
PHÁT TRIỂN TÀI CHÍNH VÀ TĂNG TRƯỞNG DOANH NGHIỆP: TRƯỜNG HỢP VÙNG KINH TẾ TRỌNG ĐIỂM PHÍA NAM

Huỳnh Thế Nguyễn

Trường Đại học Tài chính - Marketing

Email: huynhthenguyen@ufm.edu.vn

Mã bài: JED - 265

Ngày nhận bài: 28/06/2021

Ngày nhận bài sửa: 10/10/2021

Ngày duyệt đăng: 05/11/2021

Tóm tắt

Bài báo này phân tích ảnh hưởng của phát triển tài chính đến tăng trưởng doanh nghiệp: trường hợp Vùng kinh tế trọng điểm phía Nam. Kết quả phân tích bằng kỹ thuật mô men tổng quát (GMM) cho bộ dữ liệu doanh nghiệp được thu thập từ Tổng cục Thống kê trong giai đoạn 2005 – 2018 cho thấy phát triển tài chính đóng vai trò quan trọng cho tăng trưởng doanh nghiệp. Tuy nhiên, việc cung cấp tài chính để bù đắp quy mô có khả năng gia tăng doanh số nhưng suy giảm khả năng tăng trưởng doanh nghiệp. Như vậy, các doanh nghiệp trong Vùng kinh tế trọng điểm phía Nam cần phải chú trọng phát triển tài chính để tăng cường đầu tư và thiết kế quy mô hợp lý để thúc đẩy quá trình tăng trưởng.

Từ khóa: Phát triển tài chính; Tăng trưởng doanh nghiệp; Vùng kinh tế trọng điểm phía Nam.

Mã JEL: C23; D01; G30; I25.

Financial development and firm growth: a case of the Southern Key Economic Zone

Abstract

This paper analyzes the impact of financial development on firm growth with the case of the Southern key economic zone. The method employed in the research is GMM for testing hypotheses of the data collected from the General Statistics Office in the period 2005 – 2018. The results show that financial development plays an important role in firm growth. However, providing financing to offset their scale has the potential to increase their sales but reduce the capability of their growth. Thus, firms in the Southern key economic zone need to focus on financial development for increasing their investments and design a reasonable scale for promoting their growth.

Keywords: Financial development; firm growth; Southern key economic zone.

JEL Codes: C23; D01; G30; I25.

1. Giới thiệu

Vùng kinh tế trọng điểm phía Nam bao gồm các tỉnh, thành phố: Bà Rịa – Vũng Tàu, Bình Dương, Bình Phước, Long An, Tây Ninh, Tiền Giang và thành phố Hồ Chí Minh. Đây là vùng kinh tế trọng điểm của Miền Nam và cả nước. Năm 2017, dân số Vùng kinh tế trọng điểm phía Nam chỉ chiếm 21,14% và lực lượng lao động chiếm 20,14% nhưng đóng góp đến 37,48% GDP và 40,94% tổng thu ngân sách của cả nước (Tổng cục Thống kê, 2019). Thành quả này có sự đóng góp phần lớn của khu vực công nghiệp và các doanh nghiệp trên địa bàn. Theo Tổng cục Thống kê (2019), Vùng kinh tế trọng điểm phía Nam có 236,6 nghìn doanh nghiệp, chiếm 36,14% số doanh nghiệp và đóng góp hơn 41,74% các khoản thu thuế, phí từ doanh nghiệp trong cả nước vào năm 2017. Điều này cho thấy tăng trưởng doanh nghiệp ở Vùng kinh tế trọng điểm phía Nam có ý nghĩa quan trọng cho khu vực phía Nam và cả nước.

Về mặt học thuật, tăng trưởng doanh nghiệp là một đặc điểm thiết yếu của nền kinh tế thị trường (Dosi & cộng sự, 2020) và các doanh nghiệp chỉ có thể tạo ra giá trị thông qua tăng trưởng (Vaz, 2021). Ở cấp độ vi

mô, tăng trưởng doanh nghiệp tạo ra nhiều việc làm mới; ở cấp độ vĩ mô, tăng trưởng doanh nghiệp không chỉ tạo ra của cải và phát triển của xã hội (Ahlstrom, 2010; Vaz, 2021) mà còn là nguồn thúc đẩy sự phát triển các ngành công nghiệp (Dosi & cộng sự, 2020). Do đó, các doanh nghiệp tăng trưởng cao thì có nhiều đóng góp lớn vào sự thịnh vượng kinh tế (Vincent & cộng sự, 2021). Chính vì thế, nhiều nghiên cứu thực nghiệm đã đo lường và đánh giá tăng trưởng doanh nghiệp (Vaz, 2021). Các nghiên cứu chứng minh tầm quan trọng các động cơ của doanh nhân trong sự phát triển của doanh nghiệp (Zhou & Wit, 2009); kiểm tra tác động của các nhân tố ảnh hưởng đến tăng trưởng doanh nghiệp thông qua kiểm tra định luật Gibrat (Burger & cộng sự, 2017); ảnh hưởng của các nguồn lực của doanh nghiệp (vốn, lao động, tài sản,...) đến tăng trưởng (Gilbert & cộng sự, 2006; Zhou & Wit, 2009); vai trò của nguồn lực tài chính đến phát triển doanh nghiệp (Arellano & cộng sự, 2012; Lee & cộng sự, 2019).

Mặc dù mối quan hệ giữa phát triển tài chính và tăng trưởng đã được quan tâm nghiên cứu qua nhiều thập kỷ nhưng hầu hết nghiên cứu đều xem xét sự phát triển tài chính ở cấp độ quốc gia và đánh giá tác động của phát triển tài chính đến tăng trưởng kinh tế bằng các dữ liệu quốc gia hoặc xuyên quốc gia (Topcu & Çoban, 2017; Tran & cộng sự, 2020). Hiểu biết về tác động của phát triển tài chính đến tăng trưởng doanh nghiệp chưa nhiều (Mishra & Deb, 2018) và các đánh giá còn khiêm tốn (Topcu & Çoban, 2017; O'Toole & Newman, 2017). Mặc dù tài chính rất quan trọng với doanh nghiệp nhưng liên kết giữa phát triển tài chính và tăng trưởng doanh nghiệp không giống như mối liên kết chặt chẽ giữa khu vực tài chính và doanh nghiệp trong lý thuyết tài chính doanh nghiệp (Mishra & Deb, 2018). Phát triển tài chính để làm giảm các khó khăn tài chính nhằm làm giảm độ nhạy cảm của dòng tiền đầu tư, từ đó có tác động tích cực đến đầu tư của doanh nghiệp (Gupta & Mahakud, 2019).

Nghiên cứu này cố gắng mở rộng hiểu biết về vai trò của phát triển tài chính đối với quá trình tăng trưởng doanh nghiệp. Điều này đã vượt qua các giới hạn về ảnh hưởng của phát triển tài chính đến cường độ đầu tư của doanh nghiệp trong O'Toole & Newman (2017), Gupta & Mahakud (2019), khái quát không gian ảnh hưởng tài chính trong giả thuyết tài chính dẫn dắt của Topcu & Çoban (2017), phát triển tài chính ảnh hưởng đến nguồn tài chính và tăng trưởng của công ty thông qua sự sẵn có tín dụng của Arellano & cộng sự (2012). Hơn nữa, bài viết sử dụng dữ liệu về các chỉ tiêu kinh tế của doanh nghiệp được tổng hợp đến cấp tỉnh và kỹ thuật GMM để đánh giá ảnh hưởng của phát triển tài chính đối với tăng trưởng doanh nghiệp. Điều này vừa đảm bảo tính nhất quán của dữ liệu vừa hạn chế tính phóng đại của khu vực tài chính cho các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu.

2. Cơ sở lý thuyết

Theo Tingle (2015), tăng trưởng doanh nghiệp là một thuật ngữ được sử dụng rộng rãi trong nghiên cứu học thuật nhưng đến nay vẫn chưa có một định nghĩa được chấp nhận chung. Đó là do tăng trưởng doanh nghiệp phản ánh một quá trình phức tạp, không đồng nhất, nhiều vấn đề mang tính chiến lược và liên quan đến những quan điểm rất khác nhau (Brenner & Schimke, 2015). Penrose (1995) cho rằng có thể định nghĩa theo hai cách khác nhau, bao gồm: (1) sự gia tăng của một số lượng cụ thể như doanh thu, sản xuất hoặc xuất khẩu; (2) một quá trình phát triển về quy mô hoặc cải thiện chất lượng. Trong khi đó, Dosi & cộng sự (2020) lập luận rằng tăng trưởng doanh nghiệp là một quá trình mà các doanh nghiệp không chỉ theo đuổi các cơ hội thị trường mà còn tổ chức các hoạt động để thu nhận và tích lũy các nguồn lực cần thiết để khai thác các cơ hội đó. Như vậy, tăng trưởng doanh nghiệp có thể hiểu là sự gia tăng về quy mô như là doanh thu, giá trị gia tăng hoặc tài sản, lao động.

Trong khi đó, phát triển tài chính có thể được định nghĩa là những cải thiện trong lĩnh vực tài chính (Pradhan & cộng sự, 2014) để phân bổ hiệu quả các nguồn lực hiệu quả trong nền kinh tế (Cherif & Dreger, 2016). Phát triển tài chính được mô tả là các kết hợp chiều sâu, khả năng tiếp cận, hiệu quả và sự ổn định trong các hoạt động tài chính (Gupta & Mahakud, 2019) để đạt được sự phát triển cho toàn khu vực tài chính (Zaman & cộng sự, 2012). Do đó, King & Levine (1993) chỉ ra rằng sự phát triển tài chính của một quốc gia là quan trọng đối với hoạt động của doanh nghiệp và tăng trưởng nền kinh tế. Điều này là do hệ thống tài chính có ảnh hưởng đến nền kinh tế thực thông qua việc tăng tỷ lệ tiết kiệm và đầu tư hoặc cải thiện hiệu quả trong tích lũy vốn (Topcu & Çoban, 2017). Trong đó, các chức năng nổi bật của hệ thống tài chính là phân bổ nguồn lực, huy động tiết kiệm, hỗ trợ quản lý rủi ro, kiểm soát doanh nghiệp và góp phần thúc đẩy

các giao dịch hàng hóa, dịch vụ (Levine, 2005).

Abu-Bader & Abu-Qarn (2008) phát hiện phát triển tài chính có vai trò quan trọng đối với tăng trưởng kinh tế dài hạn thông qua tác động của các dịch vụ trong khu vực tài chính đối với tích lũy vốn và đổi mới công nghệ. Đồng thời, phát triển tài chính cho phép các doanh nghiệp duy trì sản xuất kinh doanh (King & Levine, 1993), nâng cao khả năng tiếp cận vốn (Rajan & Zingales, 1998; Owen & Pereira, 2018), cải thiện cấu trúc vốn (Fafchamps & Schündeln, 2013) và đẩy nhanh tốc độ tăng trưởng (O'Toole & Newman, 2017). Chính vì thế, phát triển tài chính cho phép các doanh nghiệp tạo điều kiện thuận lợi để nâng cao hiệu quả hoạt động và gia tăng lợi nhuận (King & Levine, 1993; Levine, 2005), giảm các cú sốc bất cân xứng và các biến động tăng trưởng thông qua các hoạt động đầu tư tư nhân thuận lợi, suôn sẻ (Aghion & cộng sự, 2010; Chauvet & Jacolin, 2017). Do đó, phát triển tài chính sẽ thúc đẩy tăng trưởng doanh số, năng suất, tỷ lệ đầu tư và cường độ xuất khẩu của các doanh nghiệp (Harrison & cộng sự, 2014).

Ngoài ra, phát triển tài chính tạo ra sự cạnh tranh giữa các tổ chức tài chính trong khâu đa dạng hóa các sản phẩm, cung cấp khối lượng và giá cả tín dụng cho các doanh nghiệp (Chauvet & Jacolin, 2017). Phát triển tài chính thúc đẩy tăng trưởng (King & Levine, 1993; Levine & cộng sự, 2000), cải thiện hạn chế tài chính và thúc đẩy đầu tư cho các doanh nghiệp (O'Toole & Newman, 2017). Trong đó, việc thành lập và mở rộng các tổ chức tài chính sẽ bù đắp sự không hoàn hảo và sai lệch của các thị trường tín dụng. Các trung gian tài chính góp phần làm giảm chi phí thu thập và xử lý thông tin từ đó cải thiện việc phân bổ nguồn lực (Levine, 2005; Tran & cộng sự, 2020). Nếu không có các trung gian tài chính hoặc không có các thỏa thuận tài chính thì các doanh nghiệp gặp nhiều hạn chế trong khâu huy động tín dụng và các khoản tiết kiệm. Do đó, các thông tin và chi phí giao dịch, các hợp đồng tài chính có thể phát sinh các điều kiện thuận lợi để dễ dàng giao dịch, phòng ngừa rủi ro (Tran & cộng sự, 2020) dẫn đến phân bổ tốt nguồn lực và tăng trưởng doanh nghiệp (Levine, 2005). Hơn nữa, sự thiếu vắng các trung gian tài chính làm cho các nhà đầu tư phải đối mặt với chi phí cố định lớn liên quan đến việc định giá tài sản, đánh giá doanh nghiệp và điều kiện kinh tế. Điều này làm cho vốn không thể chảy vào các khoản đầu tư sinh lời (Levine, 2005). Chính vì thế, hệ thống tài chính cung cấp các chức năng thúc đẩy tăng trưởng doanh nghiệp và nền kinh tế bằng cách nâng cao khối lượng nguồn tài chính để đầu tư và nâng cao hiệu quả phân bổ nguồn lực (Levine, 2005; Tran & cộng sự, 2020).

3. Mô hình và phương pháp nghiên cứu

3.1. Mô hình và dữ liệu nghiên cứu

Evans (1987a) đề xuất phương pháp xác định tăng trưởng doanh nghiệp như sau:

$$Growth = Ln\left(\frac{S_t}{S_{t-1}}\right) = LnS_t - LnS_{t-1} \quad (1)$$

Đồng thời, mối quan hệ giữa các đại lượng tạo ra tăng trưởng doanh nghiệp được mô tả bằng phương trình Evans (1987b) có dạng:

$$S_{it} = G(A_{it}, S_{i(t-1)}) S_{i(t-1)} e_{it} \quad (2)$$

Trong đó, S_{it} là đại lượng tham gia xác định tăng trưởng doanh nghiệp và thường được định danh là quy mô của doanh nghiệp, A_{it} là véc tơ các yếu tố tạo tăng trưởng doanh nghiệp, e_{it} là sai số, được giả thuyết có phương sai không đổi. Phương trình (2) có thể được viết lại như sau:

$$lnS_{it} - lnS_{i(t-1)} = lnG(A_{it}, S_{i(t-1)}) + u_{it} \quad (3)$$

Sai số u_{it} được giả thuyết có trung bình bằng 0, phương sai không đổi và độc lập với A_{it} , $S_{i(t-1)}$. Đồng thời, Evans (1987b) cho rằng $lnG(A, S)$ được triển khai dạng một đa thức bậc hai nên (1) và (3) được viết lại thành:

$$Growth_{it} = lnS_{it} - lnS_{i(t-1)} = b_0 + b_1 lnS_{i(t-1)} + b_2 lnA_{it} + b_3 (lnS_{i(t-1)})^2 + b_4 (lnA_{it})^2 + b^5 (lnS_{i(t-1)}) (lnA_{it}) + u_{it} \quad (3)$$

Coad (2009) và Vaz (2021) cho rằng có nhiều thước đo khác nhau về tăng trưởng doanh nghiệp như là số việc làm, tổng doanh thu, giá trị gia tăng, tổng tài sản hoặc tổng lợi nhuận. Tuy nhiên, nhiều nghiên cứu cho rằng doanh số hay tổng doanh thu là chỉ số phù hợp nhất để đo lường tăng trưởng doanh nghiệp (Shepherd & Wiklund, 2009; Tingler, 2015). Điều này là do doanh số được áp dụng cho hầu như tất cả các loại hình doanh nghiệp. Thứ hai, mọi doanh nghiệp đều phụ thuộc vào việc tạo ra doanh số để tồn tại. Hơn nữa, doanh số là

chỉ số quan tâm chính của các nhà quản lý, nhà đầu tư và doanh nhân. Đồng thời, chính việc tăng doanh số đã đặt ra các vấn đề về sự gia tăng nhân viên và tài sản của một doanh nghiệp để tiếp tục gia tăng thị phần và lợi nhuận (Shepherd & Wiklund, 2009; Tingler, 2015). Do đó, bài báo sử dụng tổng doanh thu thuần để đo lường tăng trưởng doanh nghiệp và mô hình nghiên cứu (A) theo phương trình (3) như sau:

$$Growth_{it} = \beta_0 + \beta_1 LnS_{i(t-1)} + \beta_2 (LnS_{i(t-1)})^2 + \beta_3 LnFID_{it} + \beta_4 (LnFID_{it})^2 + \beta_5 (LnS_{i(t-1)})(LnFID_{it}) + \varepsilon_{it} \text{ (Mô hình A)}$$

Trong đó biến S mô tả quy mô và được xác định bằng doanh thu thuần của doanh nghiệp, FID là phát triển tài chính, ε_{it} là sai số. Ngoài ra, có nhiều quan điểm tiếp cận phát triển tài chính theo các khía cạnh: độ sâu tài chính, khả năng tiếp cận, hiệu quả và ổn định. Tuy nhiên, chúng tôi giả định rằng quy mô và tính thanh khoản của thị trường có tác động trực tiếp đến điều kiện thanh khoản nội bộ để xác định đầu tư từ đó thúc đẩy tăng trưởng doanh nghiệp. Do đó, bài báo sử dụng độ sâu tài chính làm đại diện cho chỉ số phát triển tài chính FID (Gupta & Mahakud, 2019; O'Toole & Newman, 2017). Xét khía cạnh vĩ mô, đo lường độ sâu tổng thể của khu vực tài chính được xác định bằng tổng tín dụng trên tổng sản phẩm trong nước (Guariglia & Poncet, 2008) hay cung tiền M2 trên GDP. Tuy nhiên, thước đo này có tính phóng đại khu vực tài chính cho các doanh nghiệp trong một số tỉnh ở một khu vực. Trên thực tế, phát triển tài chính thường được tính gần đúng bằng tín dụng trong nước cho khu vực tư nhân (Choi & Park, 2017) nên nhiều nghiên cứu sử dụng sử dụng tín dụng trong nước cho khu vực tư nhân làm đại diện cho sự phát triển tài chính (Ashraf, 2017). Do đó, chúng tôi sử dụng thước đo độ sâu tài chính do O'Toole & Newman (2017) phát triển cho khu vực doanh nghiệp bằng cách xác định tổng tín dụng trên tổng sản lượng của doanh nghiệp trong từng tỉnh. Thước đo này tiệm cận với thước đo độ sâu tài chính cấp độ doanh nghiệp được chấp nhận rộng rãi trong cộng đồng khoa học thế giới do Rajan & Zingales (1998) đề xuất.

Bài báo đề xuất sử dụng hai yếu tố vốn nhân lực (HUM) và chất lượng thể chế (INS) của các tỉnh để kiểm soát và điều tiết quá trình tăng trưởng doanh nghiệp trong nền kinh tế cấp tỉnh. Điều này là do tăng trưởng không được coi là kết quả của một sự kiện may mắn duy nhất cho phép doanh nghiệp phát triển, tăng trưởng chủ yếu phụ thuộc vào khả năng xác định các yếu tố để tăng sự phát triển của doanh nghiệp (Vaz, 2021). Trong đó, thể chế và các yếu tố liên quan đến việc thực thi chính sách công có thể ảnh hưởng đến hoạt động và tăng trưởng doanh nghiệp. Sự ổn định chính trị đi kèm thể chế mạnh mẽ thể hiện rủi ro thấp có thể kích thích đầu tư và tạo ra động lực cho tăng trưởng doanh nghiệp (Vaz, 2021). Ngược lại, những ràng buộc thể chế yếu, cấu trúc chính trị không ổn định và sự không chắc chắn về các chính sách thì doanh nghiệp ít đầu tư vào tăng trưởng hơn (Boubakri & cộng sự, 2015). Biến chất lượng thể chế được xác định bằng chỉ số cạnh tranh cấp tỉnh (PCI) của từng tỉnh qua các năm (Tran & cộng sự, 2009). Từ đó, mô hình nghiên cứu (B) phát triển từ mô hình (A) như sau:

$$Growth_{it} = \beta_0 + \beta_1 LnS_{i(t-1)} + \beta_2 (LnS_{i(t-1)})^2 + \beta_3 LnFID_{it} + \beta_4 (LnFID_{it})^2 + \beta_5 (LnS_{i(t-1)})(LnFID_{it}) + \beta_6 INS_{it} + \zeta_{it} \text{ (Mô hình B)}$$

Ngoài ra, vốn nhân lực là tài sản vô hình có khả năng thực hiện các hoạt động đổi mới tạo thành lợi thế cạnh tranh bền vững (Barney, 1991) và thúc đẩy tăng trưởng doanh nghiệp (Gilbert & cộng sự, 2006; Kumar, 2016). Vì vậy, việc tiếp cận và khai thác vốn nhân lực tại địa bàn và khu vực sẽ bổ sung thêm nguồn lực quý giá, quan trọng cho các doanh nghiệp trong việc xác lập và thực hiện các chiến lược tăng trưởng. Trong nghiên cứu này, chúng tôi sử dụng số học sinh trung học cơ sở trong từng tỉnh là biến đại diện cho vốn nhân lực của một tỉnh (He & cộng sự, 2017). Do đó, mô hình nghiên cứu (C) phát triển từ mô hình (A) và (B) như sau:

$$Growth_{it} = \beta_0 + \beta_1 LnS_{i(t-1)} + \beta_2 (LnS_{i(t-1)})^2 + \beta_3 LnFID_{it} + \beta_4 (LnFID_{it})^2 + \beta_5 (LnS_{i(t-1)})(LnFID_{it}) + \beta_6 INS_{it} + \beta_7 HUM_{it} + \zeta_{it} \text{ (Mô hình C)}$$

Các biến số về quy mô (doanh số), vốn nhân lực và phát triển tài chính được thu thập, tính toán từ các thông tin trong Hiệu quả của các doanh nghiệp trong nước các giai đoạn 2005 – 2014, Kết quả sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp Việt Nam giai đoạn 2010 – 2014, Sự phát triển của các doanh nghiệp Việt Nam giai đoạn 2006 – 2011, Thực trạng doanh nghiệp qua kết quả điều tra các năm 2006 – 2008, Niên giám Thống kê qua các năm giai đoạn 2005 – 2019 của Tổng cục Thống kê; Sách trắng doanh nghiệp Việt Nam năm 2019 và 2020 do Bộ Kế hoạch và Đầu tư phát hành. Biến chất lượng thể chế được thu từ báo cáo Năng lực cạnh tranh cấp tỉnh giai đoạn 2005 – 2018 của Phòng Thương mại và Công nghiệp Việt Nam (VCCI).

Đây là các chỉ tiêu kinh tế của doanh nghiệp được tổng hợp đến cấp tỉnh. Điều này làm cho các thông tin, dữ liệu nghiên cứu sẽ tập trung vào sự khác biệt trong phạm vi quốc gia nhằm bổ sung cho các môi trường kinh tế xuyên quốc gia. Đồng thời, nó tạo điều kiện thuận lợi cho việc khám phá mức độ tác động của phát triển thị trường tài chính đến các doanh nghiệp giữa các tỉnh khác nhau trong một nền kinh tế (O'Toole & Newman, 2017). Tất cả các biến đều được lấy logarit trước khi đưa vào phân tích như đề xuất của Evans (1987ab). Kết quả phân tích thống kê mô tả các biến nghiên cứu được trình bày trong Bảng 1.

Bảng 1: Thống kê mô tả các biến

Biến	Số quan sát	Lớn nhất	Trung bình	Nhỏ nhất	Độ lệch chuẩn
Quy mô (doanh số - S)	98	6,7323	5,3011	3,9246	0,6508
Phát triển tài chính (FID)	98	1,1364	0,5183	0,1047	0,2281
Chất lượng thể chế (INS)	98	1,8876	1,7805	1,6540	0,0396
Vốn nhân lực (HUM)	98	5,9967	4,9789	4,0222	0,2811

Nguồn: tính toán của tác giả.

Kết quả tính toán trong Bảng 1 cho thấy không có chênh lệch lớn giữa giá trị lớn nhất và giá trị nhỏ nhất của các biến nghiên cứu. Điều này ngụ ý rằng dữ liệu khá đều và tập trung. Đồng thời giá trị quy mô (doanh số) biến động khá nhỏ đã chuyển tải các thông tin về tăng trưởng doanh nghiệp có xu hướng tương đối ổn định. Đồng thời, giá trị và độ biến động về chỉ số phát triển tài chính (FID) khá nhỏ đã phản ánh mức độ tăng trưởng tài chính khá thấp. Điều này đã chuyển tải các thông điệp về quy mô và khả năng thị trường tài chính của Vùng kinh tế trọng điểm phía Nam còn trong giai đoạn đầu của quá trình phát triển.

3.2. Phương pháp nghiên cứu

Các biến giải thích trong các mô hình (A) (B) (C) có thể không hoàn toàn ngoại sinh do xuất hiện các biến trễ liên quan đến phụ thuộc. Nói cách khác, vấn đề nội sinh có thể xuất phát từ tương quan giữa phần dư và các biến giải thích dạng trễ. Hơn nữa, Rajan & Zingales (1998) và Greenwood & Jovanovic (1990) chỉ ra các mối quan hệ giữa phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế có thể nội sinh. Có nghĩa là phát triển tài chính có thể làm cho đầu tư hiệu quả hơn và xác định cơ hội đầu tư tốt hơn nên thúc đẩy tăng trưởng. Tăng trưởng tốt sẽ cung cấp các phương tiện để cải thiện các cấu trúc tài chính tốn kém và thực hiện phát triển tài chính (Rajan & Zingales, 1998; Greenwood & Jovanovic, 1990). Các vấn đề này làm cho ước lượng Ordinary Least Square không còn nhất quán và bị lệch nên bài báo sử dụng Generalized Method of Moments (GMM) của Arellano & Bond (1991) để ước lượng các mô hình nghiên cứu. Hơn nữa, số đơn vị chéo của mẫu nhỏ và mục tiêu xác định các hệ số biến trễ gần sát ước lượng tuyến tính tốt nhất để đánh giá vai trò của quy mô đối với tăng trưởng doanh nghiệp nên bài báo sử dụng kỹ thuật GMM sai phân trong phân tích (Bond, 2002). Ngoài ra, tính vững của phương pháp GMM sai phân được xem xét thông qua các thống kê Sargan và Arellano–Bond. Trong khi đó, kiểm định Arellano–Bond được sử dụng để phát hiện hiện tượng tự tương quan bậc 1 và bậc 2 của các sai số ở phương trình sai phân. Kiểm định Sargan nhằm xác định tính hiệu lực của các biến công cụ hay biến công cụ ngoại sinh trong mô hình GMM.

4. Kết quả nghiên cứu

Kết quả hồi quy các mô hình nghiên cứu được trình bày tại Bảng 2. Trong đó, kiểm định Arellano bác bỏ giả thuyết không có hiện tượng tự tương quan bậc 1, nhưng chấp nhận giả thuyết không có tự tương quan bậc 2. Đồng thời, kiểm định Sargan chấp nhận giả thuyết biến công cụ có hiệu lực hay biến công cụ ngoại sinh nên kết quả ước lượng có thể tin cậy và được nhận diện như trình bày tại Bảng 2.

Các hệ số của LnS và $(LnS)^2$ có ý nghĩa tại mức 5% cho thấy tăng trưởng doanh nghiệp không độc lập với quy mô (Brenner & Schimke, 2015; Evan, 1987b). Trong đó, hàm quy mô dạng bậc 2 có ý nghĩa thống kê đã mô tả tăng trưởng doanh nghiệp sẽ phụ thuộc quy mô vào các giai đoạn phát triển khác nhau trong quá trình phát triển của doanh nghiệp. Luttmer (2011) cho rằng đây là một phiên bản yếu của định luật Gibrat. Trong đó, các doanh nghiệp đang hoạt động không thể tăng trưởng trung bình bởi vì có một số lượng hàng hóa cố định và nhiều doanh nghiệp mới liên tục tham gia thị trường. Nghĩa là số lượng hàng hóa có thể tăng theo thời gian và mức độ tăng trưởng có dấu hiệu phụ thuộc vào thời kỳ trước đó (Luttmer, 2011). Tuy nhiên, tăng

Bảng 2: Kết quả nghiên cứu

Biến	Mô hình A	Mô hình B	Mô hình C
lnS_{t-1}	- 0,2224** (0,0898)	- 0,1915** (0,0859)	- 0,2202** (0,0891)
$(LnS_{t-1})^2$	0,0220** (0,0073)	0,0215** (0,0081)	0,0248** (0,0085)
$lnFID$	0,9407** (0,3082)	0,8932** (0,3867)	0,8328** (0,3878)
$(LnFID)^2$	0,0848 (0,1559)	0,2468 (0,1961)	0,2350 (0,1947)
$lnFID \cdot lnS_{t-1}$	- 0,2214** (0,0757)	- 0,2584** (0,0925)	- 0,2484** (0,0923)
INQ		0,4022* (0,2164)	0,4338** (0,2165)
HUM			- 0,1048 (0,0909)
Kiểm định			
- Wald	563,63***	68,45***	70,75***
- AR(1)	0,017	0,000	0,000
- AR(2)	0,149	0,161	0,144
- Sargan	0,104	0,139	0,132
Số quan sát	88	88	88

Ghi chú: (***), (**), (*) có ý nghĩa thống kê tại 1%, 5% và 10%; (): sai số chuẩn.

Nguồn: tính toán của tác giả.

trường doanh nghiệp có thể giảm dần theo quy mô trong thời gian đầu vì doanh nghiệp nhỏ, trẻ phải đối diện các bối cảnh khác nhau của chu kỳ kinh doanh. Đồng thời, tăng trưởng doanh nghiệp có thể không phụ thuộc vào quy mô đối với các doanh nghiệp trưởng thành (Evans, 1987a). Như vậy, kết quả này phù hợp với quan điểm của Dosi & cộng sự (2020) rằng tăng trưởng là một quá trình năng động diễn ra theo thời gian, không phải là phản ứng tức thời với các cơ hội thị trường mà chủ yếu theo dõi và khai thác các cơ hội thị trường.

Hệ số của $LnFID$ dương và có ý nghĩa thống kê tại 5% cho thấy phát triển tài chính đóng góp tích cực vào tăng trưởng doanh nghiệp ở Vùng kinh tế trọng điểm phía Nam. Kết quả này phù hợp với các nghiên cứu trước đây của Rajan & Zingales (1998), O'Toole & Newman (2017) về phát triển tài chính sẽ hỗ trợ cho tăng trưởng doanh nghiệp. Điều này kết hợp với hệ số $(LnFID)^2$ không có ý nghĩa thống kê đã ngụ ý các doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng nhạy cảm hơn với các diễn biến của thị trường tài chính. Nói cách khác, sự phát triển của thị trường tài chính địa phương có thể là một nguồn lợi thế so sánh giúp các doanh nghiệp tập trung sản xuất và tạo ra tăng trưởng (He & cộng sự, 2017). Trong đó, việc phát triển tài chính thông qua các hoạt động cải thiện khả năng tiếp cận tín dụng đầu tư mang đến sự phát triển nhanh chóng cho doanh nghiệp và thị trường (O'Toole & Newman, 2017). Đặc biệt, nhiều doanh nghiệp ở Việt Nam nói chung, khu vực kinh tế trọng điểm phía Nam nói riêng phải đối mặt với những thách thức nghiêm trọng về khâu tiếp cận tín dụng bên ngoài và khai thác các tiện ích của thị trường tài chính. O'Toole & Newman (2017) cho rằng điều này là do thông tin không cân xứng, thiếu tài sản thế chấp và phụ thuộc vào thị trường vốn ở vị trí địa lý trực tiếp của các doanh nghiệp. Vì thế, kết quả nghiên cứu tương đồng với He & cộng sự (2017), Lee & cộng sự (2019), Silva & Carreira (2011), O'Toole & Newman (2017) về phát triển tài chính có thể cung cấp cho các doanh nghiệp khoản tín dụng cần thiết để đầu tư và phát triển.

Hệ số biến tích chéo quy mô và phát triển tài chính âm và có ý nghĩa thống kê tại mức 5% đã củng cố lập luận nêu trên về ảnh hưởng tiêu cực của quy mô đối với tăng trưởng trong giai đoạn đầu còn nhỏ, trẻ. Trong đó, việc cung cấp tài chính bù đắp vào khoảng trống quy mô có thể làm gia tăng doanh số nhưng làm suy giảm khả năng tăng trưởng doanh nghiệp. Điều này có thể xuất phát từ sự khác biệt quy mô khi cung cấp tài

chính hơn là sự thiếu hiệu quả trong cung cấp tài chính. Có nghĩa là sự phát triển tài chính làm thay đổi hành vi đầu tư theo hướng đầu tư vào phát triển sẽ có giá trị hữu ích hơn đầu tư tìm kiếm lợi nhuận ngắn hạn. Vì vậy, kết quả nghiên cứu tương đồng với He & cộng sự (2017) về lời giải thích cho tình trạng chuyên môn hóa kém ở các nước thị trường mới nổi và chỉ dẫn các cơ chế để phát triển tài chính góp phần vào chuyên môn hóa công nghiệp (He & cộng sự, 2017).

Trong khi đó, kết quả trình bày trong Bảng 2 chưa đủ cơ sở kết luận vốn nhân lực tại các tỉnh trong vùng kinh tế trọng điểm phía Nam có ảnh hưởng đến tăng trưởng doanh nghiệp tại địa bàn. Lafuente & Rabetino (2011) cho rằng vốn nhân lực là vấn đề quyết định đến sự tăng trưởng của các doanh nghiệp nhưng cường độ thực hiện phải được điều chỉnh phù hợp. Điều này xuất phát từ sự khác biệt lớn về tầm quan trọng của trình độ học vấn, kỹ năng nghề nghiệp của người quản lý và nhân viên đối với tăng trưởng doanh nghiệp (Demir & cộng sự, 2017). Do đó, vốn nhân lực tại địa phương và trình độ kỹ năng của người lao động là một yếu tố dự báo quan trọng cho sự tăng trưởng (Lopez-Garcia & Puente, 2012) nhưng có thể sự thiếu hụt trình độ và năng lực của các nhà quản lý là một trở ngại đáng kể cho sự tăng trưởng doanh nghiệp (Demir & cộng sự, 2017).

Tuy nhiên, chất lượng thể chế địa phương có ảnh hưởng tích cực đến tăng trưởng doanh nghiệp ở Vùng kinh tế trọng điểm phía Nam tại mức ý nghĩa 1% và 5%. Như vậy, môi trường thể chế tốt khuyến khích các doanh nghiệp đẩy mạnh kinh doanh, tham gia các hoạt động kinh tế và cạnh tranh lớn hơn trên thị trường (Acemoglu & Johnson, 2005; He & cộng sự, 2017). La Porta & cộng sự (2000) cho rằng thể chế tốt sẽ điều tiết tốt các hệ thống tài chính. Thể chế tốt và mạnh mẽ có thể bảo vệ các nhà đầu tư, chủ nợ và cổ đông thiểu số một cách hiệu quả và cải thiện khả năng tiếp cận thị trường tài chính bên ngoài để từ đó gia tăng hiệu quả phân bổ vốn cho tăng trưởng doanh nghiệp (He & cộng sự, 2017; La Porta & cộng sự, 1997).

5. Kết luận

Bài báo này xem xét tác động của phát triển tài chính đến tăng trưởng doanh nghiệp ở Vùng kinh tế trọng điểm phía Nam. Kết quả phân tích thực nghiệm đã chỉ ra rằng tăng trưởng doanh nghiệp sẽ phụ thuộc vào quy mô ở các giai đoạn khác nhau trong quá trình phát triển. Đặc biệt, bài báo phát hiện phát triển tài chính đóng vai trò quan trọng cho tăng trưởng doanh nghiệp ở Vùng kinh tế phía Nam. Do đó, sự phát triển tài chính đáp ứng mục tiêu thay đổi hành vi đầu tư sẽ mang đến nhiều lợi ích cho các doanh nghiệp. Nếu sự phát triển tài chính tăng lên thì chi phí vốn chênh lệch giữa tài chính bên trong và bên ngoài sẽ giảm xuống từ đó phát sinh các điều kiện tăng trưởng doanh nghiệp (O'Toole & Newman, 2017). Ngoài ra, bài báo cũng phát hiện chất lượng thể chế có vai trò quan trọng trong khâu thúc đẩy tăng trưởng doanh nghiệp. Thể chế tốt không chỉ tạo ra môi trường kinh tế tốt để tăng trưởng doanh nghiệp mà còn bảo vệ các nhà tài chính tiềm năng, mở rộng phạm vi thị trường vốn, thúc đẩy phát triển tài chính và thúc đẩy phát triển kinh tế (La Porta & cộng sự, 1997). Từ các kết quả tìm được, bài báo khuyến nghị Vùng kinh tế trọng điểm phía Nam nói riêng, cả nước nói chung như sau:

Một là, tăng trưởng doanh nghiệp có ý nghĩa quan trọng với nền kinh tế và các ngành công nghiệp. Vì thế, các doanh nghiệp nên chú trọng vào khâu tăng trưởng, xem tăng trưởng có vai trò quan trọng như doanh số và năng suất trong suốt quá trình hoạt động. Nếu quy mô chưa đạt mức hợp lý thì tăng quy mô có thể làm giảm dần tốc độ tăng trưởng. Vì vậy, các doanh nghiệp nên cấu trúc các nguồn lực nhằm xác định và khai thác hiệu quả các cơ hội tăng trưởng tiếp theo.

Hai là, các nhà quản lý doanh nghiệp và hoạch định chính sách nên chú trọng vào phát triển tài chính để thúc đẩy tăng trưởng doanh nghiệp. Cần củng cố độ sâu của hệ thống tài chính để cho phép các doanh nghiệp có điều kiện thuận lợi tiếp nhận các nguồn tài chính bên ngoài, giúp doanh nghiệp tiếp cận các nguồn vốn, các khoản vay có chất lượng hợp lý với chi phí hợp lý. Hơn nữa, các tín dụng thu được thông qua các khoản vay phải được sử dụng vào việc cải thiện dòng vốn đầu tư, phát triển thiết bị và công nghệ để có thể mang lại lợi ích tăng trưởng thực sự cho các doanh nghiệp.

Ba là, nên chú trọng hoàn thiện thể chế và kiến tạo môi trường kinh tế ổn định nhằm giúp các doanh nghiệp tăng trưởng. Đặc biệt, cần thúc đẩy hệ thống tài chính phát triển tốt để có thể giảm bớt các ràng buộc về tín dụng cho các doanh nghiệp và cho phép họ khai thác các cơ hội tăng trưởng.

Tài liệu tham khảo

- Abu-Bader, S. & Abu-Qarn, A.S. (2008), 'Financial development and economic growth: The Egyptian experience', *Journal of Policy Modeling*, 30(5), 887–898.
- Acemoglu, D. & Johnson, S. (2005), 'Unbundling institutions', *Journal of Political Economy*, 113, 949–995.
- Aghion, P., Angeletos, G.M., Banerjee, A. & Manova, K. (2010), 'Volatility and growth: credit constraints and the composition of investment', *Journal of Monetary Economics*, 57(3), 246–265.
- Ahlstrom, D. (2010), 'Innovation and growth: How business contributes to society', *Academy of Management Perspectives*, 24(3), 11–24.
- Arellano, C., Bai, Y. & Zhang, J. (2012), 'Firm dynamics and financial development', *Journal of Monetary Economics*, 59(6), 533–549.
- Arellano, M. & Bond, S. (1991), 'Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations', *Review of Economic Study*, 3(2), 277–297.
- Ashraf, B.N. (2017), 'Do trade and financial openness: impact on bank development of emerging economies', *Research in International Business and Finance*, 44(C), 434–458.
- Barney, J. (1991), 'Firm resources and sustained competitive advantage', *Journal of Management*, 17(1), 99–120.
- Bond, S.R. (2002), 'Dynamic panel data models: a guide to micro data methods and practice', *Portuguese Economic Journal*, 1(2), 141–162.
- Boubakri, N., Ghoul, S. & Saffar, W. (2015), 'Firm growth and political institutions', *Journal of Multinational Financial Management*, 31, 104–125.
- Brenner, T. & Schimke, A. (2015), 'Growth development paths of firms – a study of smaller businesses', *Journal of Small Business Management*, 53(2), 539–557.
- Burger, A., Damijan, J.P., Kostevc, C. & Rojec, M. (2017), 'Determinants of firm performance and growth during economic recession: The case of Central and Eastern European countries', *Economic Systems*, 41(4), 569–590.
- Chauvet, L. & Jacolin, L. (2017), 'Financial inclusion, bank concentration, and firm performance', *World Development*, 97, 1–13.
- Cherif, M. & Dreger, C. (2016), 'Institutional determinants of financial development in MENA countries', *Review of Development Economics*, 20(3), 670–680.
- Choi, C. & Park, K. (2017), 'Financial system and housing price', *Emerging Markets Finance and Trade*, 54(2), 328–335.
- Coad, A. (2009), *The growth of firms: a survey of theories and empirical evidence*, Edward Elgar Publishing, UK.
- Demir, R., Wennberg, K. & McKelvie, A. (2017), 'The strategic management of high-growth firms: a review and theoretical conceptualization', *Long Range Planning*, 50(4), 431–456.
- Dosi, G., Grazzi, M., Moschella, D., Pisano, G. & Tamagni, F. (2020), 'Long-term firm growth: an empirical analysis of US manufacturers 1959–2015', *Industrial and Corporate Change*, 29(2), 309–332.
- Evans, D.S. (1987a), 'The relationship between firm growth, size, and age: estimates for 100 manufacturing industries', *The Journal of Industrial Economics*, 35(4), 567–581.
- Evans, D.S. (1987b), 'Tests of alternative theories of firm growth', *Journal of Political Economy*, 95(4), 657–674.
- Fafchamps, M. & Schündeln, M. (2013), 'Local financial development and firm performance: Evidence from Morocco', *Journal of Development Economics*, 103, 15–28.
- Gilbert, B.A., McDougall, P.P. & Audretsch, D.B. (2006), 'New venture growth: A review and extension', *Journal of Management*, 32(6), 926–950.
- Greenwood, J. & Jovanovic, B. (1990), 'Financial development, growth, and the distribution of income', *Journal of Political Economy*, 98(5), 1076–1107.
- Guariglia, A. & Poncet, S. (2008), 'Could financial distortions be no impediment to economic growth after all? Evidence from China', *Journal of Comparative Economics*, 36(4), 633–657.
- Gupta, G. & Mahakud, J. (2019), 'Alternative measure of financial development and investment-cash flow sensitivity: evidence from an emerging economy', *Financial Innovation*, 5(1), DOI:10.1186/s40854-018-0118-9.
- Harrison, E., Lin, J.Y. & Xu, L.C. (2014), 'Explaining Africa's (dis)advantage', *World Development*, 63, 59–77.
- He, Q., Xue, C. & Zhu, C. (2017), 'Financial development and patterns of industrial specialization: evidence from China', *Review of Finance*, 21(4), 1593–1638.
- King, R.G. & Levine, R. (1993), 'Finance and growth: Schumpeter might be right', *Quarterly Journal of Economics*, 108 (3), 717–737.

-
- Kumar, R. (2016), 'Human capital management as a source of competitive advantage in a developing economy', *International Journal for Administration in Management, Commerce and Economics*, 6, 122–129.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. & Shleifer, A. (2000), 'Investor protection and corporate governance', *Journal of Finance*, 58, 3–27.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R.W. (1997), 'Legal determinants of external finance', *Journal of Finance*, 52(3), 1131–1150.
- Lafuente, E. & Rabetino, R. (2011), 'Human capital and growth in Romanian small firms', *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 18(1), 74–96.
- Lee, C.C., Wang, C.W. & Ho, S.J. (2019), 'Financial inclusion, financial innovation, and firms' sales growth', *International Review of Economics and Finance*, 66, 189–205.
- Levine, R. (2005), 'Finance and growth: theory and evidence', In *Handbook of Economic Growth*, Aghion, P. & Durlauf, S.N. (eds.), Elsevier North-Holland, Amsterdam, 865–934.
- Levine, R., Loayza, N. & Beck, T. (2000), 'Financial intermediation and growth: causality and causes', *Journal of Monetary Economics*, 46(1), 31–77.
- Lopez-Garcia, P. & Puente, S. (2012), 'What makes a high-growth firm? A dynamic probit analysis using Spanish firm-level data', *Small Business Economics*, 39, 1029–1041.
- Luttmer, E.G.J. (2011), 'On the mechanics of firm growth', *The Review of Economic Studies*, 78(3), 1042–1068.
- Mishra, S. & Deb, S.G. (2018), 'Predictors of firm growth in India: An exploratory analysis using accounting information', *Cogent Economics & Finance*, 6(1), DOI:10.1080/23322039.2018.1553571.
- O'Toole, C. & Newman, C. (2017), 'Investment financing and financial development: evidence from Viet Nam', *Review of Finance*, 21(4), 1639–1674.
- Owen, A.L. & Pereira, J. (2018), 'Bank concentration, competition and financial inclusion', *Review of Development Finance*, 8, 1–17.
- Penrose, E.T. (1995), *The Theory of the Growth of the Firm*, Oxford University Press.
- Pradhan, R., Arvin, M., Hall, J. & Bahmani, S. (2014), 'Causal nexus between economic growth, banking sector development, stock market development, and other macroeconomic variables: The case of ASEAN countries', *Review of Financial Economics*, 23(4), 155–173.
- Rajan, G. R. & Zingales, L. (1998), 'Financial dependence and growth', *American Economic Review*, 88, 559–586.
- Shepherd, D. & Wiklund, J. (2009), 'Are we comparing apples with apples or apples with oranges? Appropriateness of knowledge accumulation across growth studies', *Entrepreneurship Theory and Practice*, 33(1), 105–123.
- Silva, F. & Carreira, C. (2011), 'Do financial constraints threaten the innovation process? Evidence from Portuguese firms', *Estudos do GEMF*, 10, 1–50.
- Tingler, S. (2015), *The modes of firm growth and their effects on firm performance – an empirical analysis of the Chemical industry*, Doctoral Thesis, Schumpeter School of Business and Economics, Germany.
- Tổng cục Thống kê (2019), *Tăng trưởng các vùng kinh tế trọng điểm giai đoạn 2011 – 2017*, Nhà xuất bản Thống kê, Hà Nội.
- Topcu, M. & Çoban, S. (2017), 'Financial development and firm growth in Turkish manufacturing industry: evidence from heterogeneous panel based non-causality test', *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 30(1), 1758–1769.
- Tran, T.B., Graftona, R.Q. & Kompas, T. (2009), 'Institutions matter: the case of Vietnam', *The Journal of Socio-Economics*, 38, 1–12.
- Tran, T.V., Walle, Y.M. & Herwartz, H. (2020), 'The impact of local financial development on firm growth in Vietnam: Does the level of corruption matter?', *European Journal of Political Economy*, 62, doi: 10.1016/j.ejpoleco.2020.101858.
- Vaz, R. (2021), 'Firm growth: A review of the empirical literature', *Revista Galega de Economía*, 30(2), 1–20.
- Vincent, S., Sedláček, P. & Pugsley, B. (2021), 'The nature of firm growth', *American Economic Review*, 111(2), 547–579.
- Zaman, K., Izhar, Z., Khan, M. M. & Ahmad, M. (2012), 'The relationship between financial indicators and human development in Pakistan', *Economic Modelling*, 29(5), 1515–1523.
- Zhou, H. & Wit, G. (2009), 'Determinants and dimensions of firm growth', *SCALES EIM Research Reports (H200903)*, Zoetermeer, Netherlands: EIM.