, đạo hàm riêng bậc 2 của giá trị doanh nghiệp theo đầu tư được xác định như sau:

$$\frac{\partial^2 TOQ}{\partial^2 INV} = 2\beta_2$$

Bảng 1: Diễn giải các biến trong mô hình

Biến	Ký hiệu	Công thức xác định	Nguồn
Biến phụ thuộc			
Giá trị công ty	TOQ	Tobin's q = (Giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu + Giá trị sổ sách của nợ)/Giá trị sổ sách của tổng tài sản	(Dao, V. H. và c.s., 2021)
Biến độc lập			
Tỷ lệ đầu tư	INV	Tổng đầu tư vào tài sản cố định/Tổng tài sản bình quân	(Wu, X. & Wang, Y., 2021)
Biến kiểm soát			
Tỷ lệ nợ	LEV	Giá trị nợ vay bình quân/Giá trị tài sản bình quân	(Vo, X. V., 2019)
Mức trả cổ tức	DIV	Tỷ lệ cổ tức trên mỗi cổ phiếu/Lợi nhuận sau thuế trên mỗi cổ phiếu	(Rajverma, A. K. và c.s., 2019)

(Nguồn: Tác giả tổng hợp)

Do đó, để đạt được giá trị doanh nghiệp tối ưu thì β_2 phải nhận giá trị âm. Ngoài ra, do mức đầu tư tối ưu được xác định từ phương trình (**) phải dương nên β_1 phải dương. Vì vậy, giả thuyết của nghiên cứu được xác nhận khi kết quả ước lượng mô hình (*) cho kết quả $\beta_1 > 0$ và $\beta_2 < 0$.

Mối quan hệ kỳ vọng giữa sự gia tăng tỷ lệ nợ và mức cổ tức tới giá trị công ty là tích cực ((Whited, T., 1992); (Blundell, R. và c.s., 1992)), nghĩa là khi khả năng phá sản thấp, sự gia tăng tỷ lệ nợ sẽ làm tăng giá trị doanh nghiệp do được hưởng lợi từ lá chắn thuế mới. Đồng thời, cổ tức là nguồn gốc làm gia tăng lợi ích của các chủ sở hữu trong doanh nghiệp.

3.2. Dữ liệu

Bài viết thu thập báo cáo tài chính đã kiểm toán và dữ liệu thị trường của các công ty có cổ phiếu niêm yết trên HOSE hoặc HNX giai đoạn 2012-2023. Mốc năm 2012 được chọn để loại bỏ tác động của khủng hoảng kinh tế toàn cầu đối với các doanh nghiệp Việt Nam, vì sự kiện này có thể đã làm biến động mạnh giá trị công ty. Đồng thời, dữ liệu được thu thập và cập nhật đến hết năm 2023. Các công ty được đưa vào mẫu trong nghiên cứu này

không bao gồm các ngân hàng thương mại, công ty bảo hiểm và công ty chứng khoán, do các công ty này có đặc trưng khác biệt về cấu trúc tài sản và nguồn vốn. Trong quá trình thu thập dữ liệu, có hai doanh nghiệp không đủ dữ liệu nên đã bị loại khỏi mẫu nghiên cứu. Các doanh nghiệp được chọn vào mẫu nghiên cứu phải đồng thời thỏa mãn các tiêu chí sau: (i) Các doanh nghiệp có cổ phiếu niêm yết trên HOSE hoặc HNX liên tục trong giai đoạn 2012-2023, không bao gồm các ngân hàng thương mại, công ty bảo hiểm, công ty chứng khoán; (ii) Các doanh nghiệp cung cấp đầy đủ báo cáo tài chính đã kiểm toán trong giai đoạn 2012-2023. Theo đó, mẫu nghiên cứu bao gồm 214 doanh nghiệp đáp ứng các tiêu chí, với tổng số 2.568 quan sát, được thu thập từ 214 công ty trong giai đoạn 2012-2023. Thống kê chi tiết số lượng doanh nghiệp theo từng ngành được trình bày trong Bảng 2, dựa trên tiêu chuẩn phân nhóm ngành ICB cấp 2.

Bảng 2 trình bày sự phân bố của các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu theo 15 nhóm ngành, trong đó các doanh nghiệp chủ yếu đến từ ngành xây dựng và vật liệu xây dựng, các sản phẩm và dịch vụ công nghiệp, bất động sản. Những ngành này cũng là

Bảng 2: Thống kê các công ty trong mẫu phân theo nhóm ngành

STT	Nhóm ngành	Số lượng doanh nghiệp
1	Dầu khí	3
2	Hóa chất	8
3	Tài nguyên cơ bản	5
4	Xây dựng và vật liệu xây dựng	60
5	Các sản phẩm và dịch vụ công nghiệp	41
6	Ô tô và linh kiện ô tô	2
7	Thực phẩm và đồ uống	9
8	Hàng tiêu dùng cá nhân và gia đình	7
9	Y tế	12
10	Bán lẻ	1
11	Truyền thông	16
12	Du lịch và giải trí	3
13	Các dịch vụ hạ tầng	10
14	Bất động sản	24
15	Công nghệ	13

(Nguồn: Tác giả tổng hợp)

những nhóm ngành chiếm tỷ trọng lớn nhất trong tổng số các công ty niêm yết ở Việt Nam hiện nay.

3.3. Phương pháp xử lý dữ liệu

Roberts và Whited (2013) đã chỉ ra rằng tác động của hoạt động đầu tư đối với giá trị doanh nghiệp có thể bị ảnh hưởng bởi vấn đề nội sinh do đó nghiên cứu ước tính mô hình (*) bằng kỹ thuật hồi quy GMM để kiểm soát vấn đề nội sinh thông qua việc sử dụng biến công cụ. Cụ thể, nghiên cứu áp dụng kỹ thuật ước lượng SGMM của (Arellano, M. & Bond, S., 1998) với sự hỗ trợ của phần mềm Stata 14. Để đánh giá chất lượng của mô hình SGMM, nghiên cứu thực hiện các kiểm định sau: (i) Kiểm định tính phù hợp của mô hình bằng kiểm định Hansen, nhằm kiểm tra tính hợp lý của các công cụ được sử dụng trong mô hình; (ii) Kiểm định tự tương quan trong sai số của mô hình gồm kiểm định tự tương quan bậc nhất AR(1) và kiểm định tự tương quan bậc hai AR(2); (iii) Kiểm định tính hợp lý của việc bổ sung các công cụ vào mô hình.

4. Kết quả thực nghiệm

Các giá trị thống kê được trình bày trong kết quả Bảng 3.

Dữ liệu của các biến nghiên cứu đã được thực hiện kiểm định ngoại lai dựa trên khoảng tứ phân vị IQR với sự trợ giúp của phần mềm Stata 14. Kết quả cho thấy tất cả các biến nghiên cứu không có giá trị nằm ngoài khoảng $(Q1 - 1,5IQR \div Q3 + 1,5IQR)$, do đó có thể cho rằng không tồn tại quan sát ngoại lai trong dữ liệu nghiên cứu. Số liệu thống kê mô tả chỉ ra trung bình tỷ lệ giữa giá trị thị trường trên giá trị sổ sách của tổng tài sản (TOQ) các công ty Việt Nam không cao, với giá trị TOQ bình quân đạt 0,966, nhỏ hơn 1. Kết quả này cho thấy trung bình giá trị thị trường của các công ty Việt Nam thấp hơn so với giá trị sổ sách tổng tài sản của các công ty. Bên cạnh đó, tỷ lệ đầu tư trung bình trong các công ty chiếm hơn 20% tổng giá trị tài sản bình quân, dao động từ mức thấp nhất là 11%

Bảng 3: Kết quả phân tích thống kê mô tả các biến nghiên cứu

Biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
TOQ	2.568	0,966	0,459	0,160	2,352
INV	2.568	0,211	0,326	0,110	0,728
LEV	2.568	0,506	0,213	0,124	0,882
DIV	2.568	0,102	0,124	0	2

(Nguồn: Tính toán của tác giả)

đền mức cao nhất là 72,8%. Kết quả thông kê của tỷ lệ nợ và mức chi trả cổ tức của các công ty Việt Nam ở mức trung bình và có sự biến động không quá lớn.

Ma trận hệ số tương quan được thực hiện qua kết quả tại Bảng 4.

thảo luận kết quả nghiên cứu.

Kết quả trình bày trong Bảng 5 xác nhận giả thuyết nghiên cứu với giá trị ước lượng hệ số >0, với độ tin cậy 90%, đồng thời giá trị ước lượng hệ số <0 với độ tin cậy 99%. Những kết quả này chỉ ra rằng, mối quan hệ

Bảng 4: Bảng hệ số tương quan và hệ số VIF

	INV	LEV	DIV	VIF
INV	1,000			1,12
LEV	0,113	1,000		1,03
DIV	-0,214	-0,149	1,000	1,13

(Nguồn: Tổng hợp tính toán từ tác giả)

Bảng 4 trình bày kết quả phân tích tương quan giữa các biến của mô hình. Số liệu từ Bảng 4 chỉ ra rằng biến độc lập và các biến kiểm soát của mô hình không có quan hệ chặt chẽ với nhau. Ngoài ra, Bảng 4 còn cung cấp thông tin về hệ số VIF, được sử dụng để kiểm tra vấn đề đa cộng tuyến của mô hình. Kết quả VIF cho thấy mô hình không gặp phải vấn đề đa cộng tuyến.

Tiếp theo, nghiên cứu sử dụng kỹ thuật SGMM để ước lượng mô hình (*) nhằm xem xét tác động của đầu tư tới giá trị doanh nghiệp.

Kết quả các kiểm định ở Bảng 5 cho thấy không có AR(2) của chuỗi sai phân thứ nhất, mô hình sử dụng các biến công cụ hợp lý. Do đó, kết quả tại Bảng 5 sẽ được sử dụng để

giữa đầu tư và giá trị doanh nghiệp là quan hệ phi tuyến tính bậc hai, tức là mức đầu tư tăng sẽ có ảnh hưởng tích cực đến giá trị doanh nghiệp khi tỷ lệ đầu tư chưa vượt mức tối ưu. Tuy nhiên, khi tỷ lệ đầu tư vượt qua mức tối ưu, mỗi sự gia tăng thêm tỷ lệ đầu tư lại dẫn đến sự giảm sút trong giá trị doanh nghiệp, phản ánh việc các dự án có giá trị đã bắt đầu cạn kiệt.

Công thức (**) sử dụng để xác định mức đầu tư tối ưu là 0,3526, nghĩa là các công ty tiếp tục đầu tư vào các dự án đầu tư có NPV dương cho đến khi đạt đến mức đầu tư tối ưu. Sau khi đạt được mức này, các doanh nghiệp sẽ chuyển sang thực hiện các dự án đầu tư mà NPV âm, dẫn đến sự giảm sút trong giá trị doanh nghiệp. Do đó, các công ty Việt Nam

giai đoạn 2012- 2023 phải đối mặt với cả vấn đề đầu tư dưới mức và đầu tư quá mức. Trong đó, đầu tư dưới mức xảy ra đối với các công ty có tỷ lệ đầu tư thấp hơn mức tối ưu, ngược lại, đầu tư quá mức xảy ra khi tỷ lệ đầu tư vượt quá mức tối ưu này.

Kết quả nghiên cứu này phù hợp với nghiên cứu của (Vogt, S., 1997), (Lang, L. và c.s., 1996), khi chỉ ra rằng các công ty có tỷ lệ đầu tư thấp hơn ngưỡng tối ưu thường gặp phải hạn chế tài chính, khiến họ không thể thực hiện các dự án đầu tư có giá trị. Điều này dẫn đến việc các doanh nghiệp này phải đối mặt với tình trạng đầu tư dưới mức. Các hạn chế tài chính mà họ gặp phải xuất phát từ

mức phí bù rủi ro cao hơn mà các trái chủ và chủ sở hữu tiềm năng yêu cầu. Mức phí này tăng lên do bất cân xứng thông tin giữa các chủ sở hữu và trái chủ, cũng như giữa chủ sở hữu hiện tại và chủ sở hữu tiềm năng của công ty. Trong khi đó, nếu tỷ lệ đầu tư của công ty vượt quá mức tối ưu, điều này phản ánh việc công ty đang triển khai các dự án đầu tư có NPV nhỏ hơn không, từ đó ảnh hưởng xấu đến giá trị doanh nghiệp. Những dự án đầu tư này chủ yếu nhằm mở rộng quy mô công ty và mang lại lợi ích cho các nhà quản trị, điều này dẫn đến tình trạng đầu tư quá mức. Tình trạng đầu tư quá mức thường

Bảng 5: Kết quả hồi quy mô hình nghiên cứu theo kỹ thuật GMM

Biến	TOQ
Lag(TOQ)	0,204* (0,109)
INV	0,220* (0,122)
INV ²	-0,312*** (0,124)
LEV	0,120* (0,076)
DIV	0,102** (0,058)
_CONS	-0,075** (0,036)
Adjusted R ²	0,3128
AR(1) test (P-value)	0.006
AR(2) test (P-value)	0.491
Hansen test (P-value)	0.469
Diff-in-Hansen test (P-value)	0.392

*** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,1$
(Nguồn: Tổng hợp tính toán từ tác giả)

xảy ra do thiếu sự cân bằng về thông tin giữa chủ sở hữu và các nhà quản trị doanh nghiệp. Bài viết cho thấy sự không đồng nhất về thông tin đóng vai trò quan trọng trong việc tạo ra những biến dạng trong hoạt động đầu tư, dẫn đến hiện tượng đầu tư quá mức và đầu tư dưới mức.

Bảng 5 chỉ ra rằng tỷ lệ nợ có tác động tích cực và có ý nghĩa đến giá trị doanh nghiệp, điều này cho thấy lợi ích lá chắn thuế của nợ vay. Đồng thời, mức trả cổ tức cũng cho thấy tác động thuận chiều và có ý nghĩa đến giá trị doanh nghiệp. Kết quả cho thấy sự gia tăng tỷ lệ nợ và cổ tức góp phần làm tăng giá trị doanh nghiệp.

5. Kết luận

Bài viết kiểm tra xem tác động của đầu tư đến giá trị doanh nghiệp có tồn tại dạng phi tuyến tính bậc hai hay không, hàm ý rằng có tồn tại một mức đầu tư tối ưu. Kết quả nghiên cứu xác nhận giả thuyết này và chỉ ra rằng các công ty niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn 2012- 2023 đạt đến một mức đầu tư tối ưu. Các công ty có mức đầu tư vượt ngưỡng tối ưu rơi vào tình trạng đầu tư quá mức. Ngược lại, công ty có tỷ lệ đầu tư dưới ngưỡng tối ưu đang gặp phải hiện tượng đầu tư dưới mức.

Nghiên cứu này có hai hạn chế chính, một là phạm vi nghiên cứu chỉ bao gồm các công ty niêm yết trên HOSE và HNX, trong khi các công ty vừa và nhỏ chưa niêm yết cũng đang phải đối mặt với vấn đề biến dạng đầu tư nhưng chưa được xem xét trong nghiên cứu này. Hai là, nghiên cứu chưa xem xét đến các yếu tố đặc thù ngành nghề có tác động đến giá trị doanh nghiệp. Những hạn chế trên sẽ là nội dung hoàn thiện trong các bài viết tiếp theo của tác giả về chủ đề này. ♦

Tài liệu tham khảo:

Adedji, A. (1998). *Does the peking order hypothesis explain the dividend payout ratios of firm in the UK?* Vol. 25, 1127–1155. <https://doi.org/10.1111/1468-5957.00230>.

Arellano, M., & Bond, S. (1998). *Dynamic Panel Data Estimation Using DPD98 for GAUSS: A Guide for Users*. London: *Institute for Fiscal Studies*.

Bludell, R., Bod, S., Deverux, M., & Schintarelli, F. (1992). *Investment and Tobin q: evidence from compny panl dta*. Vol. 51, 233–257. 10.1016/0304-4076(92)90037-R.

Dao, V. H., Le, T. N., & Nguyen, T. H. (2021). *The impact of capital structure on Firm value in Vietnam*. 69(2), 115–132. <http://dx.doi.org/10.17654/AS069020115>.

Fazzari, S., Hubbard, R., & Petersen, B. (1988). *Financing constraints and corporate investment*. Vol. 1, 141-195.

Jensen, M. (1986). *Agency cost free cah flow: Coporate financ and takovers*. Vol. 76, 323–329. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.99580>.

Jensen, M., & Meckling, W. (1976). *Theory of the firm: Managerial behaviour, agency cost and ownership structure*. Vol. 3, 305-360.

Lang, L., Ofek, E., & Stulz, R. (1996). *Leverage, investment and firm growth*. Vol. 40, 3–29. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(95\)00842-3](https://doi.org/10.1016/0304-405X(95)00842-3).

Miguel, A., & Pindado, J. (2001). *Determinants of capital structure: New evidence from Spanish panel data*. Vol. 7, 77-99.

Modigliani, F., & Miller, M. (1958). *The cot of capital, coporation finnce and the thery of invetment*. Vol. 48, 26-97.

Myers, S. (1977). *Determinants of corporate borrowing*. Vol. 5, 147–176. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(77\)90015-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90015-0).

Myers, S., & Majluf, N. (1984). *Corprate finncing and invetment decsions when firs hav infomation that invstors do not have*. Vol. 13, 87–21. [10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0).

Ravema, A. K., Arawtia, R., Mia, A. K., & Chand, A. (2019). *Ownehip structu influcing the joit detmination of didend, leverage, and cost of capital*. 7(1), 160–172. [10.1080/23322039.2019.1600462](https://doi.org/10.1080/23322039.2019.1600462).

Stiglitz, J., & Weiss, A. (1981). *Credit rationing in markets with imperfect information*. Vol. 71, 393–410.

Stulz, R. (1990). *Managerial discretion and optimal financing policies*. Vol. 26, 3–27. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(90\)90011-N](https://doi.org/10.1016/0304-405X(90)90011-N).

Vo, X. V. (2019). *Leverage and corporate investment—Evidence from Vietnam*. 28, 1–5. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2018.03.005>.

Vogt, S. (1997). *Cash flow and capital spending: Evidence from capital expenditure announcements*. Vol. 26, 44–57. <https://doi.org/10.2307/3666166>.

Whitd, T. (1990). *Deb, liquidity conrains and corpate invtment: Edence fro panl dat*. Vol. 4, 25–60. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1992.tb04664.x>.

Wu, X., & Wang, Y. (2021). *How does corporate investment react to oil prices*

changes? Evidence from China. 97, 105–215. [https://doi.org/DOI: 10.1016/j.eneco.2021](https://doi.org/DOI:10.1016/j.eneco.2021).

Summary

The study uses panel data combined with generalized moment estimation techniques to analyze the impact of investment on enterprise value. The results show that the relationship between investment activities and enterprise value is not completely linear, but there is an optimal investment level for listed companies in Vietnam in the period 2012-2023. Specifically, investment increases enterprise value until it reaches an optimal threshold, after which this value tends to decrease when it exceeds the optimal investment level. The study also demonstrates that information asymmetry between parties in the enterprise causes distortions in investment decisions, leading to suboptimal investment when investment capital is lower than the necessary threshold and overinvestment when it exceeds this threshold. The above findings have important implications for investors and enterprise managers in building effective investment strategies.