

# ĐANG CẬP TÀI CHÍNH ĐẾN HIỆU QUẢ TÀI CHÍNH CỦA DOANH NGHIỆP TƯ NHÂN NHỎ VÀ VỪA

**Hoàng Trần Hậu**

*Trường Đại học Tài chính - Ngân hàng Hà Nội*

*Email: hoangtranhau.ift@gmail.com*

**Bùi Xuân Biên**

*Trường Đại học Tài chính - Ngân hàng Hà Nội*

*Email: buixuanbien.fbu@gmail.com*

**Nguyễn Thị Thúy Nga**

*Trường Đại học Tài chính - Ngân hàng Hà Nội*

*Email: nganguyen7685@gmail.com*

Ngày nhận: 26/12/2019

Ngày nhận bản sửa: 22/3/2020

Ngày duyệt đăng: 05/5/2020

## **Tóm tắt:**

*Nghiên cứu này tiến hành một cuộc điều tra thực nghiệm về tác động của việc tiếp cận tài chính đối với hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp nhỏ và vừa (SMEs) tư nhân tại Việt Nam. Vận dụng mô hình ước lượng GMM động đối với bộ dữ liệu cấp doanh nghiệp nhỏ và vừa tư nhân 2009-2015, nghiên cứu chỉ ra rằng, trong khi tiếp cận tài chính chính thức có ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp, có một mối quan hệ không ý nghĩa thống kê giữa tiếp cận tài chính phi chính thức và hiệu quả doanh nghiệp. Những kết quả này hàm ý các doanh nghiệp tư nhân muốn phát triển phải vượt qua các hạn chế tín dụng.*

**Từ khóa:** Tiếp cận tài chính, hiệu quả tài chính, SMEs

**Mã JEL:** B23, C01, C33, D24, E61, G3.

## **The impact of access to finance on the financial performance of small and medium-sized private enterprises**

### **Abstract:**

*This study conducts an empirical investigation of the role of access to finance on the financial performance of private SMEs in Vietnam. Applying the dynamic GMM estimations for private SMEs for the period from 2009 to 2015, the study found that while access to formal finance has a positive effect on firm's financial performance, there is insignificant linkage between informal finance and firm performance. These results imply that relaxing financial restrictions is vital for the development of the Vietnamese private SMEs*

**Keywords:** Access to finance, financial performance, SMEs

**JEL code:** B23, C01, C33, D24, E61, G3.

## **1. Giới thiệu**

Một loạt các nghiên cứu thảo luận về tác động của các yếu tố đối với tăng trưởng của doanh nghiệp, như các loại hình sở hữu (Beck & cộng sự, 2006), đầu vào phi tài chính (Levy, 1993; Galindo & Schiantarelli, 2003; Berger & Udell, 1998), và thể

chế (Beck & Demircuc-Kunt, 2006). Tuy nhiên, tác động của việc không được tiếp cận tài chính đối với tăng trưởng doanh nghiệp mới được thu hút sự chú ý gần đây của các nghiên cứu tại các nước đang phát triển (Fowowc, 2017, Wang, 2016). Sự không mong muốn cho vay của các ngân hàng có thể khiến cho các doanh nghiệp vừa và nhỏ không phát triển đến

khích cỡ tối ưu. Lee (2014) cho rằng việc tiếp cận tài chính giúp các công ty nhỏ ở Anh tăng trưởng nhanh chóng, do đó không định tâm quan trọng của tiếp cận tài chính đối với sự phát triển của các doanh nghiệp nhỏ và vừa.

Tuy nhiên, nhiều nghiên cứu khác lại cho rằng không có một sự rõ ràng về tầm quan trọng của tiếp cận tài chính đối với hiệu quả hoạt động của công ty, đặc biệt tại các nền kinh tế đang phát triển (Cbavis & cộng sự, 2010; Beck & cộng sự, 2008). Cụ thể, Vu, V.H. & cộng sự (2018) chỉ ra rằng tham nhũng là khá phổ biến tại các nước đang phát triển. Vì vậy, để tiếp cận được các khoản vay các doanh nghiệp thường phải trả các khoản phí phi chính thức, và điều này dẫn tới tác động ngược của tiếp cận tài chính đến hiệu quả của doanh nghiệp.

Tại Việt Nam, các SME gặp nhiều vấn đề trong tiếp cận tài chính. Một trong những lý do quan trọng làm cho SMEs tư nhân khó khăn trong tiếp cận các khoản vay chính thức, là do thủ tục vay vốn và những yêu cầu về tài sản thế chấp (Bạch Ngọc Thắng, 2018). Quá trình phê duyệt cũng là những lý do chính gây trở ngại cho sự phát triển và tiếp cận tài chính của SMEs. Trong bối cảnh đó, việc tiếp cận tài chính có thực sự mang lại hiệu quả, và các loại nguồn lực tài chính có vai trò như thế nào đến hiệu quả là các câu hỏi còn bỏ ngỏ. Vì vậy, nghiên cứu đóng góp vào tổng quan bằng việc cung cấp những bằng chứng mới về vai trò của tiếp cận các loại nguồn tài chính đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Nghiên cứu cũng chỉ ra những cơ chế tác động mà qua đó tiếp cận tài chính có thể ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp như thế nào.

Bài nghiên cứu của chúng tôi bao gồm các phần như sau. Phần tiếp theo: (i) Trình bày về tổng quan các nghiên cứu trên thế giới và trong nước về vấn đề tiếp cận tài chính tới phát triển doanh nghiệp; (ii) Phương pháp nghiên cứu và thu thập dữ liệu; (iii) Kết quả thảo luận và (iv) Tóm tắt những phát hiện quan trọng dựa trên kết quả thực nghiệm qua đó đưa ra một số hàm ý chính sách.

## 2. Tổng quan tài liệu

Tài chính là một trong những khía cạnh đặc biệt quan trọng đối với phát triển doanh nghiệp. Điều này được đề cập đến nhiều trong các tài liệu nghiên cứu, theo đó, thiếu tiếp cận tài chính là vấn đề lớn phải đối mặt để doanh nghiệp có thể tồn tại và phát triển (IFC, 2010). Thiếu tài chính là một trong những rào cản đến sự phát triển của doanh nghiệp được

chứng minh từ rất sớm trên thế giới (Achim & Weder, 2001) và tại Việt Nam (World Bank, 2016). Do đó, các nghiên cứu về sự cần thiết của hoạt động mở rộng tài chính gồm: tài chính chính thức, hỗ trợ tài chính chính phủ, tài chính phi chính thức và các nguồn khác được nghiên cứu rất phổ biến (Tran, V. & cộng sự, 2019). Liên quan đến rào cản tài chính, nghiên cứu của Schiffer & Weder (2001) sử dụng mẫu 10.090 doanh nghiệp từ 80 quốc gia đã chỉ ra rằng: 38-38,8% số doanh nghiệp vừa và nhỏ cho rằng tài chính là vấn đề quan trọng nhất với doanh nghiệp của họ. Trong khi con số này chưa đến 20% so với các doanh nghiệp lớn.

Đồng quan điểm với việc này, Beck & cộng sự (2002) cho rằng các doanh nghiệp nhỏ gặp nhiều khó khăn hơn so với các doanh nghiệp lớn, đặc biệt là tiếp cận nguồn vốn chính thức do uy tín, chất lượng sản phẩm thấp trong khi các nguồn tín dụng phi chính thức bị hạn chế bởi mối quan hệ với đối tác và chính quyền. Nghiên cứu gần đây của Wang (2016) cũng khẳng định các doanh nghiệp vừa và nhỏ nhận thấy việc tiếp cận tài chính là trở ngại đáng kể nhất cản trở sự phát triển của họ. Ngoài ra, các yếu tố khác liên quan đến đặc điểm doanh nghiệp như quy mô, tuổi tác cũng ảnh hưởng đến sự phát triển của họ.

Vấn đề tiếp cận tài chính càng khó khăn đối với các quốc gia đang phát triển do chiến lược đối phó rủi ro của các ngân hàng đã hạn chế việc cho vay đối với các hãng, đặc biệt doanh nghiệp vừa và nhỏ (OECD, 2006). Bằng chứng thực nghiệm của Gelb & cộng sự (2007), các doanh nghiệp thuộc các bước đang phát triển, mẫu tại các nước Châu Phi những năm 2002-2006, bên cạnh những khó khăn về diện, tham nhũng, sự bất ổn vĩ mô, hệ thống pháp luật chưa hoàn thiện, thì tiếp cận tài chính là rào cản lớn nhất của doanh nghiệp. Dethier & cộng sự (2011) nghiên cứu trên 100.000 doanh nghiệp trên 123 quốc gia trên toàn thế giới cũng đưa ra kết quả tương tự. Giải thích cho việc này, tiếp cận tài chính chịu sự trở ngại về bất đối xứng thông tin lớn hơn tại các quốc gia đang phát triển (nghiên cứu tại Việt Nam xem Nguyen & cộng sự, 2006; Mai, H. G & cộng sự, 2019). Việc thuận tiện hơn trong tiếp cận tài chính đòi hỏi cần có mối quan hệ xã hội (thông qua sự uy tín trên thị trường hoặc các yếu tố khác), trong khi các doanh nghiệp vừa và nhỏ tại Việt Nam lại bị hạn chế trong việc này (Tenev & cộng sự, 2003; Le, N. T. B., & Nguyen, T. V. 2009; Tran V & cộng sự, 2019).

**Bảng 1: Bảng chứng thực nghiệm chứng tỏ tác động của tiếp cận tài chính tới phát triển doanh nghiệp – tiếp cận vi mô**

Nghiên cứu	Phạm vi, thời gian	Kết quả	Chi chú
Fowowe (2017)	30 quốc gia Châu Phi, 2006–2012.	+	
Beck & cộng sự (2005)	4.000 doanh nghiệp tại 54 quốc gia	+	
Dinh, H.T & cộng sự (2012)	39.538 doanh nghiệp qua 98 quốc gia (2006-2010)	+	<i>“Tài chính, một ràng buộc ràng buộc nhất giữa các ngành và quốc gia, đòi hỏi những cái cách để có thể mang lại lợi ích rộng lớn, bao gồm cả sự chú ý đến trung gian còn thiếu ở các nước đang phát triển”</i>
Aterido & cộng sự (2011)	56.000 doanh nghiệp 90 quốc gia	+	<i>“Các công ty nhỏ được hưởng lợi nhiều nhất từ việc tiếp cận tài chính, đặc biệt là các nguồn tài chính liên quan đến đầu tư và tăng trưởng”</i>
Mohammad (2011)	Các doanh nghiệp tại Mỹ và Ireland giai đoạn 1991-2001	+	
Mai, H. G & cộng sự (2019)	2500 doanh nghiệp vừa và nhỏ tại Việt Nam giai đoạn 2013-2015	+	Tác động tiếp cận tài chính thông qua nâng cao năng suất tổng hợp (TFP)
Patrick (2019)	Dữ liệu khảo sát 42 doanh nghiệp tại Ghana, 2018	+	
Dereje & cộng sự (2017)	1.492 doanh nghiệp Ethiopia giai đoạn 2011-2015	+	Một đóng góp quan trọng của nghiên cứu này là “giới thiệu một biến công cụ mới, cái mà kiểm soát được sự biến thiên tài chính tại khu vực địa phương”

*Nguồn: Tác giả tổng hợp.*

Có nhiều cơ chế để lý giải tác động của tiếp cận tài chính tới vận hành doanh nghiệp, trong đó, nổi bật là nghiên cứu của OECD (2006) cho rằng: tài chính là yếu tố quan trọng giúp mở rộng sự vận hành, cải tiến sản phẩm, đầu tư chuỗi sản xuất và nâng cao chất lượng nhân viên. Trong khi đó, cải thiện công nghệ nâng cao chất lượng sản phẩm lại giúp mở rộng tài chính (Chen & Matousek, 2020; Ullah, 2019). Về mặt lý thuyết, hệ thống tài chính bền vững cũng tạo ra nhiều cơ hội đầu tư và phân bổ nguồn lực hợp lý mang lại hiệu quả tài chính cho doanh nghiệp (Levine, 2005). Cũng đồng ý với quan điểm cho rằng, tiếp cận tài chính tốt hơn đảm bảo các công nghệ đặc biệt giúp phân tán rủi ro, cung cấp các quy trình kỹ thuật, các thiết bị mới nhằm ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả doanh nghiệp thông qua các bằng chứng thực nghiệm của Gomis & Khatiwada (2016); Galasso & cộng sự (2018); Krishnan & cộng sự (2015).

Các bằng chứng thực nghiệm chứng tỏ tác động tích cực của tiếp cận tài chính tới tăng trưởng các doanh nghiệp được tìm thấy rộng rãi. Trong đó, một số nghiên cứu đánh giá ở cấp độ vi mô nổi bật nhằm củng cố bài nghiên cứu được trình bày tại Bảng 1.

Tại Việt Nam, các nghiên cứu ở cấp độ vi mô về chủ đề này dựa trên cơ sở dữ liệu cấp tỉnh nổi bật là Anwar & Nguyen (2011). Nghiên cứu sử dụng dữ liệu bảng giai đoạn 1997-2006 tìm ra bằng chứng rằng: phát triển tài chính địa phương góp phần nâng cao tăng trưởng kinh tế các tỉnh/thành. Một nghiên cứu khác kết hợp dữ liệu khảo sát doanh nghiệp và hỗ trợ tài chính cấp tỉnh của Tran, V. & cộng sự (2019) chỉ ra rằng phát triển tài chính địa phương tác động tích cực tới hiệu quả hoạt động của 40.000 doanh nghiệp Việt Nam giai đoạn 2009-2013 bên cạnh cách yếu tố đặc tính doanh nghiệp khác.

Nghiên cứu gần đây nhất về tác động tiếp cận tài chính tới hiệu quả SMEs tư nhân là của Mai, H. G &

cộng sự (2019). Theo đó, nghiên cứu sử dụng bộ dữ liệu doanh nghiệp giai đoạn 2013-2015 cùng với kỹ thuật DID (difference-in-differences) đã đánh giá tác động tích cực của mỗi quan hệ này thông qua kênh nâng cao năng suất tổng hợp. Nghiên cứu cũng chỉ ra rằng cần thiết phải có những hành động can thiệp của chính phủ nhằm hỗ trợ tài chính chính thức, đặc biệt thông qua các dự án thông qua hoạt động tư ngân hàng tới SMEs tư nhân tại Việt Nam nhằm đảm bảo tăng trưởng và phát triển bền vững.

Dẫu vậy, các nghiên cứu tại Việt Nam chưa có nghiên cứu nào đánh giá định lượng tác động của tiếp cận tài chính, cả chính thức và phi chính thức, tới hiệu quả doanh nghiệp ở cấp độ vi mô. Do đó, nghiên cứu sẽ bổ sung khoảng trống nghiên cứu này. Hơn nữa, nghiên cứu đóng góp vào tổng quan bằng việc cung cấp những bằng chứng mới về vai trò của tiếp cận các loại nguồn tài chính đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Nghiên cứu cũng chỉ ra những cơ chế tác động mà qua đó tiếp cận tài chính có thể ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp như thế nào.

### 3. Phương pháp nghiên cứu

#### 3.1. Phương pháp luận

Đề lượng hóa tác động của tiếp cận tài chính đến hiệu quả tài chính của SMEs tại Việt Nam, nghiên cứu vận dụng cách tiếp cận mô hình động khá phổ biến trong các nghiên cứu trước đây (ví dụ Wintoki & cộng sự, 2012). Trong chỉ định của mô hình này, biến trễ của biến phụ thuộc được xem xét như một biến độc lập để loại bỏ tác động của các yếu tố bên ngoài không quan sát được trong quá khứ và giải quyết vấn đề nội sinh của biến (Wooldridge, 2009). Cụ thể, mô hình được trình bày như sau.

$$Y_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 * Y_{it-1} + \alpha_2 * TCTC +$$

$$\alpha_3 * X_{it} + \alpha_4 * PCI_{it} + \alpha_5 * Z_{it} + \varepsilon_{it}$$

Biến phụ thuộc của chúng tôi ( $Y_{it}$ ) để đo lường hiệu quả tài chính là ROA hoặc ROE đánh giá tình hình tài chính của doanh nghiệp  $i$  trong năm  $t$ .  $\alpha_5$  là hệ số ước tính cho các biến phụ thuộc trễ.  $Z_{it}$  là một bộ các yếu tố của các biến giải thích bao gồm quy mô công ty, tuổi công ty, chi phí không chính thức, đòn bẩy tài chính. Mô hình cũng kiểm soát chất lượng môi trường kinh doanh ( $PCI_{it}$ ) dựa trên sự thật rằng chất lượng môi trường kinh doanh giữa các tỉnh/thành của Việt Nam có những ảnh hưởng

khác nhau đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Cuối cùng, các yếu tố đặc điểm ngành công nghiệp và yếu tố vi mô ( $Z_{it}$ ) cũng được xem xét trong mô hình

Liên quan đến kỹ thuật ước lượng, các phương pháp truyền thống như OLS, FE và IV có lẽ không phải là những kỹ thuật thích hợp để ước lượng các mô hình động như chỉ định trong bài nghiên cứu này. Điều này bắt nguồn từ thực tế rằng các biến độc lập trong mô hình đều có nguy cơ là nội sinh. Trong bối cảnh đó Flannery & Hankins (2013) và Zhou & cộng sự (2014) đã chứng minh rằng ước lượng hệ thống GMM là một ước lượng hiệu quả nhất cho các tập dữ liệu bảng động. Phương pháp này đã được ứng dụng trong một số nghiên cứu gần đây (Chen, 2014; Munisi & Randy, 2013; Nguyen, T. & cộng sự, 2014, 2015; Wintoki & cộng sự, 2012). Do vậy, nghiên cứu này cũng sẽ sử dụng ước lượng GMM hệ thống nhằm kiểm soát các quan ngại nội sinh ẩn chứa trong mối quan hệ tiếp cận tài chính chính thức (TCTC) (biến giả đo việc doanh nghiệp có hay không vay được vốn từ ngân hàng hoặc các tổ chức tài chính khác) và hiệu quả tài chính doanh nghiệp.

#### 3.2. Dữ liệu thu thập

Nghiên cứu của chúng tôi có được hai nguồn dữ liệu. Nguồn số liệu đầu tiên là một bộ số liệu của các doanh nghiệp nhỏ và vừa trong nước ngoài quốc doanh năm 2009, 2013, 2013 và 2015. Đây là bộ số liệu được điều tra bởi Viện Khoa học Lao động và Xã hội (ILSSA) phối hợp với Viện Nghiên cứu Quan lý Kinh tế Trung ương (CIEM) và Đại học Copenhagen, Đan Mạch. Bộ số liệu đầu tiên cung cấp nguồn dữ liệu phong phú được điều tra từ 10 tỉnh trong ba vùng của Việt Nam: Bắc, Trung và Nam. Nó bao gồm tất cả các lĩnh vực sản xuất chính là chế biến thực phẩm, sản phẩm gỗ, sản phẩm kim loại được chế tạo và các ngành khác. Có trên 2.600 doanh nghiệp được phỏng vấn trong năm 2009, 2011, 2013 và 2015. Số liệu này bao gồm các thông tin chính về các đặc điểm của công ty như vốn sản xuất, vị trí, chỉ số kinh tế, hoạt động tài chính (ROA, ROE, ROS) cũng như các thông tin tiếp cận tài chính mà công ty sử dụng.

Nguồn dữ liệu thứ hai được lấy từ các cuộc điều tra về Chỉ số cạnh tranh của Tỉnh (PCI) của Việt Nam. Các cuộc điều tra này được tiến hành bởi Phòng Thương mại và Công nghiệp Việt Nam giai đoạn 2009-2015 để đánh giá chất lượng thể chế của các tỉnh hoặc chính quyền địa phương để cung cấp

**Bảng 2: Tổng kê mô tả của các biến chính trong mô hình**

	2009		2011		2013		2015	
	Trung bình	SD	Trung bình	SD	Trung bình	SD	Trung bình	SD
ROA	0,27	0,59	0,24	0,66	0,31	1,74	0,36	0,95
Tài chính chính thức	0,37	0,48	0,98	0,14	0,98	0,13	0,78	0,41
Tài chính phi chính thức	0,70	0,46	0,64	0,48	0,62	0,48	0,34	0,47
Xuất khẩu	0,06	0,23	0,06	0,24	0,06	0,24	0,07	0,26
Giới thiệu sản phẩm mới	0,03	0,16	0,04	0,20	0,01	0,08	0,23	0,42
Cải tiến sản phẩm sẵn có	0,41	0,49	0,38	0,49	0,16	0,37	0,13	0,34
Giới thiệu công nghệ mới	0,14	0,35	0,13	0,34	0,06	0,25	0,05	0,21
Quy mô doanh nghiệp	1,89	1,15	1,81	1,16	1,73	1,16	1,71	1,18
Tuổi của doanh nghiệp	2,42	0,73	2,38	0,68	2,56	0,63	2,63	0,63
Đòn bẩy tài chính	0,10	0,24	0,08	0,20	0,15	0,35	0,09	0,23
Trả phí phi chính thức	0,34	0,47	0,38	0,49	0,44	0,50	0,43	0,50
PCI	58,44	4,02	63,34	4,26	55,26	2,47	59,65	1,23
Số quan sát	2.559		2.473		2.463		2.575	

Lưu ý: tài chính chính thức (vay từ ngân hàng và các tổ chức tài chính khác); tài chính phi chính thức (vay từ bạn bè, họ hàng, người cho vay tư nhân)

Nguồn: Tác giả thực hiện.

các chỉ số phụ về thể chế ở cấp tỉnh trong nhiều năm của giai đoạn. Các chỉ số này bao gồm chi phí gia nhập thị trường; tiếp cận với đất; sự minh bạch và tiếp cận thông tin; chi phí thời gian; thanh toán không chính thức; ưu đãi đặc quyền cho các doanh nghiệp nhà nước; chương trình hỗ trợ khu vực tư nhân; đào tạo lao động và cuối cùng là thiết chế pháp lý. Cụ thể, về các biến số và thống kê mô tả của các biến như trong Bảng 2.

#### 4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

Bảng 3 trình bày kết quả về tác động của tiếp cận tài chính đối với hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp. Ước tính dữ liệu gộp (cột 1 của bảng 3) cho thấy tiếp cận tài chính chính thức có ảnh hưởng đáng kể về mặt thống kê đối với ROA. Tuy nhiên, kết quả có thể bị sai lệch do không có sự kiểm soát đối với các đặc điểm không quan sát được trong mô hình. Vì vậy, nghiên cứu cố gắng kiểm soát các yếu tố không quan sát và nội sinh động bằng hệ thống GMM động hai bước theo hướng dẫn của Wintoki & cộng sự (2012). Các kết quả thử nghiệm Durbin-Wu-Hausman được thực hiện cho tất cả các biến độc lập như một nhóm nếu chúng thực sự là nội sinh. Theo Schultz & cộng sự (2010), nghiên cứu này sử dụng giá trị trễ của các biến độc lập được coi là các biến công cụ, với biến giả năm và tuổi của doanh

nh nghiệp được coi là các biến ngoại sinh. Kết quả kiểm tra cho thấy giả thuyết Ho bị bác bỏ ở mức ý nghĩa truyền thống (1%). Tính nội sinh của các biến giải thích là mối quan tâm, do đó cần phải áp dụng hệ thống GMM trong nghiên cứu này

Thêm nữa, tính hợp lệ của ước tính GMM của hệ thống bằng cách áp dụng thử nghiệm Hansen-J để xác định lại. Kết quả được hiển thị ở hàng cuối cùng của bảng 3. Giá trị P của thử nghiệm Hansen-J lần lượt là 0,134 và 0,132. Những kết quả này cho thấy các biến công cụ hệ thống GMM được sử dụng trong nghiên cứu này là hợp lệ.

Như đã báo cáo trong cột 3 và 4 của bảng 3, trong khi tín dụng phi chính thức (vay từ bạn bè, họ hàng, và người cho vay tư nhân) có một tác động không ý nghĩa thống kê, tín dụng chính thức (vay từ ngân hàng và các tổ chức tài chính khác) có ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp. Cụ thể, hệ số tiếp cận tài chính chính thức của doanh nghiệp cho thấy các doanh nghiệp có tiếp cận tài chính chính thức đạt được hiệu quả tài chính tốt hơn trên 3% so với các doanh nghiệp không có được các khoản cho vay chính thức, trong điều kiện các yếu tố khác không đổi.

Trong khi doanh nghiệp có quy mô lớn có xu hướng đạt được hiệu quả tài chính tốt hơn so với

**Bảng 3: Vai trò của tiếp cận tài chính đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp**

Biến giải thích	(1)	(2)	(3)	(4)
	Pooled OLS	FE	GMM	GMM
lagROA	0,186*** (0,061)	-0,055*** (0,015)	0,094*** (0,011)	0,084*** (0,022)
Tài chính chính thức	0,056*** (0,017)	0,052*** (0,019)	0,033* (0,020)	0,033* (0,018)
Tài chính phi chính thức	-0,000 (0,010)	-0,022* (0,013)	-0,009 (0,009)	-0,015 (0,010)
Quy mô doanh nghiệp	-0,018*** (0,006)	0,040*** (0,013)	0,021** (0,010)	0,015** (0,008)
Tuổi của doanh nghiệp	-0,021** (0,009)	-0,041 (0,028)	-0,027*** (0,010)	-0,036*** (0,011)
Đòn bẩy tài chính	0,108** (0,046)	0,085*** (0,025)		0,058** (0,026)
Trả phí phi chính thức	-0,059*** (0,010)	-0,011 (0,013)		-0,054*** (0,009)
PCI	-0,007*** (0,002)	0,002 (0,002)		0,000 (0,001)
Hằng số	0,681*** (0,121)	-0,025 (0,156)	0,000 (0,000)	0,000 (0,000)
Số quan sát	4,551	4,551	5,565	4,551
R-squared	0,158	0,059		
Kiểm định Durbin-Wu-Hausm đối với vấn đề nội sinh của biến ( <i>P</i> value)			0,000	0,000
Kiểm định Hansen-J về giá trị của biến công cụ ( <i>P</i> -value)			0,134	0,132
Số mẩu		2.595	2.642	2.595

*Chú ý: Sai số chuẩn trong ngoặc. Mô hình cũng kiểm soát biến giả năm và ngành công nghiệp \*\*\*  $p < 0,01$ , \*\*  $p < 0,05$ , \*  $p < 0,1$ . Theo Schultz & cộng sự (2010), tuổi của doanh nghiệp và biến giả năm được cho là ngoại sinh*

*Nguồn: Tác giả thực hiện.*

những doanh nghiệp nhỏ, các ước lượng chỉ ra rằng tuổi của doanh nghiệp có mối quan hệ ngược chiều với hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp trong giai đoạn nghiên cứu. Tuy nhiên, biến số tham những có ảnh hưởng âm đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp. Kết quả hàm ý rằng các doanh nghiệp buộc phải thanh toán các khoản phi chính thức trong kinh doanh có hiệu quả tài chính thấp hơn so với những doanh nghiệp không thực hiện thanh toán các khoản chi phí này. Phát hiện này đồng thuận với phần lớn các nghiên cứu trước đây (ví dụ: Vu, V.H. & cộng sự, 2018; Dunne & Hughes, 1994; Dunne & cộng sự, 1989).

Hơn nữa, mối quan hệ tích cực giữa đòn bẩy tài chính và hiệu quả tài chính không liên quan đến chi định và phương pháp ước lượng. Kết quả này ủng

hộ kết luận của González (2013) và Mohammad (2011) khi tác giả cho rằng một doanh nghiệp với nợ tài chính cao hơn có thể buộc các giám đốc phải có những quyết định mạnh hơn trong việc tối đa hóa giá trị doanh nghiệp để đối phó với áp lực nợ cao hơn. Do đó, các hành động như vậy cải thiện năng suất và hiệu quả tài chính của doanh nghiệp.

Liên quan đến tác động của hiệu quả tài chính doanh nghiệp trong quá khứ, kết quả ước tính trong bảng 3 cho thấy tác động tích cực, đáng kể đến hiệu quả hiện tại, khi các yếu tố không quan sát được kiểm soát bằng cách sử dụng hệ thống ước lượng GMM hai bước. Phát hiện này đồng thuận với kết quả thực nghiệm của các nghiên cứu gần đây (ví dụ, Wintoki & cộng sự, 2012). Những kết quả này cho thấy tầm quan trọng của việc kiểm soát các yếu tố

**Bảng 4: Cơ chế tác động của tiếp cận đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp**

Biến giải thích	Xuất khẩu (1)	Cải tiến sản phẩm mới (2)	Cải tiến sản phẩm sẵn có (3)	Đổi mới máy móc, công nghệ (4)	Năng suất (5)
Tài chính chính thức	0,004 (0,006)	-0,009 (0,007)	0,003 (0,012)	0,018** (0,008)	0,002 (0,022)
Tài chính phi chính thức	0,002 (0,005)	-0,008 (0,006)	0,011 (0,010)	0,023*** (0,007)	-0,018 (0,019)
Quy mô doanh nghiệp	0,058*** (0,002)	0,011*** (0,003)	0,064*** (0,004)	0,049*** (0,003)	0,024 (0,018)
Tuổi của doanh nghiệp	0,002 (0,004)	0,022*** (0,005)	-0,022*** (0,007)	-0,014*** (0,005)	-0,011 (0,026)
Đòn bẩy tài chính	0,004 (0,006)	0,015 (0,011)	0,015 (0,018)	0,028*** (0,010)	0,085** (0,036)
Trả phí phi chính thức	0,009* (0,005)	-0,011* (0,006)	0,027*** (0,010)	-0,000 (0,007)	0,070*** (0,019)
PCI	0,003*** (0,001)	0,001 (0,001)	0,001 (0,001)	-0,001 (0,001)	0,013*** (0,003)
Hằng số					1,505*** (0,205)
Số quan sát	8,499	8,560	8,560	8,541	8,527
R-squared					0,675
Số mảng					3,898

Chú ý: Sai số chuẩn trong ngoặc. Mô hình cũng kiểm soát biến giả năm và ngành công nghiệp \*\*\*  $p < 0,01$ , \*\*  $p < 0,05$ , \*  $p < 0,1$ .

Nguồn: Tác giả tính toán.

không quan sát được và cũng ngụ ý rằng hiệu quả tài chính của doanh nghiệp trong quá khứ là một biến số quan trọng trong việc xem xét tính chất năng động của các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả hiện tại. Bộ qua biến này trong mô hình có thể dẫn đến việc các nhà nghiên cứu không đánh giá được hiệu quả thực sự của sự hỗ trợ của chính phủ đối với hoạt động tài chính của doanh nghiệp.

Bảng 4 cũng xem xét những cơ chế tiềm năng thông qua đó việc các doanh nghiệp được tiếp cận tài chính có thể có tác động tích cực đến hiệu quả của doanh nghiệp. Kết quả cho thấy, các doanh nghiệp sản xuất được tiếp cận tài chính được chứng minh là có xác suất tham gia vào hoạt động xuất khẩu cao hơn so với các đối tác không được tiếp cận các khoản vay chính thức. Tuy thế, sự khác biệt chưa thực sự có ý nghĩa thống kê.

Bảng 4 cho thấy xác suất đổi mới di cùng với sự thay đổi trong tình trạng tiếp cận tài chính của công ty. Những kết quả này một phần phù hợp với các nghiên cứu trước đây (ví dụ Bellucci & cộng sự, 2014) và cho thấy các doanh nghiệp đổi mới phải đối mặt với ít ràng buộc hạn chế tín dụng so với những doanh nghiệp không đổi mới. Nói cách khác,

sự đổi mới dường như cũng là một yếu tố dự báo tốt về sự thay đổi và hiệu quả. Đổi mới khuyến khích các công ty nâng cấp công nghệ và năng suất, một kết luận phù hợp với Tran, T.Q. & cộng sự (2016). Sử dụng dữ liệu bảng điều khiển cấp công ty từ năm 2005-2011, kết quả của họ cho thấy sự đổi mới có tác động tích cực đến năng suất của công ty.

### 5. Kết luận và hàm ý chính sách

Sử dụng bộ dữ liệu bảng của SMEs tư nhân trong giai đoạn 2009-2015, nghiên cứu cung cấp một số kết quả quan trọng.

*Thứ nhất*, kết quả của chúng tôi đã chỉ ra rằng tài chính không đầy đủ có tác động kim hãm sự tăng trưởng của các công ty tư nhân Việt Nam. Điều này là hiển nhiên từ các ước tính cho thấy tác động tiêu cực đáng kể của việc tiếp cận các hạn chế tài chính chính thức đối với hiệu quả tài chính của doanh nghiệp.

*Thứ hai*, kết quả của nghiên cứu cũng chỉ ra rằng tiếp cận tài chính giúp doanh nghiệp cải thiện hiệu quả thông qua các hoạt động thúc đẩy đổi mới công nghệ, máy móc và quy trình quản lý cũng như sản xuất và điều này tới lượt nó nâng cao năng suất và

mang lại lợi nhuận cao hơn cho các doanh nghiệp.

Nghiên cứu chỉ ra rằng tiếp cận tài chính chính thức có ý nghĩa tích cực, và có ảnh hưởng dương đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Ý nghĩa của những kết quả này là các doanh nghiệp muốn phát triển phải vượt qua các hạn chế tín dụng. Điều này hàm ý rằng chính phủ hoặc các tổ chức tài chính cần đưa ra các giải pháp và hành động cụ thể đối với các doanh nghiệp tư nhân nhỏ và vừa để hỗ trợ cho họ tiếp cận được các dịch vụ và khoản vay chính thức, đặc biệt các khoản vay liên quan đến đổi mới công

nghe, máy móc cũng như hàng hóa quản lý, sản xuất.

Liên quan đến hỗ trợ tiếp cận tài chính chính thức, chính phủ có thể tác động trực tiếp thông qua các chương trình hỗ trợ tín dụng ngân hàng (ví dụ hỗ trợ lãi suất, điều chỉnh thời gian cho vay, mở rộng phạm vi...), hoặc các hoạt động gián tiếp như thông tin đến các doanh nghiệp về các khoản vay chính thức (Mai, H. G & cộng sự, 2019), giảm các thủ tục hành chính, thời gian tiếp cận các khoản vay cho SMEs tư nhân.

**Lời thừa nhận/cảm ơn:** Nghiên cứu này được tài trợ bởi Quỹ Phát triển khoa học và công nghệ Quốc gia (NAFOSTED) trong đề tài mã số 502.01-2018.310.

### Tài liệu tham khảo

- Anwar, S., & Nguyen, L. P. (2011), 'Financial development and economic growth in Vietnam'. *Journal of Economics and Finance*, 35(3), 348-360. doi 10.1007/s12197-009-9106-2
- Aterido, R., Hallward-Driemcier, M., & Pages, C. (2011), 'Big constraints to small firms' growth? Business environment and employment growth across firms'. *Econ. Dev. Cultur. Change*, 59(3), 609-647.
- Bạch Ngọc Thăng (2018), 'Tín dụng thương mại và kết quả hoạt động của doanh nghiệp vừa và nhỏ', *Tap chí Kinh tế và Phát triển*, 258, 45-54
- Beck, T. & Demirguc-Kunt, A. (2006), 'Small and medium-size enterprises: Access to finance as a growth constraint', *Journal of Banking and Finance*, 30, 2931-2943
- Beck, T., Demirguc-Kunt, A., Laeven, L., Maksimovic, V. (2006), 'The determinants of financing obstacles', *Journal of International Money and Finance*, 25, 932-952.
- Beck, T., Demirguc-Kunt, A. & Maksimovic, V. (2008), 'Financing patterns around the world: Are small firms different?', *Journal of Financial Economics*, 89, 467-487.
- Beck, T., Demirguc-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2002). *Financing patterns around the world - the role of institutions*, Retrieved from The World Bank.
- Beck, T., Demirguc-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2005), 'Financial and legal constraints to growth: does firm size matter?', *J. Finance*, 60(1), 137-177.
- Bellucci, A., Favareto, I. & Giombini, G. (2014). 'Does Innovation Affect Credit Access? New Empirical Evidence from Italian Small Business Lending', Retrieved from IAW Discussion Papers 104, Institut für Angewandte Wirtschaftsforschung (IAW).
- Berger, A. N. & Udell, G. F. (1998), 'The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle', *Journal of Banking and Finance*, 22, 613-673.
- Chavis, Larry, Klapper, Leora & Love, Inessa. (2010), 'International differences in entrepreneurial finance (English)', Enterprise surveys note series: no. 11 Finance Washington, DC: World Bank.
- Chen, M. Y. (2014). 'Determinants of corporate board structure in Taiwan'. *International Review of Economics and Finance*, 32(C), 62-78.
- Chen, M., & Matousek, R. (2020). 'Do productive firms get external finance? Evidence from Chinese listed manufacturing firms'. *International Review of Financial Analysis*, 67, 101422.
- Dereje, R., David, F., & Helen, R. (2017). 'Access to Financing and Firm Growth: Evidence from Ethiopia'. Retrieved

- Dethier, J. J., Him, M., & Straub, S. (2011). 'Explaining enterprise performance in developing countries with business climate survey data', *World Bank Res Obs*, 26(258-309).
- Dinh, H. T., Dimitris, A. M., & Nguyen, H. B. (2012). 'The Binding Constraint on the Growth of Firms in Developing Countries Performance of Manufacturing Firms in Africa', pp. 87-137, The World Bank.
- Dunne, P., & Hughes, A. (1994). 'Age, size and survival: UK companies in the 1980s', *Journal of Industrial Economics*, 2, 115-140.
- Dunne, T., Robert, M. J., & Samuelson, L. (1989). 'The growth and failure of US manufacturing plants', *Quarterly Journal of Economics*, 104, 671-698.
- Flannery, M. J., & Hankins, K. W. (2013). 'Estimating dynamic panel models in corporate finance', *Journal of Corporate Finance*, 19(C), 1-19
- Fowowe, B. (2017). 'Access to finance and firm performance: Evidence from African countries', *Review of Development Finance*, 7(1), 6-17.
- Galasso, A., Gerotto, F., Infantino, G., Nucci, F., & Riechi, O. (2018). 'Does access to finance improve productivity? The case of Italian manufacturing', Retrieved from In Getting Globalization Right. Sustainability and Inclusive Growth in the Post Brexit Age, Paganetto, L., Ed ; Springer: Cham, Switzerland.
- Galindo, A. & Schiantarelli, F. (Eds.) (2003), *Credit constraints and investment in Latin America*, Inter-American Development Bank, Washington, DC.
- Gelb, A., Ramachandran, V., Shah, M. K., & Turner, G. (2007). 'What Matters to African Firms?', Retrieved from The Relevance of Perceptions Data, Policy Research Working Paper 4446, World Bank, Washington D.C.
- Gomis, R. M., & Khatiwada, S. (2016). 'Debt and Productivity: Evidence from Firm Level Data', Retrieved from International Labour Office Research Department: Geneva, Switzerland.
- González, V. M. (2013). 'Leverage and corporate performance: International evidence', *International Review of Economics & Finance*, 25, 169-184
- IFC. (2010). 'Scaling Up SME Access to Financial Services in the Developing World', Retrieved from International Finance Corporation, Washington D.C.
- Krishnan, K., Nandy, D. K., & Puri, M. (2015). 'Does financing spur small business productivity? Evidence from a natural experiment', *Rev. Financ. Stud.*, 28, 1768-1809.
- Le, N. T. B., & Nguyen, T. V. (2009). 'The Impact of Networking on Bank Financing. The Case of Small and Medium-Sized Enterprises in Vietnam', *Entrepreneurship Theory and Practice*, 33(4), 867-887, doi:10.1111/j.1540-6520.2009.00330
- Lee, N. (2014). 'What holds back high-growth firms? Evidence from UK SMEs', *Small Business Economics*, 43(1), 183-195
- Levine, R. (2005). 'Finance and growth. Theory and evidence', In *Handbook of Economic Growth Finance and growth: Theory and evidence* (Vol. 1).
- Levy, B. (1993). 'Obstacles to developing indigenous small and medium enterprises: An empirical assessment', *The World Bank Economic Review*, 7(1), 65-83.
- Mai, H. G., Bui, H. T., Yuichiro, Y., Tran, D. X., & Mai, T. Q. (2019). 'The Causal Effect of Access to Finance on Productivity of Small and Medium Enterprises in Vietnam', *Sustainability*, 11, 5451.
- Mohammad, M. R. (2011). 'Access to Financing and Firm Growth', *Journal of Banking and Finance*, 35(3), 709-723.
- Munisi, G., & Randoy, T. (2013). 'Corporate governance and company performance across Sub-Saharan African countries', *Journal of Economics and Business*, 70(C), 92-110.
- Nguyen, T. V., Le, N. T. B., & Freeman, N. J. (2006). 'Trust and uncertainty: A study of bank lending to private SMEs in Vietnam', *Asia Pacific Business Review*, 12(4), 547-568
- Nguyen, T., Locke, S., & Reddy, K. (2014). 'A dynamic estimation of governance structures and financial performance for Singaporean companies', *Economic Modelling*, 40(C), 1-11.

- Nguyen, T., Locke, S., & Reddy, K. (2015), 'Does boardroom gender diversity matter? Evidence from a transition economy', *International Review of Economics and Finance*, 37(C), 184-202.
- OECD. (2006). 'Financing SMEs and Entrepreneurs. OECD Policy Brief', Retrieved from Organisation for Economic Co-operation and Development, Paris (November).
- Patrick, E. B. J. (2019), 'Access To Finance And Performance Of Firms In The Construction Sector Of Ghana', doctoral dissertation. Retrieved from A Long Essay Submitted To Department Of Finance, University of Ghana, Legon, In Partial Fulfillment Of The Requirements For The Award Of Master Of Business Administration Degree:
- Schiffer, M., & Weder, B. (2001), 'Firm size and the business environment: worldwide survey results', Retrieved from International Finance Corporation discussion paper ; no IFD 43\*IFC working paper series. Washington, D.C. : The World Bank
- Schultz, E. L., David, T. T., & Kathleen, D. W. (2010). 'Endogeneity and the corporate governance - performance relation'. *Australian Journal of Management*, 35, 2. 145-163
- Tenev, S., Carlier, A., Chaudry, O., & Nguyen, Q.-T. (2003), *Informality and the Playing Field in Vietnam's Business Sector*, World Bank Publications.
- Tran, T. Q., Huong, V. V., Doan, T. T., & Tran, D.-H. (2016), 'Corruption, provincial institutions and manufacturing firm productivity. New evidence from a transitional economy', *Estudios de Economía*, 43(2), 199-215.
- Tran, V., Nguyen, T. T., & Tran, N. (2019), 'Gender difference in access to local finance and firm performance: Evidence from a panel survey in Vietnam', *Economic Analysis and Policy*:63, 150-164, doi:10.1016/j.eap.2019.05.004
- Ullah, B. (2019). 'Firm innovation in transition economies: The role of formal versus informal finance', *Journal of Multinational Financial Management*, 50, doi:10.1016/j.mulfin.2019.04.004
- Vu, V. H., Tran, T. Q., Van Nguyen, T., & Lun, S. (2018), 'Corruption, types of corruption and firm financial performance: New evidence from a transitional economy', *Journal of Business Ethics*, 148(4), 847-858.
- Wang, Y. (2016). 'What are the biggest obstacles to growth of SMEs in developing countries? – An empirical evidence from an enterprise survey', *Borsa Istanbul Review*: 16-3, 167-176.
- Wintoki, M. B., Linck, J. S., & Netter, J. M. (2012), 'Endogeneity and the dynamics of internal corporate governance', *Journal of Financial Economics*, 105(3), 581-606.
- Wooldridge, J. M. (2009). *Introductory econometrics: A modern approach*. Mason, OH: Cengage Learning.
- World Bank. (2016), 'Vietnam – Gender gap narrowed, yet Vietnam still faces challenges, World Bank report says' Retrieved from <http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/COUNTRIES/EASTASIAPACIFICEXT/AMEXTN/0,contentMDK.23067494~menuPK.3968140~pagePK.64027988~piPK.64027986~theSitePK.387565,00.html>.
- Zhou, Q., Faff, R., & Alpert, K. (2014), 'Bias correction in the estimation of dynamic panel models in corporate finance', *Journal of Corporate Finance*, 25(C), 494-513