



ẢNH HƯỞNG CỦA THÔNG TIN BẤT ĐỐI XỨNG VÀ HẠN CHẾ TÍN DỤNG ĐẾN ĐẦU TƯ CỦA DOANH NGHIỆP

PGS.TS. LÊ KHƯƠNG NINH

Đại học Cần Thơ



1. Giới thiệu

Thông tin bất đối xứng (TTBĐX) là vấn đề mà các nhà kinh tế rất quan tâm vì nó hiện diện và có ảnh hưởng lớn trong hầu hết các lĩnh vực kinh tế - xã hội như tín dụng, tài chính, bảo hiểm, tuyển dụng lao động, quản lý và bổ nhiệm nhân sự, v.v. Trong lĩnh vực tín dụng, TTBĐX ngụ ý rằng các tổ chức tín dụng (TCTD) không hiểu rõ mức độ rủi ro của người vay như chính bản thân họ cho nên không thể phân biệt giữa người vay rủi ro và người vay an toàn. Nếu không phân biệt được, điều tự nhiên là các TCTD sẽ yêu cầu mọi người vay trả lãi suất cao hơn để bù đắp thiệt hại do rủi ro gây ra. Song, việc tăng lãi suất như vậy có thể làm giảm lợi nhuận của các TCTD do sự chọn lựa sai lầm của chính các TCTD và động cơ lệch lạc của người vay.

Luận điểm này có thể được giải thích như sau:

Việc tăng lãi suất sẽ ảnh hưởng đến lợi nhuận của các TCTD theo hai hướng đối nghịch nhau. Một mặt, lãi suất tăng sẽ làm tăng lợi nhuận nếu các yếu tố khác không đổi. Mặt khác, lãi suất tăng lại có thể làm giảm lợi nhuận của các TCTD do ảnh hưởng của sự chọn lựa sai lầm với cơ chế tác động như sau: Trong thực tế, các dự án đầu tư càng rủi ro thì khả năng sinh lợi càng cao. Do đó, khi lãi suất tăng, khách hàng với dự án ít rủi ro sẽ không vay vì khả năng sinh lợi của dự án khó đủ để trả nợ. Vì vậy, nếu các TCTD tăng lãi suất thì chỉ có khách hàng rủi ro cao chấp nhận vay nên rủi ro của các TCTD sẽ tăng. Hiện tượng này được gọi là sự chọn lựa sai lầm,

nghĩa là nếu tăng lãi suất thì các TCTD chỉ chọn được những người vay rủi ro hơn. Chọn lựa sai lầm sẽ làm giảm lợi nhuận của các TCTD vì rủi ro cao hơn đồng nghĩa với xác suất trả nợ của khách hàng thấp đi. Bên cạnh đó, sự gia tăng của lãi suất cũng sẽ làm thay đổi cách lựa chọn dự án đầu tư của người vay. Lãi suất tăng sẽ gây ra thiệt hại nhiều hơn cho các dự án ít rủi ro nhưng có khả năng sinh lợi thấp so với các dự án rủi ro cao nhưng có khả năng sinh lợi cao vì với lãi suất cao các dự án có khả năng sinh lợi thấp dễ bị rơi vào tình trạng lỗ lã và phá sản. Do đó, sau khi vay vốn, người vay sẽ có xu hướng thực hiện các dự án rủi ro hơn nếu phải trả lãi suất cao hơn. Đây chính là động cơ lệch lạc của người vay. Hiện tượng này cũng làm tăng rủi ro



và do đó làm giảm lợi nhuận của các TCTD.

Chính vì hai lý do trên nên các TCTD chỉ tăng lãi suất khi khoản lợi nhuận tăng do lãi suất tăng vẫn còn lớn hơn khoản lợi nhuận giảm do tác động của chọn lựa sai lầm và động cơ lệch lạc và sau đó không cho vay thêm hay hạn chế tín dụng (Stiglitz và Weiss, 1981). Nếu tín dụng bị hạn chế thì các doanh nghiệp sẽ không vay được hay vay được ít hơn nhu cầu nên sẽ giảm đầu tư. Vì vậy, TTBDX sẽ làm hạn chế tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế vì làm giảm đầu tư của doanh nghiệp, mà đầu tư là động lực quan trọng của tăng trưởng kinh tế của một quốc gia. Nói cách khác, TTBDX có thể làm hạn chế tăng trưởng kinh tế cho nên các quốc gia phát triển thường yêu cầu minh bạch thông tin.

Nếu bị hạn chế tín dụng do TTBDX thì để đầu tư các doanh nghiệp sẽ phải dựa vào vốn tự có (thường là lợi nhuận tích lũy từ giai đoạn trước) cho nên TTBDX và hạn chế tín dụng dẫn đến sự phụ thuộc của đầu tư vào vốn tự có của doanh nghiệp. Luận điểm này đã được chứng minh bởi các mô hình lý thuyết (như Kaplan và Zingales, 1997) và các nghiên cứu thực nghiệm ở nhiều quốc gia, chẳng hạn như Chi-lê (Hermes và Lensink, 1998), Indonesia (Agung, 2000), Bulgaria (Budina, Garretsen và De Jong, 2000), Mexico (Gelos và Werner, 2002), Ấn Độ (Bhaduri, 2005), Hàn Quốc (Koo và Maeng, 2005), Anh (Guariglia, 2008), Đức (Engel và Middendorf, 2009), v.v. Từ đó, các nghiên cứu sử dụng mức độ phụ thuộc của đầu tư vào vốn tự có để đo lường ảnh hưởng của hạn chế tín dụng đến đầu tư của doanh nghiệp.

Với tầm quan trọng như vậy của hạn chế tín dụng nên bài viết này được hình thành nhằm mục tiêu ước lượng ảnh hưởng của hai hiện tượng này đến đầu tư của doanh nghiệp ở Việt Nam để từ đó đề xuất giải pháp nhằm kích thích đầu tư của doanh nghiệp và tăng trưởng của nền kinh tế. Để đạt được mục tiêu đó, chúng tôi sử dụng một hệ thống dữ liệu sơ cấp thu thập trực tiếp từ 810 doanh nghiệp ngoài quốc doanh (DNNQD) ở các tỉnh thành Đồng bằng sông Cửu Long (ĐBSCL) và thành phố Hồ Chí Minh (TP HCM) trong giai đoạn 2006–2009.

2. Nguyên nhân của TTBDX trên thị trường tín dụng Việt Nam

Thông tin càng ít bất đối xứng nếu các TCTD càng hiểu rõ khách hàng. Theo Du và cộng sự (2005), điều này chỉ trở thành hiện thực khi có các điều kiện tiên quyết như hệ thống pháp lý rõ ràng, hệ thống kế toán chặt chẽ và báo cáo tài chính minh bạch, đủ độ tin cậy và phản ánh đúng năng lực tài chính của khách hàng. Bên cạnh đó, hệ thống thông tin phải đầy đủ, các tiêu chuẩn đánh giá và xếp loại doanh nghiệp cụ thể, dễ áp dụng cùng với hệ thống kiểm toán độc lập và hệ thống đăng ký tài sản quy củ. Ở Việt Nam, tuy hệ thống pháp lý liên quan đến hoạt động tín dụng đã khá đầy đủ nhưng hệ thống thông tin kế toán chưa được tổ chức hoàn chỉnh, các báo cáo tài chính thiếu minh bạch và phần lớn không được kiểm toán nên các TCTD khó có thể nắm bắt chính xác năng lực thực sự của các doanh nghiệp để ra quyết định cho vay một cách đúng đắn.

Cũng theo nghiên cứu trên, các báo cáo tài chính của nhiều doanh nghiệp (nhất là các



doanh nghiệp nhỏ và vừa – loại hình chiếm đại bộ phận doanh nghiệp ở Việt Nam) thường được làm để đối phó với cơ quan thuế nên có độ tin cậy thấp. Thậm chí, nhiều doanh nghiệp còn duy trì ba hệ thống sổ sách kế toán. Một dùng để báo cáo thuế với kết quả kinh doanh thấp hơn thực tế, một dùng để vay vốn ngân hàng với kết quả cao hơn thực tế và một dùng cho nội bộ (không công bố ra ngoài) với số liệu thực. Mặc dù biết rõ điều này nhưng các TCTD không thể làm gì vì rất khó xác minh. Hơn nữa, nhiều doanh nghiệp là khách hàng của các TCTD không thể thu thập đủ thông tin thị trường cần thiết, đặc biệt là khi nền kinh tế có biến động lớn như trong thời gian vừa qua, vì thường chỉ dựa vào mối quan hệ cá nhân với bạn bè, người thân, v.v. hơn là thông qua các tổ chức hỗ trợ thông tin chuyên nghiệp hay các công cụ hiện đại như Internet.¹ Do đó, các TCTD không có đủ thông tin về giá cả đầu vào, đầu ra, xu hướng biến động của thị trường, khả năng tiêu thụ, v.v. khi thẩm định dự án đầu tư hay phương án kinh doanh của doanh nghiệp.



Khi thẩm định doanh nghiệp rất ít TCTD sử dụng thông tin từ CIC mà chủ yếu dựa vào nhận định riêng của mình.

Mặc dù đã được cải thiện để phù hợp hơn với thông lệ quốc tế nhưng việc phân loại nợ quá hạn vẫn còn dựa nhiều vào tiêu chí thời gian hơn là năng lực trả nợ của doanh nghiệp nên không khuyến khích các TCTD tìm hiểu cận kề thực trạng của doanh nghiệp. Hiện chưa tổ chức nào ở Việt Nam xây dựng hệ thống phân loại và xếp hạng doanh nghiệp để cung cấp thông tin cho các TCTD như nhiều nước trên thế giới đã làm. Các TCTD cũng chưa thực sự quan tâm đến việc lưu trữ và xử lý thông tin tín dụng mà mình có được thông qua các giao dịch với khách hàng một cách hệ thống để đánh giá rủi ro tín dụng của khách hàng cho bài bản.

Tất cả các vấn đề trên dẫn đến hiện tượng TTBDX, buộc các TCTD trong những trường hợp nhất định phải hạn chế tín dụng để tránh rủi ro có thể gặp phải. Hạn chế tín dụng đã dẫn đến khó khăn trong việc đầu tư phát triển sản xuất cũng như khả năng tăng trưởng của các doanh nghiệp.²

3. Ảnh hưởng của hạn chế tín dụng đến đầu tư của doanh nghiệp

Mô hình kiểm định

Như đã phân tích, hạn chế tín dụng – một hệ quả tất yếu của TTBDX – hiện diện ở thị trường tín dụng Việt Nam, nhưng hiện tượng này ảnh hưởng như thế nào đến đầu tư của doanh nghiệp là vấn đề cần được kiểm chứng thông qua số liệu thực tế. Để làm điều này, bài viết sử dụng mô hình được xây dựng bởi các nghiên cứu đã đề cập ở trên, kết hợp

$$INV = \alpha_0 + \alpha_1 PRO + \alpha_2 PRO \times ASS + \alpha_3 DSAL + \alpha_4 EDU + \alpha_5 AGE + \alpha_6 VOCA + \alpha_7 INP + \alpha_8 ENL + \alpha_9 COM \quad (1)$$

với một số biến đặc trưng của các doanh nghiệp Việt Nam mà chúng tôi quan sát được:

Trong Mô hình (1), biến phụ thuộc (INV) là tỷ số giữa giá trị đầu tư vào máy móc, thiết bị, nhà xưởng, v.v. và tổng giá trị tài sản cố định của doanh nghiệp.³ PRO là tỷ số giữa lợi nhuận của năm trước và giá trị tài sản cố định của doanh nghiệp vì lợi nhuận năm trước sẽ được sử dụng để đầu tư sau đó. Mục tiêu chính của bài viết là ước lượng hệ số α_1 để kiểm định sự ảnh hưởng của hạn chế tín dụng đến đầu tư của doanh nghiệp. Nếu α_1 dương và có ý nghĩa thống kê thì tín dụng bị hạn chế vì đầu tư của doanh nghiệp phụ thuộc vào vốn tự có (hay lợi nhuận tích lũy từ năm trước).

Tuy nhiên, nếu chỉ bao gồm duy nhất biến số PRO thì mô hình nghiên cứu sẽ khiếm khuyết vì đầu tư của doanh nghiệp còn chịu ảnh hưởng của nhiều yếu tố như đã chỉ ra bởi các nghiên cứu thực nghiệm đã nêu. Để khắc phục khiếm khuyết này, mô hình còn bao gồm một số biến số khác. Đầu tiên, PROASS là tích số giữa lợi nhuận (PRO) và lô-ga-rit của giá trị tài sản cố định của doanh nghiệp (ASS).⁴ Biến số tích hợp này được sử dụng để nghiên cứu sự phụ thuộc của mức độ hạn chế tín dụng vào quy mô doanh nghiệp. Cụ thể, nếu lấy đạo hàm riêng của INV theo PRO, ta được:

$$\frac{\partial INV}{\partial PRO} = \alpha_1 + \alpha_2 ASS \quad (2)$$

Kết quả này cho thấy nếu ASS thay đổi 1 đơn vị thì mức độ phụ thuộc của đầu tư (INV) vào lợi nhuận (PRO) – hay tỷ số $\partial INV / \partial PRO$ trong Mô hình (2) – sẽ thay đổi một lượng bằng với α_2 . Do cả chi phí cho vay

Hơn nữa, hiện tượng mua bán hàng hóa không có hợp đồng và hóa đơn để trốn thuế làm cho thông tin càng mù mờ nên các TCTD càng mất lòng tin vào doanh nghiệp.

Một hệ thống thông tin giúp đánh giá khách hàng một cách đầy đủ và chính xác phải bao gồm lịch sử hình thành, quá trình phát triển, năng lực tài chính, năng lực quản lý, uy tín tín dụng, v.v. Ở Việt Nam, Trung tâm Thông tin tín dụng (CIC) trực thuộc Ngân hàng Nhà nước (NHNN) là đơn vị duy nhất thu thập thông tin về khách hàng của các TCTD. NHNN yêu cầu các TCTD phải định kỳ báo cáo các thông tin liên quan đến khách hàng cho CIC và tất cả các TCTD được quyền khai thác thông tin này. Tuy nhiên, thông tin của CIC thường chậm cập nhật, các tiêu chí chưa cụ thể và không đầy đủ để đánh giá doanh nghiệp một cách toàn diện. Bên cạnh đó, do chưa ý thức lắm về tầm quan trọng của việc phải hiểu rõ khách hàng nên nhiều TCTD ít quan tâm đến chất lượng của các thông tin, dữ liệu báo cáo cho CIC.

và chi phí kiểm soát người vay đều có tính kinh tế của quy mô, đồng thời doanh nghiệp lớn có giá trị tài sản thế chấp cao hơn doanh nghiệp nhỏ nên các TCTD sẽ ít tốn kém và an toàn hơn khi cho vay doanh nghiệp lớn, vì vậy sẽ ưu ái hơn cho các doanh nghiệp này (Bernanke và Gilchrist, 1996; Beck và Demirguc-Kunt, 2006; v.v.) Kết quả là các doanh nghiệp lớn sẽ vay dễ dàng hơn nên đầu tư ít phụ thuộc vào lợi nhuận (hay vốn tự có), nghĩa là $\alpha_2 < 0$

DSAL là tốc độ tăng trưởng của doanh số (%). Thông thường, hệ số α_3 sẽ có giá trị dương vì doanh số tăng trưởng đồng nghĩa với triển vọng kinh doanh tốt nên doanh nghiệp sẽ tăng đầu tư để khai thác cơ hội có được (Guiso và Parigi, 1999). Mô hình (1) cũng bao gồm biến số trình độ học vấn của người quản lý doanh nghiệp (EDU). Trình độ học vấn càng cao thì khả năng tiếp thu kiến thức khoa học – kỹ thuật cũng như khả năng quản lý sẽ tốt hơn, từ đó tạo ra cơ hội kinh doanh tốt hơn và kích thích doanh nghiệp đầu tư nhiều hơn (Keller, 2006). Do đó, α_4 được kỳ vọng có giá trị dương.

Tuổi của doanh nghiệp (hay số năm tính từ khi doanh nghiệp được thành lập cho đến thời điểm khảo sát) được đo lường bằng biến số AGE. Theo các nhà nghiên cứu, nếu thị trường đã bão hòa thì các doanh nghiệp có thời gian hoạt động càng lâu sẽ càng ít đầu tư vì đã có quy mô đủ lớn nên α_5 sẽ có giá trị âm. Ngược lại, nếu thị trường có nhiều khả năng tăng trưởng thì các doanh nghiệp có thời gian hoạt động càng lâu sẽ có cơ hội kinh doanh càng tốt nên có thể đầu tư càng nhiều và α_5 sẽ có giá trị dương. Như vậy, dấu của hệ số α_5 tùy thuộc vào triển vọng của môi trường kinh doanh của

doanh nghiệp. VOCA là số lần dự các lớp tập huấn chuyên môn của người quản lý doanh nghiệp. Việc tham dự nhiều lớp tập huấn chuyên môn có thể giúp người quản lý doanh nghiệp nâng cao năng lực quản lý, tạo dựng mối quan hệ tốt với khách hàng và nhà cung ứng, cập nhật kiến thức về các thủ tục, chính sách có liên quan, v.v. qua đó mở ra cơ hội kinh doanh mới cho doanh nghiệp và kích thích doanh nghiệp đầu tư nhiều hơn. Vì vậy, thông thường α_6 được kỳ vọng sẽ có giá trị dương. Song, một số nghiên cứu lưu ý rằng ảnh hưởng của biến số này đến quyết định đầu tư của doanh nghiệp còn tùy thuộc vào chất lượng của các lớp tập huấn. Nếu các lớp tập huấn có chất lượng thì sẽ tác động tích cực đến quyết định đầu tư của doanh nghiệp và nếu ngược lại thì có thể không có tác động.

INP đo lường mức độ sẵn có của yếu tố đầu vào cho sản xuất của doanh nghiệp. Khía cạnh này quan trọng đối với đầu tư của doanh nghiệp vì nếu yếu tố đầu vào không sẵn có thì các doanh nghiệp sẽ ít có động cơ đầu tư so với trường hợp ngược lại. Biến số INP có giá trị là 1 nếu yếu tố đầu vào rất thiếu, 2 nếu yếu tố đầu vào tạm đủ, 3 nếu yếu tố đầu vào là đủ và là 4 nếu yếu tố đầu vào rất dồi dào. Với giá trị như vậy của biến số INP, hệ số α_7 được kỳ vọng là dương. ENL đo lường khả năng mở rộng mặt bằng của doanh nghiệp. Biến số ENL có giá trị là 1 nếu không thể mở rộng mặt bằng, 2 nếu không dễ dàng mở rộng mặt bằng, 3 nếu dễ dàng mở rộng mặt bằng và là 4 nếu rất dễ dàng mở rộng mặt bằng. Sẽ hợp lý nếu kỳ vọng hệ số α_8 có giá trị dương vì khi mặt bằng rộng rãi hay dễ mở rộng thì doanh nghiệp có nhiều động cơ đầu tư nhiều hơn và ngược lại.

Cuối cùng, cạnh tranh cũng là yếu tố có ảnh hưởng đến quyết định đầu tư của doanh nghiệp vì nếu chậm đầu tư thì đối thủ sẽ giành mất cơ hội tốt (Bulan, Mayer và Somerville, 2009). Do đó, cạnh tranh sẽ thúc đẩy doanh nghiệp ra quyết định đầu tư nhanh hơn để không bị mất cơ hội về tay đối thủ hay thậm chí có thể ngăn chặn đối thủ. Tuy nhiên, cũng có lập luận cho rằng áp lực cạnh tranh có thể khiến cho doanh nghiệp (nhất là các doanh nghiệp chưa có tiềm lực mạnh) ngại đầu tư vì sợ thất bại. Để kiểm chứng tác động của cạnh tranh lên đầu tư, Mô hình (1) còn bao gồm biến số COM đo lường mức độ cạnh tranh mà doanh nghiệp phải đối mặt. Biến số này có giá trị là 1 nếu doanh nghiệp ít bị cạnh tranh, 2 nếu áp lực cạnh tranh là vừa phải, 3 nếu áp lực cạnh tranh là cao và là 4 nếu áp lực cạnh tranh rất cao. Như đã phân tích, hệ số có thể có giá trị dương hay âm tùy vào việc ảnh hưởng của xu hướng nào mạnh hơn.

Phân tích kết quả kiểm định

Đầu tiên, bài viết kiểm định mô hình chuẩn – mô hình chỉ bao gồm biến giải thích duy nhất là PRO. Kết quả kiểm định được trình bày trong cột 1 (Bảng 2). Cột này cho thấy biến PRO có hệ số $\alpha_1 = 0,0786$ ở mức ý nghĩa 1%, ngụ ý rằng các doanh nghiệp bị hạn chế tín dụng nên khó vay vốn và do đó đầu tư bị phụ thuộc vào vốn tự có (hay lợi nhuận), đúng như dự báo của mô hình lý thuyết và kiểm chứng của các nghiên cứu thực nghiệm ở các nước.

Tuy nhiên, như đã phân tích, mặc dù bị hạn chế tín dụng nhưng mức độ hạn chế tín dụng sẽ thay đổi theo quy mô của doanh nghiệp, vì vậy,

cột 2 bao gồm biến số tích hợp PRO x ASS để kiểm chứng luận điểm này. Kết quả cho thấy hệ số tương quan của biến số này có giá trị âm $\alpha_2 = -0,0667$ ở mức ý nghĩa 1% và đồng thời biến PRO vẫn có hệ số tương quan có giá trị dương $\alpha_1 = 0,4941$ ở mức ý nghĩa 1%. Điều này chứng tỏ rằng các doanh nghiệp có quy mô lớn hơn ít bị hạn chế tín dụng hơn do tính kinh tế của quy mô trong việc cho vay, kiểm soát khách hàng, cùng với việc các doanh nghiệp lớn có tài sản thế chấp có giá trị cao hơn nên các TCTD sẽ ít tốn kém và an toàn hơn khi cho vay các doanh nghiệp lớn, do đó sẽ ưu ái các doanh nghiệp này. Ngoài ra, với sự có mặt của biến số PRO x ASS, hệ số R^2 điều chỉnh tăng lên đáng kể (từ 0,074 lên 0,138), chứng tỏ mô hình này (cột 2) có thể giải thích tốt hơn hành vi đầu tư của doanh nghiệp so với mô hình trước (cột 1).

Cột 3 của Bảng 2 bao gồm đầy đủ các biến có ảnh hưởng đến đầu tư của doanh nghiệp. Cụ thể, hệ số tương quan của biến số tốc độ tăng trưởng doanh số (DSAL) có giá trị dương ở mức ý nghĩa 5%, cho thấy doanh số tăng trưởng kích thích danh nghiệp đầu tư nhiều hơn, đúng như dự báo. Tương tự, biến số trình độ học vấn EDU cũng có hệ số dương ở mức ý nghĩa 10%. Kết quả này ngụ ý rằng người quản lý doanh nghiệp có trình độ học vấn càng cao thì sẽ có nhiều động cơ đầu tư khai thác cơ hội kinh doanh nhờ vào khả năng quản lý doanh nghiệp, khai thác thị trường, v.v. tốt hơn. Ngược lại, biến AGE có hệ số tương quan âm ở mức ý nghĩa 10%, cho thấy triển vọng thị trường của các doanh nghiệp trong thời gian qua là không được thuận lợi – nhất là trong giai đoạn suy thoái gần đây – nên các doanh nghiệp

Bảng 2. Kết quả kiểm định

Biến phụ thuộc: Đầu tư tính trên 1 đơn vị giá trị tài sản cố định (INV)

Biến số	(1)	(2)	(3)
Hàng số C	0,9762*** (13,0593)	0,9426*** (13,0248)	0,6551 (1,4317)
PRO	0,0786*** (6,7066)	0,4941*** (7,5750)	0,5015*** (4,4341)
PRO x ASS		-0,0667*** (-6,4683)	-0,0678*** (-4,0019)
DSAL			0,0033** (2,1578)
EDU			0,0421* (1,7041)
AGE			-0,0095* (-1,8087)
VOCA			0,0159 (0,6191)
INP			-0,0397 (-0,4891)
ENL			-0,1012 (-1,4143)
COM			0,0474 (0,6887)
Số quan sát (N)	810	810	810
R^2 điều chỉnh	0,074	0,138	0,314
Giá trị F	0,000	0,000	0,000

Nguồn: Tự thu thập. Ghi chú: * - mức ý nghĩa 10%, ** - mức ý nghĩa 5% và *** - mức ý nghĩa 1%.

hoạt động lâu năm (và cũng thường là các doanh nghiệp quy mô lớn) ít đầu tư để chờ cơ hội tốt hơn. Các biến còn lại trong mô hình ở cột 3 có hệ số tương quan không có ý nghĩa thống kê. Chẳng hạn, VOCA – số lần dự các lớp tập huấn chuyên môn của người quản lý doanh nghiệp – có hệ số tương quan dương nhưng lại không có ý nghĩa thống kê vì, theo quan sát của chúng tôi, nhiều lớp tập huấn chuyên môn chưa thật sự mang lại hiệu quả thiết thực vì thời gian ngắn, nội dung chưa phù hợp, trình độ của giảng viên chưa đáp ứng yêu cầu của thực tiễn kinh doanh, v.v. mặc dù vẫn có một số lớp có chất lượng.

Biến số INP có hệ số tương quan không có ý nghĩa thống kê vì mẫu khảo sát bao gồm cả doanh nghiệp sản xuất, chế biến, dịch vụ và thương mại, mà các doanh nghiệp thương mại và dịch vụ thường không chú trọng lắm đến yếu tố đầu vào vì yếu tố đầu vào thường ít

bị khan hiếm. Tương tự, biến số COM có hệ số tương quan cũng không có ý nghĩa thống kê vì nhiều doanh nghiệp trong mẫu là doanh nghiệp nhỏ, kinh doanh theo lối truyền thống trên cơ sở khách hàng quen thuộc nên chưa thật sự tính toán đến yếu tố cạnh tranh α_1 ra quyết định đầu tư. Cuối cùng và quan trọng nhất là hệ số tương quan của biến số PRO trong cột 3 vẫn có giá trị dương = 0,0515 ở mức ý nghĩa 1%, chứng tỏ các doanh nghiệp bị hạn chế tín dụng, mặc dù mức độ hạn chế này có giảm đi đối với các doanh nghiệp có quy mô lớn hơn do hệ số tương quan của biến số tích hợp PRO x ASS có giá trị âm ($\alpha_2 = -0,0678$) ở mức ý nghĩa 1%.

Do cỡ mẫu khá lớn (810 doanh nghiệp) được chọn một cách ngẫu nhiên trên một địa bàn khá rộng (bao gồm các tỉnh thành thuộc ĐBSCL và TP HCM) nên có thể kết luận là nói chung các doanh nghiệp

ngoài quốc doanh bị hạn chế tín dụng, nghĩa là có nhiều doanh nghiệp muốn vay vốn để đầu tư phát triển sản xuất và đổi mới công nghệ nhưng lại không vay được. Như vậy, việc tìm ra giải pháp khắc phục hiện tượng này nhằm kích thích đầu tư của doanh nghiệp để đẩy nhanh tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế là hết sức quan trọng.

4. Kết luận và giải pháp

Kết luận

Do thông tin thường là bất đối xứng giữa các TCTD và doanh nghiệp nên các TCTD thường phải đối mặt với sự chọn lựa sai lầm và động cơ lệch lạc, do đó buộc phải hạn chế tín dụng để giảm rủi ro. Điều này khiến cho các doanh nghiệp khó vay được vốn hay không vay được nhiều như ý muốn và vì vậy đầu tư của doanh nghiệp sẽ phụ thuộc vào vốn tự có (thường là lợi nhuận tích lũy từ giai đoạn trước). Do hiện tượng này nên triển vọng tăng trưởng của các doanh nghiệp – nhất là các doanh nghiệp nhỏ và vừa – sẽ rất hạn chế vì vốn tự có (hay lợi nhuận) thường không thể đáp ứng đầy đủ nhu cầu đầu tư trong khi nhiều doanh nghiệp không thể phát hành cổ phiếu ra công chúng. Vấn đề này giải thích vì sao trong thực tế có nhiều doanh nghiệp quy mô nhỏ đang hoạt động và sử dụng trang thiết bị, máy móc khá lạc hậu.

Bài viết là một nghiên cứu thực nghiệm kiểm định sự tác động của TTBDX và hạn chế tín dụng đến đầu tư của các doanh nghiệp. Kết quả kiểm định cho thấy đầu tư của các doanh nghiệp bị giới hạn bởi hạn chế tín dụng và mức độ hạn chế này thay đổi theo quy mô của doanh nghiệp. Nói cách khác, đầu tư của các doanh nghiệp lớn ít phụ thuộc vào vốn tự có hay ít bị ảnh hưởng của



hạn chế tín dụng. Tuy nhiên, một môi trường kinh doanh tốt, mở ra nhiều cơ hội kinh doanh có lãi sẽ kích thích doanh nghiệp đầu tư nhiều hơn và từ đó làm giảm ảnh hưởng tiêu cực của hạn chế tín dụng. Ngoài ra, trình độ học vấn càng cao sẽ giúp cho người quản lý doanh nghiệp có điều kiện tốt hơn để làm tốt công tác quản lý, nhất là trên phương diện tìm kiếm và mở rộng thị trường, tạo mối quan hệ với khách hàng cũng như sự thay đổi của các chính sách của nhà nước, v.v. khiến cho các doanh nghiệp có động cơ đầu tư nhiều hơn. Cuối cùng, do ảnh hưởng của triển vọng không khả quan của thị trường trong thời gian qua nên các doanh nghiệp hoạt động lâu năm lại ít đầu tư do có thể đã có quy mô đủ lớn.

Giải pháp

Như đã phân tích, TTBDX và hệ quả của nó là hạn chế tín dụng có ảnh hưởng tiêu cực đến đầu tư và cơ hội tăng trưởng của các doanh nghiệp. Do đó, cần làm giảm hạn chế tín dụng bằng cách làm sao cho thông tin tín dụng trở nên minh bạch hơn. Theo chúng tôi, các giải pháp cho vấn đề này là:

- Hoàn chỉnh hệ thống kế toán và tăng cường khả năng cưỡng chế của hệ thống luật pháp, buộc các doanh

nh nghiệp tuân thủ nghiêm túc các nguyên tắc kế toán để hạn chế sự sai lệch trong thông tin được công bố và các sai phạm về vấn đề này cần được xử lý nghiêm minh. Bên cạnh đó, cần tăng cường công tác kiểm toán để nâng cao độ tin cậy của các thông tin.

- Phân loại, xếp hạng uy tín tín dụng của các doanh nghiệp: Dựa trên các chỉ số tài chính, năng lực quản lý, v.v. nhiều quốc gia đã xây dựng một hệ tiêu chí để đánh giá rủi ro tín dụng của các doanh nghiệp cũng như phân loại các doanh nghiệp về uy tín tín dụng. Ta có thể tham khảo hệ tiêu chí này hay xây dựng một hệ tiêu chí riêng để đánh giá, phân loại doanh nghiệp và công bố rộng rãi để các TCTD có thêm thông tin để dựa trên đó ra quyết định cho vay cho phù hợp.

- Xây dựng một hệ thống chia sẻ thông tin giữa các TCTD hoạt động một cách hữu hiệu bằng hai cách: (i) thông qua một tổ chức của chính phủ (như CIC) theo cơ chế bắt buộc và (ii) tự nguyện chia sẻ thông tin thông qua các tổ chức tư nhân (như Công ty Dun & Bradstreet (D&B) nổi tiếng thế giới). Việc chia sẻ thông tin giữa các TCTD là rất có lợi vì không một TCTD nào có đầy đủ thông tin về khách hàng của mình và khách hàng

thường có quan hệ tín dụng đồng thời với nhiều TCTD khác nhau. Thông qua việc trao đổi thông tin cho nhau, các TCTD không cần phải tốn kém nhiều mà vẫn có thể có được một tập hợp thông tin đầy đủ về khách hàng. Như vậy, chia sẻ thông tin sẽ giúp các TCTD đánh giá người vay một cách chính xác hơn, từ đó giảm bớt ảnh hưởng tiêu cực của sự lựa chọn sai lầm và động cơ lệch lạc. Các TCTD được chia sẻ thông tin sẽ hiểu rõ khách hàng hơn nên có một quyền hạn nhất định đối với khách hàng, do đó khách hàng sẽ phải điều chỉnh hành vi của mình theo hướng có lợi cho người cho vay bằng cách thực hiện các dự án an toàn hơn ■

Ghi chú

1. Nhiều quốc gia trên thế giới đã hình thành các tổ chức chuyên cung cấp thông tin rủi ro tín dụng đối với các doanh nghiệp vừa và nhỏ, điển hình như Công ty Dun & Bradstreet (D&B) ở Mỹ. Công ty này đã hình thành được hồ sơ dữ liệu của hơn 160 triệu doanh nghiệp tại 200 quốc gia trên thế giới, trong đó có hồ sơ thông tin của khoảng 75.000 doanh nghiệp Việt Nam (Nguồn: Lao Động, số 72/2010, tr. 3).

2. Một số nghiên cứu còn nhận thấy rằng một số doanh nghiệp ngoài quốc doanh rất ngại hay chủ động không vay ngân hàng vì ngân hàng thường yêu cầu sự minh bạch trong hoạt động của các doanh nghiệp.

3. Khi cần thiết, một số biến số trong mô hình được chia cho giá trị tài sản cố định để loại trừ ảnh hưởng của quy mô có thể làm lệch kết quả hồi quy.

4. Việc tính lô-ga-rit của giá trị tài sản của doanh nghiệp chỉ nhằm để giảm độ lớn của biến số này nhưng không làm thay đổi ý nghĩa của biến số.

Tài liệu tham khảo

Agung, J., 2000, "Financial Constraint, Firms' Investments and the Channel of Monetary Policy in Indonesia," *Applied Economics* 32, tr. 1637-1646.

Beck, T. và A. Demircug-Kunt,

2006, "Small and Medium-size Enterprises: Access to Finance as a Growth Constraint," *Journal of Banking and Finance* 30, tr. 2931-2943.

Bernanke, B., M. Gertler và S. Gilchrist, 1996, "The Financial Accelerator and The Flight to Quality," *Review of Economics and Statistics* 78(1), tr. 1-15.

Bhaduri, N.B., 2005, "Investment, Financial Constraints and Financial Liberalization: Some Stylized Facts from a Developing Economy, India," *Journal of Asian Economics* 16, tr. 704-718.

Bulan, L., C. Mayer và C.T. Somerville, 2009, "Irreversible Investment, Real Options, and Competition," *Journal of Urban Economics* 65, tr. 237-251.

Budina, N., H. Garretsen & E. de Jong, 2000, "Liquidity Constraints and Investment in Transition Economies," *Economics of Transition* 8, tr. 453-475.

Du, H.T., N.M. Kiều và N.T. Hoài, 2005, Thông tin bất cân xứng trong hoạt động tín dụng ở Việt Nam, Chương trình giảng dạy kinh tế Fulbright.

Engel, D. và T. Middendorf, 2009, "Investment, Internal Funds and Public Banking in Germany," *Journal of Banking and Finance* 33(11), tr. 2132-2139.

Gelos, R.G. & A.M. Werner, 2002, "Financial Liberalisation, Credit Constraints, and Collateral: Investment in the Mexican Manufacturing Sector," *Journal of Development Economics* 67, tr. 1-27.

Guariglia, A., 2008, "Internal Financial Constraints, External Financial Constraints, and Investment Choice: Evidence from a Panel of UK Firms," *Journal of Banking and Finance* 32(9), tr. 1795-1809.

Guiso, L. and G. Parigi, 1999, "Investment and Demand Uncertainty," *Quarterly Journal of Economics* 114(1), tr. 185-227.

Hermes, N. & R. Lensink, 1998, "Banking Reform and the Financing of Firm Investment: An Empirical Analysis of the Chilean Experience, 1983-1992," *Journal of Development Studies* 34, tr. 27-43.

Kaplan, S.N. và L. Zingales, 1997, "Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints?" *Quarterly Journal of Economics* 112(1), tr. 169-215.

Keller, K.R.I., 2006, "Investment in Primary, Secondary, and Higher

Education and the Effects on Economic Growth," *Contemporary Economic Policy* 24(1), tr. 18-34.

Koo, J và K. Maeng, 2005, "The Effect of Financial Liberalization on Firms' Investments in Korea," *Journal of Asian Economics* 16, tr. 281-297.

Stiglitz, J.E. & A. Weiss, 1981, "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information," *American Economic Review* 71, 393-410.