Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế, số 365 tháng 10 năm 2008, trang 28–36

QUYẾT ĐỊNH VAY VỐN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NGOÀI QUỐC DOANH Ở ĐỒNG BẰNG SÔNG CỬU LONG

LÊ KHƯƠNG NINH[1] và **TỐNG VĂN THẮNG**[2]

1. Giới thiệu

Vốn là yếu tố đầu vào đặc biệt quan trọng đối với doanh nghiệp vì vốn giúp doanh nghiệp đổi mới công nghệ, đào tạo, huấn luyện nhân viên, mở rộng nhà xưởng, dự trữ nguyên liệu, tìm kiếm thị trường mới, v.v. để nâng cao hiệu quả kinh doanh. Do đó, đảm bảo *có đủ vốn với chi phí sử dụng vốn thấp nhất* là vấn đề sống còn của doanh nghiệp.

Nguồn vốn của doanh nghiệp bao gồm nguồn vốn tự có (tích lũy từ lợi nhuận giữ lại), nguồn vốn từ phát hành cổ phiếu và nguồn vốn vay (chủ yếu là từ các tổ chức tín dụng). Quyết định sử dụng loại nguồn vốn nào để chi phí sử dụng vốn là thấp nhất (nhằm mang lại lợi nhuận cao nhất cho doanh nghiệp) được đưa ra trên cơ sở cân nhắc giữa lợi ích do mỗi đồng vốn mang lại và chi phí sử dụng nó. Đến lượt mình, hai yếu tố này phụ thuộc vào môi trường kinh doanh (như điều kiện thị trường, trình độ phát triển của hệ thống tài chính – ngân hàng, hệ thống luật pháp, v.v.) cũng như đặc điểm nội tại của doanh nghiệp (như tỷ suất lợi nhuận, trình độ quản lý, rủi ro, uy tín tín dụng, v.v.), mà các đặc điểm này lại rất khác nhau giữa các doanh nghiệp. Chính vì vậy, mặc dù các phương tiện truyền thông đại chúng cũng như các nghiên cứu khoa học thường xuyên đề cập đến việc thiếu vốn của doanh nghiệp nhưng thực tế cho thấy một số không nhỏ doanh nghiệp không muốn vay trong khi một số khác lại thường xuyên vay. Hiện tượng này khích lệ chúng tôi tìm hiểu xem yếu tố nào thực sự ảnh hưởng đến quyết định vay vốn của các doanh nghiệp.

Mục tiêu tổng quát của bài viết là kiểm định ảnh hưởng của các yếu tố đến quyết định vay vốn của các doanh nghiệp. Kết quả kiểm định này sẽ là cơ sở để đề xuất chính sách khích lệ các doanh nghiệp tăng cường nguồn vốn của mình nhằm mở rộng quy mô và nâng cao hiệu quả kinh doanh. Bên cạnh đó, kết quả kiểm định còn giúp các tổ chức tín dụng đánh giá chính xác hơn rủi ro tín dụng của khách hàng. Để đạt được mục tiêu tổng quát trên, bài viết có các mục tiêu cụ thể là: (i) phân tích thực trạng vay vốn của các doanh nghiệp, (ii) phân tích ảnh hưởng của các yếu tố đến quyết định vay vốn của doanh nghiệp, và sau đó (iii) đưa ra một số đề xuất về chính sách có liên quan.

Bài viết sẽ sử dụng số liệu sơ cấp thu thập từ 237 doanh nghiệp ngoài quốc doanh ở ĐBSCL. Bên cạnh đó, để việc phân tích được thấu đáo hơn, bài viết còn sử dụng số liệu thứ cấp và các thông tin có liên quan từ các cơ quan nhà nước như Cục Thống kê tỉnh, Sở Kế hoạch – Đầu tư, Sở Tài chính, Cục Thuế, v.v. của các tỉnh, thành phố.

---

[1] Tiến sĩ, Đại học Cần Thơ. Điện thoại: 0989797901. Email: lekhuongninh@gmail.com.
[2] Cử nhân, Cao đẳng Cộng đồng Kiên Giang.

2. Cơ sở lý luận về yếu tố ảnh hưởng đến quyết định vay vốn của doanh nghiệp

Các doanh nghiệp, nhất là doanh nghiệp quy mô nhỏ, thường gặp khó khăn khi vay vốn do bị ảnh hưởng của thông tin bất đối xứng giữa người vay và người cho vay. Khi đó, chi phí vay sẽ cao khiến các doanh nghiệp phải tìm kiếm nguồn vốn với chi phí sử dụng thấp hơn, mà chỉ có vốn tự có mới đáp ứng được yêu cầu này (Lopez-Gracia và cộng sự 2008). Điều này làm ảnh hưởng đến sự sẵn lòng (hay nhu cầu) vay vốn của doanh nghiệp. Tuy nhiên, ảnh hưởng này là không giống nhau vì thực tế cho thấy có sự khác biệt trong quyết định vay vốn giữa các doanh nghiệp. Cụ thể hơn, có một số doanh nghiệp vay vốn thường xuyên (và thậm chí với số lượng lớn) trong khi một số lại không vay mặc dù cả hai hoạt động trong cùng một môi trường. Các nhà nghiên cứu đã thực hiện nhiều công trình nghiên cứu lý thuyết và cả thực nghiệm để chỉ ra nguyên nhân của hiện tượng này.

Theo các nhà nghiên cứu, các doanh nghiệp quy mô nhỏ thường được sở hữu và quản lý bởi một người (hay một nhóm ít người) không muốn chia sẻ quyền lực cũng như không muốn bị khống chế bởi người cho vay. Chính vì vậy, họ rất miễn cưỡng khi vay, trừ phi thật cấp bách. Bên cạnh đó, như đề cập trong các nghiên cứu về thông tin bất đối xứng, các doanh nghiệp quy mô lớn thường có nhiều tài sản thế chấp, có tiếng tăm, có rủi ro phá sản thấp và uy tín tín dụng tốt hơn nên dễ vay và do đó có xu hướng đi vay thường xuyên hơn các doanh nghiệp quy mô nhỏ (Titman và Vessels 1988, Jordan và cộng sự 1998). Như vậy, quy mô là yếu tố cơ bản ảnh hưởng đến quyết định vay vốn của doanh nghiệp. Khi phân tích, các nhà nghiên cứu thường sử dụng giá trị tài sản cố định để đo lường quy mô của doanh nghiệp.

Nhiều nhà nghiên cứu (điển hình là Berger và Udell 1998) còn cho rằng các doanh nghiệp có thời gian hoạt động dài có thể tích tụ được nhiều vốn tự có để tài trợ cho hoạt động kinh doanh cũng như các dự án đầu tư mới của mình nên ít có nhu cầu vay vốn. Ngược lại, một số khác lại nhận định rằng các doanh nghiệp hoạt động lâu năm ít gặp phải khó khăn do thông tin bất đối xứng (do người cho vay có nhiều thông tin về họ) nên có thể có xu hướng đi vay thường xuyên hơn. Như vậy, tuổi của doanh nghiệp cũng là yếu tố ảnh hưởng đến quyết định vay vốn của doanh nghiệp nhưng, về phương diện lý thuyết, xu hướng ảnh hưởng là không rõ và chỉ có thể được kiểm chứng bằng thực nghiệm.

Đứng trên phương diện tâm lý, khi xem xét quyết định vay hay không vay, doanh nghiệp còn tính đến việc làm thế nào để chia sẻ rủi ro trong kinh doanh. Khi cần vốn và phải đối mặt với rủi ro, doanh nghiệp thường quyết định đi vay để chia sẻ rủi ro với người cho vay (Lopez-Gracia và cộng sự 2008). Mặc dù các tổ chức tín dụng có thể biết tâm lý này nhưng do thông tin không hoàn hảo nên họ không thể biết chính xác mức độ rủi ro của doanh nghiệp như chính bản thân các doanh nghiệp. Vì vậy, các tổ chức tín dụng vẫn cho vay với một số lượng nhất định mặc dù sau đó sẽ hạn chế tín dụng (Stiglitz và Weiss 1981). Như vậy, rủi ro cũng là động cơ thúc đẩy các doanh nghiệp đi vay.

Bên cạnh đó, doanh nghiệp có lợi nhuận cao thì lại càng thích đi vay vì muốn bù trừ số thuế thu nhập doanh nghiệp phải đóng do lãi suất trả cho các khoản tiền vay được tính vào chi phí để khấu trừ thuế. Một số nhà nghiên cứu khác còn cho rằng lợi nhuận cao phản ánh cơ hội kinh doanh tốt nên khiến cho doanh nghiệp muốn vay vốn để đầu tư vào cơ hội kinh doanh có được. Ngược lại, có nhà nghiên cứu lại cho rằng lợi nhuận cao giúp các doanh nghiệp có thể tự tài trợ cho kinh doanh cũng như các dự án đầu tư mới của mình nên ít có nhu cầu vay (Jordan và cộng sự 1998). Kết quả thực nghiệm cho thấy hai

lập luận này cùng đúng, tùy tình huống cụ thể. Chẳng hạn, Rajan và Zingales (1995) cũng như Barclay và cộng sự (1995) nhận thấy mối quan hệ nghịch chiều giữa số nợ và lợi nhuận của doanh nghiệp trong khi Barton và cộng sự (1989), Jensen và cộng sự (1992) và Michaelas và cộng sự (1999) lại phát hiện mối quan hệ cùng chiều.

Theo các nhà nghiên cứu, do vốn tự có thường không đủ để tài trợ cho hoạt động kinh doanh cũng như các cơ hội đầu tư mới. Chính vì vậy, khi xuất hiện cơ hội thì các doanh nghiệp sẽ có xu hướng đi vay (nhằm bổ sung vào vốn tự có) để tận dụng các cơ hội có được. Chính vì vậy, cơ hội tăng trưởng của doanh nghiệp cũng là động cơ kích thích doanh nghiệp đi vay. Hầu hết các nghiên cứu thực nghiệm về vấn đề này đều sử dụng tốc độ tăng trưởng của doanh thu để đo lường cơ hội tăng trưởng của doanh nghiệp.

Gần đây, các nhà nghiên cứu bắt đầu quan tâm đến tầm quan trọng của "vốn xã hội". Đây là khái niệm đề cập đến các mối quan hệ xã hội mà những người quản lý doanh nghiệp tạo dựng cho mình để làm tăng tiếng tăm, uy tín cho bản thân cũng như cho doanh nghiệp, qua đó mang lại thuận lợi cho doanh nghiệp, kể cả cơ hội vay vốn từ các tổ chức tín dụng (Casson và Giusta 2007). Nếu có được mối quan hệ xã hội tốt, doanh nghiệp có thể vay vốn dễ dàng hơn, do đó sẽ có xu hướng đi vay thường xuyên hơn.

3. Thực trạng các doanh nghiệp trong mẫu khảo sát

3.1. Thực trạng chung

Như đã đề cập, bài viết sử dụng số liệu sơ cấp thu thập theo phương pháp chọn mẫu ngẫu nhiên từ 237 doanh nghiệp ngoài quốc doanh ở ĐBSCL vào đầu năm 2008. Số liệu này bao gồm các thông tin cơ bản về doanh nghiệp như lĩnh vực hoạt động, số lao động, giá trị tài sản cố định, vốn, doanh thu, lợi nhuận, thời gian hoạt động, v.v. như trình bày trong Bảng 1. Mẫu khảo sát bao gồm 45 doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực sản xuất (chiếm 19% tổng số doanh nghiệp trong mẫu), 137 doanh nghiệp thương mại (57,8 %) và 55 doanh nghiệp dịch vụ (23,2%). Thực tế cho thấy sản xuất là lĩnh vực cần nhiều vốn hơn hai lĩnh vực còn lại vì sản xuất đòi hỏi nhiều vốn cố định cũng như vốn lưu động.

Bảng **1. Mô tả đặc trưng của các doanh nghiệp trong mẫu khảo sát**

Tiêu chí	*Trung bình*	*Lớn nhất*	*Nhỏ nhất*	*Độ lệch chuẩn*	*Chỉ số Jarque-Bera*
Tuổi của doanh nghiệp (năm)	7,0	28,0	4,0	3,9	512,7
Số lao động (người)	9,3	52,0	1,0	10,4	252,3
Giá trị tài sản cố định (triệu đồng)	1.475,3	23.000,0	0,0	2.176,9	16.715,4
Tổng vốn (triệu đồng)	2.448,9	26.000,0	16,0	3.193,8	2.134,7
Vốn tính trên mỗi đơn vị lao động	312,8	1.912,5	7,7	299,3	289,6
Doanh thu (triệu đồng)	2.538,9	24.000,0	10,0	3.907,3	1.769,6
Lợi nhuận (triệu đồng)	330,1	4.500,0	0,3	542,5	8.124,7
Tỷ suất lợi nhuận (%)	16,5	46,5	1,3	8,2	99,8

Nguồn: Tự khảo sát.

Theo Bảng 1, tuổi (hay số năm hoạt động) trung bình của doanh nghiệp là 7 năm, chứng tỏ các doanh nghiệp trong mẫu khảo sát còn khá trẻ. Tuy nhiên, giá trị khá lớn của độ lệch chuẩn cũng như của chỉ số Jarque-Bera chứng tỏ sự chênh lệch khá lớn về số tuổi của các doanh nghiệp trong mẫu khảo sát. Bên cạnh đó, số lao động trung bình của các doanh nghiệp trong mẫu khảo sát (9,3 người) là khá thấp so với tiêu chí lao động trong

khái niệm doanh nghiệp vừa và nhỏ do Nghị định số 90/2001/NĐ-CP của Chính phủ đưa ra. Tương tự, giá trị vốn trung bình của các doanh nghiệp trong mẫu (2.448,9 triệu đồng) chỉ bằng khoảng ¼ giá trị vốn do Nghị định trên đưa ra. Cả hai khía cạnh này chứng tỏ quy mô của các doanh nghiệp trong mẫu khảo sát là khá nhỏ. Tuy nhiên, giá trị vốn bình quân trên mỗi lao động của các doanh nghiệp lên đến 312,8 triệu. Đây là con số khá cao, chứng tỏ các doanh nghiệp nói trên có xu hướng ưu tiên sử dụng vốn hơn là lao động. Đây là dấu hiệu tốt trong dài hạn, mặc dù trước mắt các doanh nghiệp này chưa tạo ra được nhiều công ăn, việc làm cho người lao động.

Một điều đáng lưu ý là tỷ suất lợi nhuận trung bình của các doanh nghiệp trong mẫu khảo sát là không cao (16,5%). Bên cạnh đó, chênh lệch tỷ suất lợi nhuận giữa các doanh nghiệp trong mẫu không lớn vì cả độ lệch chuẩn và chỉ số Jarque-Bera đều có giá trị tương đối nhỏ. Tỷ suất lợi nhuận thấp phản ánh tình hình kinh doanh khó khăn của các doanh nghiệp trong thời gian gần đây do chi phí sản xuất tăng, nguồn nguyên liệu ngày càng khan hiếm, thu nhập của người tiêu dùng bị ảnh hưởng bởi lạm phát nên nhu cầu giảm, thị trường hàng hóa trong nước bị thu hẹp do hàng ngoại nhập, v.v. trong khi công nghệ sản xuất lại khá lạc hậu.

3.2. Thực trạng vay vốn

Mục tiêu của phần này là phân tích thực trạng vay vốn và kiểm định sự khác biệt giữa các doanh nghiệp trong mẫu khảo sát để làm cơ sở cho các phân tích ở phần sau. Theo kết quả khảo sát, có 111 doanh nghiệp đã từng vay vốn (chiếm 46,8% số doanh nghiệp trong mẫu) và 126 doanh nghiệp quyết định không vay (53,2%). Số liệu khảo sát cũng cho thấy tiền vay của các doanh nghiệp được sử dụng vào các mục đích phát triển doanh nghiệp như bổ sung vốn lưu động, mở rộng nhà xưởng, huấn luyện, đào tạo nhân viên, dự trữ nguyên liệu cho sản xuất, v.v.

Bảng **2. Khác biệt giữa doanh nghiệp có vay và doanh nghiệp không vay**

Tiêu chí	*Doanh nghiệp có vay*	*Doanh nghiệp không vay*	*Kiểm định t*
Số doanh nghiệp	111	126	-
Tuổi của doanh nghiệp (năm)	7,3	6,8	2,068
Số lao động (người)	12,7	6,3	8,415
Giá trị tài sản cố định (triệu đồng)	2.490,4	581,1	7,885
Tổng vốn (triệu đồng)	4.135,0	963,5	8,895
Vốn tính trên mỗi lao động	435,8	204,5	9,744
Doanh thu (triệu đồng)	4.280,7	1.004,4	7,521
Lợi nhuận (triệu đồng)	550,5	135,9	6,250
Tỷ suất lợi nhuận (%)	14,3	18,3	-11,244

Nguồn: Tự khảo sát.

Kết quả trong Bảng 2 cho thấy sự khác biệt rõ rệt giữa nhóm doanh nghiệp có vay và doanh nghiệp không vay. Nhóm doanh nghiệp có vay có thời gian hoạt động dài hơn nhóm doanh nghiệp không vay (7,3 năm so với 6,8 năm). Tuy nhiên, điều đáng lưu ý nhất là có sự khác biệt rất lớn (tất cả đều có ý nghĩa ở mức 1%) đối với các đại lượng đo lường quy mô (số lao động, giá trị tài sản cố định, tổng vốn, doanh thu, v.v.) giữa hai nhóm doanh nghiệp có vay và không vay. Nói chung, quy mô của các doanh nghiệp có vay lớn hơn đáng kể so với các doanh nghiệp không vay. Hai khía cạnh này cho thấy các doanh

nghiệp hoạt động lâu năm và có quy mô lớn rất có ưu thế về cơ hội vay vốn so với các doanh nghiệp trẻ và có quy mô nhỏ.

Bảng 2 còn cho thấy lợi nhuận tuyệt đối của nhóm doanh nghiệp có vay lớn hơn nhiều so với nhóm doanh nghiệp không vay, chứng tỏ tầm quan trọng của vốn vay (chẳng hạn như giúp doanh nghiệp tận dụng các cơ hội kinh doanh có được, đầu tư vào các dự án mới để mở rộng quy mô, dự trữ nguyên liệu cho sản xuất, v.v.) Tuy nhiên, tỷ suất lợi nhuận (tính trên doanh thu) của nhóm doanh nghiệp có vay lại thấp hơn tỷ suất lợi nhuận của nhóm không vay. Đây có thể là kết quả của việc sử dụng vốn vay chưa có hiệu quả cao nhất vì quy mô lớn có thể vượt quá khả năng quản lý toàn diện của doanh nghiệp.

4. Kết quả kiểm định

4.1. Xác định và giải thích mô hình

Để đạt được mục tiêu nghiên cứu (đó là phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến quyết định vay vốn của doanh nghiệp) bài viết sẽ sử dụng mô hình sau:

$$\begin{aligned} QDVAY &= \alpha_0 + \alpha_1 QUYMO + \alpha_2 TUOI + \alpha_3 RUIRO + \alpha_4 TTRUONGDT + \\ &+ \alpha_5 LNHUAN + \alpha_6 HOCVAN + \alpha_7 NTKDOANH + \alpha_8 SANXUAT + \alpha_9 DICHVU + \\ &+ \alpha_{10} HLUYEN + \alpha_{11} VON_LD + \alpha_{12} TSVLD. \end{aligned}$$

Trong đó:

Biến phụ thuộc (*QDVAY*) có giá trị là 1 nếu doanh nghiệp có vay vốn từ các tổ chức tín dụng và có giá trị là 0 nếu không vay. Do biến phụ thuộc chỉ có hai giá trị là 1 và 0 nên bài viết sẽ sử dụng phương pháp hồi quy xác suất (binary logit).

QUYMO là quy mô của doanh nghiệp, đo lường bằng giá trị tài sản cố định. Như đã phân tích, α_2 được kỳ vọng có giá trị dương vì quy mô càng lớn thì doanh nghiệp càng có xu hướng vay thường xuyên hơn.

TUOI là số tuổi hay số năm hoạt động của doanh nghiệp. Mô hình hồi quy của bài viết này sẽ sử dụng lần lượt hai biến số tuổi của doanh nghiệp (*TUOI*) và thời gian làm quản lý của người quản lý doanh nghiệp (*TGQUANLY*). Hai biến số này khá giống nhau về mặt ý nghĩa và có mối quan hệ cùng chiều nên được sử dụng thay thế để kiểm chứng độ tin cậy của mô hình.

RUIRO là mức độ rủi ro mà doanh nghiệp gặp phải. Biến số này có giá trị là 1 nếu rủi ro là thấp, 2 nếu rủi ro là vừa phải, 3 nếu rủi ro cao và 4 nếu rủi ro rất cao. Như đã phân tích, α_3 được kỳ vọng có giá trị dương.

TTRUONGDT là tăng trưởng doanh thu. Biến số này được sử dụng để đo lường cơ hội tăng trưởng của doanh nghiệp. Do doanh nghiệp có cơ hội tăng trưởng càng cao thì sẽ cần càng nhiều vốn nên sẽ có xu hướng vay vốn thường xuyên hơn. Do đó, α_4 được kỳ vọng sẽ có giá trị dương.

LNHUAN là lợi nhuận của doanh nghiệp. Như đã phân tích, α_5 được kỳ vọng là sẽ mang giá trị dương do doanh nghiệp muốn bù trừ tiền thuế thu nhập doanh nghiệp bằng cách đi vay.

HOCVAN là trình độ học vấn của người quản lý doanh nghiệp. Biến số này có giá trị là 1 nếu người quản lý doanh nghiệp có trình độ đại học và có giá trị là 0 nếu chưa có. Theo các nhà nghiên cứu, trình độ học vấn càng cao thì khả năng tiếp thu khoa học kỹ

thuật cũng như khoa học quản lý kinh tế hiện đại sẽ tốt hơn, tạo ra động cơ lợi nhuận khiến doanh nghiệp đi vay thường hơn. Do đó, $\alpha_6 > 0$.

NTKDOANH là biến số có giá trị 1 nếu người quản lý doanh nghiệp có bạn bè, người thân làm chủ một (hay nhiều) doanh nghiệp khác và có giá trị là 0 nếu không có. Theo lý thuyết về "vốn xã hội" trong kinh doanh, việc có bạn bè, người thân cùng kinh doanh sẽ tạo thêm uy tín cho doanh nghiệp, đồng thời làm giảm mức độ bất đối xứng của thông tin (vì các tổ chức tín dụng có thể tìm hiểu thông tin về doanh nghiệp thông qua bạn bè, người thân của họ, mà những người này cũng là khách hàng của các tổ chức tín dụng). Do đó, doanh nghiệp có thể đi vay thường xuyên hơn. Như vậy, $\alpha_7 > 0$.

Số liệu sử dụng trong bài viết được thu thập từ các doanh nghiệp hoạt động trong ba lĩnh vực chủ yếu là sản xuất, thương mại và dịch vụ. Do các doanh nghiệp trong mỗi lĩnh vực có thể có động cơ vay vốn khác nhau nên mô hình kiểm định bao gồm hai biến số *SANXUAT* và *DICHVU* để phân biệt sự khác nhau này. *SANXUAT* là biến số giả có giá trị là 1 nếu doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực sản xuất và có giá trị là 0 nếu doanh nghiệp hoạt động trong hai lĩnh vực còn lại (thương mại và dịch vụ). Tương tự, *DICHVU* cũng là một biến số giả có giá trị là 1 nếu doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực dịch vụ và có giá trị là 0 nếu hoạt động trong hai lĩnh vực còn lại (sản xuất và thương mại). Như vậy, α_9 và α_{10} lần lượt đo lường mức độ khác biệt trong quyết định vay vốn giữa các doanh nghiệp ở các lĩnh vực khác nhau của nền kinh tế.

HLUYEN là biến số đo lường số lần dự các lớp huấn luyện của chủ doanh nghiệp. Việc dự các lớp huấn luyện thường xuyên có thể giúp người quản lý nâng cao năng lực quản lý, tạo dựng mối quan hệ mới, hiểu rõ hơn các thủ tục, chính sách mới, v.v. Tất cả điều này tạo ra cơ hội phát triển tốt hơn cho doanh nghiệp. Vì vậy, α_{10} được kỳ vọng sẽ có giá trị dương.

Cuối cùng, hai biến số *VON_LD* và *TSVLD* lần lượt đo lường số lượng vốn tính trên mỗi người lao động và vốn lưu động tính trên doanh thu. Do hai biến số này cùng đo lường mức độ thâm dụng vốn nên cả α_{11} và α_{12} được kỳ vọng là sẽ có giá trị dương. Nói cách khác, các doanh nghiệp có mức độ thâm dụng vốn cao thường có xu hướng đi vay do sự giới hạn của vốn tự có.

4.2. Phân tích kết quả kiểm định

Trước khi thực hiện hồi quy để đi đến kết quả kiểm định, các công cụ phân tích thống kê đã được sử dụng để kiểm tra giá trị của các biến số trong mô hình nhằm tránh các hiện tượng có thể làm lệch kết quả hồi quy (chẳng hạn như vấn đề đa cộng tuyến). Kết quả kiểm tra cho thấy các biến số trên là phù hợp. Do giới hạn của quy mô bài viết nên phần này chỉ trình bày kết quả kiểm định cuối cùng (Bảng 3) thông qua phương pháp hồi quy xác suất (binary logit) với giá trị của biến phụ thuộc là 1 (có vay) và 0 (không vay).

Cột 1 của Bảng 3 cho thấy biến số *QUYMO* có hệ số dương ở mức ý nghĩa 1%, nghĩa là quy mô của doanh nghiệp có ảnh hưởng thuận chiều đến quyết định vay của doanh nghiệp, giống như kết luận của lý thuyết và các kiểm định thực tế trình bày trong phần cơ sở lý luận. Tuy nhiên, biến số *TUOI* lại không có ý nghĩa, có thể là do tuổi của các doanh nghiệp trong mẫu tương đối trẻ (như đã phân tích ở trên) nên chưa tạo dựng được mối quan hệ bền vững với các tổ chức tín dụng và chưa trở thành động lực đi vay của doanh nghiệp. Tương tự, biến *RUIRO* cũng không có ý nghĩa, chứng tỏ lập luận cho rằng rủi ro cao kích thích các doanh nghiệp đi vay để chia sẻ rủi ro là chưa phù hợp với

các doanh nghiệp trong mẫu khảo sát. Đây là một thông tin hữu ích đối với các tổ chức tín dụng. Nếu các doanh nghiệp không quyết định đi vay vì động cơ chia sẻ rủi ro thì xác suất trả nợ sẽ cao. Khi đó, các tổ chức tín dụng có thể an tâm hơn khi ra quyết định cho vay.

Cột 1 của Bảng 3 cũng cho thấy biến số *TTRUONGDT* có hệ số dương ở mức ý nghĩa 5% và biến số *LNHUAN* có hệ số dương ở mức ý nghĩa ở mức 1%. Hai kết quả này giúp khẳng định tính phù hợp của quan điểm cho rằng cơ hội tăng trưởng (thể hiện qua tốc độ tăng trưởng doanh thu) và lợi nhuận cao sẽ kích thích các doanh nghiệp sử dụng vốn vay thường xuyên hơn.

Bảng **3. Kết quả hồi quy**

Biến phụ thuộc: **QDVAY – có giá trị là 1 nếu có vay và 0 nếu không vay**

Biến số	*Mô hình* 1 (1)	*Mô hình* 2 (2)
Hằng số C	-7,2017*** (0,0000)	-7,3749*** (0,0000)
QUYMO	0,0006* (0,0564)	0,0006* (0,0688)
TUOI	-0,0097 (0,8541)	
TGQUANLY		0,0264 (0,5718)
RUIRO	0,3117 (0,2856)	0,2924 (0,3155)
TTRUONGDT	0,8457** (0,0219)	0,8478** (0,0222)
LNHUAN	0,0041*** (0,0043)	0,0042*** (0,0045)
HOCVAN	1,6194*** (0,0005)	1,6769*** (0,0004)
NTKDOANH	1,1855** (0,0115)	1,1389** (0,0163)
SANXUAT	1,0691** (0,0499)	1,0784** (0,0462)
DICHVU	0,5872 (0,2111)	0,6350 (0,1766)
HLUYEN	-0,0521 (0,4776)	-0,0582 (0,4229)
VON_LD	0,0029*** (0,0076)	0,0028*** (0,0078)
TSVLD	0,8211** (0,0243)	0,8242** (0,0242)
Số quan sát (N)	237	237
McFadden R^2	0,4349	0,4358

Nguồn: Tự khảo sát.

Ghi chú: *** – mức ý nghĩa 1%, ** – mức ý nghĩa 5% và * – mức ý nghĩa 10%.

Mặc dù kết quả trên đã cung cấp một cái nhìn cơ bản về quyết định vay của doanh nghiệp nhưng ta không thể kết luận được đây là toàn bộ các biến số có ảnh hưởng đến quyết định vay của họ. Chính vì vậy, mô hình kiểm định phải bao gồm thêm các biến số có liên quan. Với mục tiêu này, biến số trình độ học vấn của người quản lý doanh nghiệp (*HOCVAN*) được đưa vào mô hình. Biến số này có hệ số dương ở mức ý nghĩa 1%, chứng tỏ tầm quan trọng của trình độ học vấn của người quản lý doanh nghiệp đối với quyết định vay. Điều này cũng khá dễ hiểu vì những người quản lý có trình độ càng cao (nhất là trình độ đại học) thì càng có nhiều thông tin, mối quan hệ rộng (kể cả với các tổ chức tín dụng), thông hiểu các thể chế, quy định, v.v. nên sẽ có xu hướng vay vốn thường xuyên hơn.

Cũng giống như *HOCVAN*, biến số *NTKDOANH* cũng có hệ số dương ở mức ý nghĩa 5%, cho thấy tác động tích cực của "vốn xã hội" đến quyết định vay vốn của các doanh nghiệp. Cột 1 của Bảng 3 cho thấy biến số *SANXUAT* có hệ số dương ở mức ý nghĩa 5% nhưng biến số *DICHVU* lại không có ý nghĩa mặc dù cũng có hệ số dương. Điều này cho phép khẳng định là quyết định vay vốn của các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực dịch vụ không khác với quyết định này của các doanh nghiệp hoạt động

trong lĩnh vực thương mại, nhưng các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực sản xuất lại có xu hướng vay vốn thường xuyên hơn do có nhu cầu cao hơn. Biến số *HLUYEN* không có ý nghĩa, cho thấy việc người quản lý dự các lớp huấn luyện ngắn hạn không có ảnh hưởng đến quyết định vay của doanh nghiệp.

Điều rất đáng lưu ý là cả hai biến số đo lường mức độ thâm dụng vốn đều có ý nghĩa. Cụ thể, biến số *VON_LD* có hệ số dương ở mức ý nghĩa 1% và biến số *TSVLD* cũng có hệ số dương ở mức ý nghĩa 5%. Kết quả này cho thấy các doanh nghiệp có mức độ thâm dụng vốn cao hơn thì sẽ có xu hướng vay vốn thường xuyên hơn để duy trì định hướng của mình.

Để khẳng định tính phù hợp của mô hình và tính chắc chắn của kết quả kiểm định, cột 2 của Bảng 2 sử dụng biến số *TGQUANLY* thay cho *TUOI*. Hai biến số này không hoàn toàn giống nhau nhưng khá giống nhau về mặt ý nghĩa và có mối quan hệ cùng chiều nên được sử dụng thay thế nhau. Khi thay thế các biến số này, độ lớn, dấu và mức ý nghĩa của các biến số trong mô hình hầu như không thay đổi. Sự ổn định này khẳng định tính phù hợp của mô hình. Cuối cùng, kết quả của mô hình trên càng được củng cố với việc giá trị R^2 cũng có mức độ khác biệt rất nhỏ giữa hai cột của Bảng 3.

5. Kết luận và kiến nghị

5.1. Kết luận

Mục tiêu của bài viết này là nghiên cứu ảnh hưởng của các yếu tố đến quyết định vay vốn của các doanh nghiệp thông qua việc sử dụng số liệu sơ cấp từ 237 doanh nghiệp ngoài quốc doanh ở ĐBSCL. Lý thuyết về quyết định vay vốn của các doanh nghiệp thường đề cập đến các yếu tố như quy mô, thời gian hoạt động (tuổi), rủi ro, cơ hội tăng trưởng, lợi nhuận, v.v. của doanh nghiệp. Ngoài các yếu tố này, các mô hình thực nghiệm còn bổ sung nhiều yếu tố khác như học vấn, "vốn xã hội", lĩnh vực kinh doanh cũng như mức độ thâm dụng vốn.

Để kiểm định ảnh hưởng của các yếu tố nói trên đến quyết định vay của doanh nghiệp, bài viết sử dụng phương pháp hồi quy xác suất (binary logit) với biến phụ thuộc (*QDVAY*) có hai giá trị là 1 nếu doanh nghiệp có vay và 0 nếu không muốn vay. Kết quả kiểm định cho thấy ảnh hưởng của phần lớn các yếu tố đến quyết định vay vốn đều giống như dự báo của lý thuyết cũng như kết quả kiểm định của các nghiên cứu thực nghiệm trước đây, ngoại trừ hai biến số là tuổi của doanh nghiệp và mức độ rủi ro mà doanh nghiệp gặp phải. Tuổi của các doanh nghiệp trong mẫu còn khá trẻ nên chưa tạo dựng được mối quan hệ lâu dài cũng như uy tín đối với các tổ chức tín dụng nên chưa trở thành động cơ của doanh nghiệp trong việc đưa ra quyết định vay vốn. Tương tự, chia sẻ rủi ro không phải là động cơ khiến các doanh nghiệp quyết định đi vay nên các tổ chức tín dụng có thể an tâm khi đưa ra quyết định cho vay.

Cuối cùng, bài viết cho thấy các doanh nghiệp có quy mô nhỏ và còn trẻ thường lại có xu hướng tự hạn chế mình bởi quyết định sử dụng vốn tự có mà không đi vay. Điều này làm thu hẹp cơ hội phát triển của bản thân và khó có thể tồn tại bền vững dưới áp lực cạnh tranh của thị trường.

5.2. Kiến nghị

Phân tích của bài viết cho thấy quyết định vay vốn của các doanh nghiệp được dựa trên các yếu tố rất đáng tin cậy như cơ hội tăng trưởng, lợi nhuận, trình độ học vấn, quy mô vốn, v.v. Các đại lượng này phụ thuộc vào năng lực nội tại của doanh nghiệp nhưng đồng thời cũng phụ thuộc vào chính sách vĩ mô của Chính phủ. Chính vì vậy, việc duy trì chính sách vĩ mô phù hợp tạo thuận lợi cho các doanh nghiệp là điều hết sức cần thiết để khích lệ doanh nghiệp vay vốn để mở rộng quy mô. Các chính sách vĩ mô này có thể là kiềm chế lạm phát, hạn chế việc sử dụng quá mức nguồn tài nguyên tự nhiên, chính sách đào tạo (kể cả dài hạn và ngắn hạn) nhằm cung cấp một lực lượng lao động chất lượng cao cho doanh nghiệp, cung cấp thông tin thị trường, v.v. qua đó giúp các doanh nghiệp có cơ hội tăng trưởng tốt hơn, lợi nhuận cao hơn.

Phân tích của bài viết còn cho thấy các doanh nghiệp quy mô nhỏ và trẻ thường quyết định không vay vì tự đánh giá là ít có cơ hội vay được. Do đó, chính sách ưu tiên để giúp các doanh nghiệp này có thể vay vốn dễ dàng hơn cũng cần được xem xét.

Tài liệu tham khảo

1. Barclay, S.L., C. Smith và R. Watts, 1995, "The Determinants of Corporate Leverage and Dividend," *Journal of Applied Corporate Finance* 7, tr. 4–19.
2. Barton, S.L., N.C. Hill và S. Sundaram, 1989, "An Empirical Test of Stakeholder Theory Predictions of Capital Structure," *Financial Management* 18(1), tr. 36–44.
3. Berger, A.N. và G.F. Udell, 1998, "The Economics of Small Business Finance," *Journal of Banking and Finance* 22, tr. 613–673.
4. Casson, M. và M.D. Giusta, 2007, "Entrepreneurship and Social Capital," *International Small Business Journal* 25(3), tr. 220–244.
5. Jensen, G., D. Solberg và T. Zorn, 1992, "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies," *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 27, tr. 247–261.
6. Jordan, J., J. Lowe và P. Taylor, 1998, "Strategy and Financial Policy in UK Small Firms," *Journal of Business Finance & Accounting* 25(1&2), tr. 1–27.
7. Lopez-Gracia và F. Sogorb-Mira, 2008, "Testing Trade-off and Pecking Order Theories Financing SMEs," *Small Business Economics* 31, tr. 117–136.
8. Michaelas, N., F. Chittenden và P. Poutziouris, 1999, "Financial Policy and Capital Structure Choice in UK SME: Empirical Evidence from Company Panel Data," *Small Business Economics* 12, tr. 113–130.
9. Rajan, R.G. và L. Zingales, 1995, "What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data," *Journal of Finance* 50(5), tr. 1421–1460.
10. Sogorb-Mira, F., 2005, "How SME Uniqueness Affects Capital Structure: Evidence from a 1994– 1998 Spanish Data Panel," *Small Business Economics* 25, tr. 447–457.
11. Stiglitz, J.E. và A. Weiss, 1981, "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information," *American Economic Review* 71(3), tr. 393–410.
12. Titman, S. và R. Vessels, 1988, "The Determinants of Capital Structure Choices," *Journal of Finance* 43(1), tr. 1–19.