



Tạp chí Khoa học Kinh tế

JOURNAL OF ECONOMIC STUDIES

TẠP CHÍ XUẤT BẢN 3 THÁNG 1 LẦN

Ban Lãnh đạo Tạp chí

PGS.TS. Đào Hữu Hòa Tổng Biên tập
PGS.TS. Ngô Hà Tấn P. Tổng Biên tập
PGS.TS. Lưu Trang P. Tổng Biên tập

Ban Thư ký & Trị sự

PGS.TS. Nguyễn Phúc Nguyên
TS. Đường Thị Liên Hà
ThS. Dương Quỳnh Anh Thư ký HC
CN. Hà Nguyễn Phương Linh

Hội đồng Biên tập

GS.TS. Trương Bá Thanh Chủ tịch
PGS.TS. Đào Hữu Hoà Phó Chủ tịch
GS.TS. Lê Thế Giới
GS.TS. Nguyễn Trường Sơn
GS.TS. Võ Xuân Tiến
PGS.TS. Lê Hữu Ái
PGS.TS. Võ Thị Thuý Anh
PGS.TS. Bùi Quang Bình
PGS.TS. Lâm Chí Dũng
PGS.TS. Nguyễn Tấn Hùng
PGS.TS. Lê Văn Huy
PGS.TS. Nguyễn Thanh Liêm
PGS.TS. Nguyễn Thị Như Liêm
PGS.TS. Trần Đình Khôi Nguyên
PGS.TS. Đặng Văn Mỹ
PGS.TS. Nguyễn Hoà Nhân
PGS.TS. Nguyễn Công Phương
PGS.TS. Ngô Hà Tấn
PGS.TS. Nguyễn Mạnh Toàn
PGS.TS. Lưu Trang
PGS.TS. Hoàng Tùng
PGS.TS. Nguyễn Ngọc Vũ
TS. Đoàn Gia Dũng
TS. Nguyễn Hiệp
TS. Trương Sĩ Quý
TS. Ninh Thị Thu Thuý
TS. Trần Phước Trữ

Trụ sở Toà soạn:

71 Ngũ Hành Sơn, Thành phố Đà Nẵng
ĐT: 0236 388 9466 * Fax: 0236. 3 836 255
E-mail: tapchikhkt@due.edu.vn
Website: tapchikhkt.due.udn.vn
GPXB: 2469/GP-BTTTT cấp ngày 18/12/2012
In tại Công ty TNHH In Ấn - QC&TM Thành Tín
In xong và nộp lưu chiểu tháng 03/2019

MỤC LỤC/CONTENTS

Tác động của phát triển hệ thống tài chính đến đầu tư của các doanh nghiệp Việt Nam The effect of financial development on firm investment: An evidence from Vietnam <i>Lâm Chí Dũng, Nguyễn Trần Thuần</i>	01
Hoạt động đầu tư mạo hiểm tại Việt Nam: Sự can thiệp của nhà nước và đầu tư tư nhân đối với các doanh nghiệp khởi nghiệp Venture capital activities in Vietnam: Government intervention and private investment in startups <i>Lê Văn Phúc, Nguyễn Thị Vân Anh</i>	09
Tác động của vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài đến tăng trưởng kinh tế tại Việt Nam The affect of foreign direct investment on economic growth in Vietnam <i>Nguyễn Thị Mỹ Linh, Nguyễn Thị Hoa</i>	18
Ảnh hưởng của chính sách kế toán đến chất lượng thông tin trên báo cáo tài chính của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam The impact of accounting policies on the information quality in the listed companies' financial statements on Vietnam stock market <i>Huỳnh Đức Long, Lê Uyên Phương</i>	30
Mức độ tập trung và cạnh tranh của các ngân hàng thương mại Việt Nam Concentration and competition of Vietnamese commercial banks <i>Huỳnh Việt Khải, Phan Đình Khôi, Cao Văn Tài</i>	45
Vốn xã hội và lợi nhuận của hộ nuôi tôm vùng ven biển tỉnh Bến Tre Social capital and profit of households shrimp coastal areas in Ben Tre province <i>Dương Thế Duy</i>	57
Nâng cao năng lực cạnh tranh điểm đến du lịch tỉnh Thừa Thiên Huế Enhancing the tourism destination competitiveness of Thua Thien Hue province <i>Lê Văn Phúc, Nguyễn Hoàng Ngọc Linh</i>	68
Hành vi truyền miệng của du khách: vai trò của chất lượng dịch vụ, tình cảm và hài lòng Tourists' word-of-mouth: the role of service quality, affect and satisfaction <i>Nguyễn Hữu Khôi, Lê Nhật Hạnh</i>	80
Các nhân tố tác động đến trải nghiệm của khách hàng trong mua trực tuyến tại thị trường bán lẻ Việt Nam Factors affecting customer experience in online shopping in Vietnam retail maret <i>Phùng Thị Thủy, Lê Hữu Châu</i>	92
Phát triển du lịch đường bộ trên tuyến hành lang kinh tế Đông Tây: Tiếp cận thực tiễn và hàm ý chính sách The development of overland tour product on East West economic corridor: Reality approach and the implications for policy <i>Lê Thế Giới, Cao Trí Dũng</i>	101
Ảnh hưởng của phong cách lãnh đạo đến kết quả hoạt động doanh nghiệp: Trường hợp nghiên cứu tại công ty cổ phần Five Stars Effects of leadershio styles on firm performantce: The case of Five Stars joint stock company <i>Nguyễn Thị Thúy Hằng, Trần Mai Lâm Ái</i>	115
Tác động của trí tuệ cảm xúc đến căng thẳng trong công việc của PG tại thành phố Cần Thơ The impact of emotional intelligence on stress in the work of employee's in Can Tho <i>Nguyễn Thị Phương Dung, Võ Hồng Huệ</i>	126

TÁC ĐỘNG CỦA PHÁT TRIỂN HỆ THỐNG TÀI CHÍNH ĐẾN ĐẦU TƯ CỦA CÁC DOANH NGHIỆP VIỆT NAM

THE EFFECT OF FINANCIAL DEVELOPMENT ON FIRM INVESTMENT: AN EVIDENCE FROM VIETNAM

Ngày nhận bài: 03/01/2019

Ngày chấp nhận đăng: 04/03/2019

Lâm Chí Dũng, Nguyễn Trần Thuần

TÓM TẮT

Bài báo này khảo sát tác động của sự phát triển hệ thống tài chính đến đầu tư dài hạn của các doanh nghiệp Việt Nam. Trên cơ sở nghiên cứu dữ liệu 569 doanh nghiệp Việt Nam niêm yết trên hai sàn giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh và Hà Nội giai đoạn 2000-2015, nhóm tác giả rút ra được hai kết luận chính. Thứ nhất, sự phát triển của hệ thống tài chính quốc gia có tác động tích cực, thúc đẩy tăng trưởng đầu tư của các doanh nghiệp Việt Nam được điều tra. Thứ hai, khi kiểm soát các yếu tố tương tác giữa chỉ số phát triển hệ thống tài chính với dòng tiền và nợ của doanh nghiệp, kết quả nghiên cứu cho thấy sự phát triển của hệ thống tài chính có thể tác động đến đầu tư của các doanh nghiệp thông qua gia tăng cơ hội cho các doanh nghiệp tiếp cận và sử dụng các nguồn vốn bên ngoài, giảm phụ thuộc vào các nguồn vốn nội bộ để tài trợ nhu cầu đầu tư của mình.

Từ khóa: đầu tư doanh nghiệp, hệ thống tài chính; Việt Nam.

ABSTRACT

This paper investigates whether and how financial development affects firm investment in Vietnam. Using a dataset of 569 Vietnamese firms from 2000 to 2015, the authors document two key findings. First, financial development is positively associated with the firm investment. Second, when adding interaction terms between firm-level characteristics (cashflow, debt) and financial development indicators, the results suggest that the financial system is more developed, the firms take more great opportunities to access external funds for investment, reduce their dependence on internal sources of funding.

Keywords: firm investment, financial system, Vietnam.

1. Giới thiệu

Sự phát triển của hệ thống tài chính có thể ảnh hưởng đến tăng trưởng của nền kinh tế. Tăng trưởng kinh tế lại là hiện tượng kinh tế vĩ mô có nền tảng xuất phát từ các yếu tố kinh tế vi mô như hoạt động đầu tư của các doanh nghiệp (Castro, Kalatzis, & Martins-Filho, 2015; Gross, 2001). Do đó, nghiên cứu tác động của hệ thống tài chính đến hành vi đầu tư của các doanh nghiệp cũng là một cách tiếp cận tiềm năng để hiểu cơ chế mà hệ thống tài chính thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, rất ít nghiên cứu khảo sát mối

quan hệ tác động của hệ thống tài chính đến hành vi đầu tư của các doanh nghiệp¹ (Castro et al., 2015; Lerskullawat, 2018).

Thực tiễn hệ thống tài chính Việt Nam giai đoạn 2000-2015 chứng kiến vai trò thống trị của các định chế tài chính trung gian, đặc biệt là hệ thống ngân hàng truyền thống, cả về quy mô, khả năng thanh khoản và khả năng tiếp cận dịch vụ tài chính của các tổ chức và cá nhân trong nền kinh tế. Đồng thời, ghi nhận sự phát triển mạnh mẽ

Lâm Chí Dũng, Nguyễn Trần Thuần, Trường Đại học Kinh tế - Đại học Đà Nẵng

¹ Trong nghiên cứu này, khái niệm đầu tư của doanh nghiệp được hiểu là các chi tiêu vốn nhằm hình thành nên các tài sản dài hạn (như nhà xưởng, máy móc thiết bị, phương tiện vận tải,...) phục vụ cho quá trình sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp.

của các thị trường tài chính Việt Nam với sự ra đời và phát triển của thị trường chứng khoán. Tuy nhiên, hệ thống tài chính giai đoạn này cũng trải qua không ít thách thức và khó khăn. Chẳng hạn, quá trình tái cơ cấu hệ thống ngân hàng hay sự biến động lớn thị trường tín dụng với lãi suất cho vay với đỉnh điểm là hơn 20%/năm giữa năm 2008. Quy mô của thị trường chứng khoán vẫn còn khá nhỏ khi số lượng doanh nghiệp niêm yết chính thức trên cả hai sàn HOSE và HNX (hơn 600 doanh nghiệp) vẫn chưa nhiều so tổng số lượng doanh nghiệp đang hoạt động cả nước, hàng hóa giao dịch chưa đa dạng (Phan, 2018) trong khi đến 99% là nhà đầu tư cá nhân tham gia thị trường. Đối tượng này thường không có chiến lược đầu tư dài hạn và ổn định. Những đặc điểm khái quát này của hệ thống tài chính cho thấy hoạt động đầu tư của các doanh nghiệp Việt Nam vừa được hưởng lợi trong việc gia tăng cơ hội lựa chọn tiếp cận và sử dụng vốn nhưng cũng gặp nhiều khó khăn, thách thức từ sự phát triển của các định chế và thị trường tài chính. Do đó, tính cấp thiết đặt ra là cần khảo sát về tác động và cơ chế ảnh hưởng của sự phát triển hệ thống tài chính đến hành vi đầu tư của doanh nghiệp Việt Nam. Cho đến nay vẫn chưa có nghiên cứu thực nghiệm nào tại Việt Nam giải quyết vấn đề này. Đây chính là khe hở nghiên cứu.

Trong nghiên cứu này, nhóm tác giả nỗ lực giải quyết hai vấn đề chính. Thứ nhất, khảo sát sự tồn tại mối quan hệ tác động của sự phát triển hệ thống đến tăng trưởng đầu tư dài hạn của các doanh nghiệp Việt Nam. Thứ hai, tìm kiếm cơ chế mà sự phát triển hệ thống tài chính có thể tác động đến tăng trưởng đầu tư dài hạn của các doanh nghiệp này.

Các phần tiếp theo của bài báo này sẽ bao gồm: cơ sở lý thuyết, mô hình và dữ liệu

nghiên cứu, kết quả nghiên cứu và thảo luận, và kết luận.

2. Cơ sở lý thuyết

Hệ thống tài chính quốc gia được hiểu bao gồm cả hệ thống các định chế tài chính (như các ngân hàng) và các thị trường tài chính (như: thị trường chứng khoán). Theo đó, sự phát triển của hệ thống tài chính được hiểu là tổng hợp sự phát triển của hệ thống các định chế tài chính truyền thống và các thị trường tài chính này (Gupta, Krishnamurti, & Tourani-Rad, 2011). Sự phát triển hệ thống tài chính của mỗi quốc gia được đặc trưng bởi khả năng các định chế và các thị trường tài chính tạo ra cơ chế thuận lợi và thúc đẩy các giao dịch trong nền kinh tế. Theo Levine (2005), một hệ thống tài chính phát triển được thể hiện qua quá trình cải thiện các chức năng của nó như huy động và tập hợp tiền gửi, phân bổ nguồn vốn và giám sát các khoản đầu tư, đa dạng hóa rủi ro và thúc đẩy trao đổi hàng hóa dịch vụ.

Theo King and Levine (1993), một hệ thống tài chính phát triển mạnh có khả năng thúc đẩy tăng trưởng trong dài hạn, đổi mới công nghệ, nghiên cứu và phát triển thông qua nâng cao khả năng tiếp cận các nguồn vốn cho các doanh nghiệp. Trong khi đó, nghiên cứu tiên phong của Demirgüç-Kunt and Maksimovic (1996) cho rằng trong trường hợp hệ thống tài chính phát triển mạnh, tỷ lệ tăng trưởng của doanh nghiệp sẽ vượt qua mức tăng trưởng chỉ được tài trợ bởi vốn nội bộ của doanh nghiệp đó. Khi hệ thống tài chính phát triển càng cao thì nó có thể làm giảm chi phí giao dịch và thông tin, loại bỏ dần các rào cản về tiếp cận vốn từ bên ngoài và từ đó, giảm các rào cản tài trợ cho đầu tư của doanh nghiệp. Tác động này càng trở nên sâu sắc hơn đối với các doanh nghiệp gặp nhiều khó khăn về điều kiện tài chính.

Nghiên cứu của Lerskullawat (2018) cũng chỉ ra rằng sự phát triển của hệ thống tài chính quốc gia đóng vai trò quan trọng đối với đầu tư dài hạn của các doanh nghiệp Thái Lan. Theo đó, tác giả kết luận rằng các khó khăn về điều kiện tài chính đã hạn chế đáng kể đầu tư dài hạn của các doanh nghiệp Thái Lan và sự phát triển của hệ thống tài chính quốc gia có thể thúc đẩy đầu tư của doanh nghiệp thông qua việc làm suy yếu tác động tiêu cực của các điều kiện tài chính này. Tương tự, nghiên cứu của Castro et al. (2015) và Love (2003) đề nghị rằng mức độ phát triển hệ thống tài chính càng cao thì càng làm gia tăng hiệu quả đầu tư của các doanh nghiệp thông qua việc làm suy yếu các rào cản tài chính của doanh nghiệp. Tác động tích cực của phát triển tài chính đến hiệu quả đầu tư dài hạn của doanh nghiệp cũng được khẳng định trong nghiên cứu của Naeem and Li (2019).

Trong khi đó, Gelos and Werner (2002) cũng tìm thấy tác động của dòng tiền nội bộ doanh nghiệp đến đầu tư của doanh nghiệp là khá thấp sau khi tiến hành tự do hóa tài chính tại Mexico. Nói cách khác, tự do hóa tài chính (như là một khía cạnh của phát triển hệ thống tài chính) giúp các doanh nghiệp tiếp cận dễ dàng hơn với các nguồn vốn tài trợ từ bên ngoài, giảm sự phụ thuộc vào nguồn vốn từ các dòng tiền nội bộ của doanh nghiệp. Từ đó, thúc đẩy tích cực hơn nữa cơ hội tăng trưởng đầu tư dài hạn của các doanh nghiệp. Các kết quả tương tự được tìm thấy trong nghiên cứu của Galindo, Schiantarelli, and Weiss (2007), Larrain and Stumpner (2017) hay Hillier and Loncan (2019).

Như vậy, các kết quả nghiên cứu lý thuyết và thực nghiệm cho thấy có thể tồn tại mối quan hệ tác động tích cực giữa hệ thống tài chính quốc gia và hoạt động đầu tư dài hạn của các doanh nghiệp. Tuy nhiên, rất ít nghiên cứu thực nghiệm về mối quan hệ này

ở cấp độ doanh nghiệp, đặc biệt là đối với các nền kinh tế đang phát triển như Việt Nam (Castro et al., 2015; Lerskullawat, 2018).

3. Mô hình và dữ liệu nghiên cứu

3.1. Mô hình

Tương tự như nghiên cứu của Castro et al. (2015), nghiên cứu này sử dụng mô hình gia tốc đầu tư (accelerator investment model) để kiểm định tác động của hệ thống tài chính đến đầu tư dài hạn của doanh nghiệp Việt Nam. Theo đó, ta có mô hình (1) như sau:

$$INV_{it} = \alpha_i + \beta_1 INV_{it-1} + \beta_2 INV_{it-1}^2 + \beta_3 \left(\frac{CF}{K_{t-1}} \right)_{it} + \beta_4 \left(\frac{D}{K_{t-1}} \right)_{it} + \beta_5 SG_{it} + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 FD_{it} + \beta_8 \left(\frac{CF}{K_{t-1}} \right)_{it} \times FD_{it} + \beta_9 \left(\frac{D}{K_{t-1}} \right)_{it} \times FD_{it} + \varepsilon_{it}$$

trong đó:

INV_{it} là tăng trưởng đầu tư TSCĐ của doanh nghiệp i trong năm t , được tính theo tỷ lệ tăng trưởng TSCĐ của doanh nghiệp i cuối năm t so với cuối năm $t-1$;

FD_t là biến phát triển hệ thống tài chính năm t . Nghiên cứu này sử dụng cách tiếp cận của Quỹ tiền tệ quốc tế (IMF). Theo đó, chỉ số phát triển hệ thống tài chính quốc gia (FD_t) được tính toán từ trung bình có trọng số của hai chỉ số thành phần: chỉ số các định chế tài chính (FI) và chỉ số các thị trường (FM):

$$FD = w_{FI}FI + w_{FM}FM$$

Trong đó, mỗi chỉ số thành phần, FI và FM , được tính toán, tổng hợp từ ba chỉ số thành phần nhỏ hơn. Đây là ba chỉ số đánh giá ba khía cạnh khác nhau của lần lượt các định chế tài chính và các thị trường tài chính của mỗi quốc gia, gồm: *độ sâu tài chính* (quy mô và khả năng thanh khoản của các thị trường), *khả năng tiếp cận* (khả năng của các doanh nghiệp và cá nhân tiếp cận dịch vụ tài chính), và *hiệu quả* (mức độ hoạt động của thị trường, khả năng các định chế cung cấp dịch vụ tài chính với mức chi phí thấp và thu

nhập bền vững). Do giới hạn dung lượng của bài báo, chi tiết các tính toán được thể hiện tại bài nghiên cứu của Svirydzenka (2016).

$CF_{i,t}$ là dòng tiền của doanh nghiệp i năm t ; $D_{i,t}$ là nợ của doanh nghiệp i năm t ;

Ngoài ra, mô hình còn kiểm soát tác động của các đặc điểm nội tại khác đến tăng trưởng đầu tư TSCĐ của doanh nghiệp. Gồm biến $SG_{i,t}$ là tăng trưởng doanh thu của doanh nghiệp i năm t ; $Size_{i,t}$ là hàm logarit của tổng tài sản của doanh nghiệp i năm t ; $INV_{i,t}$ là biến trễ của tăng trưởng đầu tư TSCĐ và $INV^2_{i,t-1}$ là dạng bình phương của biến trễ này nhằm kiểm soát tác động phi tuyến tính theo thời gian của tăng trưởng đầu tư TSCĐ của doanh nghiệp; $\varepsilon_{i,t}$: sai số thống kê.

3.2. Dữ liệu nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu từ Stockplus với các báo cáo tài chính đã được kiểm toán độc lập trong giai đoạn 2000-2015 của 569 doanh nghiệp niêm yết trên Sàn chứng khoán TP. Hồ Chí Minh và Hà Nội. Các định chế tài chính (như ngân hàng, công ty bảo hiểm hay công ty chứng khoán) được loại trừ khỏi mẫu điều tra vì có sự khác biệt đặc thù về cấu trúc vốn so với các doanh nghiệp được điều tra (Rajan & Zingales, 1995). Kết quả, mẫu cuối cùng gồm có 4.331 quan sát doanh nghiệp-năm. Chỉ số phát triển hệ thống tài chính hàng năm của Việt Nam được thu thập từ dữ liệu của Quỹ tiền tệ quốc tế (IMF).

Bảng 1. Thống kê mô tả các biến

Biến	Giá trị			
	Trung bình	Trung vị	Tối đa	Tối thiểu
INV_t	0.75	0.07	153.60	-1.00
CF/K_{t-1}	1.69	0.27	363.03	-85
D/K_{t-1}	3.18	0.62	129.13	0.00
$Size_t$	11.64	11.60	14.16	9.28
SG_t	1.05	0.14	197.41	1.00
FD_t	0.31	0.30	0.39	0.22

Với dữ liệu bảng, nghiên cứu này đề xuất sử dụng mô hình ước lượng tác động cố định (fixed effect model – FEM) và ước lượng tác động ngẫu nhiên (random effect model - REM). Kiểm định Hausman cho thấy kết quả kiểm định theo mô hình FEM tốt hơn. Do đó, các phân tiếp theo của nghiên cứu này giới hạn phân tích kết quả ước lượng theo mô hình này.

4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

4.1. Tác động của phát triển hệ thống tài chính đến đầu tư của doanh nghiệp Việt Nam

Kết quả ước lượng cho thấy sự phát triển của hệ thống tài chính có thể thúc đẩy tăng trưởng đầu tư của các doanh nghiệp. Bảng 01 ghi nhận hệ số ước lượng của biến phát triển hệ thống tài chính (FD_t) trong mô hình FEM là dương (2.479) và đều có ý nghĩa thống kê 5%. Điều này có nghĩa với chỉ số phát triển hệ thống tài chính được cải thiện 0,1 đơn vị thì tăng trưởng đầu tư TSCĐ của doanh nghiệp lên đến gần 25%. Trong khi đó, chỉ số phát triển hệ thống tài chính trong nghiên cứu này đánh giá cả ba khía cạnh: quy mô và khả năng thanh khoản của thị trường, khả năng của các doanh nghiệp và cá nhân tiếp cận dịch vụ tài chính, và hiệu quả hoạt động của các định chế tài chính và thị trường tài chính. Vì vậy, kết quả ước lượng sự phát triển của hệ thống tài chính (FD_t) có mối quan hệ tương quan thuận với tăng trưởng đầu tư TSCĐ của các doanh nghiệp (INV_t) có thể được lập luận do hệ thống tài chính phát triển tạo cơ hội thuận lợi cho các doanh nghiệp tiếp cận các nguồn vốn bên ngoài tài trợ nhu cầu đầu tư, giảm phụ thuộc vào các nguồn vốn nội bộ. Hệ thống tài chính quốc gia càng phát triển, hoạt động đầu tư dài hạn của doanh nghiệp Việt Nam càng được thúc đẩy tích cực, và ngược lại. Kết quả này phù hợp nghiên cứu của Lerskullawat (2018).

Bảng 01. Tác động phát triển hệ thống tài chính đến tăng trưởng đầu tư doanh nghiệp

Biến	(1)	(2)
	FEM	REM
$INV_{i,t-1}$	-0.024*** (-3.28)	-0.005 (-0.68)
$INV^2_{i,t-1}$	1.25E-05*** (2.99)	2.05E-06 (0.53)
$(D/Kt-1)_{i,t}$	-0.371*** (-4.73)	-0.297** (-4.35)
$(CF/Kt-1)_{i,t}$	0.153*** (4.15)	0.032 (0.95)
$SG_{i,t}$	0.29*** (20.76)	0.30*** (23.87)
$Size_{i,t}$	0.389 (1.61)	0.046 (0.75)
FD_t	2.479** (2.46)	1.038 (1.09)
$(D/K_{t-1})_{i,t} \times FD_t$	1.215*** (4.71)	0.971*** (4.32)
$(CF/K_{t-1})_{i,t} \times FD_t$	-0.440*** (-3.81)	-0.063 (-0.59)

*, **, *** là ý nghĩa thống kê tại 10%, 5% và 1%.

4.2. Cơ chế tác động của hệ thống tài chính đến đầu tư của doanh nghiệp Việt Nam

4.2.1. Làm giảm sự phụ thuộc của doanh nghiệp vào nguồn vốn nội bộ để tài trợ đầu tư

Phần này giải thích cơ chế mà phát triển hệ thống tài chính có thể tác động đến tăng trưởng đầu tư TSCĐ của doanh nghiệp. Theo đó, mô hình bao gồm biến tương tác giữa dòng tiền của doanh nghiệp và biến phát triển hệ thống tài chính $[(CF/K_{t-1})_{it} \times FD_t]$. Trong đó, dòng tiền của doanh nghiệp (CF) được tính toán từ kết quả kinh doanh của doanh nghiệp. CF/K_{t-1} đại diện cho khả năng huy động nguồn vốn nội bộ để tài trợ nhu cầu đầu tư TSCĐ của doanh nghiệp. Bảng 02 ghi

nhận hệ số ước lượng của biến tương tác này trong mô hình FEM là âm (- 0.44) và đạt ý nghĩa thống kê 1%. Kết quả này cho thấy sự phát triển hệ thống tài chính có thể thúc đẩy tăng trưởng đầu tư của doanh nghiệp thông qua giảm sự phụ thuộc của doanh nghiệp vào các nguồn vốn nội bộ. Thực chất, nguồn vốn nội bộ thường được doanh nghiệp ưu tiên sử dụng vì ít chịu áp lực về các điều kiện cam kết hoàn trả hay áp lực vỡ nợ như các nguồn vốn nợ (vay ngân hàng, phát hành trái phiếu doanh nghiệp) hay các vấn đề về sở hữu doanh nghiệp (phát hành thêm cổ phiếu ra công chúng). Tuy nhiên, nếu chỉ phụ thuộc vào nguồn vốn nội bộ, doanh nghiệp sẽ gặp một số thách thức. Thứ nhất, nguồn vốn nội bộ dựa trên nền tảng tích lũy chủ yếu từ kết quả kinh doanh của doanh nghiệp. Vì vậy trong nhiều trường hợp, sự giới hạn về quy mô nguồn vốn nội bộ này sẽ hạn chế cơ hội tăng trưởng đầu tư của doanh nghiệp. Thứ hai, việc sử dụng nguồn vốn nội bộ nhiều để tài trợ cho đầu tư của doanh nghiệp cũng có thể là một chỉ dấu thể hiện doanh nghiệp gặp khó khăn trong việc tiếp cận các nguồn vốn nợ bên ngoài nên buộc doanh nghiệp này phải phụ thuộc nhiều hơn vào nguồn vốn nội bộ. Điều này cũng có thể cho thấy sự phát triển của hệ thống tài chính chưa cao, hạn chế cơ hội của các doanh nghiệp trong việc tiếp cận nguồn vốn bên ngoài tài trợ nhu cầu đầu tư của mình. Do đó, kết quả nghiên cứu này cho thấy các doanh nghiệp Việt Nam càng ít phụ thuộc vào nguồn vốn nội bộ nếu hệ thống tài chính càng phát triển là một dấu hiệu tích cực đối với tăng trưởng đầu tư của doanh nghiệp.

4.2.2. Gia tăng cơ hội tiếp cận nguồn tài trợ bên ngoài cho đầu tư của doanh nghiệp.

Biến tương tác giữa nợ của doanh nghiệp và sự phát triển hệ thống tài chính, $(D/K_{t-1})_{it} \times FD_t$, cũng được đưa vào các mô hình hồi quy để trả lời câu hỏi liệu nợ của doanh nghiệp có

giải thích được phần nào mối quan hệ tác động giữa sự phát triển hệ thống tài chính và tăng trưởng đầu tư TSCĐ của doanh nghiệp hay không. Kết quả mô hình FEM cho thấy hệ số ước lượng của biến tương tác $(D/K_{t-1})_{it} XFD_t$ là dương, lần lượt (1.215) với ý nghĩa thống kê tối thiểu đạt 1%. Điều này hàm ý rằng hệ thống tài chính phát triển càng cao, doanh nghiệp càng có nhiều cơ hội để tìm kiếm và sử dụng nguồn vốn nợ bên ngoài tài trợ cho tăng trưởng đầu tư của mình.

Kết hợp phân tích các kết quả ước lượng nêu trên, có thể rút ra ba kết luận cơ bản đầu tiên. Thứ nhất, sự phát triển của hệ thống tài chính Việt Nam, với các định chế tài chính và các thị trường tài chính, có thể thúc đẩy tích cực tăng trưởng đầu tư dài hạn của các doanh nghiệp. Thứ hai, hệ thống tài chính có thể khuyến khích tăng trưởng đầu tư dài hạn của các doanh nghiệp Việt Nam thông qua việc doanh nghiệp được tạo điều kiện thuận lợi và dễ dàng sử dụng các nguồn vốn nợ từ bên ngoài tài trợ nhu cầu đầu tư của mình. Thứ ba, thông qua gia tăng khả năng tiếp cận và sử dụng các nguồn vốn bên ngoài, doanh nghiệp có thể giảm phụ thuộc vào các nguồn vốn nội bộ để tài trợ nhu cầu đầu tư của chính mình. Lập luận này phù hợp với nghiên cứu của Arbeláez and Echavarría (2002). Ngoài ra, một cách giải thích khác có thể được chấp nhận là một khi hệ thống tài chính càng phát triển, các doanh nghiệp càng có nhiều cơ hội tiếp cận và sử dụng thuận lợi các dịch vụ tài chính của nền kinh tế. Từ đó, các khó khăn/rào cản về điều kiện tài chính của doanh nghiệp được làm giảm hoặc tối thiểu hóa. Chẳng hạn, thông qua việc vay nợ ngoài nhiều, đòn bẩy nợ tăng, doanh nghiệp không chỉ có thể có cơ hội gia tăng năng lực sản xuất kinh doanh mà còn tận dụng các lợi ích lá chắn thuế do đòn bẩy nợ đem lại. Từ đó, tác động tích cực đến hiệu quả đầu tư dài hạn của doanh nghiệp. Lập luận này phù hợp

với kết quả nghiên cứu của Laeven (2003) và Harris, Schiantarelli, and Siregar (1994).

Ngoài ra, Bảng 01 cho thấy hệ số ước lượng biến trễ của tăng trưởng đầu tư TSCĐ của doanh nghiệp $(INV_{i,t-1})$, và giá trị bình phương của nó $(INV_{i,t-1}^2)$, lần lượt là âm và dương và đều có ý nghĩa thống kê đối với tất cả các doanh nghiệp được điều tra. Điều này cho thấy quyết định đầu tư dài hạn của doanh nghiệp trong năm trước có thể tác động đến hành vi đầu tư của doanh nghiệp trong năm tiếp theo. Kết quả này phù hợp với kết quả nghiên cứu của Lerskullawat (2018). Tuy nhiên, quan hệ tác động này là phi tuyến tính. Điều này có thể là một kết quả chấp nhận được khi mà doanh nghiệp không thể luôn duy trì trạng thái tăng trưởng đầu tư dài hạn cao liên tục trong suốt một thời gian dài. Quy mô đầu tư phụ thuộc vào nhu cầu và chiến lược kinh doanh của doanh nghiệp trong mỗi giai đoạn. Vì chu kỳ kinh doanh nên theo sau những giai đoạn tăng trưởng đầu tư cao và liên tục là những giai đoạn doanh nghiệp giảm tăng trưởng đầu tư và bắt đầu thu được kết quả từ hoạt động đầu tư trong những giai đoạn trước đó. Lập luận này có thể giải thích vì sao mối quan hệ tác động tự thân của tăng trưởng đầu tư qua thời gian là phi tuyến tính.

5. Kết luận

Nghiên cứu này khảo sát mối quan hệ giữa sự phát triển hệ thống tài chính quốc gia và đầu tư dài hạn của các doanh nghiệp Việt Nam niêm yết trên Sàn giao dịch chứng khoán TP.HCM và Hà Nội trong giai đoạn 2000-2015. Kết quả nghiên cứu dẫn đến một số kết luận chính. Thứ nhất, sự phát triển hệ thống tài chính, với hai thành tố là các định chế tài chính và các thị trường tài chính, có thể thúc đẩy tích cực tăng trưởng đầu tư dài hạn của doanh nghiệp. Điều này giúp các doanh nghiệp có thể mở rộng đầu tư, nâng cao năng lực sản xuất kinh doanh, khai thác các cơ hội tăng trưởng trong tương lai. Thứ

hai, về cơ chế tác động, sự phát triển hệ thống tài chính có thể tạo ra cơ hội thuận lợi cho doanh nghiệp tiếp cận và sử dụng nguồn vốn bên ngoài để tài trợ đầu tư, đặc biệt trong trường hợp nhu cầu đầu tư của doanh nghiệp vượt quá năng lực tự tài trợ bởi nguồn vốn nội bộ. Điều này giúp doanh nghiệp giảm sự phụ thuộc vào nguồn vốn nội bộ vốn bị giới hạn chủ yếu bởi quy mô và tốc độ tích lũy từ kết quả kinh doanh. Đối với các doanh nghiệp đối mặt với nhiều rào cản về điều kiện tài chính, tác động này của hệ thống tài chính càng được thể hiện mạnh mẽ.

Nghiên cứu này có đóng góp ý nghĩa về mặt học thuật khi đây là một trong những

nghiên cứu đầu tiên về mối quan hệ tác động giữa sự phát triển của hệ thống tài chính và hành vi đầu tư của các doanh nghiệp Việt Nam. Tuy nhiên, nghiên cứu này vẫn tồn tại một số hạn chế. Thứ nhất, số lượng doanh nghiệp khảo sát chỉ chiếm một tỷ lệ khá nhỏ. Do đó, ý nghĩa đại diện của kết quả nghiên cứu có thể bị giới hạn nhiều. Thứ hai, nghiên cứu này chưa kiểm soát tác động của sự khác biệt đặc điểm ngành, lĩnh vực đến mối quan hệ giữa sự phát triển hệ thống tài chính và đầu tư của các doanh nghiệp. Tuy nhiên, những hạn chế này cũng là những hướng nghiên cứu cần được hoàn thiện tiếp tục trong tương lai.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Arbeláez, M. A., & Echavarría, J. J. (2002). Credit, financial liberalization and manufacturing investment in Colombia. In.
- Arbeláez, M. A., & Echavarría, J. J. (2002). Credit, financial liberalization and manufacturing investment in Colombia.
- Castro, F., Kalatzis, A. E., & Martins-Filho, C. (2015). Financing in an emerging economy: Does financial development or financial structure matter? *Emerging Markets Review*, 23, 96-123.
- Demirgüç-Kunt, A., & Maksimovic, V. (1996). Stock market development and financing choices of firms. *The World Bank Economic Review*, 10(2), 341-369.
- Galindo, A., Schiantarelli, F., & Weiss, A. (2007). Does financial liberalization improve the allocation of investment?: Micro-evidence from developing countries. *Journal of Development Economics*, 83(2), 562-587.
- Gelos, R. G., & Werner, A. M. (2002). Financial liberalization, credit constraints, and collateral: investment in the Mexican manufacturing sector. *Journal of Development Economics*, 67(1), 1-27.
- Gross, D. M. (2001). *Financial intermediation: a contributing factor to economic growth and employment*: International Labour Organisation.
- Gupta, K., Krishnamurti, C., & Tourani-Rad, A. (2011). Financial development, corporate governance and cost of equity capital.
- Harris, J. R., Schiantarelli, F., & Siregar, M. G. (1994). The effect of financial liberalization on the capital structure and investment decisions of Indonesian manufacturing establishments. *The World Bank Economic Review*, 8(1), 17-47.
- Hillier, D., & Loncan, T. (2019). Stock market integration, cost of equity capital, and corporate investment: Evidence from Brazil. *European Financial Management*.

- King, R. G., & Levine, R. (1993). Finance and growth: Schumpeter might be right. *The quarterly journal of economics*, 108(3), 717-737.
- Laeven, L. (2003). Does financial liberalization reduce financing constraints? *Financial Management*, 5-34.
- Larrain, M., & Stumpner, S. (2017). Capital account liberalization and aggregate productivity: The role of firm capital allocation. *The journal of Finance*, 72(4), 1825-1858.
- Lerskullawat, A. (2018). Financial development, financial constraint, and firm investment: Evidence from Thailand. *Kasetsart Journal of Social Sciences*.
- Levine, R. (2005). Finance and growth: theory and evidence. *Handbook of economic growth*, 1, 865-934.
- Love, I. (2003). Financial development and financing constraints: International evidence from the structural investment model. *The Review of Financial Studies*, 16(3), 765-791.
- Naeem, K., & Li, M. C. (2019). Corporate investment efficiency: The role of financial development in firms with financing constraints and agency issues in OECD non-financial firms. *International Review of Financial Analysis*, 62, 53-68.
- Phan, Q. T. (2018). Corporate debt and investment with financial constraints: Vietnamese listed firms. *Research in International Business and Finance*.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The journal of Finance*, 50(5), 1421-1460.
- Svirydenka, K. (2016). *Introducing a new broad-based index of financial development*: International Monetary Fund.