

Tác động của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam

Nguyễn Trọng Nghĩa*



Use your smartphone to scan this QR code and download this article

Trường Đại học Sư phạm Thành phố Hồ Chí Minh, Việt Nam

Liên hệ

Nguyễn Trọng Nghĩa, Trường Đại học Sư phạm Thành phố Hồ Chí Minh, Việt Nam

Email: nghiant@hcmue.edu.vn

Lịch sử

- Ngày nhận: 26/07/2021
- Ngày chấp nhận: 02/11/2021
- Ngày đăng: 25/12/2021

DOI: 10.32508/stdjelm.v6i1.893



Bản quyền

© ĐHQG Tp.HCM. Đây là bài báo công bố mở được phát hành theo các điều khoản của the Creative Commons Attribution 4.0 International license.



TÓM TẮT

Nghiên cứu này đánh giá tác động của đầu tư quá mức và vai trò điều tiết của chính sách tài trợ và chính sách cổ tức trong điều kiện đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam. Dữ liệu nghiên cứu thu thập từ nguồn FiinPro bao gồm 548 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội và Hồ Chí Minh trong giai đoạn 2011 – 2019. Biến đầu tư quá mức được đại diện bằng phần dư mang giá trị dương ước lượng từ phương trình Hàm cầu đầu tư (Investment Demand Function). Bởi vì nghiên cứu áp dụng mô hình tiếp cận động (dynamic model) với sự xuất hiện của độ trễ biến phụ thuộc như là biến độc lập trong phương trình nên kỹ thuật ước lượng SGMM được sử dụng để giúp giải quyết vấn đề nội sinh (endogeneity). Kết quả nghiên cứu cho thấy (1) đầu tư quá mức có tác động tiêu cực đến hiệu quả của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động, (2) chính sách tài trợ và chính sách cổ tức có thể điều tiết làm giảm tác động tiêu cực của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động, và (3) hiệu quả hoạt động có sự khác biệt giữa 8 nhóm ngành. Kết quả của nghiên cứu này đóng góp về mặt khoa học bằng cách giải thích cho lý thuyết đại diện và dòng tiền tự do thông qua mối quan hệ giữa chính sách tài trợ và chính sách cổ tức với đầu tư quá mức và đóng góp về mặt thực tiễn bằng cách đưa ra gợi ý chính sách để giúp doanh nghiệp nâng cao hiệu quả hoạt động và giúp nhà đầu tư đưa ra quyết định đầu tư chính xác hơn.

Từ khóa: Đầu tư quá mức, chính sách tài trợ, chính sách cổ tức, hiệu quả hoạt động, Việt Nam

GIỚI THIỆU

Đầu tư được xem là quyết định tài chính quan trọng trong doanh nghiệp vì nó ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động cũng như khả năng tăng trưởng của doanh nghiệp^{1,2}. Hội nhập quốc tế và tăng trưởng kinh tế trong giai đoạn gần đây giúp Việt Nam thu hút đầu tư trực tiếp và gián tiếp từ nước ngoài và các doanh nghiệp Việt Nam có thể tiếp cận với nguồn vốn tài trợ cho các dự án đầu tư dễ dàng hơn^{3,4}. Tuy nhiên, bối cảnh này cũng khiến cho dòng tiền tự do (free cash flows) trong doanh nghiệp cao vượt mức cần thiết⁵. Vì nhà quản trị có quyền tự quyết đối với dòng tiền tự do nên họ sẽ sử dụng công cụ này để gia tăng đầu tư quá mức⁶. Bên cạnh đó, Zhang, Cao⁷ cho rằng dòng tiền tự do cao là bằng chứng cho thấy dấu hiệu đầu tư quá mức (overinvestment) của doanh nghiệp. Như vậy, nghiên cứu cho rằng việc xem xét ảnh hưởng của đầu tư quá mức rất quan trọng đối với các doanh nghiệp Việt Nam.

Nhìn chung, các nghiên cứu thực nghiệm về đầu tư quá mức còn khá hạn chế. Trên thế giới, các nghiên cứu tập trung vào đánh giá hành vi đầu tư quá mức và phân tích các nhân tố giải thích cho hành vi đầu tư quá mức^{8,9}. Trong nước, có nghiên cứu của Trong và

Nguyen¹⁰ đánh giá ảnh hưởng của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động, tuy nhiên nghiên cứu này chưa xét đến yếu tố ngành trong mô hình nghiên cứu. Dựa trên khoảng trống này, nghiên cứu đề ra mục tiêu đầu tiên là xem xét ảnh hưởng của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp Việt Nam. Bên cạnh đó, một số nghiên cứu cho rằng chính sách tài trợ và chính sách cổ tức có thể can thiệp vào dòng tiền tự do và chi phí đại diện¹¹. Tại Việt Nam, nghiên cứu của Vo¹² cũng nhấn mạnh đến ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính đến hoạt động đầu tư thông qua dòng tiền tự do. Như vậy, các nghiên cứu chưa đánh giá mối quan hệ giữa chính sách tài trợ và chính sách cổ tức đối với đầu tư quá mức. Dựa trên khoảng trống này, nghiên cứu đề ra mục tiêu thứ hai là xem xét vai trò điều tiết của chính sách tài trợ và chính sách cổ tức đối với tác động của đầu tư quá mức lên hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp Việt Nam. Trong nhiều năm vừa qua nhờ vào tình hình kinh tế phát triển tốt và tạo thuận lợi cho hoạt động kinh doanh, nhiều doanh nghiệp tại Việt Nam đã mạnh tay đầu tư, đặc biệt là đầu tư trái ngành (mở rộng đầu tư vào những lĩnh vực không phải thế mạnh của mình). Hành vi này khiến cho hiệu quả hoạt động giảm và rủi ro gia tăng. Từ đó, nghiên cứu đề ra mục tiêu nghiên cứu thứ ba là

Trích dẫn bài báo này: Nghĩa N T. Tác động của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam. *Sci. Tech. Dev. J. - Eco. Law Manag.*; 6(1):2208-2219.

xem xét yếu tố ngành chung với vấn đề đầu tư quá mức khi đánh giá hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Nghiên cứu thu thập dữ liệu bao gồm 548 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) và Hồ Chí Minh (HOSE) trong giai đoạn 2011 – 2019. Các doanh nghiệp được phân thành 8 nhóm ngành là (1) hàng tiêu dùng, (2) dịch vụ tiêu dùng, (3) công nghiệp, (4) dược phẩm - y tế, (5) tiện ích công cộng, (6) nguyên vật liệu, (7) công nghệ thông tin, và (8) dầu khí. Để giải quyết vấn đề nội sinh tồn tại trong tiếp cận động (dynamic approach), nghiên cứu sử dụng kỹ thuật ước lượng Hệ phương trình momen tổng quát (System Generalized Methods of Moments – SGMM). Kết quả nghiên cứu tìm thấy (1) đầu tư quá mức có tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động, (2) chính sách tài trợ và chính sách cổ tức điều tiết làm giảm tác động tiêu cực của đầu tư quá mức lên hiệu quả hoạt động, (3) có sự khác biệt về đầu tư quá mức và hiệu quả hoạt động giữa 8 nhóm ngành.

Nghiên cứu này giúp trả lời các câu hỏi về các vấn đề thực tiễn mà các nghiên cứu trước đây chưa giải quyết triệt để: (1) đầu tư quá mức có làm giảm hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp không? (2) Chính sách tài trợ và chính sách cổ tức có giúp khắc phục vấn đề đầu tư quá mức không? (3) Có sự khác nhau giữa đầu tư quá mức và hiệu quả hoạt động theo ngành không? Phát hiện của nghiên cứu đóng góp về mặt khoa học và thực tiễn. Về mặt khoa học, nghiên cứu chứng minh được tác động của đầu tư quá mức và hiệu quả hoạt động cũng như cách thức doanh nghiệp có thể can thiệp đầu tư quá mức thông qua chính sách tài trợ và chính sách cổ tức. Về mặt thực tiễn, phát hiện của nghiên cứu đóng góp vào các nghiên cứu thực nghiệm trong và ngoài nước và đưa ra các khuyến nghị hữu ích cho doanh nghiệp và nhà đầu tư.

Nghiên cứu được cấu trúc thành 5 phần. Phần 1 giới thiệu chung về nghiên cứu. Phần 2 tổng hợp lý thuyết và đưa ra giả thuyết nghiên cứu. Phần 3 mô tả cách thức thu thập dữ liệu, thiết lập mô hình nghiên cứu, và đo lường các biến trong mô hình. Phần 4 trình bày và phân tích kết quả ước lượng. Phần 5 tóm tắt toàn bộ nghiên cứu và đưa ra một số khuyến nghị đối với doanh nghiệp và nhà đầu tư.

CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ GIẢ THUYẾT NGHIÊN CỨU

Khái niệm về đầu tư quá mức (overinvestment)

Theo quan điểm của Jensen¹³, doanh nghiệp với dòng tiền tự do cao thường cho thấy đầu tư bất thường. Hành vi này được lý giải thông qua vấn đề đại diện

xuất phát từ sự khác biệt về lợi ích giữa nhà quản trị và chủ sở hữu doanh nghiệp. Vì muốn tối đa hóa lợi ích cá nhân nên nhà quản trị thường ra quyết định gia tăng đầu tư nhằm mở rộng quyền kiểm soát đối với các nguồn lực của doanh nghiệp, gia tăng đặc quyền đặc lợi, và củng cố địa vị của mình trong doanh nghiệp. Chính vì vậy, nhà quản trị sẽ gia tăng đầu tư vượt mức cần thiết dành cho các dự án sinh lợi (doanh nghiệp thậm chí đầu tư vào các dự án kém hiệu quả). Như vậy, nghiên cứu dựa trên quan điểm của Richardson¹⁴ cho rằng đầu tư quá mức là khoản đầu tư vượt quá nhu cầu cần thiết để duy trì hoạt động và dành cho các dự án đầu tư sinh lợi của doanh nghiệp.

Lý thuyết đại diện và dòng tiền tự do (Agency Theory and Free Cash Flow)

Nghiên cứu này dựa trên nền tảng của nhiều lý thuyết tài chính, tuy nhiên hai lý thuyết nền tảng và làm cơ sở lý luận chính trong bài nghiên cứu này là lý thuyết đại diện và lý thuyết dòng tiền tự do. Lý thuyết đại diện đề cập đến hai xung đột chính là (1) xung đột giữa nhà quản trị và chủ sở hữu và (2) xung đột giữa chủ nợ và chủ sở hữu^{15,16}. Xung đột thứ nhất nảy sinh do sự khác biệt về lợi ích giữa nhà quản trị và chủ sở hữu. Nhà quản trị có động cơ gia tăng nguồn lực quản lý để củng cố quyền điều hành. Xung đột thứ hai nảy sinh khi nhà quản trị chuyển lợi ích của chủ nợ sang cổ đông. Giả định trong trường hợp này là nhà quản trị và cổ đông có cùng lợi ích với nhau nên nhà quản trị sẽ đầu tư vào các dự án rủi ro cao, vay nợ để tài trợ cho dự án đầu tư, và chi trả cổ tức nhiều cho cổ đông. Trong trường hợp doanh nghiệp có dòng tiền tự do cao thì nhà quản trị sẽ sử dụng dòng tiền tự do này để gia tăng đầu tư, thậm chí thực hiện các dự án đầu tư kém hiệu quả với mục đích xây dựng đế chế (empire building) và gia tăng lợi ích cá nhân¹⁷. Chen, Sun¹⁸ chứng minh dòng tiền tự do kết hợp với vấn đề đại diện vốn đã tồn tại trong doanh nghiệp sẽ châm ngòi cho hành vi đầu tư quá mức và nhà quản trị và khiến cho lợi nhuận doanh nghiệp suy giảm.

Giả thuyết nghiên cứu

Lý thuyết đại diện chỉ ra nhà quản trị thường đưa ra quyết định tài chính dựa trên lợi ích cá nhân nhằm gia tăng quyền điều hành đối với doanh nghiệp. Đây là động cơ thúc đẩy nhà quản trị đưa ra quyết định gia tăng đầu tư¹⁵. Trong trường hợp doanh nghiệp có dòng tiền tự do cao và chủ sở hữu không có cơ chế giám sát phù hợp thì vấn đề đại diện sẽ càng trầm trọng hơn và cuối cùng sẽ dẫn đến đầu tư quá mức, nghĩa là doanh nghiệp vẫn tiếp tục gia tăng đầu tư

dù đã đầu tư hết các dự án hiệu quả^{8,19}, sẽ khiến lợi nhuận doanh nghiệp có xu hướng suy giảm. Các nghiên cứu thực nghiệm gần đây cũng đã chứng minh cho tác động của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Nghiên cứu các doanh nghiệp niêm yết tại Trung Quốc trong giai đoạn 1998 – 2014, Guariglia và Yang²⁰ cho rằng doanh nghiệp hiếm khi đạt được mức đầu tư tối ưu do vấn đề đại diện hoặc bất cân xứng thông tin sẽ dẫn đến đầu tư quá mức (overinvestment) và đầu tư dưới mức (underinvestment). Cả hai vấn đề đầu tư này đều làm giảm hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Tại Việt Nam, nghiên cứu về vấn đề đầu tư quá mức còn khá hạn chế. Gần đây có nghiên cứu của Trong và Nguyen¹⁰ chứng minh cho mối quan hệ ngược chiều giữa đầu tư quá mức và hiệu quả hoạt động đối với mẫu dữ liệu gồm 669 doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam từ năm 2008 đến 2018. Như vậy, dựa trên lý thuyết đại diện và dòng tiền tự do cũng như phát hiện của các nghiên cứu thực nghiệm trước đây, nghiên cứu này đưa ra giả thuyết thứ nhất đối với tác động của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động.

Giả thuyết 1: Đầu tư quá mức có tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động

Như lập luận ở trên thì vấn đề đại diện kết hợp với dòng tiền tự do sẽ dẫn đến hành vi đầu tư quá mức của doanh nghiệp. Dựa trên quan điểm này thì việc can thiệp vào quan hệ đại diện và dòng tiền tự do có thể giúp hạn chế tác động tiêu cực của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động. Hao, Wang²¹ và Ali, Balachandran²² cho rằng chính sách tài trợ (tăng nợ) và chính sách cổ tức (tăng trả cổ tức) có thể giúp doanh nghiệp nâng cao khả năng giám sát hành vi của nhà quản trị và hạn chế dòng tiền tự do. Thứ nhất, gia tăng vay nợ và chi trả cổ tức đều làm gia tăng dòng tiền ra (cash outflows) trong doanh nghiệp, làm giảm dòng tiền tự do mà nhà quản trị có thể sử dụng để thực hiện hành vi đầu tư quá mức. Thứ hai, gia tăng vay nợ đồng nghĩa với việc doanh nghiệp phải chịu các điều khoản vay khắt khe hơn do rủi ro kiệt quệ tài chính (financial distress) và phá sản (bankruptcy) cao. Đối với chính sách cổ tức thì doanh nghiệp chỉ thực sự gia tăng cổ tức khi doanh nghiệp có thể đảm bảo việc duy trì mức cổ tức mới này trong tương lai vì việc giảm cổ tức mang đến tín hiệu xấu cho cổ đông hiện tại cũng như là các nhà đầu tư mới trên thị trường. Qua đó, việc gia tăng nợ vay hay chi trả cổ tức làm gia tăng mức độ giám sát của các đối tượng khác nhau trên thị trường. Nghiên cứu thực nghiệm gần đây của Trong và Nguyen¹⁰ cũng chỉ ra vai trò của nợ và cổ tức trong việc kiểm soát dòng tiền tự do và vấn đề đại diện tại các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Tóm lại, dựa trên dòng tiền tự do

và nghiên cứu thực nghiệm tại Việt Nam, nghiên cứu này đưa ra giả thuyết thứ hai cho tác động 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.

Giả thuyết 2: Chính sách tài trợ và chính sách cổ tức có thể điều tiết làm giảm tác động tiêu cực của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động.

Tuy nhiên, Nguyen và Swanson²³ cho rằng hiệu quả hoạt động còn bị ảnh hưởng bởi yếu tố ngành nghề kinh doanh. Cụ thể, các doanh nghiệp trong các ngành được xem là có hiệu quả tốt lại có hiệu quả hoạt động kém hơn các doanh nghiệp trong các ngành được xem là có hiệu quả kém sau khi đã điều chỉnh các nhân tố rủi ro và đặc điểm doanh nghiệp cho phù hợp. Khi nghiên cứu về các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài tại TP. HCM thì Diep và Phong²⁴ nhận thấy các doanh nghiệp thuộc nhóm ngành thâm dụng lao động như giày da và may mặc thường có hiệu quả hoạt động kém hơn các doanh nghiệp thuộc nhóm ngành thâm dụng vốn như cơ khí và điện tử. Tương tự, khi nghiên cứu 387 công ty niêm yết tại Warsaw giai đoạn 2007-2010, Matyjas²⁵ nhận thấy yếu tố ngành có ảnh hưởng đến kết quả hiệu quả hoạt động đo lường dựa trên ROA. Ngược lại, phân tích ảnh hưởng của yếu tố ngành đến hiệu quả hoạt động của 97 doanh nghiệp tại Cộng hòa Kosovo vào năm 2015 và 2017, Islami, Mulolli²⁶ lại chứng minh các yếu tố liên quan đến đặc điểm doanh nghiệp tác động đến hiệu quả hoạt động mạnh hơn là yếu tố ngành. Như vậy, ở nước ngoài các nghiên cứu về ảnh hưởng của yếu tố ngành đến hiệu quả hoạt động cho thấy các kết quả khác nhau. Còn tại Việt Nam thì các nghiên cứu chỉ ra sự khác biệt giữa ngành thâm dụng vốn và ngành thâm dụng lao động. Chính sự khác biệt này khiến cho vấn đề đầu tư quá mức cũng như là hiệu quả hoạt động giữa các ngành cũng sẽ khác nhau. Vì vậy, nghiên cứu để ra giả thuyết thứ ba cho ảnh hưởng của yếu tố ngành đến đầu tư quá mức và hiệu quả hoạt động.

Giả thuyết 3: Có sự khác biệt về đầu tư quá mức và hiệu quả hoạt động giữa các nhóm ngành khác nhau, đặc biệt giữa ngành thâm dụng vốn và thâm dụng lao động.

PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU VÀ NGUỒN SỐ LIỆU

Dữ liệu nghiên cứu

Nghiên cứu thu thập dữ liệu cho tất cả các doanh nghiệp niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh (HOSE) và Hà Nội (HNX) từ nguồn Fiin-Pro. Nghiên cứu lựa chọn mốc thời gian thu thập dữ liệu từ năm 2011 đến 2019 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. Nghiên cứu chỉ xem xét các doanh nghiệp phi tài chính (không xét đến các ngân hàng, công ty bảo hiểm, và quỹ đầu tư vì cấu trúc tài sản và nguồn vốn khác biệt với các doanh nghiệp còn lại). Dữ liệu sau khi chọn lọc bao gồm 548 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2011 – 2019.

Mô hình đo lường đầu tư quá mức

Dựa trên khái niệm về đầu tư quá mức của Richardson¹⁴ theo quan điểm của lý thuyết Tobin's Q (Tobin's Q Theory) và lý thuyết gia tốc đầu tư (Accelerator Theory) và các nghiên cứu thực nghiệm sử dụng Hàm cầu đầu tư (Investment Demand Function)^{27,28}, nghiên cứu trình bày phương trình đo lường đầu tư quá mức như sau:

$$\begin{aligned} INV_{it} = & \gamma_1 LEV_{it} + \gamma_2 Risk_{it} + \gamma_3 Size_{it} \\ & + \gamma_4 Sales_{it} + \gamma_5 Asset_{it} + \gamma_6 GO_{it} \\ & + \gamma_7 CF_{it} + v_{it} \end{aligned} \quad (1)$$

Trong đó, INV_{it} là tỷ lệ đầu tư của doanh nghiệp i tại thời điểm t ; LEV_{it} là đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp i tại thời điểm t ; $Risk_{it}$ là rủi ro tài chính của doanh nghiệp i tại thời điểm t ; $Size_{it}$ là quy mô của doanh nghiệp i tại thời điểm t ; $Sales_{it}$ là 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} là cơ hội tăng trưởng dựa trên giá trị thị trường; CF_{it} là dòng tiền từ hoạt động kinh doanh; v_{it} là sai số chuẩn (error terms) trong mô hình.

Cách thức đo lường các biến trong mô hình (1) được tóm tắt trong Bảng 1.

Mô hình đo lường hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp

Dựa trên tham khảo về tiếp cận động cho mô hình các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động^{37,38}, nghiên cứu đưa ra mô hình hồi quy với sự xuất hiện của biến đầu tư quá mức và tương tác của đầu tư quá mức với chính sách tài trợ và chính sách cổ tức.

$$\begin{aligned} PERF_{it} = & \lambda_0 + \lambda_1 PERF_{it-1} + \lambda_2 Over_{it} \\ & + \lambda_3 LEV_{it} + \lambda_4 DIV_{it} + \lambda_5 Over_{it} \times LEV_{it} \\ & + \lambda_6 Over_{it} \times DIV_{it} + \lambda_7 Sales_{it} + \lambda_8 Risk_{it} \\ & + \lambda_9 LIQ_{it} + \lambda_{10} TANG_{it} \\ & + \lambda_k \sum_{j=1}^7 Industry_{it} + \mu_{it} \end{aligned} \quad (2)$$

Trong đó, $PERF_{it}$ và $PERF_{it-1}$ lần lượt là hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp i tại thời điểm t và $t - 1$; $Over_{it}$ là đầu tư quá mức của doanh nghiệp i tại

thời điểm t ; LEV_{it} là đòn bẩy tài chính (chính sách tài trợ) của doanh nghiệp i tại thời điểm t ; DIV_{it} là tỷ lệ chi trả cổ tức (chính sách cổ tức) của doanh nghiệp i tại thời điểm t ; $Over_{it} \times LEV_{it}$ là tương tác giữa đầu tư quá mức và chính sách tài trợ; $Over_{it} \times DIV_{it}$ là tương tác giữa đầu tư quá mức và chính sách cổ tức; các biến kiểm soát bao gồm tăng trưởng doanh thu ($Sales_{it}$), rủi ro tài chính ($Risk_{it}$), khả năng thanh khoản (LIQ_{it}), năng lực tài sản ($TANG_{it}$), và yếu tố ngành ($\sum_{j=1}^7 Industry_{it}$); μ_{it} là sai số chuẩn (error terms) trong mô hình.

Cách thức đo lường các biến trong mô hình (2) được tóm tắt trong Bảng 2.

Kỹ thuật ước lượng

Nghiên cứu sử dụng tiếp cận mô hình động đưa biến độ trễ hiện quả hoạt động vào trong mô hình nghiên cứu như là biến độc lập. Tuy nhiên, tiếp cận động lại dẫn đến hiện tượng nội sinh do tương quan giữa phần dư (error term) với biến độ trễ này. Để giải quyết vấn đề nội sinh này, nghiên cứu áp dụng kỹ thuật ước lượng Hệ phương trình momen tổng quát (System Generalized Methods of Moments – SGMM). Kỹ thuật này sử dụng biến độ trễ của phương trình sai phân (difference equation) làm biến công cụ cho biến độ trễ trong phương trình gốc (level equation), và biến độ trễ trong phương trình gốc làm biến công cụ cho biến độ trễ trong phương trình sai phân⁴⁸.

KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ THẢO LUẬN

Qua Bảng 3, nghiên cứu nhận thấy lợi nhuận hoạt động trung bình của các doanh nghiệp Việt Nam không cao, dao động trong khoảng từ 0.06 (ROA) đến 0.09 (BEP). Biến đòn bẩy tài chính cho thấy tỷ lệ vay nợ của các doanh nghiệp Việt Nam duy trì ở mức hợp lý (khoảng 51%). Tương tự, tỷ lệ chi trả cổ tức cũng ở mức khoảng 50% trên tổng lợi nhuận. Tuy nhiên, độ lệch chuẩn cao (33%) là dấu hiệu cho thấy sự chênh lệch lớn về mức chi trả cổ tức giữa các doanh nghiệp Việt Nam.

Bảng 4 thống kê các doanh nghiệp đầu tư quá mức trong mẫu dữ liệu thu thập. Nghiên cứu nhận thấy tỷ lệ phần trăm các doanh nghiệp đầu tư quá mức trong mẫu gia tăng qua thời gian từ 32% (2011) đến 39% (2019). Tỷ lệ này tăng mạnh từ năm 2017 đến 2019 trong giai đoạn tăng trưởng kinh tế mạnh tại Việt Nam. Bên cạnh đó, nghiên cứu còn phân tích các doanh nghiệp đầu tư quá mức theo 8 nhóm ngành bao gồm (1) công nghệ thông tin, (2) công nghiệp, (3) dầu khí, (4) dịch vụ tiêu dùng, (5) dược phẩm – y tế, (6) hàng tiêu dùng, (7) nguyên vật liệu, và (8) tiền

Bảng 1: Tổng hợp đo lường các biến trong hàm cầu đầu tư

Biến phụ thuộc			
Tên biến	Ký hiệu	Đo lường	Nghiên cứu
Tỷ lệ đầu tư	INV_{it}	Tổng đầu tư tài chính (ngắn hạn và dài hạn) chia (/) tổng tài sản	Wu và Wang ²⁹
Biến độc lập			
Tên biến	Ký hiệu	Đo lường	Nghiên cứu
Đòn bẩy tài chính	LEV_{it}	Tổng nợ vay ngân hàng (ngắn hạn và dài hạn) chia (/) tổng tài sản	Vo ¹²
Rủi ro tài chính	$Risk_{it}$	Độ lệch chuẩn ba năm liên tiếp của tỷ số lợi nhuận	Trang và Tho ³⁰
Quy mô doanh nghiệp	$Size_{it}$	Giá trị ln của tổng tài sản	Chi và Choi ³¹
Tăng trưởng doanh thu	$Sales_{it}$	Tốc độ tăng trưởng của doanh thu năm t so với năm t - 1	Phan và Nguyen ³²
Vòng quay tổng tài sản	$Asset_{it}$	Tổng doanh thu chia (/) tổng tài sản trung bình của doanh nghiệp (tổng tài sản đầu kỳ và cuối kỳ chia 2)	Patin, Rahman ³³
Cơ hội tăng trưởng giá thị trường	GO_{it}	Đo lường khả năng tăng trưởng giá trị thị trường dựa trên chỉ số Tobin's Q. Tobin's Q là tỷ lệ giữa giá trị thị trường trên giá trị sổ sách	Chiang, Wachtel ³⁴
Dòng tiền hoạt động kinh doanh	CF_{it}	Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh (operating income) cộng (+) với khấu hao (depreciation) trừ (-) thuế (taxes) và cộng (+) sự thay đổi trong vốn lưu động (change in working capital) chia (/) tổng tài sản trung bình của doanh nghiệp (tổng tài sản đầu kỳ và cuối kỳ chia 2).	Abel ³⁵ Rokhmawati ³⁶

Nguồn: Tổng hợp từ các nghiên cứu thực nghiệm.

ích cộng đồng. Tỷ lệ doanh nghiệp đầu tư quá mức theo ngành không có sự chênh lệch lớn, cao nhất là ngành tiện ích cộng đồng (40%) và thấp nhất là dầu khí (18%).

Nghiên cứu áp dụng kỹ thuật ước lượng SGMM để giải quyết vấn đề nội sinh trong mô hình động (10, 38). Kết quả hồi quy chỉ thực sự đáng tin cậy khi các kiểm định dành cho SGMM đều phù hợp. Đầu tiên, kiểm định Hansen ở cả hai mô hình đều chấp nhận giả thuyết H_0 . Như vậy, các biến công cụ dành cho biến bị nội sinh (độ trễ của hiệu quả hoạt động) là phù hợp. Thứ hai, kiểm định Arellano – Bond (AR) bậc 1 và 2 cho thấy hiệu quả hoạt động có tự tương quan bậc nhất nhưng không có tự tương quan từ bậc 2 trở lên. Thứ ba, số biến công cụ luôn nhỏ hơn số nhóm trong cả hai mô hình. Thứ tư, biến độ trễ hiệu quả hoạt động có ý nghĩa thống kê tác động dương đến hiệu quả hoạt động. Cuối cùng, kiểm định F bác bỏ giả thuyết H_0 , tức là hệ số của các biến độc lập trong mô hình không đồng thời bằng 0.

Bảng 2: Tổng hợp đo lường các biến trong mô hình nghiên cứu

Biến phụ thuộc			
Tên biến	Ký hiệu	Định nghĩa	Nghiên cứu
Hiệu quả hoạt động	$PERF_{it}^{BEP}$	Lợi nhuận trước thuế và lãi vay chia (/) tổng tài sản	Taouab và Issor ³⁹
	$PERF_{it}^{ROA}$	Lợi nhuận sau thuế chia (/) tổng tài sản	
Biến độc lập			
Tên biến	Ký hiệu	Định nghĩa	Nghiên cứu
Độ trễ của hiệu quả hoạt động	$PERF_{it-1}^{BEP}$	Độ trễ của lợi nhuận trước thuế và lãi vay chia (/) tổng tài sản	Nadeem, Gan ⁴⁰
	$PERF_{it-1}^{ROA}$	Độ trễ của lợi nhuận sau thuế chia (/) tổng tài sản	
Tăng trưởng doanh thu	$Sales_{it}$	Sự chênh lệch của doanh thu ở năm t và năm t - 1 chia (/) doanh thu ở năm t - 1	Putri và Rahyuda ⁴¹
Rủi ro tài chính	$Risk_{it}$	Độ lệch chuẩn của ba năm liên tiếp của tỷ số lợi nhuận chia (/) tổng tài sản	Florio và Leoni ⁴²
Khả năng thanh khoản	LIQ_{it}	Tỷ lệ tài sản ngắn hạn trên nợ ngắn hạn của doanh nghiệp	Batten và Vo ⁴³
Năng lực tài sản	$TANG_{it}$	Tổng tài sản cố định, bất động sản, và hàng tồn kho chia (/) tổng tài sản của doanh nghiệp	Irungu, Muturi ⁴⁴
Chính sách cổ tức	DIV_{it}	Tỷ lệ chi trả cổ tức của doanh nghiệp	Rajverma, Arrawatia ⁴⁵
Chính sách tài trợ	LEV_{it}	Tổng nợ (ngắn hạn và dài hạn) chia (/) tổng tài sản	Le và Phan ⁴⁶
Đầu tư quá mức	$Over_{it}$	Từ hàm cầu đầu tư, nghiên cứu sẽ ước tính sai số chuẩn của mô hình. Phần dư với giá trị sau khi đã điều chỉnh cho độ lệch chuẩn của phần dư mang giá trị dương được sử dụng để đại diện cho đầu tư quá mức của doanh nghiệp Đầu tư quá mức là biến giả, mang giá trị 1 khi doanh nghiệp cho thấy dấu hiệu đầu tư quá mức và mang giá trị 0 là ngược lại	Richardson ¹⁴
Ngành	$\sum_{j=1}^7 Industry$	Biến giả bao gồm 8 ngành: 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. Trong đó, ngành hàng tiêu dùng đóng vai trò là ngành gốc	Grant và Yeo ⁴⁷

Nguồn: Tổng hợp từ các nghiên cứu thực nghiệm.

Bảng 3: Thống kê mô tả biến trong mô hình nghiên cứu

Chỉ tiêu	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Biến phụ thuộc					
BEP	4,997	0.0914	0.0556	-0.0061	0.2530
ROA	4,997	0.0606	0.0480	-0.0053	0.2066
Biến giải thích					
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 sử dụng phần mềm STATA 15.

Ghi chú: Obs (Observation) – Số quan sát; Mean – Giá trị trung bình; Std. Dev. (Standard Deviation) – Độ lệch chuẩn; Min (Minimum) – Giá trị nhỏ nhất; Max (Maximum) – Giá trị lớn nhất.

Bảng 4: Thống kê số doanh nghiệp (DN) đầu tư quá mức trong mẫu

DN	DN đầu tư quá mức				DN đầu tư quá mức theo ngành			
	Tổng số DN		ĐTQM		Ngành	Tổng số DN		ĐTQM
Năm	Số lượng	Tỷ lệ %	Số lượng	Tỷ lệ %		Tổng số quan sát	Số lượng	Tỷ lệ %
2011	492	100	158	32.11	Công nghệ thông tin	160	57	35.62
2012	511	100	163	31.89	Công nghiệp	2193	823	37.52
2013	523	100	174	33.26	Dầu khí	44	8	18.18
2014	546	100	179	32.78	Dịch vụ tiêu dùng	499	167	33.46
2015	570	100	181	31.75	Dược phẩm, y tế	204	44	21.56
2016	578	100	192	33.22	Hàng tiêu dùng	786	224	28.49
2017	591	100	206	34.86	Nguyên vật liệu	754	222	29.44
2018	593	100	209	35.24	Tiện ích cộng đồng	357	144	40.33
2019	593	100	230	38.78	Cộng	4997	1689	100

Nguồn: Tổng hợp và tính toán của tác giả sử dụng phần mềm STATA 15.

Ghi chú: ĐTQM – Đầu tư quá mức; DN – Doanh nghiệp.

Bảng 5: Kết quả hồi quy cho mô hình nghiên cứu

Biến	SGMM	
	BEP	ROA
$PERF_{it-1}^{ROA}$		0.4170*** (0.0734)
$PERF_{it-1}^{BEP}$	0.6880*** (0.1560)	
$Risk_{it}$	0.0879 (0.0890)	0.0105 (0.0377)
$Sales_{it}$	0.0021*** (0.0005)	0.0013*** (0.0002)
LIQ_{it}	0.0008* (0.0005)	0.0010*** (0.0004)
$TANG_{it}$	0.0107 (0.0145)	0.0170*** (0.0064)
DIV_{it}	0.1460*** (0.0452)	0.1440*** (0.0321)
LEV_{it}	-0.0370* (0.0210)	-0.0616*** (0.0167)
$Over_{it}$	-0.1220*** (0.0401)	-0.1180*** (0.0311)
$Over_{it} \times LEV_{it}$	0.2510* (0.1400)	0.2770** (0.1130)
$Over_{it} \times DIV_{it}$	0.1420*** (0.0507)	0.1500*** (0.0432)
Dịch vụ tiêu dùng	0.0142 (0.0109)	0.0260*** (0.0064)
Công nghiệp	0.0069 (0.0059)	0.0118*** (0.0035)
Dược phẩm, y tế	0.0273* (0.0141)	0.0390*** (0.0087)
Tiện ích công cộng	0.0247** (0.0121)	0.0408*** (0.0076)
Nguyên vật liệu	0.0008 (0.0069)	0.0077* (0.0046)
Công nghệ thông tin	0.0020 (0.0072)	0.0114** (0.0056)
Dầu khí	0.0040 (0.0071)	0.0147*** (0.0050)
Số quan sát	4,140	4,140
Số biến công cụ	31	43
Số nhóm	548	548
F-Statistics	297.5	148.2
Prob.	1.48E-263	3.83E-192
Hansen test of overid.	12.82	31.17
Prob.	0.5410	0.2220
Arellano-Bond test for AR(1)	-5.4290	-5.2430
Prob.	5.66E-08	0.000000158
Arellano-Bond test for AR(2)	1.3280	1.0940
Prob.	0.1840	0.2740

Standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Nguồn: Tính toán của tác giả sử dụng phần mềm STATA 15.

Kết quả tại Bảng 5 cho thấy tác động tiêu cực của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động. Kết quả này hàm ý doanh nghiệp sẽ càng hoạt động kém hiệu quả khi vấn đề đầu tư quá mức nghiêm trọng hơn. Phát hiện về mối quan hệ âm giữa đầu tư quá mức và hiệu quả hoạt động chứng minh cho quan điểm của lý thuyết đại diện là vấn đề đại diện dẫn đến hành vi đầu tư quá mức và sau đó làm suy giảm lợi nhuận doanh nghiệp. Kết quả biến tương tác giữa chính sách tài trợ và chính sách cổ tức đều mang tác động dương có ý nghĩa thống kê. Điều này hàm ý việc tăng nợ và tăng chi trả cổ tức giúp hạn chế vấn đề đầu tư quá mức. Chẳng hạn, khi gia tăng vay nợ và chi trả cổ tức thì doanh nghiệp phải trả lãi cho chủ nợ và cổ tức cho cổ đông nhiều hơn. Điều này khiến cho dòng tiền tự do trong doanh nghiệp giảm và giảm thiểu hành vi đầu tư quá mức của nhà quản trị. Ngoài ra, việc vay nợ và chi trả cổ tức cũng gia tăng mức độ kiểm soát của các bên có liên quan đối với hành vi của nhà quản trị. Từ đó, nhà quản trị cũng hạn chế hành vi trục lợi cá nhân thông qua đầu tư quá mức. Biến độ trễ của BEP và ROA mang tác động dương có ý nghĩa thống kê, hàm ý doanh nghiệp với hiệu quả hoạt động cao trong quá khứ sẽ tiếp tục hoạt động hiệu quả hơn ở hiện tại. Kết quả này ủng hộ cho việc sử dụng tiếp cận mô hình động đối với dữ liệu nghiên cứu.

Bên cạnh các biến chính trong mô hình, biến kiểm soát ở Bảng 5 nhất quán về dấu ở hai mô hình. Rủi ro tài chính dù không có ý nghĩa thống kê ở hai mô hình nhưng biến này vẫn mang tác động dương đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Doanh nghiệp chỉ có thể kiếm được lợi nhuận cao khi chấp nhận các dự án với rủi ro lớn. Tuy nhiên, nếu dự án không thành công thì doanh nghiệp cũng gánh chịu rủi ro lớn. Đối với kết quả nghiên cứu này thì tác động của việc chấp nhận rủi ro không đủ mạnh để giải thích cho lợi nhuận của doanh nghiệp. Tăng trưởng doanh số có tác động dương ý nghĩa thống kê lên hiệu quả hoạt động trong cả hai mô hình. Các nghiên cứu cho thấy doanh nghiệp sẽ có lợi nhuận cao hơn nếu họ có thể gia tăng được doanh số. Tiếp đến, tính thanh khoản trong hai mô hình mang tác động dương có ý nghĩa thống kê, khả năng thanh khoản cao đem lại cho doanh nghiệp một dòng tiền nội bộ lớn để có thể sử dụng cho các dự án đầu tư sinh lợi nếu cần thiết và doanh nghiệp có đủ nguồn quỹ để phòng vệ đối với các cú sốc từ thị trường. Tỷ lệ tài sản cố định có tác động ý nghĩa thống kê ở mô hình ROA và không có ý nghĩa thống kê ở mô hình BEP, tuy vậy hai biến này vẫn mang dấu dương hàm ý gia tăng tỷ lệ tài sản cố định, cho thấy việc doanh nghiệp đang mở rộng đầu tư sản xuất để có thể gia tăng lợi nhuận trong tương lai.

Tỷ lệ chi trả cổ tức cho thấy tác động dương ý nghĩa thống kê ở hai mô hình BEP và ROA. Điều này lý giải vì sao doanh nghiệp chỉ chi trả cổ tức khi họ thực sự hoạt động hiệu quả và đạt được mức lợi nhuận vượt mức mong đợi và hành động này sẽ chiếm được lòng tin của cổ đông, gia tăng số lượng cổ đông trung thành, sẵn sàng đồng hành cùng doanh nghiệp khi có khó khăn. Điều này giúp cho doanh nghiệp có thể đủ vốn để có thể thực hiện các dự án đầu tư sinh lợi. Đòn bẩy tài chính trong hai mô hình mang tác động âm tác động ý nghĩa đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Khi doanh nghiệp gia tăng tỷ lệ nợ trong cấu trúc vốn thì lợi nhuận sẽ giảm và doanh nghiệp hoạt động kém hiệu quả hơn. Vì vậy khi tỷ lệ nợ trong doanh nghiệp càng cao thì doanh nghiệp sẽ phải gánh chịu chi phí lãi vay cao hơn, rủi ro gia tăng do khả năng vỡ nợ cao, và lợi nhuận vì thế cũng giảm đi.

Đối với biến ngành, tác giả sử dụng ngành hàng tiêu dùng làm ngành chuẩn trong so sánh với 7 nhóm ngành còn lại. Với biến phụ thuộc BEP, ngành dược phẩm, y tế cao hơn 2,7%; tiện ích công cộng 2,5%; dịch vụ tiêu dùng 1,4%; công nghiệp 0,6%; dầu khí 0,3%; công nghệ thông tin 0,2% và cuối cùng là ngành nguyên vật liệu chỉ cao hơn 0,08% so với ngành hàng tiêu dùng. Với biến ROA, so với ngành hàng tiêu dùng thì ngành tiện ích công cộng cao hơn 4,08%; ngành dược phẩm, y tế cao hơn 3,9%; dịch vụ tiêu dùng 2,6%; dầu khí 1,47%; sản xuất công nghiệp 1,18%; công nghệ thông tin 1,14% và cuối cùng là ngành nguyên vật liệu chỉ cao hơn 0,7%. Kết quả nghiên cứu cho thấy ngành thâm dụng lao động như hàng tiêu dùng, cung ứng nguyên liệu có hiệu quả hoạt động thấp hơn các ngành khác.

Tóm lại, kết quả nghiên cứu hoàn toàn ủng hộ cho ba giả thuyết nghiên cứu đã đặt ra.

KẾT LUẬN VÀ HÀM Ý CHÍNH SÁCH

Nghiên cứu đánh giá tác động của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động dưới sự điều tiết của chính sách tài trợ và chính sách cổ tức. Để chứng minh cho mối quan hệ giữa các yếu tố này, nghiên cứu thu thập số liệu gồm 548 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên HOSE và HNX trong giai đoạn 2011 – 2019. Sử dụng phương pháp định lượng với kỹ thuật ước lượng SGMM, nghiên cứu tìm thấy tác động tiêu cực của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Bên cạnh đó, chính sách tài trợ và chính sách cổ tức giúp hạn chế tác động tiêu cực của đầu tư quá mức đến hiệu quả hoạt động. Ngoài ra, có sự khác biệt về hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp theo ngành nghề khi tích hợp giữa đầu tư quá mức với chính sách tài trợ và chính sách cổ tức của doanh nghiệp, đặc biệt là các ngành thâm dụng vốn và thâm dụng lao động.

Dựa trên kết quả tìm được, nghiên cứu đưa ra một số khuyến nghị đối với doanh nghiệp và nhà đầu tư. Đối với doanh nghiệp, cần phải khắc phục vấn đề xung đột đại diện giữa nhà quản trị và chủ sở hữu như phân định rõ ràng trách nhiệm và nghĩa vụ cho từng bên, đưa ra chế độ đãi ngộ xứng đáng cho nhà quản trị, và xử phạt nghiêm minh các hành vi quản trị thiếu năng lực làm ảnh hưởng đến kết quả hoạt động. Bên cạnh đó, doanh nghiệp cần phải phối hợp chính sách tài trợ và chính sách cổ tức để làm giảm dòng tiền tự do và hạn chế vấn đề đầu tư quá mức. Đối với nhà đầu tư, cần phải đánh giá hành vi đầu tư của doanh nghiệp trước khi quyết định góp vốn. Chẳng hạn, nhà đầu tư phải đánh giá cơ hội đầu tư, khả năng tài trợ cho dự án đầu tư, tính hiệu quả các dự án đầu tư và lựa chọn ngành nghề đầu tư. Để nắm rõ những thông tin này thì nhà đầu tư cần phải theo dõi số liệu trên báo cáo tài chính và các thông tin khác về doanh nghiệp trên thị trường.

DANH MỤC CÁC CHỮ VIẾT TẮT

BEP: Basic Earnings Power – Sức sinh lợi cơ bản.

HNX: Hanoi Stock Exchange – Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội.

HOSE: Ho Chi Minh Stock Exchange – Sở giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh.

SGMM: System Generalized Methods of Moments – Hệ phương trình momen tổng quát.

ROA: Returns over assets – Tỷ suất sinh lợi trên tài sản.

XUNG ĐỘT LỢI ÍCH

Tác giả xin cam đoan không có bất kì xung đột lợi ích nào trong công bố bài báo.

ĐÓNG GÓP CỦA TÁC GIẢ

Toàn bộ nội dung bài viết chỉ do tác giả thực hiện.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Magni CA. Investment Decisions and the Logic of Valuation: Springer; 2020; Available from: <https://doi.org/10.1007/978-3-030-27662-1>.
2. Chen Y, Ma Y. Does green investment improve energy firm performance? Energy Policy. 2021;153:112252; Available from: <https://doi.org/10.1016/j.enpol.2021.112252>.
3. Nguyen TN, Tram TXH. Developing the Stock Market for Economic Growth: Experiences for Vietnam in the ASEAN Regional Financial Integration. Recent Developments in Vietnamese Business and Finance: World Scientific; 2021. p. 43-61; Available from: https://doi.org/10.1142/9789811227158_0003.
4. Nguyen HT, Luu HN, Do NH. The dynamic relationship between greenfield investments, cross-border M&As, domestic investment and economic growth in Vietnam. Economic Change and Restructuring. 2020:1-25; Available from: <https://doi.org/10.1007/s10644-020-09292-7>.
5. My TL, Mai CH, Huu Le P, Bui CLV, Nguyen LVP, Huynh TLD. Monetary policy, cash flow and corporate investment: empirical evidence from Vietnam. Journal of Risk and Financial

- Management. 2019;12(1):46; Available from: <https://doi.org/10.3390/jrfm12010046>.
6. Nguyen A, Nguyen T. Free cash flow and corporate profitability in emerging economies: Empirical evidence from Vietnam. Economics Bulletin. 2018;38(1):211-20; Available from: <https://doi.org/10.2478/fman-2018-0015>.
7. Zhang D, Cao H, Dickinson DG, Kutan AM. Free cash flows and overinvestment: Further evidence from Chinese energy firms. Energy Economics. 2016;58:116-24; Available from: <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2016.06.018>.
8. Ding S, Knight J, Zhang X. Does China overinvest? Evidence from a panel of Chinese firms. The European Journal of Finance. 2019;25(6):489-507; Available from: <https://doi.org/10.1080/1351847X.2016.1211546>.
9. Shi M. Overinvestment and corporate governance in energy listed companies: Evidence from China. Finance Research Letters. 2019;30:436-45; Available from: <https://doi.org/10.1016/j.frl.2019.05.017>.
10. Trong NN, Nguyen CT. Firm performance: the moderation impact of debt and dividend policies on overinvestment. Journal of Asian Business and Economic Studies. 2020;.
11. Guizani M. The mediating effect of dividend payout on the relationship between internal governance and free cash flow. Corporate Governance: The International Journal of Business in Society. 2018; Available from: <https://doi.org/10.1108/CG-01-2018-0011>.
12. Vo XV. Leverage and corporate investment-Evidence from Vietnam. Finance Research Letters. 2019;28:1-5; Available from: <https://doi.org/10.1016/j.frl.2018.03.005>.
13. Jensen MC. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. The American economic review. 1986;76(2):323-9;.
14. Richardson S. Over-investment of free cash flow. Review of accounting studies. 2006;11(2-3):159-89; Available from: <https://doi.org/10.1007/s11142-006-9012-1>.
15. Jensen MC, Meckling WH. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. Journal of financial economics. 1976;3(4):305-60; Available from: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X).
16. Panda B, Leepsa N. Agency theory: Review of theory and evidence on problems and perspectives. Indian Journal of Corporate Governance. 2017;10(1):74-95; Available from: <https://doi.org/10.1177/0974686217701467>.
17. Samet M, Jarboui A. CSR, agency costs and investment-cash flow sensitivity: a mediated moderation analysis. Managerial Finance. 2017; Available from: <https://doi.org/10.1108/MF-02-2016-0042>.
18. Chen X, Sun Y, Xu X. Free cash flow, over-investment and corporate governance in China. Pacific-Basin Finance Journal. 2016;37:81-103; Available from: <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2015.06.003>.
19. Myers SC, Majluf NS. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. Journal of financial economics. 1984;13(2):187-221; Available from: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0).
20. Guariglia A, Yang J. A balancing act: managing financial constraints and agency costs to minimize investment inefficiency in the Chinese market. Journal of Corporate Finance. 2016;36:111-30; Available from: <https://doi.org/10.1016/j.corpfin.2015.10.006>.
21. Hao X, Wang Y, Peng S. The effect of debt structure on overinvestment: Based on Chinese real estate listed companies. Journal of Asia Entrepreneurship and Sustainability. 2018;14(3):196-223;.
22. Ali MJ, Balachandran B, Michael M, Theobald M, editors. Do corporate general counsels mitigate agency problems? Evidence from dividend policy decisions. 2019 Financial Markets & Corporate Governance Conference; 2020; Available from: <https://doi.org/10.2139/ssrn.3337978>.

23. Nguyen GX, Swanson PE. Firm characteristics, relative efficiency, and equity returns. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 2009;44(1):213-36; Available from: <https://doi.org/10.1017/S0022109009090012>.
24. Diep NN, Phong NA. The Factors Effect to the Financial Efficiency of FDI (Foreign Direct Investment) Enterprises Located in Ho Chi Minh City-Viet Nam. *Asian Economic and Financial Review*. 2013;3(6):703;.
25. Matyjas Z. Industry and firm influences on performance: evidence from Polish public firms. *Journal of Management Policy and Practice*. 2014;15(2):88;.
26. Islami X, Mulolli E, Mustafa N. The Effect of Industrial and Internal Factors to the Firm's Performance. *Acta Universitatis Danubius*. 2018;14(5);.
27. Chi LHD, et al. Overinvestment and Free Cash Flow: Empirical Evidence from Vietnamese Enterprises. 2015;.
28. Nair P. Financial liberalization and determinants of investment: a study of indian manufacturing firms. *International Journal of Management of International Business and Economic Systems*. 2011;5(1):121-33;.
29. Wu X, Wang Y. How does corporate investment react to oil prices changes? Evidence from China. *Energy Economics*. 2021;97:105215; Available from: <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2021.105215>.
30. Trang PTM, Tho NH. Perceived risk, investment performance and intentions in emerging stock markets. *International Journal of Economics and Financial Issues*. 2017;7(1);.
31. Chi CK, Choi KJ. The impact of firm size on dynamic incentives and investment. *The RAND Journal of Economics*. 2017;48(1):147-77; Available from: <https://doi.org/10.1111/1756-2171.12171>.
32. Phan DT, Nguyen HT. Factors affecting corporate investment decision: Evidence from Vietnamese economic groups. *The Journal of Asian Finance, Economics, and Business*. 2020;7(11):177-84; Available from: <https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no11.177>.
33. Patin J-C, Rahman M, Mustafa M. Impact of total asset turnover ratios on equity returns: dynamic panel data analyses. *Journal of Accounting, Business and Management (JABM)*. 2020;27(1):19-29; Available from: <https://doi.org/10.31966/jabminternational.v27i1.559>.
34. Chiang KC, Wachtel GJ, Zhou X. Corporate social responsibility and growth opportunity: The case of real estate investment trusts. *Journal of Business Ethics*. 2019;155(2):463-78; Available from: <https://doi.org/10.1007/s10551-017-3535-1>.
35. Abel AB. The effects of q and cash flow on investment in the presence of measurement error. *Journal of Financial Economics*. 2018;128(2):363-77; Available from: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.02.005>.
36. Rokhmawati A. The Effect of Firm Cash Flow on Investment Decision Moderated by Financial Constraint and Mispricing. *Indonesian Journal of Economics, Social, and Humanities*. 2019;1(2):77-90; Available from: <https://doi.org/10.31258/ijesh.1.2.77-90>.
37. Miller SR, Eden L, Li D. CSR reputation and firm performance: A dynamic approach. *Journal of Business Ethics*. 2020;163(3):619-36; Available from: <https://doi.org/10.1007/s10551-018-4057-1>.
38. Tuan TM, Nha PVT, Phuong TT. Impact of agency costs on firm performance: evidence from Vietnam. *Organizations and Markets in Emerging Economies*. 2019;10(2):294-309; Available from: <https://doi.org/10.15388/omee.2019.10.15>.
39. Taouab O, Issor Z. Firm performance: Definition and measurement models. *European Scientific Journal*. 2019;15(1):93-106; Available from: <https://doi.org/10.19044/esj.2019.v15n1p93>.
40. Nadeem M, Gan C, Nguyen C. Does intellectual capital efficiency improve firm performance in BRICS economies? A dynamic panel estimation. *Measuring Business Excellence*. 2017; Available from: <https://doi.org/10.1108/MBE-12-2015-0055>.
41. Putri IGAPT, Rahyuda H. Effect of capital structure and sales growth on firm value with profitability as mediation. *International Research Journal of Management, IT and Social Sciences*. 2020;7(1):145-55; Available from: <https://doi.org/10.21744/irjmis.v7n1.833>.
42. Florio C, Leoni G. Enterprise risk management and firm performance: The Italian case. *The British Accounting Review*. 2017;49(1):56-74; Available from: <https://doi.org/10.1016/j.bar.2016.08.003>.
43. Batten J, Vo XV. Liquidity and firm value in an emerging market. *The Singapore Economic Review*. 2019;64(02):365-76; Available from: <https://doi.org/10.1142/S0217590817470063>.
44. Irungu AM, Muturi W, Nasieku T, Ngumi P. Effect of Asset Tangibility on Financial Performance of Listed Firms in the Nairobi Securities Exchange. *Journal of Finance and Accounting*. 2018;2(3):55-74; Available from: <https://doi.org/10.47672/ajf.358>.
45. Rajverma AK, Arrawatia R, Misra AK, Chandra A. Ownership structure influencing the joint determination of dividend, leverage, and cost of capital. *Cogent Economics & Finance*. 2019;7(1):1600462; Available from: <https://doi.org/10.1080/23322039.2019.1600462>.
46. Le TPV, Phan TBN. Capital structure and firm performance: Empirical evidence from a small transition country. *Research in international business and finance*. 2017;42:710-26; Available from: <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.012>.
47. Grant D, Yeo B. A global perspective on tech investment, financing, and ICT on manufacturing and service industry performance. *International Journal of Information Management*. 2018;43:130-45; Available from: <https://doi.org/10.1016/j.ijinfomgt.2018.06.007>.
48. Arellano M, Bond S. Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *The review of economic studies*. 1991;58(2):277-97; Available from: <https://doi.org/10.2307/2297968>.

The impact of overinvestment on firm performance of Vietnam's listed companies

Nguyen Trong Nghia*



Use your smartphone to scan this QR code and download this article

ABSTRACT

The research investigates the impact of overinvestment on firm performance as well as the moderation role of debt policy and dividend policy towards the relationship between overinvestment and firm performance among listed companies in Vietnam. The research data are collected from the FinPro Database which includes 548 non-financial companies listed on Hanoi and Ho Chi Minh Stock Exchange during the period of 2011 – 2019. The overinvestment variable is proxied by the positive value of error terms estimated from the Investment Demand Function. Because the research employs the dynamic model with the presence of the one-period lagged dependent variable as an independent one in the regression, the SGMM estimator is applied to help deal with the problem of endogeneity. The estimated results clarify that (1) overinvestment has a negative effect on firm performance, (2) debt policy and dividend policy can regulate overinvestment to help lessen the harmful impact of overinvestment on firm performance, and (3) firm performance shows significant discrepancies among 8 industries. The research findings make a considerable contribution not only to the academic aspect by giving an explicit explanation for both Agency Theory and Free Cash Flow Theory through demonstrating the association between debt policy or dividend policy and overinvestment but also to the practical aspect by giving some suitable recommendations to assist corporate enterprises in heightening their firm performance and assist investors in making more accurate investment decisions.

Key words: Overinvestment, debt policy, dividend policy, firm performance, Vietnam

Ho Chi Minh City University of Education, Vietnam

Correspondence

Nguyen Trong Nghia, Ho Chi Minh City University of Education, Vietnam

Email: nghiant@hcmue.edu.vn

History

- Received: 26/07/2021
- Accepted: 02/11/2021
- Published: 25/12/2021

DOI : 10.32508/stdjelm.v6i1.893



Copyright

© VNU-HCM Press. This is an open-access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution 4.0 International license.



Cite this article : Nghia N T. The impact of overinvestment on firm performance of Vietnam's listed companies. *Sci. Tech. Dev. J. - Eco. Law Manag.*; 6(1):2208-2219.