

**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO  
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ TP. HỒ CHÍ MINH**



**LÊ HÀ DIỄM CHI**

**ẢNH HƯỞNG CỦA DÒNG TIỀN,  
RỦI RO HỆ THỐNG, RỦI RO PHI HỆ THỐNG  
VÀ TÍNH THANH KHOẢN CHỨNG KHOÁN ĐẾN  
ĐẦU TƯ CỦA DOANH NGHIỆP VIỆT NAM**

**Chuyên ngành: Tài chính – Ngân hàng**

**Mã số: 62340201**

**LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ**

**Tp. Hồ Chí Minh – Năm 2016**

**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO  
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ TP. HỒ CHÍ MINH**



**LÊ HÀ DIỄM CHI**

**ẢNH HƯỞNG CỦA DÒNG TIỀN,  
RỦI RO HỆ THỐNG, RỦI RO PHI HỆ THỐNG  
VÀ TÍNH THANH KHOẢN CHỨNG KHOÁN ĐẾN  
ĐẦU TƯ CỦA DOANH NGHIỆP VIỆT NAM**

**Chuyên ngành: Tài chính – Ngân hàng**

**Mã số: 62340201**

**LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ**

**Người hướng dẫn khoa học: PGS. TS. Nguyễn Thị Ngọc Trang**

**Tp. Hồ Chí Minh – Năm 2016**

## **LỜI CAM ĐOAN**

Tôi xin cam đoan đây là công trình nghiên cứu do chính tôi thực hiện. Các số liệu nghiên cứu lấy từ báo cáo tài chính đã được kiểm toán của các công ty niêm yết từ năm 2007 – 2013. Kết quả nghiên cứu trong luận án chưa được ai công bố trong bất cứ công trình nghiên cứu nào khác.

**Tác giả**

**Lê Hà Diễm Chi**

# MỤC LỤC

<b>Trang phụ bì</b>
<b>Mục lục</b>
<b>Danh mục các từ viết tắt</b>
<b>Danh mục bảng biểu</b>
<b>Danh mục hình</b>

## PHẦN MỞ ĐẦU

<b>Tiêu đề</b>	<b>Trang</b>
1. Đặt vấn đề	1
2. Tình hình nghiên cứu liên quan đến nội dung luận án	6
3. Mục tiêu nghiên cứu	9
4. Phạm vi nghiên cứu	9
5. Phương pháp nghiên cứu	10
6. Tính mới và đóng góp của luận án	11
7. Kết cấu của luận án	13

## CHƯƠNG 1:

### **TỔNG QUAN CÁC NGHIÊN CỨU VỀ ẢNH HƯỞNG CỦA DÒNG TIỀN, RỦI RO HỆ THỐNG, RỦI RO PHI HỆ THỐNG VÀ TÍNH THANH KHOẢN CỦA CHỨNG KHOÁN ĐẾN ĐẦU TƯ.**

1.1. Giới thiệu	19
1.2. Các lý thuyết liên quan đến quyết định đầu tư của doanh nghiệp	19
1.2.1. Lý thuyết bất cân xứng thông tin (Asymmetric Information Theory)	19
1.2.2. Lý thuyết đại diện (Agency Theory)	21
1.2.3. Đầu tư quá mức (Overinvestment) và đầu tư dưới mức (Underinvestment)	23
1.2.3.1. Đầu tư quá mức và vấn đề đại diện	23
1.2.3.2. Đầu tư dưới mức và thông tin bất cân xứng	24
1.2.3.3. Xác định đầu tư quá mức và đầu tư dưới mức	24
1.2.4. Lý thuyết quyền chọn thực	26

1.3.	Các nghiên cứu thực nghiệm về ảnh hưởng của dòng tiền đến đầu tư	28
1.3.1.	Doanh nghiệp hạn chế tài chính và ảnh hưởng của nguồn vốn nội bộ đến quyết định đầu tư của doanh nghiệp.	28
1.3.2.	Ảnh hưởng của dòng tiền đến đầu tư: nghiên cứu trong trường hợp doanh nghiệp hạn chế tài chính.	30
1.3.3.	Ảnh hưởng của dòng tiền đến đầu tư: Nghiên cứu trong trường hợp doanh nghiệp có sự kiểm soát Nhà nước.	34
1.4.	Các nghiên cứu thực nghiệm ảnh hưởng của rủi ro hệ thống, rủi ro phi hệ thống đến đầu tư.	37
1.4.1.	Ảnh hưởng của độ bất ổn đến đầu tư là thuận chiều hay nghịch chiều?	37
1.4.2.	Ảnh hưởng độ bất ổn đến đầu tư trong lý thuyết quyền chọn thực	39
1.4.3.	Ảnh hưởng độ bất ổn đến đầu tư: nghiên cứu trong trường hợp doanh nghiệp hạn chế tài chính	41
1.4.4.	Ảnh hưởng độ bất ổn đến đầu tư: nghiên cứu trong trường hợp doanh nghiệp có sự kiểm soát Nhà nước	42
1.5.	Các nghiên cứu thực nghiệm ảnh hưởng tính thanh khoản của chứng khoán đến đầu tư.	44
1.5.1.	Ảnh hưởng tính thanh khoản của chứng khoán đến đầu tư: Nghiên cứu trong trường hợp doanh nghiệp hạn chế tài chính.	46
1.5.2.	Ảnh hưởng tính thanh khoản đến đầu tư: Nghiên cứu trong trường hợp doanh nghiệp có sự kiểm soát Nhà nước	47
1.6.	Tóm tắt kết quả các nghiên cứu thực nghiệm về ảnh hưởng của dòng tiền, rủi ro hệ thống, rủi ro phi hệ thống và tính thanh khoản của chứng khoán đến đầu tư doanh nghiệp.	49
1.7.	Khoảng trống trong nghiên cứu về ảnh hưởng của dòng tiền, rủi ro hệ thống, rủi ro phi hệ thống và tính thanh khoản chứng khoán đến đầu tư doanh nghiệp.	50

## **CHƯƠNG 2:**

### **PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU.**

2.1.	Xây dựng biến cho mô hình nghiên cứu	52
2.2.	Xác định doanh nghiệp hạn chế tài chính	58

2.2.1. Lựa chọn đại lượng để xác định doanh nghiệp hạn chế tài chính	58
2.2.2. Xác định doanh nghiệp hạn chế tài chính.	61
2.3. Xác định doanh nghiệp có sự kiểm soát Nhà nước	62
2.4. Mô hình nghiên cứu	64
2.5. Dữ liệu nghiên cứu	64
2.6. Phương pháp nghiên cứu	65
2.6.1. Phương pháp hồi quy theo mô hình phương sai sai số thay đổi tự hồi quy tổng quát GARCH	65
2.6.2. Dữ liệu bảng và phương pháp moment tổng quát - GMM (Generalized method of moments)	67
2.6.2.1. Dữ liệu bảng (Panel data)	67
2.6.2.2. Cơ sở lý thuyết của phương pháp moment tổng quát - GMM (Generalized method of moments)	68
2.7. Kết luận chương 2	72

### **CHƯƠNG 3:**

## **TỔNG QUAN VỀ ĐẦU TƯ, DÒNG TIỀN, RỦI RO HỆ THỐNG, RỦI RO PHI HỆ THỐNG VÀ TÍNH THANH KHOẢN CỦA CHỨNG**

### **KHOẢN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP VIỆT NAM**

#### **GIAI ĐOẠN 2008 -2013**

3.1. Đầu tư của các doanh nghiệp Việt Nam là đầu tư quá mức (Overinvestment) hay đầu tư dưới mức (Underinvestment)?	74
3.1.1. Mô hình xác định đầu tư quá mức (Overinvestment) hay đầu tư dưới mức (Underinvestment)	74
3.1.2. Đầu tư của doanh nghiệp Việt Nam là đầu tư quá mức hay đầu tư dưới mức?	75
3.2. Đặc điểm tài chính của các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu	76
3.3. Đặc điểm của doanh nghiệp nhiều hạn chế tài chính.	78
3.4. Đặc điểm của doanh nghiệp có sự kiểm soát của Nhà nước	81
3.5. Biến động của đầu tư, dòng tiền, độ bất ổn và tính thanh khoản của chứng khoán.	83
3.6. Kết luận chương 3	85

**CHƯƠNG 4:**  
**KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU ẢNH HƯỞNG CỦA DÒNG TIỀN,**  
**RỦI RO HỆ THỐNG, RỦI RO PHI HỆ THỐNG VÀ**  
**TÍNH THANH KHOẢN CHỨNG KHOÁN**  
**ĐẾN ĐẦU TƯ CỦA DOANH NGHIỆP**

4.1. Ma trận tương quan giữa các biến số trong mô hình	87
4.2. Kết quả nghiên cứu ảnh hưởng của dòng tiền, rủi ro hệ thống, rủi ro phi hệ thống và tính thanh khoản của chứng khoán đến đầu tư của doanh nghiệp Việt Nam	90
4.2.1. Kiểm định tính phù hợp của kết quả ước lượng	91
4.2.2. Phân tích kết quả ước lượng	91
4.3. Ảnh hưởng của dòng tiền, rủi ro hệ thống, rủi ro phi hệ thống và tính thanh khoản của chứng khoán: Nghiên cứu trường hợp doanh nghiệp nhiều hạn chế tài chính so với doanh nghiệp ít hạn chế tài chính.	98
4.3.1. Kiểm định tính phù hợp của kết quả ước lượng	98
4.3.2. Phân tích kết quả ước lượng	99
4.3.2.1. Ảnh hưởng của dòng tiền đến đầu tư: nghiên cứu trong trường hợp doanh nghiệp nhiều hạn chế tài chính so với doanh nghiệp ít hạn chế tài chính	99
4.3.2.2. Ảnh hưởng rủi ro hệ thống, rủi ro phi hệ thống đến đầu tư: nghiên cứu trong trường hợp doanh nghiệp nhiều hạn chế tài chính so với doanh nghiệp ít hạn chế tài chính	104
4.3.2.3. Ảnh hưởng của tính thanh khoản chứng khoán đến đầu tư: nghiên cứu trong trường hợp doanh nghiệp nhiều hạn chế tài chính so với doanh nghiệp ít hạn chế tài chính.	104
4.3.3. Tóm tắt kết quả nghiên cứu sự ảnh hưởng của dòng tiền, rủi ro hệ thống, rủi ro phi hệ thống và tính thanh khoản chứng khoán đến đầu tư: nghiên cứu trong trường hợp doanh nghiệp nhiều hạn chế tài chính so với doanh nghiệp ít hạn chế tài chính.	105

4.4. Ảnh hưởng của dòng tiền, rủi ro hệ thống, rủi ro phi hệ thống và tính thanh khoản của chứng khoán đến đầu tư: Nghiên cứu cho trường hợp doanh nghiệp có sự kiểm soát Nhà nước so với doanh nghiệp không có kiểm soát Nhà nước	109
4.4.1. Kiểm định tính phù hợp của kết quả ước lượng	109
4.4.2. Phân tích kết quả ước lượng	110
4.4.2.1. Ảnh hưởng của dòng tiền đến đầu tư: nghiên cứu cho trường hợp doanh nghiệp có sự kiểm soát Nhà nước so với doanh nghiệp không có sự kiểm soát Nhà nước	110
4.4.2.2. Ảnh hưởng rủi ro hệ thống, rủi ro phi hệ thống đến đầu tư: nghiên cứu trong trường hợp doanh nghiệp có kiểm soát Nhà nước so với doanh nghiệp không có kiểm soát Nhà nước	113
4.4.2.3. Ảnh hưởng tính thanh khoản chứng khoán đến đầu tư: nghiên cứu trong trường hợp doanh nghiệp có kiểm soát Nhà nước so với các doanh nghiệp không có kiểm soát Nhà nước	115
4.4.3. Kết quả nghiên cứu theo tỷ lệ cổ phần 42,25% và 51%	116
4.4.4. Tóm tắt kết quả nghiên cứu sự ảnh hưởng của dòng tiền, rủi ro hệ thống, rủi ro phi hệ thống và tính thanh khoản của chứng khoán đến đầu tư: nghiên cứu trong trường hợp doanh nghiệp có kiểm soát Nhà nước so với doanh nghiệp không có kiểm soát Nhà nước	118
4.4.5. Kiểm chứng tăng cường cho ảnh hưởng dòng tiền, rủi ro hệ thống, rủi ro phi hệ thống và tính thanh khoản của chứng khoán đến đầu tư: nghiên cứu cho trường hợp doanh nghiệp có kiểm soát Nhà nước (sử dụng biến tương tác với biến tỷ lệ cổ phần RateGov).	120
4.5. Kết luận chương 4	124

## **CHƯƠNG 5: KHUYẾN NGHỊ GIẢI PHÁP**

5.1. Thúc đẩy các doanh nghiệp quan tâm và thực hiện tốt quản trị rủi ro	127
5.2. Xây dựng cơ chế giám sát quyết định đầu tư ở doanh nghiệp nhằm hạn chế tình trạng đầu tư quá mức	129
5.3. Khơi thông nguồn vốn, tạo điều kiện cho doanh nghiệp tiếp cận vốn tín dụng, đặc biệt là các doanh nghiệp nhỏ	129



5.4. Tăng tính minh bạch, cơ sở hạ tầng kỹ thuật cho thị trường chứng khoán nhằm làm tăng tính thanh khoản	131
--	-----

<b>PHẦN KẾT LUẬN</b>	<b>135</b>
----------------------	------------

## DANH MỤC CÁC TỪ VIẾT TẮT

<b>Từ viết tắt</b>	<b>Diễn giải</b>
BCTC	Báo cáo tài chính
DN	Doanh nghiệp
DNNN	Doanh nghiệp Nhà nước
NHNN	Ngân hàng Nhà nước
NHTM	Ngân hàng thương mại
NN	Nhà nước
TSCĐ	Tài sản cố định