

ĐẦU TƯ CỦA DOANH NGHIỆP NGOÀI QUỐC DOANH Ở THÀNH PHỐ CẦN THƠ TRONG ĐIỀU KIỆN KHÔNG CHẮC CHẮN VỀ THỊ TRƯỜNG ĐẦU RA CỦA SẢN PHẨM

LÊ KHƯƠNG NINH* & BÙI TUẤN ANH**

Sự biến động của nền kinh tế là một thực tế khách quan. Tuy nhiên, biến động đó khiến cho các doanh nghiệp (DN) không thể chắc chắn về thị trường đầu ra cho sản phẩm của mình. Khi đó, các DN có xu hướng tạm thời hoãn đầu tư để thu thập thêm thông tin về triển vọng của thị trường nhằm giảm thiểu rủi ro thua lỗ do quyết định đầu tư là không thể đảo ngược (hay chi phí đầu tư không thể thu hồi trọn vẹn). Hành vi đó của các DN sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế. Mục tiêu của bài viết là kiểm định ảnh hưởng của sự không chắc chắn về thị trường đầu ra của sản phẩm đến đầu tư của DN trên cơ sở hệ thống dữ liệu sơ cấp thu thập từ 339 DN ngoài quốc doanh ở TP. Cần Thơ (TPCT). Kết quả kiểm định sẽ là nền tảng để đề xuất chính sách kích thích đầu tư của các DN cũng như tăng trưởng kinh tế.

Từ khóa: Đầu tư, không chắc chắn, DN ngoài quốc doanh, thị trường đầu ra, quyền chọn thực, TP. Cần Thơ

1. Giới thiệu

Từ khi bắt đầu thực thi chính sách đổi mới vào năm 1986, nước ta đã đạt được nhiều thành tựu kinh tế quan trọng, trong đó có sự đóng góp không nhỏ của các DN ngoài quốc doanh. Thật vậy, trong thời gian qua, đầu tư của khu vực kinh tế ngoài quốc doanh luôn cao hơn so với các khu vực khác và góp phần đáng kể vào việc thúc đẩy sự tăng trưởng của nền kinh tế. Tuy nhiên, cũng như các DN nói chung, các DN ngoài quốc doanh nói riêng luôn phải đối mặt với sự biến động khó lường của thị trường do cả nguyên nhân khách quan lẫn chủ quan. Biến động đó khiến cho các DN không thể chắc chắn về thị trường đầu ra của sản phẩm nên khó đưa ra quyết định đầu tư đúng đắn.

Lý thuyết đầu tư theo quan điểm quyền chọn thực đặt nền móng bởi Dixit và Pindyck (1994) mang lại cách nhìn mới về quyết định đầu tư của DN trong điều kiện không chắc chắn về thị trường đầu ra của sản phẩm. Cụ thể, do mang tính liên thời gian nên các quyết định đầu tư có ba đặc điểm quan trọng. Thứ nhất, đó là tính chất không thể đảo ngược, nghĩa là không thể thu hồi chi phí đầu tư một cách trọn vẹn

hay thậm chí chỉ một phần nếu nhà đầu tư thay đổi ý định bởi bất kỳ lý do gì, như khi môi trường kinh doanh xấu đi chẳng hạn. Thứ hai, luôn có sự không chắc chắn về kết quả nhận được từ các dự án đầu tư; điều tốt nhất có thể làm vào thời điểm ra quyết định đầu tư là dự báo xác suất xảy ra của các kết quả để từ đó ước lượng kết quả mong đợi (kỳ vọng). Thứ ba, các nhà đầu tư có quyền chọn thời điểm đầu tư sao cho có lợi nhất, nghĩa là khi cơ hội đầu tư xuất hiện, không nhất thiết phải đầu tư ngay mà có thể tạm hoãn lại để thu thập thêm thông tin cần thiết nhằm giảm rủi ro thất bại do sự biến động khó lường của thị trường đầu ra của sản phẩm.

Do có quyền chọn thời điểm đầu tư sao cho có lợi nhất nên các DN có thể sẽ hạn chế đầu tư nếu không chắc chắn về thị trường đầu ra của sản phẩm để chờ đến khi có cơ hội thuận lợi hơn. Nhiều nghiên cứu (cả lý thuyết và thực nghiệm) như Dixit & Pindyck, 1994; Bo & Lensink, 2005; Antoshin, 2006; Chirinko & Schaller, 2009; Driver & Imai, 2011; v.v. đã chứng minh điều này. Như vậy, sự không chắc chắn về thị trường đầu ra của sản phẩm có thể tác động tiêu cực đến đầu tư của DN và do đó ảnh

*PGS.TS., Trường Đại học Cần Thơ

Email: lekhuongninh@gmail.com

** ThS., Thanh tra nhà nước TP. Cần Thơ

Email: tuanh.k15@gmail.com

hưởng đến triển vọng tăng trưởng của nền kinh tế bởi đầu tư của DN là động lực quan trọng đối với tăng trưởng kinh tế của một quốc gia.

Mặc dù vậy, ở VN có rất ít nghiên cứu về vấn đề này nhằm kiểm định ảnh hưởng của sự không chắc chắn về thị trường đầu ra của sản phẩm đến đầu tư của DN. Do đó, mục tiêu của bài viết là phân tích ảnh hưởng của sự không chắc chắn về thị trường đầu ra của sản phẩm đến đầu tư của DN trên cơ sở hệ thống dữ liệu sơ cấp thu thập từ 339 DN ngoài quốc doanh ở TPCT, với hy vọng cung cấp một cơ sở khoa học cho việc hình thành các chính sách khuyến khích đầu tư đối với DN ngoài quốc doanh nói riêng cũng như DN nói chung.

2. Cơ sở lý thuyết và phương pháp nghiên cứu

2.1. Cơ sở lý thuyết và mô hình nghiên cứu

Để kiểm định ảnh hưởng của sự không chắc chắn về thị trường đầu ra của sản phẩm đến đầu tư của DN, các nhà kinh tế sử dụng mô hình nghiên cứu như sau:

$$INV = \beta_0 + \beta_1 CEV + \beta_2 CEV^2 + \beta_3 DSAL + \beta_4 PRO + \beta_5 EDU + \beta_6 BRI + \beta_7 BRI^2 + \beta_8 IRR + \beta_9 LEV + \beta_{10} COMPT + \beta_{11} RISKATT + \beta_{12} SER + \beta_{13} MANU \quad (1)$$

Trong mô hình (1), INV là tỉ số giữa giá trị đầu tư và giá trị tài sản cố định của DN. CEV là hệ số biến đổi của doanh thu kỳ vọng, được sử dụng để đo lường mức độ không chắc chắn về thị trường đầu ra của sản phẩm. Để xác định giá trị của biến CEV , các nghiên cứu (như Pattillo 1998; Guiso & Parigi, 1999; Lensink, van Steen & Sterken, 2004; v.v.) sử dụng số liệu về tốc độ tăng trưởng doanh thu trong tương lai theo dự báo của DN.

Trên cơ sở đó, các nhà nghiên cứu tính toán hệ số biến đổi doanh thu kỳ vọng (CEV) như sau. Đầu tiên, tính tốc độ tăng trưởng doanh thu kỳ vọng (CM) bằng công thức:

$$CM = \frac{\sum_{i=1}^n X_i p_i}{\sum_{i=1}^n p_i},$$

với X_i là tốc độ tăng trưởng của doanh thu vào năm sau theo dự báo của DN và p_i là xác suất xảy ra của tốc độ tăng trưởng X_i .

Tiếp theo, tính phương sai của tốc độ tăng trưởng doanh thu (CV) bằng công thức:

$$CV = \frac{\sum_{i=1}^n (X_i - CM)^2 \times p_i}{\sum_{i=1}^n p_i}.$$

Từ kết quả này, các nhà nghiên cứu tính được giá trị trung bình của doanh thu kỳ vọng $E(SAL)$, phương sai của doanh thu kỳ vọng $VAR(SAL)$ và độ lệch chuẩn của doanh thu kỳ vọng $DEV(SAL_{t+1})$ lần lượt theo các công thức:

$$E(SAL_{t+1}) = (1 + CM) \times SAL_t;$$

$$VAR(SAL_{t+1}) = CV \times SAL_t^2 \quad \text{và}$$

$$DEV(SAL_{t+1}) = \sqrt{VAR(SAL_{t+1})}, \text{ với } t \text{ là năm hiện tại, } t+1 \text{ là năm dự báo và } SAL_t \text{ là doanh số năm hiện tại.}$$

Với kết quả trên, các nhà nghiên cứu tính toán giá trị của biến CEV để sử dụng vào mô hình kiểm định bằng công thức sau:

$$CEV = \frac{DEV(SAL_{t+1})}{E(SAL_{t+1})}. \quad (2)$$

Công thức (2) cho thấy CEV đo lường mức độ không chắc chắn của các DN về doanh thu trong tương lai. Giá trị này càng lớn thì mức độ không chắc chắn về thị trường đầu ra của sản phẩm càng cao. Do đó, các nhà nghiên cứu sử dụng biến số này vào mô hình kiểm định ảnh hưởng của sự không chắc chắn về thị trường đầu ra của sản phẩm đến đầu tư của các DN.

Biến CEV^2 (bình phương của CEV) được đưa vào mô hình để kiểm định tính chất phi tuyến của mối quan hệ giữa đầu tư của DN với mức độ không chắc chắn về thị trường đầu ra của sản phẩm. Theo các nghiên cứu, do mối quan hệ này có dạng hình chữ U ngược ($\cap$) nên hệ số β_1 được kỳ vọng là dương và hệ số β_2 là âm.

$DSAL$ là tốc độ tăng trưởng doanh thu hàng năm của DN (%). Hệ số β_3 được kỳ vọng có giá trị dương bởi doanh thu tăng trưởng đồng nghĩa với triển vọng kinh doanh tốt nên sẽ kích thích DN đầu tư để khai thác các cơ hội sinh lợi (Guiso và Parigi, 1999).

PRO là tỉ số giữa lợi nhuận và giá trị tài sản cố định của DN. Biến này được sử dụng để kiểm soát ảnh hưởng của hạn chế tín dụng đến đầu tư của DN. Theo Bassetto và Kalatzis (2011), do ảnh hưởng của thông tin bất cân xứng, chi phí giao dịch, v.v. các tổ chức tín dụng sẽ hạn chế tín dụng, khiến cho các DN gặp khó khăn khi vay nên đầu tư của DN sẽ phụ thuộc vào lợi nhuận. Do đó, hệ số β_4 của biến *PRO* được kỳ vọng là dương.

EDU là trình độ học vấn của người quản lý cao nhất của DN. Trình độ học vấn càng cao thì khả năng tiếp thu kiến thức mới về khoa học kỹ thuật cũng như khoa học quản lý sẽ tốt hơn, từ đó tạo ra cơ hội kinh doanh có triển vọng và kích thích DN đầu tư nhiều hơn (Keller, 2006). Vì vậy, β_5 được kỳ vọng có giá trị dương.

BRI là tỉ số giữa chi phí “bôi trơn” và giá trị tài sản cố định của DN. Các nhà kinh tế có nhiều quan điểm về mối quan hệ giữa chi phí “bôi trơn” và đầu tư của DN. Một mặt, giả thuyết tích cực về chi phí “bôi trơn” cho rằng “bôi trơn” sẽ làm tăng đầu tư của DN bởi “bôi trơn” sẽ làm cho guồng máy hành chính quan liêu vận hành trơn tru, giúp các DN kịp thời khai thác cơ hội sinh lợi nên sẽ đầu tư nhiều hơn (Svensson, 2005). Ngược lại, có quan điểm cho rằng “bôi trơn” sẽ làm tăng chi phí, do đó làm giảm lợi nhuận của các dự án đầu tư nên DN ít muốn đầu tư. Hơn nữa, một khi đã chấp nhận “bôi trơn” thì các viên chức biến chất có thể càng kéo dài thời gian giải quyết công việc để buộc DN phải “bôi trơn” lần sau nhiều hơn (Krueger, 1993). Nếu chậm trễ, DN sẽ bị mất cơ hội đầu tư để sinh lợi.

Các nghiên cứu thực nghiệm đã chỉ ra rằng chi phí “bôi trơn” và đầu tư của DN có mối quan hệ phi tuyến, nghĩa là các DN sẵn sàng chi một số tiền “bôi trơn” nào đó để thúc đẩy các viên chức biến chất đáp ứng nhanh yêu cầu của mình nhằm khai thác kịp thời cơ hội đầu tư có được. Nhận định này phù hợp với thực tế là nhiều DN chủ động “bôi trơn”, thậm chí ngay cả khi không được yêu cầu, vì tin rằng làm như vậy thì mọi việc sẽ trở nên dễ dàng hơn. Tuy nhiên, nếu buộc phải “bôi trơn” quá nhiều thì đầu tư của DN sẽ giảm do chi phí tăng nên lợi nhuận của dự án đầu tư sẽ giảm. Như vậy, “bôi trơn” sẽ làm tăng đầu tư của DN đến một mức nhất định; sau đó, nếu phải “bôi trơn” quá nhiều thì đầu tư sẽ giảm. Vì vậy, hệ

số β_6 của biến *BRI* được kỳ vọng là dương và hệ số β_7 của biến *BRI*² là âm.

IRR đo lường khả năng sang nhượng tài sản đã qua sử dụng của DN. Nếu dễ sang nhượng hay/và sang nhượng tài sản với giá cao thì DN sẽ đầu tư nhiều hơn bởi ít bị thiệt hại nếu không muốn tiếp tục kinh doanh. Ngược lại, nếu khó sang nhượng hay/và sang nhượng tài sản với giá thấp thì DN sẽ đầu tư ít để tránh bị thiệt hại khi không tiếp tục kinh doanh do điều kiện không còn thuận lợi chẳng hạn. Nói cách khác, đầu tư của DN phụ thuộc vào khả năng sang nhượng hay giá sang nhượng tài sản đã qua sử dụng hay đồng thời cả hai (Dixit và Pindyck, 1994). Do đó, để đảm bảo tính chặt chẽ, bài viết lần lượt sử dụng cả ba biến đo lường khả năng sang nhượng tài sản, đó là: (i) *IRR1* (khả năng sang nhượng tài sản), (ii) *IRR2* (giá sang nhượng tài sản so với giá đầu tư mới) và (iii) *IRR3* (kết hợp *IRR1* và *IRR2* với nhau).

Đối với biến *IRR1*, người quản lý DN được yêu cầu chọn một trong bốn khả năng sang nhượng tài sản là: 0 - không thể, 1 - không dễ dàng, 2 - dễ dàng và 3 - rất dễ dàng. Thông tin thu thập từ câu hỏi này được sử dụng cho biến *IRR1* (Bảng 1). Hệ số β_8 của biến *IRR1* được kỳ vọng là dương do càng dễ sang nhượng tài sản thì DN càng có động cơ đầu tư mạnh hơn bởi ít bị thiệt hại nếu không muốn tiếp tục kinh doanh (Guiso và Parigi, 1999). Đối với biến *IRR2*, người quản lý DN được hỏi về giá sang nhượng tài sản của DN (tính bằng % so với giá đầu tư mới) trong trường hợp không muốn tiếp tục kinh doanh. Thông tin thu thập từ câu hỏi này được sử dụng cho biến *IRR2* (Bảng 1). Nếu giá sang nhượng càng thấp thì DN sẽ bị thiệt hại càng nhiều nếu không muốn tiếp tục kinh doanh nên sẽ không mạnh dạn đầu tư, do đó hệ số β_9 của biến *IRR2* được kỳ vọng là dương (Pattillo, 1998).

Tuy nhiên, dễ thấy rằng quyết định đầu tư của DN phụ thuộc vào cả khả năng sang nhượng lẫn giá sang nhượng tài sản. Do đó, cần kết hợp hai biến *IRR1* và *IRR2* thành một biến đại diện cho tính chất khó đảo ngược của quyết định đầu tư. Phương pháp phân tích nhân tố là công cụ hữu hiệu để thực hiện điều này. Cụ thể, bài viết sử dụng phương pháp phân tích nhân tố để kết hợp hai biến *IRR1* và *IRR2* thành biến *IRR3*. Do được kết hợp bởi *IRR1* và *IRR2* nên

$IRR3$ là đại diện tốt nhất cho tính chất khó đảo ngược của quyết định đầu tư. Tương tự với $IRR1$ và $IRR2$, hệ số β_8 của biến $IRR3$ cũng được kỳ vọng là dương.

LEV là tỉ số giữa tiền vay ngân hàng và giá trị tài sản cố định của DN. Hệ số β_9 của biến này sẽ dương nếu DN vay để đầu tư. Tuy nhiên, cũng có lập luận cho rằng nếu DN đã vay quá nhiều thì có thể sẽ khó vay thêm nên đầu tư sẽ giảm bởi thiếu vốn; khi đó, hệ số β_9 sẽ có giá trị âm.

$COMPT$ đo lường mức độ cạnh tranh mà DN phải đối mặt. Để làm điều đó, người quản lý DN được yêu cầu chọn một trong bốn mức độ cạnh tranh (tương ứng với các giá trị của biến $COMPT$) là: 1 - rất thấp, 2 - thấp, 3 - cao, và 4 - rất cao. Hệ số β_{10} của biến này được kỳ vọng là dương bởi cạnh tranh sẽ kích thích DN đầu tư để chiếm lấy cơ hội nhằm ngăn chặn đối thủ cạnh tranh (Lambrecht & Perraudin, 2003; Sacco & Schmutzler, 2011).

$ATTRISK$ là biến đo lường thái độ của DN đối với rủi ro. Việc đo lường thái độ với rủi ro có thể thực hiện bằng nhiều cách, tùy đặc điểm của nghiên cứu. Ở đây, thái độ của DN đối với rủi ro được xác định bằng cách yêu cầu người quản lý DN trả lời câu hỏi sau: “Giả sử có hai tình huống giả định, ông bà sẽ chọn tình huống nào: (i) đầu tư 1 triệu đồng để chắc chắn có được 100.000 đồng tiền lãi và (ii) đầu tư 1 triệu đồng để có được 200.000 đồng tiền lãi hoặc không có đồng lãi nào”. Nếu chọn (i) nghĩa là DN sợ rủi ro (biến $ATTRISK$ sẽ có giá trị là 0); khi đó, nếu đối mặt với sự không chắc chắn về thị trường đầu ra của sản phẩm thì DN sẽ không dám mạo hiểm đầu tư. Nếu chọn (ii) nghĩa là DN dễ chấp nhận rủi ro (biến $ATTRISK$ sẽ có giá trị là 1) nên sẽ có động cơ đầu tư để khai thác cơ hội sinh lợi. Như vậy, hệ số β_{11} của biến này được kỳ vọng có giá trị dương.

SER và $MANU$ là hai biến giả dùng để kiểm định sự khác biệt trong đầu tư giữa các DN thuộc ba lĩnh vực kinh doanh chính: (i) thương mại, (ii) dịch vụ và

(iii) sản xuất - khai thác và chế biến. Biến SER có giá trị là 1 đối với các DN dịch vụ và là 0 đối với các DN khác. Biến $MANU$ có giá trị là 1 đối với các DN sản xuất - khai thác và chế biến và là 0 đối với các DN khác.

2.2. Phương pháp nghiên cứu

Hệ thống dữ liệu sơ cấp sử dụng trong bài viết được thu thập trực tiếp từ 339 DN ngoài quốc doanh ở TPCT. Cụ thể, dựa vào danh sách các DN ngoài quốc doanh ở TPCT, nhóm khảo sát tiếp cận từng DN để tiến hành phỏng vấn sử dụng bảng câu hỏi được soạn sẵn và chỉnh lý sau nhiều lần phỏng vấn thử. Tuy nhiên, vì nhiều lý do (không tìm được địa chỉ DN, bị từ chối trả lời, DN tiếp nhận bảng câu hỏi nhưng không gửi lại, thông tin không đầy đủ, v.v.) nên cuối cùng chỉ có được thông tin từ 339 DN.

Trên cơ sở hệ thống dữ liệu sơ cấp thu thập được, bài viết sử dụng phương pháp thống kê mô tả để phân tích các đặc điểm của DN trong mẫu khảo sát. Sau đó, bài viết sử dụng mô hình Tobit để ước lượng mô hình (1) nhằm xác định ảnh hưởng của sự không chắc chắn về thị trường đầu ra của sản phẩm đến đầu tư của DN. Theo Gujarati (2004), Tobit là mô hình phù hợp nhất để ước lượng ảnh hưởng của các biến độc lập đến biến phụ thuộc trong trường hợp biến phụ thuộc bị kiểm duyệt hay không được phép nhỏ hơn một giá trị nào đó. Trong trường hợp này, giá trị của biến phụ thuộc (đó là, đầu tư/giá trị tài sản cố định của DN) chỉ có thể lớn hơn hoặc bằng không vì các DN đầu tư một số tiền nào đó hay không đầu tư.

3. Kết quả nghiên cứu

3.1. Tổng quan về mẫu khảo sát

Thông tin thu thập được cho thấy loại hình công ty cổ phần chiếm 31,9% số DN được khảo sát; công ty trách nhiệm hữu hạn chiếm 44,5%; hợp tác xã, DN tư nhân và hộ kinh doanh cá thể chiếm 23,6%. Các DN dịch vụ chiếm 28,9% số DN, thương mại chiếm 34,2%, còn lại là các DN sản xuất - khai thác và chế biến (36,9%). Giá trị tài sản cố định bình quân của các DN là 53.310,7 triệu đồng.

Bảng 1. Khả năng sang nhượng tài sản của các DN trong mẫu khảo sát

Nội dung	Giá trị của	Số DN	Tỉ trọng
<i>Khả năng sang nhượng (IRR1)</i>			
Không thể	0	35	10,3
Không dễ dàng	1	198	58,4
Dễ dàng	2	73	21,5
Rất dễ dàng	3	33	9,7
Tổng cộng		339	100,0
<i>Giá sang nhượng tính bằng % của giá mua mới (IRR2)</i>			
Xấp xỉ 0	0	0	0
1% - 50%	1	144	42,5
51% - 75%	2	168	49,6
76% - 100%	3	27	8,0
Tổng cộng		339	100,0

Nguồn: Tính toán từ số liệu tự khảo sát năm 2010.

Tăng trưởng doanh thu bình quân của các DN trong mẫu là 11,8%/năm. Chi phí sản xuất - kinh doanh bình quân/năm là 48.043,7 triệu đồng (năm 2009 là 42.346,25 triệu đồng). Chi phí sản xuất - kinh doanh của các DN tăng do ảnh hưởng của khủng hoảng kinh tế trong thời gian gần đây khiến cho lạm phát và lãi suất tăng cao. Đây cũng là nguyên nhân làm cho tỉ suất lợi nhuận tính trên doanh thu bình quân năm chỉ đạt 16,7% (năm 2009 là 19,5%). Cấu trúc nguồn vốn đầu tư của các DN trong mẫu khảo sát được trình bày trong Bảng 2, trong đó đáng chú ý là vốn tự có chiếm đến 70,2% giá trị đầu tư của các DN.

Bảng 2. Cấu trúc nguồn vốn đầu tư của các DN

Nguồn vốn đầu tư	Số tiền (triệu đồng)	Tỉ trọng (%)
Vốn tự có	1.793.677	70,2
NHTM cổ phần	392.317	15,4
NHTM quốc doanh	204.150	8,0
Hỗ trợ lãi suất của Chính phủ	125.427	4,9
Nguồn vay phi chính thức	400	0,0
Vay người thân, bạn bè, v.v.	11.724	0,5
Vay DN khác	9.000	0,4
Nguồn khác (hụi, cổ phiếu, v.v.)	16.390	0,6
Tổng cộng	2.553.085	100,0

Nguồn: Tính toán từ số liệu tự khảo sát năm 2010.

Theo kết quả khảo sát, chỉ có 3 DN dự báo $CEV = 0$ (chiếm 0,9% số DN được khảo sát). Hầu hết các DN có CEV từ nằm trong khoảng từ 5% đến trên 25%, cho thấy các DN phải đối mặt với sự không chắc chắn về thị trường đầu ra của sản phẩm.

Khả năng sang nhượng tài sản đã qua sử dụng của các DN trong mẫu khảo sát được trình bày trong Bảng 1. Bảng này cho thấy các DN trong mẫu khảo sát không dễ sang nhượng tài sản đã qua sử dụng để thu hồi vốn đầu tư nếu như không muốn tiếp tục kinh doanh. Trong trường hợp có thể sang nhượng thì giá sang nhượng cũng tương đối thấp. Như đã phân tích, thực tế này sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến quyết định đầu tư của DN.

3.2. Kết quả kiểm định

Bảng 3 trình bày kết quả kiểm định ảnh hưởng của sự không chắc chắn về thị trường đầu ra của sản phẩm đến đầu tư của DN bằng mô hình Tobit thông qua sự hỗ trợ của phần mềm Stata. Để đảm bảo tính chặt chẽ của bài viết, các biến $IRR1$, $IRR2$ và $IRR3$ được lần lượt sử dụng ở các cột 2, 3 và 4 tương ứng.

Hệ số của biến CEV có giá trị dương và hệ số của biến CEV^2 có giá trị âm cùng ở mức ý nghĩa 1%, cho thấy mối quan hệ giữa đầu tư của DN và mức độ không chắc chắn về thị trường đầu ra của sản phẩm có dạng hình chữ U ngược ($\cap$). Kết quả này ngụ ý rằng nếu mức độ không chắc chắn tăng dần đến điểm tương ứng với giá trị cực đại của đường cong $\cap$ thì sẽ kích thích DN tăng đầu tư để vượt qua thách

Bảng 3. Kết quả hồi quy

(1)	(2)	(3)	(4)
Hằng số C	-0,9916*** (0,0000)	-1,4559*** (0,0000)	-0,6733*** (0,0000)
CEV	4,0326*** (0,0001)	5,1942*** (0,0000)	4,7024*** (0,0000)
CEV ²	-14,2384*** (0,0000)	-17,6345*** (0,0000)	-15,809*** (0,0000)
DSAL	0,5691*** (0,0003)	0,5673*** (0,0000)	0,2983** (0,0181)
PRO	0,3771*** (0,0000)	0,2615*** (0,0000)	0,2388*** (0,0000)
EDU	0,1134*** (0,0001)	0,1099*** (0,0000)	0,0688*** (0,0024)
BRI	1,6417** (0,0119)	1,5777*** (0,0031)	1,3194** (0,0104)
BRI ²	-4,9199*** (0,0004)	-4,8759*** (0,0000)	-4,0498*** (0,0002)
IRR1	0,1373*** (0,0000)		
IRR2		0,3088*** (0,0000)	
IRR3			0,2020*** (0,0000)
LEV	0,1788 (0,4573)	0,0463 (0,8187)	-0,0676 (0,7300)
COMPT	-0,0016 (0,9303)	0,0143 (0,3860)	-0,0074 (0,6298)
ATTRISK	-0,0365 (0,2338)	-0,0010 (0,9678)	-0,0333 (0,1683)
SER	-0,0263 (0,4637)	0,0661** (0,0242)	-0,0117 (0,6787)
MANU	0,1039*** (0,0046)	0,0804*** (0,0083)	0,1045*** (0,0003)
Số quan sát N	339	339	339
LR χ^2	319,88	419,09	419,21
Prob > χ^2	0,00	0,00	0,00

Nguồn: Tự tính toán từ số liệu tự khảo sát năm 2010.

Ghi chú: (***) có ý nghĩa ở mức 1%, (**) có ý nghĩa ở mức 5% và (*) có ý nghĩa ở mức 10%.

thức. Tuy nhiên, nếu mức độ không chắc chắn về thị trường đầu ra của sản phẩm vượt qua mốc này thì sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến đầu tư của DN.

Ta có thể xác định giá trị của CEV tương ứng với điểm cực đại của đường cong $\cap$ bằng cách lấy đạo hàm bậc nhất của mô hình (1) theo CEV và cho giá trị này bằng không:

$$\frac{\partial INV}{\partial CEV} = \beta_1 + 2\beta_2 CEV = 0. \quad (3)$$

Với các giá trị của β_1 và β_2 ở cột 4 của Bảng 3, ta có:

$$4,7024 - 2 \times 15,809 \times CEV = 0 \\ \Rightarrow CEV = 0,15 = 15\%$$

Nói cách khác, nếu $CEV > 15\%$ thì mức không chắc chắn về thị trường đầu ra của sản phẩm càng cao sẽ càng tác động tiêu cực đến đầu tư của các DN trong mẫu khảo sát và ngược lại.

Cả ba biến $IRR1$, $IRR2$ và $IRR3$ đều có hệ số dương cùng ở mức ý nghĩa 1%, nghĩa là nếu dễ sang nhượng hay/và có thể sang nhượng tài sản với giá cao thì DN sẽ có động cơ đầu tư mạnh hơn. Đúng như kỳ vọng, biến $DSAL$ có hệ số dương ở mức ý nghĩa 5%, cho thấy tăng trưởng doanh thu ảnh hưởng tích cực đến đầu tư. Biến PRO cũng có hệ số dương ở mức ý nghĩa 10%, ngụ ý rằng đầu tư của các DN phụ thuộc vào lợi nhuận do hạn chế tín dụng gây ra bởi hiện tượng thông tin bất đối xứng và chi phí giao dịch.

Hệ số của biến LEV không có ý nghĩa thống kê do nhiều DN tuy vay được nhưng với số tiền không như mong đợi (ít hơn nhu cầu) và kỳ hạn vay quá ngắn nên không thể tiến hành đầu tư. Đúng như kỳ vọng, biến EDU có hệ số dương ở mức ý nghĩa 10%. Hệ số của biến BRI có giá trị dương ở các mức ý nghĩa 1% và 5% và biến BRI^2 có giá trị âm ở mức ý nghĩa 1%, cho thấy chi phí “bôi trơn” có tác động tích cực đến đầu tư của DN nếu phải “bôi trơn” ở mức độ vừa phải và ngược lại, giống như kết quả của các nghiên cứu trước đây.

Biến phụ thuộc: INV - tỉ số giữa đầu tư và giá trị tài sản cố định của DN.

Biến $COMPT$ có hệ số không có ý nghĩa thống kê. Đó là do gần đây môi trường kinh doanh biến động khó lường nên các DN gần như chỉ quan tâm đến việc cắt giảm chi phí và tối đa hóa lợi nhuận hơn

là cạnh tranh. Tương tự, hệ số của biến $ATTRISK$ cũng không có ý nghĩa thống kê. Cuối cùng, biến $MANU$ có hệ số dương ở mức ý nghĩa 10% và biến SER có hệ số không có ý nghĩa thống kê, cho thấy sự khác biệt trong đầu tư giữa các DN sản xuất - khai thác và chế biến so với các DN khác (dịch vụ và thương mại) bởi ngành nghề sản xuất - khai thác và chế biến đòi hỏi phải đầu tư vào máy móc, nhà xưởng, v.v. nhiều hơn so với các ngành nghề khác như kinh doanh nhà hàng, khách sạn, tư vấn hay thiết kế, xây dựng hay phân phối sản phẩm.

4. Kết luận và đề xuất

Kết quả nghiên cứu cho thấy ảnh hưởng của sự không chắc chắn về thị trường đầu ra của sản phẩm đến đầu tư của DN là phi tuyến tính, được mô tả bằng đường cong có dạng $\cap$. Cụ thể, mức độ không chắc chắn về thị trường đầu ra của sản phẩm thấp hơn 15% sẽ kích thích DN đầu tư và ngược lại.

Trong các yếu tố ảnh hưởng đến đầu tư của DN, có sự hiện diện của khả năng sang nhượng và giá sang nhượng tài sản. Đồng thời, kết quả nghiên cứu cũng cho thấy tác động tích cực của tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận và trình độ học vấn của người quản lý DN đến đầu tư của DN. Tăng trưởng doanh thu cao đồng nghĩa với môi trường kinh doanh thuận lợi, do đó sẽ kích thích DN đầu tư. Tương tự, lợi nhuận là nguồn vốn đầu tư quan trọng của DN khi phải đối mặt với hạn chế tín dụng nên lợi nhuận càng cao thì DN sẽ có xu hướng đầu tư càng nhiều.

Một yếu tố khác cũng có ảnh hưởng đến đầu tư của DN đó là chi phí “bôi trơn”. Kết quả kiểm định một lần nữa khẳng định chi phí “bôi trơn” quá cao sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến đầu tư của DN, trong khi chi phí “bôi trơn” ở mức độ vừa phải có thể tác động tích cực đến đầu tư của DN. Cuối cùng, có sự khác biệt trong đầu tư giữa các DN sản xuất - khai thác và chế biến với các loại hình DN khác (đó là, dịch vụ và thương mại).

Từ kết quả phân tích như trên, bài viết đề xuất một số giải pháp nhằm kích thích đầu tư của các DN ngoài quốc doanh nói riêng và các DN nói chung để góp phần thúc đẩy tăng trưởng của nền kinh tế:

(i) *Tăng cường hỗ trợ thông tin cho DN*: Việc không chắc chắn về thị trường đầu ra của sản phẩm xuất phát từ khiếm khuyết về thông tin thị trường.

Do đó, cần hình thành và phát triển Trung tâm nghiên cứu, phân tích và dự báo thị trường. Trung tâm này đóng vai trò như một tổ chức chuyên cung cấp thông tin thị trường cho DN. Điều này sẽ giúp DN dễ dàng kiểm soát và dự báo được sự biến động của thị trường đầu ra của sản phẩm để từ đó có thể đưa ra quyết định đầu tư đúng đắn. Đồng thời, cần phát triển thị trường bảo hiểm rủi ro với sự tham gia của các DN kinh doanh bảo hiểm; nếu rủi ro được chia sẻ thì DN sẽ có động cơ đầu tư mạnh hơn.

(ii) *Phát triển thị trường hàng hóa đã qua sử dụng*: Khó khăn trong việc sang nhượng tài sản đã qua sử dụng có ảnh hưởng tiêu cực đến đầu tư của DN trong điều kiện không chắc chắn về thị trường đầu ra của sản phẩm. Vì vậy, cần giảm thiểu ảnh hưởng này bằng việc phát triển thị trường hàng hóa đã qua sử dụng một cách chính thức để giúp các DN dễ dàng hơn trong việc sang nhượng các tài sản.

(iii) *Giải pháp khác*: Ngoài các giải pháp nêu trên, ổn định kinh tế vĩ mô cũng hết sức cần thiết bởi kinh tế vĩ mô có ảnh hưởng rất lớn đến biến động

của thị trường. Bên cạnh đó, cần tiếp tục đẩy mạnh việc thực hiện cải cách hành chính vì thủ tục hành chính bết rườm rà, công khai, minh bạch sẽ hạn chế sự nhũng nhiễu của các cán bộ biển chất, qua đó giảm bớt chi phí “bôi trơn” và kích thích DN đầu tư nhiều hơn.

Ngoài ra, cần tăng cường khả năng tiếp cận nguồn vốn tín dụng và huy động các nguồn lực hỗ trợ tài chính cho DN. Một công cụ thường được sử dụng để hỗ trợ tổ chức tín dụng cho vay các DN ngoài quốc doanh là các khoản “tham gia” cho vay hoặc bảo lãnh tín dụng. Với sự có mặt của các khoản bảo lãnh này, các tổ chức tín dụng có thể chia sẻ một phần rủi ro cho vay của mình với tổ chức bảo lãnh tín dụng và vì vậy sẽ mạnh dạn cho các DN vay hơn■

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Antoshin, S. (2006), “Investment under Uncertainty”, *American Economic Review* 84, tr. 1369-1384.
- Bassetto, C.F. & A.E.G. Kalatzis (2011), “Financial Distress, Financial Constraint and Investment Decision: Evidence from Brazil”, *Economic Modelling* 28, tr. 264-271.
- Bo, H. & R. Lensink (2005), “Is the Investment-Uncertainty Relationship Nonlinear : An Empirical Analysis for the Netherlands”, *Economica* 72, tr. 307-331.
- Chirinko, R.S. & H. Schaller (2009), “The Irreversibility Premium”, *Journal of Monetary Economics* 56, tr. 390-408.
- Dixit, A. & R.D. Pindyck (1994), *Investment under Uncertainty*, Princeton University Press.
- Driver, C. & K. Imai (2011), “Testing the Uncertainty-Investment Relationship Using Survey Data on Capital Stock Equilibrium”, *Applied Economics Letters* 18, tr. 305-310.
- Guiso, L. & G. Parigi (1999), “Investment And Demand Uncertainty”, *Quarterly Journal of Economics* 114(1), tr. 185-227.
- Gujarati, D. (2004), *Basic Econometrics*, McGrawHill.
- 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.
- Krueger, A.O. (1993), “Virtuous and Vicious Circles in Economic Development”, *Papers and Proceedings of the American Economic Association* LXXXIII, tr. 351-356.
- Lambrecht, B. & W. Perraudin (2003), “Real Options and Preemption under Incomplete Information” *Journal of Economic Dynamics and Control* 27, tr. 619-643.
- Lensink, R., P. van Steen and E. Sterken (2004), “Capital Market Imperfections, Uncertainty and Corporate Investment in the Czech Republic”, *Economic Planning* 33, tr. 53-70.
- Pattillo, C. (1998), “Investment, Uncertainty, and Irreversibility in Ghana”, *IMF Staff Papers* 45(3), tr. 522-553.
- Sacco, D & A. Schmutzler (2011), “Is There a U-shaped Relation between Competition and Investment?” *International Journal of Industrial Organization* 29, tr. 65-73.
- Svensson, J. (2005), “Eight Questions about Corruption”, *Journal of Economic Perspectives* 19(3), tr. 19-42.