

MỐI QUAN HỆ GIỮA ĐÒN CÂN NỢ VÀ TĂNG TRƯỞNG CỦA CÁC DOANH NGHIỆP Ở VIỆT NAM

TS. Nguyễn Minh Hà
Đại học Mở Tp.HCM

Ở Việt Nam, cả doanh nghiệp tư nhân (DNTN) trong nước và doanh nghiệp nước ngoài là những doanh nghiệp mới vì họ chỉ được phép hoạt động từ khi đổi mới đến nay (từ năm 1986). Đặc biệt, các DNTN trong nước được xem là doanh nghiệp vừa và nhỏ vì quá trình tích tụ vốn của chúng ngắn, chưa đủ để họ trở thành doanh nghiệp lớn. Theo Honjo (2000), các doanh nghiệp mới thường có khuynh hướng không đủ sức mạnh về tài chính để tồn tại và vì thế bắt buộc họ phải giải thể. Tuy nhiên, nếu doanh nghiệp có đòn cân nợ cao thì hạn chế khả năng tăng trưởng của chúng (Lang và các cộng sự, 1996). Bên cạnh đó, sự xuất hiện của nhiều doanh nghiệp mới trong thời gian gần đây (từ năm 2000 trở lại đây) là một dấu hiệu tốt cho nền kinh tế Việt Nam, nhưng làm sao để các doanh nghiệp mới thành lập có khả năng tồn tại và tăng trưởng là yếu tố quan trọng đối với các nhà làm chính sách, nhà quản lý và nhà nghiên cứu. Vì vậy, bài nghiên cứu này sẽ tập trung vào yếu tố tác động đến tăng trưởng doanh nghiệp, đặc biệt là nghiên cứu tác động của đòn cân nợ đối với tăng trưởng doanh nghiệp.

Mục tiêu của bài nghiên cứu này nhằm tìm hiểu tác động của đòn cân nợ doanh nghiệp lên tăng trưởng doanh nghiệp ở Việt Nam. Dữ liệu nghiên cứu là một dữ liệu dạng bảng (panel data) về các doanh nghiệp được lấy ngẫu nhiên từ kết quả điều tra doanh nghiệp của Tổng Cục Thống kê Việt Nam. Phương pháp để ước lượng tác động của đòn cân nợ đến tăng trưởng doanh nghiệp là mô hình 2 giai đoạn của Heckman nhằm loại bỏ được sự sai lệch mẫu trong nghiên cứu. Kết quả tìm thấy chính yếu của nghiên cứu định lượng này là tác động của đòn cân nợ đến tăng trưởng doanh nghiệp (cả tăng trưởng về lao động lẫn tăng trưởng về tài sản) là âm, cho thấy rằng doanh nghiệp có đòn cân nợ càng cao thì tăng trưởng càng thấp.

Có một số nghiên cứu về mối quan hệ giữa đòn cân nợ và tăng trưởng doanh nghiệp ở vài nước, nhưng ở Việt Nam việc nghiên cứu về tăng trưởng rất hạn chế, đặc biệt là nghiên cứu định lượng (một phần do hạn chế trong việc số liệu để theo dõi các doanh nghiệp qua các năm, dữ liệu dạng bảng), do đó việc nghiên cứu này ở Việt Nam là cần thiết. Hơn thế nữa, nghiên cứu này nhằm gợi ý vài chính sách liên quan đến mối quan hệ giữa đòn cân nợ và tăng trưởng doanh nghiệp nhằm khuyến khích doanh nghiệp tăng trưởng.

Phần còn lại của nghiên cứu này được tổ chức như sau: phần 2 trình bày sơ lược về lý thuyết nghiên cứu. Phần 3 cung cấp mô hình kinh tế lượng để ước lượng tác động của đòn cân nợ đến tăng trưởng doanh nghiệp. Phần 4 mô tả về dữ liệu nghiên cứu. Phần 5 trình bày kết quả thực nghiệm về tác động của đòn cân nợ đến tăng trưởng doanh nghiệp. Phần cuối cùng là kết luận của nghiên cứu.

Cơ sở lý thuyết

Doanh nghiệp vừa và nhỏ với đòn cân nợ cao (nợ cao) dường như phải đối mặt với khó khăn trong việc tìm kiếm nguồn vốn để tăng trưởng từ các nguồn tài chính bên ngoài (Lang và các cộng sự, 1996 và Honjo và Harada, 2006), cũng như giảm nguồn vốn hiện tại cho đầu tư. Điều này có thể giải thích rằng doanh nghiệp với đòn cân nợ cao sẽ làm giảm khả năng tài chính cho đầu tư và tăng trưởng thông qua tác động thanh khoản, chủ yếu bởi dòng tiền có khả năng cung cấp ngay lập tức và những tài sản có khả năng thanh khoản cao (Lang và các cộng sự, 1996). Đòn cân nợ cao làm giảm dòng tiền của doanh nghiệp, như thế làm doanh nghiệp đầu tư thấp vì các nhà quản trị doanh nghiệp với các cơ hội đầu tư tốt chọn mức đòn cân nợ thấp để các doanh nghiệp này có thể được lợi thế đối với các cơ hội đầu tư của họ

khi huy động vốn từ bên ngoài (Harris và Raviv, 1991). Như vậy, có một mối quan hệ nghịch chiều giữa đòn cân nợ và tăng trưởng trong tương lai của doanh nghiệp.

Một khía cạnh khác, thái độ ghét rủi ro và ngắn hạn của hầu hết các ngân hàng đối với các doanh nghiệp mới thành lập có thể hạn chế hoặc ngăn cản các chủ doanh nghiệp này thực hiện các quyết định đầu tư dài hạn cho tăng trưởng. Vì thế, sự phụ thuộc của nguồn vốn vay bên ngoài và tăng trưởng doanh nghiệp là một mối quan hệ nghịch chiều (Basu và Goswami, 1999).

Hơn thế, đòn cân nợ làm tăng chi phí vốn đối với các doanh nghiệp hoạt động nghèo nàn (không hiệu quả) vì các quỹ được huy động từ bên ngoài không được sử dụng một cách có lợi nhuận do thiếu các cơ hội đầu tư tốt, quản lý không hiệu quả, và do một số nguyên nhân nào đó (Lang và các cộng sự, 1996). Kết quả, việc sử dụng không hiệu quả các quỹ huy động từ bên ngoài sẽ có tác động ngược chiều với tăng trưởng doanh nghiệp. Cressy và Olofsson (1997) khảo sát 510 doanh nghiệp Thụy Sĩ từ năm 1991-1993 và cho thấy rằng các doanh nghiệp nhỏ không chỉ thiếu tài chính mà còn thiếu kỹ năng quản lý và kiến thức thị trường. Sự thiếu kỹ năng quản lý và kiến thức thị trường làm cho các doanh nghiệp sử dụng các nguồn vốn không hiệu quả.

Tuy nhiên, trong thị trường mà việc huy động vốn bên ngoài của doanh nghiệp bị hạn chế, thì các doanh nghiệp nào mà có khả năng nhiều hơn trong việc huy động vốn bên ngoài (đòn cân nợ cao hơn) có thể tăng trưởng nhanh hơn các doanh nghiệp có đòn cân nợ thấp hơn (Becchetti và Trovato, 2002).

Chứng cứ thực nghiệm liên quan đến mối quan hệ giữa đòn cân nợ và tăng trưởng có thể được tìm thấy trong nghiên cứu của Lang và các cộng sự. (1996). Nghiên cứu này cho thấy rằng có mối quan hệ âm giữa đòn cân nợ và tăng trưởng và mối quan hệ nghịch biến này cũng xuất hiện đối với các phân khúc thị trường không chính yếu của các doanh nghiệp đa dạng hóa. Bên cạnh đó, đối với các doanh nghiệp không có cơ hội tăng trưởng hoặc có cơ hội tăng trưởng nhưng sự tăng trưởng đó không có giá trị đủ để bù đắp các tác động của nợ, thì đòn cân nợ tác động âm đến tăng trưởng. Tuy nhiên, đòn cân nợ không làm giảm tăng trưởng đối với các doanh nghiệp mà có các cơ hội đầu tư tốt. Heshmati (2001) tìm thấy rằng tác động của tỷ số nợ trên vốn chủ sở hữu (ROE) đến tăng trưởng là hoàn toàn khác, phụ thuộc vào phương pháp đo tăng trưởng doanh nghiệp

(như đòn cân nợ tác động nghịch chiều đến tăng trưởng tài sản, nhưng tác động cùng chiều đến tăng trưởng doanh thu, trong khi đó đòn cân nợ không tác động đến tăng trưởng lao động). Liu và Hsu (2004) đưa ra chứng cứ thực nghiệm từ các doanh nghiệp sản xuất của Đài Loan rằng tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu cao có liên quan đến tăng trưởng không cao của doanh nghiệp. Honjo và Harada (2006) chỉ ra rằng đòn cân nợ (tỷ số nợ trên tổng tài sản) có tác động nghịch biến đến tăng trưởng lao động và tăng trưởng tài sản.

Dựa vào các lý thuyết và các nghiên cứu thực nghiệm trước đây, bài viết này sẽ nghiên cứu mối quan hệ giữa đòn cân nợ và tăng trưởng doanh nghiệp (cả về tăng trưởng lao động và tăng trưởng tài sản) ở Việt Nam, với giả thiết nghiên cứu: Đòn cân nợ có quan hệ nghịch biến với tăng trưởng của doanh nghiệp. Giả thiết này sẽ được kiểm định trong phần nghiên cứu thực nghiệm tiếp theo.

Mô hình kinh tế lượng về tăng trưởng

Mô hình kinh tế lượng

Phương trình tăng trưởng doanh nghiệp (g) như sau:

$$g^*(t;X_{it}) = \beta'X_{it} + u_{it} \quad (1.1)$$

trong đó β' là 1 vector của các hệ số hồi quy, X_{it} là 1 vector của các biến độc lập, và u_{it} là sai số hồi quy có giá trị trung bình bằng 0 theo phân phối chuẩn Normal $(0, \sigma^2)$.

Nếu mô hình trong phương trình (1.1) được ước lượng bởi phương pháp OLS, chúng sẽ tạo ra các hệ số ước lượng các tham số bị sai lệch và không chính xác. Có một sự sai lệch trong mẫu nghiên cứu mà có thể làm sai lệch tác động biên của các biến giải thích đến tăng trưởng doanh nghiệp, nên chúng ta phải xem xét vấn đề sai lệch này khi nghiên cứu thực nghiệm. Phương pháp được đề xuất là mô hình của Heckman (1979), và nó sử dụng quá trình ước lượng khả năng tối đa thông tin đầy đủ (full information maximum likelihood estimation). Mô hình 2 giai đoạn của Heckman được sử dụng như sau:

Tăng trưởng (g^*) trong phương trình (1.1) là một biến nội sinh tìm ẩn với các doanh nghiệp được quan sát. Mô hình tồn tại là mô hình Probit (s^*) để diễn tả cho các doanh nghiệp tồn tại mà có thể viết như sau:

$$s^*(Z_{it}) = \alpha'Z_{it} + v_{it} \quad (1.2)$$

$$s_i = 1 \text{ nếu } s^* > 0 \text{ và } s_i = 0 \text{ ngược lại} \quad (1.3)$$

$$g_i = g_i^*s_i \quad (1.4)$$

trong đó s_{it}^* là biến nội sinh tiềm ẩn với hàm chỉ định s_i (một biến giả), s_i lấy giá trị 1 (nếu $s_{it}^* > 0$) là tăng trưởng (g_{it}) có thể quan sát (các doanh nghiệp còn sống) và ngược lại lấy giá trị 0, Z_{it} là một tập hợp các biến giải thích, α' là tập hợp các hệ số, và v_{it} là sai số hồi quy có giá trị trung bình bằng 0 theo phân phối chuẩn Normal (0,1). Vì vậy, u_{it} và v_{it} là có $\text{corr}(u_{it}, v_{it}) = \beta$ và có $E[u_{it} | v_{it}] \neq 0$.

Mô hình 2 giai đoạn của Heckman được sử dụng trong phương trình tăng trưởng là được điều chỉnh bởi phương trình lựa chọn mà ước lượng xác suất tồn tại, sử dụng mô hình probit, với 2 bước như sau:

Đầu tiên, mô hình lựa chọn Probit được ước lượng cho tổng quan sát N với vector Z bởi maximum likelihood. Sau đó, tỷ số Mills ngược (λ_{it}) được xây dựng (mô hình tồn tại tạo ra khoản lựa chọn dựa vào likelihood).

Khi đạt được λ_{it} cho mỗi quan sát, phương trình chính (1.1) được ước lượng bởi OLS với n quan sát (mẫu được lựa chọn) cho ra các giá trị của g_i bằng cách đưa tỷ lệ Mills ngược (λ_{it}) được ước lượng như

là một biến tăng thêm để đạt được một hệ số tăng thêm, μ . Chính xác hơn, ước lượng phương trình:

$$g(t; X_{it}) = \beta'X_{it} + \mu\lambda_{it} + w_{it} \quad (1.5)$$

bởi OLS để đạt được các ước lượng thích hợp của μ và β' . Kiểm định t-test trên giả thiết $\mu = 0$ là một kiểm định của $\sigma_{uv} = 0$. Nếu kiểm định t-test cho thấy rằng $\mu \neq 0$, thì có sai lệch mẫu trong dữ liệu nghiên cứu. Giai đoạn thứ hai cho ra kết quả liên quan đến điều chỉnh lựa chọn, vì quá trình này loại bỏ được bất kỳ sự sai lệch nào trong ước lượng mà nguyên nhân bởi khuynh hướng đối với các đặc tính không quan sát mà tác động đến sự sống còn của doanh nghiệp mà có liên quan đến các đặc tính không quan sát mà tác động đến tăng trưởng doanh nghiệp.

Đo lường các biến

Biến phụ thuộc đầu tiên là tăng trưởng doanh nghiệp: Tăng trưởng của các doanh nghiệp có thể được đo lường bởi lao động (các yếu tố đầu vào), tài sản (giá trị), lợi nhuận, doanh thu, đầu ra, hoặc thị phần (kết quả). Trong nghiên cứu này tăng trưởng được đo lường bởi lao động và tài sản



để sử dụng phân tích tác động của đòn cân nợ đến tăng trưởng doanh nghiệp ở Việt Nam.

Tăng trưởng doanh nghiệp được định nghĩa như sau:

$$\text{Growth}(t) = [\text{Size}(t) - \text{Size}(t-1)] / \text{Size}(t-1)$$

trong đó Size là tăng trưởng lao động hoặc tài sản.

Một biến phụ thuộc khác là biến tình trạng để phân biệt doanh nghiệp sống hay chết. Đây là 1 biến giả (0,1), 1 là doanh nghiệp còn sống (doanh nghiệp được chọn) trong giai đoạn nghiên cứu và 0 là doanh nghiệp chết (doanh nghiệp không được lựa chọn) trong giai đoạn nghiên cứu. Biến này được sử dụng trong mô hình Probit để ước lượng tác động của các nhân tố khác nhau đến sự tồn tại doanh nghiệp.

Các biến giải thích: là biến Leverage trong năm t-1 (biến đòn cân nợ trong năm t-1) được xem xét trong nghiên cứu. Bên cạnh đó, có các biến kiểm soát như: tuổi doanh nghiệp, quy mô doanh nghiệp, mức thâm dụng vốn, sở hữu doanh nghiệp, thay đổi sở hữu, năng suất lao động của doanh nghiệp (được đo bởi doanh thu trên lao động, và lợi nhuận trên lao động), khả năng sinh lợi (được đo bằng ROS và ROA), đầu tư và năm (biến giả theo năm). Bài viết này chưa đề cập đến các biến kiểm soát về tác động vĩ mô như: GDP, lạm phát, tỷ giá, thất nghiệp, ...

Các biến khác là nợ ban đầu và các biến giả về khu vực kinh tế (initial debt và economic sector dummies) được sử dụng như các biến độc lập cho mô hình tồn tại, nhưng là các biến công cụ để xác định trong mô hình tăng trưởng. Các biến về khu vực kinh tế gồm khu vực nông nghiệp (AgriSector: là các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực nông thôn, nông – lâm – ngư nghiệp); Khu vực công nghiệp (InduSector: các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực khai thác mỏ, xây dựng và sản xuất); và khu vực dịch vụ (ServSector là các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực dịch vụ).

Dữ liệu

Các doanh nghiệp được rút ra ngẫu nhiên trong tổng cơ sở dữ liệu và vì vậy mẫu nghiên cứu là 1 mẫu ngẫu nhiên. Tại năm 2000, số doanh nghiệp được rút ngẫu nhiên là 6.000 doanh nghiệp và tất cả chúng được theo dõi theo từng năm đến năm 2005 để tạo ra 1 dữ liệu bảng cân đối. Cụ thể: 6.000 doanh nghiệp được rút ngẫu nhiên vào năm 2000 và được quan sát trong năm 2000, 2001, 2002, 2003, 2004, và 2005. Như vậy, mỗi doanh nghiệp được theo dõi qua 6 năm (6 quan sát) và các biến được theo dõi tương ứng theo từng quan sát.

Các doanh nghiệp được theo dõi trong giai đoạn nghiên cứu bằng mã số thuế của chúng. Dữ liệu không gồm các doanh nghiệp thành lập mới trong giai đoạn nghiên cứu, nhưng chúng bao gồm các doanh nghiệp bị chết trong giai đoạn này. Vì vậy, sự sai lệch mẫu xảy ra đối với các doanh nghiệp chết.

Sau khi lọc cơ sở dữ liệu, tổng số doanh nghiệp đạt yêu cầu là 5.461 doanh nghiệp. Vì vậy, đây là dữ liệu nghiên cứu dạng bảng (panel data) với các biến độc lập thay đổi theo thời gian và không thay đổi theo thời gian.

Kết quả thực nghiệm

Bảng 1 cho thấy kết quả ước lượng bởi phương pháp 2 giai đoạn của Heckman về đòn cân nợ tác động tăng trưởng doanh nghiệp theo lao động và theo tài sản. Trong ước lượng với dữ liệu bảng, các biến kiểm soát và biến giả năm (theo thời gian) được sử dụng để kiểm soát sự khác biệt do các điều kiện kinh tế vĩ mô cũng như những yếu tố khác chưa được đề cập trong giai đoạn nghiên cứu. Trong nghiên cứu này, sự khác nhau về các đặc tính khu vực kinh tế và nợ ban đầu của doanh nghiệp được sử dụng như là các biến công cụ trong ước lượng.

Trong bảng 1 về mô hình hai giai đoạn của Heckman về tăng trưởng theo lao động và theo tài sản, hệ số của tỷ lệ Mills ngược (inverse Mills ratio -Lambda) là dương và có ý nghĩa thống kê. Trong mô hình có mối tương quan dương giữa sai số (error disturbances) của tăng trưởng và mô hình tồn tại (survival models) do dấu dương của Rho (ρ), và Lambda (λ) thể hiện cường độ của các tác động không được đo lường đến tăng trưởng. Kết quả này cho thấy rằng có một sự sai lệch hướng lên trong tăng trưởng lao động, nghĩa là các đặc điểm không đo lường có khuynh hướng tăng (giảm) tỷ lệ tồn tại khi đồng thời tăng (giảm) tăng trưởng doanh nghiệp. Như vậy, kết quả này cho thấy các ước lượng hồi quy bởi OLS là không phù hợp bởi vì có tác động không đo lường được lên mẫu nghiên cứu, vì thế việc áp dụng mô hình hai giai đoạn của Heckman là phù hợp.

Tuy nhiên, trong mô hình tăng trưởng tài sản, hệ số Mills ngược (inverse Mills ratio - Lambda) là âm nhưng không có ý nghĩa thống kê nên mặc dù các biến có tác động trong mô hình tồn tại (probit models) nhưng tác động không đo lường không có vấn đề gì đối với mô hình tăng trưởng tài sản. Kết quả này giống kết quả của Evans (1987); Hall (1987); Dunne, Roberts, và Samuelson (1989); và đặc biệt, Dunne và Hughes (1994), nghiên cứu tăng trưởng tài sản và chỉ ra rằng có mối tương

quan nhỏ và không có ý nghĩa thống kê giữa các sai số của phương trình tăng trưởng và phương trình tồn tại.

Kết quả hồi quy về mối quan hệ giữa đòn cân nợ và tăng trưởng doanh nghiệp ở Việt Nam cho thấy đòn cân nợ có mối quan hệ ngược chiều với tăng trưởng lao động đồng thời ngược chiều với tăng trưởng tài sản do hệ số hồi quy âm và có ý nghĩa thống kê. Mối quan hệ ngược chiều này có thể được giải thích bởi các lý do như sau:

- Đòn cân nợ càng cao sẽ càng làm hạn chế khả năng tài chính của doanh nghiệp cho các dự án đầu tư và mở rộng hoạt động (bằng tài sản và lao động) của chúng thông qua tác động thanh khoản vì nó làm giảm đi nguồn quỹ có khả năng cung cấp hiện tại của doanh nghiệp.

- Các doanh nghiệp với đòn cân nợ cao trong năm t-1 có thể phải đối mặt với những khó khăn trong việc huy động các nguồn vốn từ bên ngoài cho tăng trưởng (Lang và các cộng sự, 1996, và Honjo và Harada, 2006) do thái độ ghét rủi ro của ngân hàng và các đối tác tiềm năng đối với các doanh nghiệp có nợ cao, nên đòn cân nợ cao thì tăng trưởng sẽ bị hạn chế.

- Bên cạnh đó, các chủ doanh nghiệp mà có các cơ hội tăng trưởng có giá trị nên chọn đòn cân nợ thấp hơn để lấy các lợi thế hơn cho các cơ hội đầu tư của họ khi huy động nguồn vốn bên ngoài (Harris và Raviv, 1991), vì đòn cân nợ thấp dễ thuyết phục để huy động vốn của ngân hàng và các đối tác. Do đó, doanh nghiệp có đòn cân nợ thấp sẽ dễ có nguồn vốn cho tăng trưởng hơn doanh nghiệp có đòn cân nợ cao.

- Một lý do khác nữa là, vì thiếu kỹ năng quản lý (kỹ năng lãnh đạo, quản trị, marketing, và tổ chức), các nhà quản lý doanh nghiệp không có khả năng sử dụng một cách có hiệu quả nguồn vốn huy động từ bên ngoài, và như thế đòn cân nợ càng cao thì làm tăng chi phí vốn càng lớn, và như thế hiệu quả tài chính của doanh nghiệp không lớn, nên doanh nghiệp khó có thể tăng trưởng cao vì hạn chế nguồn vốn từ bên trong doanh nghiệp (từ tích lũy của doanh nghiệp) cũng như hạn chế nguồn từ bên ngoài.

Ở Việt Nam, khả năng cung cấp nguồn vốn bên ngoài cho các doanh nghiệp nhỏ bị giới hạn do thị trường vốn của chúng ta chưa phát triển, bên cạnh đó, một vấn đề thật sự là các doanh nghiệp sử dụng các nguồn vốn huy động bên ngoài như thế nào khi họ có khả năng tiếp cận được nguồn tài chính bên ngoài. Các nguyên nhân trên về

tác động nghịch chiều của đòn cân nợ đến tăng trưởng đều đúng cho trường hợp của Việt Nam, bên cạnh đó các nguyên nhân khác có thể giải thích cho đòn cân nợ càng cao làm giảm đi tăng trưởng trong tương lai của doanh nghiệp Việt Nam là:

- Do các doanh nghiệp ở Việt Nam chủ yếu là doanh nghiệp vừa và nhỏ và là doanh nghiệp mới (chỉ mới thành lập trong thời gian gần đây) nên họ thiếu các yếu tố về kỹ năng quản trị (đã đề cập ở trên) nên đòn cân nợ cao sẽ hạn chế sự tăng trưởng của họ thông qua việc khó huy động vốn từ bên ngoài cũng như có nguồn vốn tích lũy từ doanh nghiệp đủ để cho tăng trưởng.

- Do thị trường vốn chưa hoàn chỉnh nên tạo ra thông tin bất cân xứng nhiều hơn so với các thị trường phát triển, nên các chi phí (vốn và giao dịch) của nguồn vốn huy động bên ngoài trở nên cao hơn (đắt đỏ hơn), vì thế làm giảm hiệu quả tài chính đối với các khoản đầu tư mà được tài chính từ nguồn bên ngoài, nên đòn cân nợ cao thì chi phí vốn càng lớn và doanh nghiệp kém hiệu quả hơn.

- Nhiều dự án đầu tư của các doanh nghiệp không thật sự có giá trị để tạo ra tăng trưởng và hiệu quả trong tương lai cho doanh nghiệp, do khâu lập, thẩm định dự án và cơ hội kinh doanh chưa tốt, cũng như môi trường kinh doanh chưa hấp dẫn và thuận lợi để tạo ra các cơ hội kinh doanh tốt cho doanh nghiệp đầu tư.

Như vậy, kết quả nghiên cứu thực nghiệm này cho thấy có mối quan hệ giữa đòn cân nợ và tăng trưởng của doanh nghiệp ở Việt Nam và mối quan hệ này là nghịch biến.

Kết luận và gợi ý chính sách

Mô hình hai giai đoạn của Heckman được sử dụng để loại bỏ sự sai lệch trong việc lựa chọn mẫu nghiên cứu để ước lượng tác động của đòn cân nợ đến tăng trưởng doanh nghiệp. Hai định nghĩa về tăng trưởng doanh nghiệp được sử dụng, đó là tăng trưởng lao động và tăng trưởng tài sản.

Quá trình thực hiện hai giai đoạn là cần thiết để chỉnh sửa sự sai lệch mẫu khi ước lượng tăng trưởng doanh nghiệp vì có sự hiện diện của tác động lựa chọn ý nghĩa trong mẫu nghiên cứu nên việc ước lượng tăng trưởng bởi phương pháp OLS có thể không chính xác. Mức ý nghĩa và dấu của hệ số ngược Mills (Lamda) phụ thuộc vào định nghĩa của tăng trưởng. Hệ số của hệ số ngược Mills là âm và ý nghĩa thống kê đối với mô hình tăng trưởng lao

động, nhưng dương và không ý nghĩa thống kê đối với mô hình tăng trưởng tài sản.

Kết quả cho thấy đòn cân nợ trong năm t-1 có tác động âm đến cả tăng trưởng lao động và tăng trưởng tài sản.

Với kết quả tìm thấy từ nghiên cứu, bài viết gợi ý một số chính sách nhằm góp phần tăng trưởng doanh nghiệp liên quan đến đòn cân nợ như sau:

- Cải thiện thị trường vốn ở Việt Nam nhằm tạo điều kiện cho các doanh nghiệp tăng trưởng thông qua việc giảm sự mất cân đối thông tin, giảm chi phí vốn, và tăng khả năng cung cấp nguồn vốn cho doanh nghiệp để đầu tư.

- Nâng cao năng lực quản lý của doanh nghiệp nhằm có thể sử dụng có hiệu quả nguồn vốn vay và nâng cao hiệu quả doanh nghiệp.

- Có chính sách khuyến khích nhằm giúp các doanh nghiệp tự tích tụ vốn cho tăng trưởng để Việt Nam sẽ có nhiều doanh nghiệp lớn trong tương lai, và có thể cạnh tranh với các doanh nghiệp trên thế giới.

- Luôn duy trì môi trường kinh tế ổn định và thuận lợi để các nhà doanh nghiệp an tâm về hoạt động và đầu tư của họ. Như vậy, họ sẽ tăng cường đầu tư cũng như nhiều doanh nghiệp mới sẽ được thành lập. Bên cạnh đó, môi trường kinh doanh thuận lợi và ổn định nhằm tạo ra nhiều cơ hội đầu tư tốt cho doanh nghiệp.

Bảng 1: Kết quả hồi quy từ mô hình hai giai đoạn của Heckman về tăng trưởng doanh nghiệp ở Việt Nam

Các biến	Tăng trưởng lao động ^(a)		Tăng trưởng tài sản ^(a)	
	Coefficients	Std.Errors	Coefficients	Std.Errors
Hằng số	-0.0024	0.1913	0.7976***	0.2313
Đòn cân nợ	-0.0471*	0.0257	-0.0932***	0.0325
Mô hình tồn tại (Survival - probit) ^(b)				
Hằng số	-0.1363	0.1127	-0.1363	0.1127
Các biến sát định (Variables of identifying restrictions)				
Nợ ban đầu (Initialdebt)	0.1191***	0.0312	0.1191***	0.0312
Khu vực công nghiệp (InduSector)	0.4681***	0.0940	0.4681***	0.0940
Khu vực dịch vụ (ServSector)	0.4800***	0.0938	0.4800***	0.0938
Rho	0.589		-0.1181	
Lambda	0.4716***	0.1710	-0.1111	0.1730
Số quan sát (No. Obs)	21,102		21,102	
Censored Obs (Uncensored Obs)	7,617 (13,485)		7,617 (13,485)	
Wald test	$\chi^2 = 671.9$ Pro > $\chi^2 = 0.0000$		$\chi^2 = 598.0$ Pro > $\chi^2 = 0.0000$	

Ghi chú: ^(a) Các biến kiểm soát (control variables): Lnage, LnageSq, Lnsize (employment), Lnassets, Capintensity, Domestic<50pcState, Domestic>50pcState, StateForeignJoint, Domestic100pc, JointStock, Foreign100pc, DomesticForeignJoint, OwnershipChange, LagSalelabor, LagEBTlabor, LagROS (returns on sales), LagROA (returns on assets), Investment, Year dummy. ^(b) Các biến kiểm soát (control variables): Lnsize, Lnassets, Capintensity, DomesticFirms, ForeignFirms, LagSalelabor, LagEBTlabor, LagROS (returns on sales), LagROA (returns on assets), Year dummy.

Nhóm biến giả tham khảo (The reference groups for dummies): Sở hữu DNNN, DNNN và khu vực nông nghiệp (Public100pc, StateFirms, and AgriSector).

*** ý nghĩa tại mức 1%, ** ý nghĩa tại mức 5%, and * ý nghĩa tại mức 10%.

Tài liệu tham khảo

1. Basu, A., and Goswami, A. (1999). *Determinants of South Asian Entrepreneurial Growth in Britain: A Multivariate Analysis*. *Small Business Economics*, 13(1), 57-70.
2. Becchetti, L., and Trovato, G. (2002). *The Determinants of Growth for Small and Medium Sized Firms. The Role of the Availability of External Finance*. *Small Business Economics*, 19(4), 291-306.
3. Cressy, R., and Olofsson, C. (1997). *The Financial Conditions for Swedish SMEs: Survey and Research Agenda*. *Small Business Economics*, 9 (2), 179-194.
4. Dunne, P., and Hughes, A. (1994). *Age, Size, Growth and Survival: UK Companies in the 1980s*. *The Journal of Industrial Economics*, 42 (2), 115-140.
5. Evan, D., S. (1987a). *Test of Alternative Theories of Firm Growth*. *The Journal of Political Economy*, 95(4), 657-674.
6. Evan, D, S (1987b). *The Relationship Between Firm Growth, Size, and Age: Estimates for 100 Manufacturing Industries*. *The Journal of Industrial Economics*, 35(4), 567-581.
7. Hall, B., H. (1987). *The Relationship between Firm Size and Firm Growth in the US Manufacturing Sector*. *The Journal of Industrial Economics*, 35(4), 583-606.
8. Harris, M., and Raviv, A. (1991). *The Theory of Capital Structure*. *The Journal of Finance*, XLVI(1).
9. Heckman, J. J. (1979). *Sample Selection Bias as a Specification Error*. *Econometrica*, 47(1), 153-161.
10. Heshmati, A. (2001). *On the Growth of Micro and Small Firms: Evidence from Sweden*. *Small Business Economics*, 17(3), 213-228.
11. Honjo, Y. (2000). *Business Failure of New Firms: An Empirical Analysis Using a Multiplicative Hazards Model*. *International Journal of Industrial Organization*, 18 (4), 557-574.
12. Honjo, Y., and Harada, N. (2006). *SME Policy, Financial Structure and Firm Growth: Evidence from Japan*. *Small Business Economics*, 27(4), 289-300.
13. Lang, L., Ofek, e., and Stulz, R. M. (1996). *Leverage, Investment, and Firm Growth*. *Journal of Financial Economics*, 40(1), 3-29.
14. Liu, W., C. and Hsu, C., M. (2004). *Financial Structure, Corporate Finance, and Growth of Taiwan's Manufacturing Firms*. It is downloadable from [HYPERLINK "http://faculty.washington.edu/karyiu/confer/tok04/papers/liu&hsu.pdf"](http://faculty.washington.edu/karyiu/confer/tok04/papers/liu&hsu.pdf) <http://faculty.washington.edu/karyiu/confer/tok04/papers/liu&hsu.pdf>
15. Vella, F. (1998). *Estimating Models with Sample Selection Bias: A Survey*. *The Journal of Human Resources*, 33(1), 27- 169.

