

Mối quan hệ thể chế và khả năng tiếp cận thị trường vốn của doanh nghiệp

VŨ VIỆT QUANG

Trường Đại học Kinh tế TP.HCM - qvu@ueh.edu.vn

LÊ THỊ PHƯƠNG VY

Trường Đại học Kinh tế TP.HCM - phuongvyqt@ueh.edu.vn

Ngày nhận:

18/01/2016

Ngày nhận lại:

25/05/2016

Ngày duyệt đăng:

06/06/2016

Mã số:

0116-G32-V04

Tóm tắt

Các nghiên cứu trước đây trên thế giới đã chỉ ra rằng mối quan hệ thể chế (Political Connection) có thể giúp doanh nghiệp (DN) có những ưu đãi hơn các DN khác. Với mẫu dữ liệu gồm các công ty cổ phần (CTCP) niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) và Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE) từ năm 2009 đến năm 2013, và sử dụng phương pháp hồi quy dữ liệu bảng, tác giả tìm thấy bằng chứng mối quan hệ thể chế có thể giúp các DN cải thiện khả năng tiếp cận nguồn vốn vay, đặc biệt là vốn vay từ các ngân hàng thương mại nhà nước (NHTM NN). Kết quả này ủng hộ giả thuyết cho rằng mối quan hệ thể chế giúp DN hưởng sự phân biệt đối xử nếu có, vượt qua những trở ngại về mặt pháp lý, giảm các rào cản và bất cân xứng thông tin, và từ đó làm gia tăng khả năng tiếp cận thị trường vốn của DN.

Abstract

As suggested by earlier studies, with political connections some firms receive more preference than others (Fisman, 2001; Johnson & Mitton, 2003; Faccio, 2006). Using a dataset of listed joint-stock companies on HNX and HOSE between 2009 and 2013 besides adopting the panel regression technique, we find empirical evidence of political connections with their role in improving firms' access to finance, especially from state commercial banks. This result also underpins the assumption that political connections do give firms certain preference, help remove legal constraints and/or barriers as well as the problem of information asymmetry, thereby enhancing their ability to have access to the capital market.

Từ khóa:

Mối quan hệ thể chế, tỉ lệ nợ, khả năng tiếp cận thị trường vốn.

Keywords:

Political connections, debt ratio, access to finance.

1. Giới thiệu

Nghiên cứu trên thế giới về tài chính DN trong thời gian gần đây cho thấy mức độ ảnh hưởng của môi quan hệ thể chế đến thành quả hoạt động của các DN là một trong những lĩnh vực nhận được nhiều sự quan tâm của các nhà nghiên cứu. Các nghiên cứu trước đây đã chỉ ra ở các quốc gia đã và đang phát triển, môi quan hệ thể chế có thể giúp DN có những thuận lợi hơn về mặt pháp lí (Agrawal & Knoeber, 2001), tiếp cận các nguồn lực như vốn vay ngân hàng dễ dàng hơn (Faccio, 2006), nhận được nhiều ưu đãi và trợ cấp từ chính phủ (Qin, 2011), cải thiện thành quả hoạt động của DN (Johnson & Mitton, 2003), gia tăng hoạt động đầu tư, và cuối cùng làm tăng giá trị của DN (Roberts, 1990; Fisman, 2001; và Ramalho, 2007). VN với đặc thù của nền kinh tế chuyển đổi, Nhà nước vẫn chi phối nhiều nguồn lực trọng yếu, và văn hóa kinh doanh coi trọng mối quan hệ xã hội, thì việc thiết lập môi quan hệ thể chế có thể đóng vai trò quan trọng đối với thành quả hoạt động của các DN. Tuy nhiên, các bằng chứng thực nghiệm về lĩnh vực này hầu như vẫn còn rất khiêm tốn.

Mặc dù hệ thống luật pháp ở các nước có nền kinh tế chuyển đổi, như VN, đã cải thiện đáng kể; tuy nhiên, sau thời kì kinh tế kế hoạch, hệ thống luật pháp vẫn chưa hoàn thiện và rõ ràng, DN ngoài khu vực nhà nước vẫn đối mặt với nhiều khó khăn trong điều hành hoạt động kinh doanh. Khả năng các DN này bị từ chối vẫn cao hơn khi tiếp cận nguồn vốn vay ngân hàng, đặc biệt là từ các NHTM NN hoặc ngân hàng có cổ phần chi phối của Nhà nước. Phần lớn nguồn vốn này được dành cho DN nhà nước (DNNN), hoặc thuộc lĩnh vực được chính phủ khuyến khích (Johnson & cộng sự, 2000; McMillan & Woodruff, 1999; và Guriev, 2004). DN ngoài nhà nước cũng là đối tượng chính của sự nhũng nhiễu, các quy định nghiêm ngặt nhưng nhiều khi không rõ ràng và nhất quán giữa các văn bản của chính phủ. Ngoài các vấn đề của một thị trường đang phát triển, thì môi trường hệ thống pháp luật cũng vẫn còn đang hoàn thiện và chưa đủ mạnh để đảm bảo quyền sở hữu và thực thi các hợp đồng, một môi quan hệ chặt chẽ với thể chế có thể giúp DN vượt qua các quy định phiền toái, những trở ngại về mặt pháp lí khi có tranh chấp, và tránh việc có thể bị phân biệt đối xử (Hay & Shleifer, 1998; McMillan & Woodruff, 1999; và Frye & Zhuravskaya, 2000). Tuy nhiên, theo như hiểu biết của tác giả, đến thời điểm hiện nay vẫn chưa có một nghiên cứu chuyên sâu nào được thực hiện ở VN để đánh giá tác động của môi quan hệ thể chế đến các hoạt động của DN. Do đó, nghiên cứu xem xét mức độ ảnh hưởng của môi quan hệ thể chế đến khả năng tiếp cận thị trường vốn của DN là điều khá cần thiết vì những phát hiện của nghiên

cứu có thể sẽ mang lại những hàm ý quan trọng cho các nhà làm chính sách cũng như cung cấp những chỉ dẫn quan trọng cho các nhà đầu tư.

2. Cơ sở lý thuyết và tổng quan các nghiên cứu trước

2.1. Cơ sở lý thuyết

2.1.1. Mối quan hệ thể chế

Hầu hết các bài nghiên cứu trước đây trên thế giới đều định nghĩa mối quan hệ thể chế là các kết nối cá nhân giữa các chính trị gia và DN thông qua mối quan hệ cá nhân hoặc nắm giữ cổ phần của DN. Các nghiên cứu trước đây cũng chỉ ra rằng mối quan hệ thể chế có thể giúp DN có những ưu đãi hơn các DN khác (Fisman, 2001; Johnson & Mitton, 2003; và Faccio, 2006). Cụ thể, Qin (2011) và các nhà nghiên cứu trước đây cho rằng 4 cơ chế làm cho các DN có mối quan hệ thể chế sẽ được hưởng những ưu đãi từ chính phủ thông qua:

(1) Mạng xã hội (Social Networking): Các thành viên ban lãnh đạo DN hoặc bạn bè của thành viên ban lãnh đạo đã từng làm việc cho chính phủ sẽ là nhân tố quan trọng ảnh hưởng đến kết quả hoạt động của DN. Nhân tố này có thể được xem là một nguồn vốn xã hội của DN. Đặc biệt, ở những nước coi trọng mối quan hệ, nguồn vốn xã hội này có thể giúp DN dễ dàng tiếp cận với các nguồn lực của chính phủ so với các DN không có mối quan hệ.

(2) Khía cạnh thông tin (Information View): Cùng quan điểm với Porta & cộng sự (2003), các nhà nghiên cứu đều cho rằng trong một môi trường bất cân xứng thông tin, quan chức chính phủ thường tin tưởng hơn vào các DN mà họ đã từng làm việc hoặc có mối quan hệ gần gũi so với các DN khác. Do đó, họ thường có đánh giá tốt hơn mang tính thiên lệch cho những hồ sơ đầu thầu dự án từ các DN này. Vì vậy, sẽ có xu hướng chuyển các nguồn lực của quốc gia đến các DN có mối quan hệ thể chế nhằm đảm bảo các khoản đầu tư là hiệu quả cho chính phủ.

(3) Xây dựng danh tiếng (Reputation Build-up): Một khi các quan chức chính phủ trở thành các nhà lãnh đạo cao cấp, DN hay ngành công nghiệp nơi họ đã từng làm việc sẽ nhận được nhiều chú ý từ công chúng. Nếu các DN này phát triển tốt sẽ giúp cho họ có nhiều ủng hộ hơn từ công chúng cũng như hình ảnh và uy tín của họ trên chính trường sẽ được gia tăng. Những hình ảnh tốt như vậy sẽ giúp ích rất nhiều cho sự nghiệp tương lai của họ. Do đó, các quan chức chính phủ thường muốn chuyển hướng các nguồn lực

cho các DN, ngành hoặc thành phố nơi họ đã từng làm việc để thúc đẩy sự phát triển của các DN và ngành nghề này nhằm xây dựng danh tiếng cho mình.

(4) Sở thích cá nhân (Individual Preference): Mẫu hình thăng tiến của các nhà lãnh đạo thông thường là từ các DN hoặc chính quyền địa phương. Do đó, có thể nói DN họ đã từng làm việc là nơi chuyển tiếp cho sự nghiệp thành công của họ. Vì vậy, khi họ có chức vụ trong chính phủ, họ thường sẽ có xu hướng ưu đãi hơn cho những DN hoặc thành phố nơi họ đã từng làm việc.

2.1.2. Khả năng tiếp cận thị trường vốn của DN, mức độ nợ vay và mối quan hệ thể chế

Về mặt thực nghiệm, có rất nhiều bằng chứng cho thấy ít nhất là ở một số nước, các DN có mối quan hệ thể chế dễ dàng hơn trong việc nhận được các khoản cho vay từ ngân hàng. Chiu & Joh (2004), Cull & Xu (2005), Faccio (2003, 2006), Johnson & Mitton (2003), và Khwaja & Mian (2005) giải thích các CTCP có cổ phiếu được giao dịch đại chúng và mối quan hệ thể chế sẽ đạt tỉ lệ nợ vay cao hơn các DN không có mối quan hệ này. Bằng chứng này đặt ra câu hỏi những nhân tố gì đã làm cho các ngân hàng cho vay dễ dàng hơn đối với các DN có mối quan hệ thể chế? Faccio (2006) cho rằng hiện tượng này về mặt lí thuyết có thể giải thích như sau: (1) Ngân hàng được hỗ trợ trực tiếp từ chính phủ và các DN xin vay thuộc diện được hưởng chính sách ưu đãi trong quy hoạch phát triển kinh tế của chính phủ; hoặc (2) Có thể ngân hàng đã ra quyết định không hợp lí, bị ép thực hiện các khoản vay dưới chuẩn cho các DN có mối quan hệ thể chế; hoặc (3) Có thể ngân hàng dựa vào một bảo lãnh ngầm từ chính phủ rằng những DN này sẽ được giải cứu nếu gặp phải những khó khăn tài chính.

Theo lí thuyết đánh đổi của cấu trúc vốn (Trade-off Theory), Modigliani & Miller cho rằng giá trị của DN tăng lên với cùng với đòn bẩy tài chính trong môi trường có thuế thu nhập DN. Lí thuyết này sau đó được mở rộng với sự hiện diện của chi phí khánh kiệt tài chính và các chi phí liên quan đến phá sản. Theo đó, DN nên vay nợ ở mức tối ưu khi mà lợi ích cận biên từ tầm chắn thuế bằng với chi phí cận biên của rủi ro phá sản. Kornai (1979, 1986) với lí thuyết về hạn chế ngân sách “mềm” và “cứng” cho rằng trong nền kinh tế xã hội các DN được cho là có hạn chế ngân sách “mềm” (Soft Budget Constrained) khi DN không phải lo lắng nhiều về rủi ro phá sản vì sẽ nhận được hỗ trợ từ chính phủ. Krueger (1974) trong lí thuyết về “một xã hội tìm kiếm lợi nhuận kinh tế vượt trội” (Rent-Seeking Society) cho rằng một số DN thường dễ dàng tìm kiếm lợi ích kinh tế vượt trội thông qua hối lộ, buôn lậu, tham nhũng hay kinh doanh trên thị trường

chợ đen thay vì phải cạnh tranh với nhau gay gắt một cách hợp pháp như trong nền kinh tế định hướng thị trường (Market - Oriented Economies). Khwaja & Mian (2005) cho thấy các DN có mối quan hệ thể chế hưởng lợi thể vượt trội so với các DN khác trong việc đạt được lợi ích kinh tế với chi phí tài trợ thấp hơn. Như vậy, từ lí thuyết đánh đổi của cấu trúc vốn có thể suy ra những DN có mối quan hệ thể chế với hạn chế ngân sách “mềm” và có lợi ích kinh tế vượt trội có thể gia tăng mức độ vay nợ trong cấu trúc vốn của mình khi mà chi phí khánh kiệt tài chính được giảm thiểu.

Hơn nữa, theo lí thuyết “trật tự phân hạng” (Pecking Order Theory) về cấu trúc vốn, các DN sẽ ưu tiên vay nợ hơn là phát hành cổ phiếu khi nguồn vốn nội bộ cạn kiệt. Lí thuyết định thời điểm thị trường (Market-Timing Theory) cho rằng cấu trúc vốn của DN là kết quả của cả một quá trình lâu dài các DN định thời điểm thị trường để vay nợ. Các DN chỉ đơn giản sử dụng tài trợ bằng nợ vay khi điều kiện vay nợ là thuận lợi và ngược lại. Như vậy, theo các lí thuyết cấu trúc vốn này, các DN với mối quan hệ thể chế và dễ dàng trong tiếp cận vốn vay ngân hàng thì sẽ có khuynh hướng đạt tỉ lệ nợ vay trên vốn cổ phần cao hơn so với các DN không có mối quan hệ.

Khwaja & Mian (2005) cho thấy ở các quốc gia đang phát triển, các DN có mối quan hệ thể chế nhận được ưu đãi đáng kể trong việc tiếp cận nguồn vốn bên ngoài và hơn nữa, những khoản vay ưu đãi này thường đến từ các ngân hàng của chính phủ, trong khi không có sự phân biệt đối xử giữa các DN có mối quan hệ thể chế hay không có mối quan hệ thể chế ở các ngân hàng tư nhân. Lí do là các ngân hàng tư nhân thường phải đối mặt với giới hạn ngân sách “cứng” và không thể thực hiện các khoản cho vay có rủi ro thu hồi. Nghiên cứu cũng cho thấy ở các quốc gia đang phát triển các DN có mối quan hệ với các chính trị gia chiến thắng trong bầu cử sẽ được ưu đãi tiếp cận với tín dụng lớn hơn từ các ngân hàng sở hữu của nhà nước. Do đó, có thể nói những DN có mối quan hệ thể chế sẽ có lợi thế kinh tế lớn hơn những DN khác vì họ có thể sử dụng mối quan hệ thể chế để có chi phí tài trợ thấp hơn. Tuy nhiên, lợi ích của mối quan hệ thể chế không phải là vô tận. Các quy định bảo đảm an toàn ngăn chặn các ngân hàng cho vay quá nhiều với một khách hàng. Một giới hạn có thể thiết lập để giảm bớt sự nghi ngờ. Để giải thích cho sự ưu đãi tiếp cận nguồn vốn mà các DN có mối quan hệ thể chế có được, tác giả cho rằng các DN có mối quan hệ thể chế có thể ảnh hưởng đến các nhân viên ngân hàng ở các ngân hàng thuộc sở hữu nhà nước, từ đó thu được những lợi thế kinh tế vượt trội. Mối quan hệ càng mạnh, mức độ ảnh hưởng sẽ càng lớn. Trong khi các ngân hàng thuộc sở hữu nhà nước vẫn tồn tại mặc dù cho vay không hiệu quả bởi vì có hạn chế ngân sách “mềm” (Kornai 1979, 1986). Tuy nhiên, sự ưu đãi cho các DN có mối

quan hệ thể chế có thể giải thích bởi các khoản cho vay có tính chất xã hội. Lời giải thích này dựa trên hai giả định chính: (1) DN có mối quan hệ thể chế có nhiều khả năng tham gia vào các dự án có tính chất xã hội cao; và (2) Các ngân hàng sở hữu nhà nước coi trọng lợi ích xã hội hơn các ngân hàng tư nhân. Với hai giả thuyết này, ta có thể lập luận việc ưu tiên cấp tín dụng cho các DN có mối quan hệ thể chế không phản ánh tham nhũng mà là vì những lợi ích và mong muốn của các bên được thực hiện thông qua các dự án mang tính chất xã hội.

2.2. Tổng quan các nghiên cứu trước và giả thuyết nghiên cứu

Nghiên cứu của Li & cộng sự (2008) là một trong những nghiên cứu nổi bật về vai trò của mối quan hệ thể chế đến hoạt động của doanh nghiệp tư nhân (DNTN) ở Trung Quốc, đặc biệt là ở khía cạnh khả năng tiếp cận thị trường vốn. Bằng việc thực hiện một khảo sát quy mô toàn quốc với hơn 2.000 DNTN, nhóm nghiên cứu thấy rằng mối quan hệ thể chế đã có ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả của các DN sau khi bổ sung các biến kiểm soát như chất lượng nguồn nhân lực và các biến có liên quan khác. Sau đó, nhóm nghiên cứu tìm hiểu sâu hơn làm thế nào mà mối quan hệ thể chế lại có ảnh hưởng quan trọng đến thành quả DN và đã phát hiện trong một nền kinh tế chuyển đổi như Trung Quốc, tầm ảnh hưởng của mối quan hệ thể chế có vai trò quan trọng hơn so với tại các thị trường phát triển bởi vì đặc thù riêng biệt trong thể chế pháp luật và văn hóa kinh doanh tại Trung Quốc. Cụ thể, mối quan hệ thể chế giúp các DNTN vượt qua các trở ngại về mặt pháp lý và phân biệt đối xử. Nghiên cứu cũng chỉ ra kết nối với chính phủ giúp các DNTN dễ dàng hơn trong việc vay vốn từ NHTM NN hoặc các tổ chức nhà nước khác. Mối quan hệ thể chế cũng mang lại cho họ sự tự tin hơn khi gặp rắc rối liên quan đến hệ thống pháp luật như tự tin hơn trong việc sử dụng tòa án trong các tranh chấp kinh doanh. Cuối cùng, nghiên cứu này cũng tìm thấy ảnh hưởng của mối quan hệ thể chế đối với thành quả hoạt động của DN mạnh hơn ở những vùng, địa phương có định chế thị trường yếu hơn và khả năng thực thi pháp luật kém hơn.

Tương tự, Claessens & cộng sự (2008) khi nghiên cứu tác động của mối quan hệ thể chế đến khả năng tiếp cận thị trường vốn của các DN ở Brazil trong giai đoạn bầu cử 1998–2002, kết quả nghiên cứu cho thấy mối quan hệ thể chế là quan trọng thông qua những ưu đãi tài chính. Các DN đã đóng góp cho chiến dịch bầu cử có tỉ suất sinh lợi của cổ phiếu cao hơn và khả năng tiếp cận thị trường vốn tốt hơn các DN khác. Điều này cho thấy sự đóng góp vào các cuộc bầu cử đã có một tác động tích cực đến DN. Cụ thể, sau khi sử dụng mô hình ảnh hưởng cố định (FE) để loại bỏ những đặc trưng

của DN không quan sát được (điều có thể làm sai lệch kết quả), nhóm nghiên cứu nhận thấy khả năng tiếp cận nguồn vốn ngân hàng của những DN có đóng góp tài chính cho các cuộc bầu cử gia tăng sau mỗi cuộc bầu cử mặc dù tỉ suất sinh lợi trên tổng tài sản không cao hơn. Nghiên cứu này ước tính giá trị kinh tế của những đặc lợi do DN có kết nối chính trị thu được sau hai cuộc bầu cử ít nhất chiếm 0,2% tổng sản phẩm quốc nội trong một năm.

Tóm lại, DNTN trong nền kinh tế chuyển đổi và có văn hóa kinh doanh coi trọng mối quan hệ thường phải đối mặt với nhiều trở ngại bao gồm trở ngại từ di sản của nền kinh tế kế hoạch và sự phát triển yếu kém của các định chế tài chính trên thị trường, cũng như những trở ngại có nguồn gốc từ việc DNNN kiểm soát nhiều khu vực chính của nền kinh tế (Li & cộng sự, 2008). Hệ quả là DNTN thường có xác suất bị từ chối khi tiếp cận vốn vay từ ngân hàng thương mại do nhà nước kiểm soát vì một phần lớn nguồn vốn này được ưu tiên dành cho các DNNN (Nee, 1992; Brandt & Li, 2003). Nói một cách chính xác hơn thì khả năng tiếp cận vốn vay ngân hàng là một trong những khác biệt chính giữa các DNNN và DNTN. Trong khi, tín dụng ngân hàng là nguồn vốn cực kỳ quan trọng đối với sự phát triển của các DNTN ở các nước đang phát triển nói chung và các quốc gia có nền kinh tế chuyển đổi nói riêng, thì mối quan hệ thể chế có thể giúp DN vượt qua những trở ngại và dễ dàng tiếp cận với các nguồn vốn hơn (Li & cộng sự, 2008). Do đó, tác giả tin rằng giả thuyết thứ nhất có thể xảy ra đối với các CTCP niêm yết tại HOSE và HNX:

Giả thuyết H₁: Mối quan hệ thể chế có tác động tích cực đến khả năng tiếp cận thị trường vốn của DN (đo lường bằng tỉ lệ tổng nợ vay trên tổng tài sản của DN).

Hơn nữa, khi nghiên cứu mối quan hệ thể chế ở những DN sản xuất ở Trung Quốc từ năm 1998–2007, Qin (2011) nhận thấy các DN có mối quan hệ thể chế thường hưởng được nhiều ưu đãi từ chính phủ hơn các DN khác, được đo bằng nguồn vốn đầu tư từ chính phủ và các khoản trợ cấp. Nghiên cứu chỉ ra những DN có mối quan hệ với chính phủ có thể có nhiều ưu đãi của chính phủ hơn so với các DN khác thông qua 4 kênh sau đây: (1) Mối quan hệ xã hội, (2) khía cạnh thông tin, (3) xây dựng danh tiếng, và (4) sở thích cá nhân. Cụ thể, tác giả đã nghiên cứu ảnh hưởng của hai dạng kết nối chính trị bao gồm: Kết nối chính trị trực tiếp (các lãnh đạo chính phủ đã từng làm việc cho DN), và kết nối gián tiếp (DN hoạt động cùng ngành hoặc cùng thành phố nơi các lãnh đạo chính phủ đã từng làm việc) đến việc nhận ưu đãi của chính phủ. Kết quả nghiên cứu chỉ ra các DN trực tiếp (gián tiếp) có mối quan hệ với chính phủ có xu hướng nhận được

nhiều hơn các khoản trợ cấp cũng như vốn nhà nước do trung ương đầu tư. Tuy nhiên, những ưu đãi này không đi kèm với sự gia tăng về quy mô sản xuất cũng như gia tăng trong lợi nhuận. Nghiên cứu đã cho thấy những DN nhận vốn đầu tư từ nhà nước có xu hướng gia tăng quy mô việc làm, tuy nhiên doanh thu và lợi nhuận thì không được cải thiện. Nghiên cứu cũng giải thích rằng vốn xã hội hay mối quan hệ đóng một vai trò rất quan trọng trong xã hội Trung Quốc ngày nay. Đối với các nền kinh tế đang phát triển và kể cả đã phát triển thì khi một chính trị gia nằm trong nhóm các nhà lãnh đạo cao nhất của chính phủ, DN mà họ đã từng làm việc sẽ có lợi thế hơn các DN khác trong việc có được các ưu đãi của nhà nước bởi vì dựa trên mối quan hệ họ có thể tiếp cận các nguồn lực này dễ dàng hơn. Cơ chế này có thể được gọi là mạng xã hội. Hơn nữa, trong môi trường bất cân xứng thông tin, các nhà lãnh đạo sẽ tin tưởng những DN họ đã từng làm việc hơn các DN khác. Ngoài ra, những nhà lãnh đạo này cũng có xu hướng phân bổ nguồn lực nhiều hơn cho những nơi họ đã từng làm việc để xây dựng danh tiếng, bởi vì xã hội thông thường sẽ ủng hộ nhiều hơn những nhà lãnh đạo mà nơi họ đã từng làm việc phát triển tốt. Chia sẻ cùng kết quả, Soto (1989), Shleifer & Vishny (1994), và một số nhà nghiên cứu khác cũng lập luận mối quan hệ thể chế giúp cho các DN dễ dàng tiếp cận ưu đãi từ chính phủ, đặc biệt là tài chính từ các DN và ngân hàng thuộc sở hữu của chính phủ (State Debt), giảm mức thuế phải nộp, và các quy định phiền toái. Do đó, tác giả xây dựng giả thuyết đối với các CTCP niêm yết tại VN như sau:

Giả thuyết H₂: Mối quan hệ thể chế sẽ giúp DN có nhiều ưu đãi vốn từ Chính phủ hơn (đo lường thông qua tỉ lệ vốn vay từ các NHTM NN trên tổng nợ vay của DN).

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu

Nghiên cứu này sử dụng dữ liệu bảng với các số liệu kế toán và giá chứng khoán của các DN không thuộc lĩnh vực tài chính được niêm yết trên sàn chứng khoán VN trong 5 năm từ 2009 đến 2013. Dữ liệu được thu thập từ cơ sở dữ liệu của Datastream và trên Website của HOSE và HNX. Số liệu kế toán thường niên, giá cổ phiếu, khối lượng cổ phiếu và cấu trúc sở hữu cũng được bổ sung từ thuyết minh báo cáo tài chính trong báo cáo thường niên của tất cả các DN niêm yết. Dữ liệu mối quan hệ thể chế được nhóm tác giả thu thập bằng tay dựa trên báo cáo thường niên và lịch sử quá trình công tác của ban lãnh đạo tại các DN niêm yết trên HOSE và HNX. Bộ dữ liệu này là dữ liệu bảng

không cân bằng bởi vì một số DN niêm yết, hủy niêm yết trong suốt những năm quan sát hoặc do số liệu không được công bố.

3.2. Mô hình nghiên cứu

Để kiểm định ảnh hưởng của mối quan hệ thể chế lên khả năng tiếp cận thị trường vốn, tác giả dựa trên các nghiên cứu của Qin (2011), Li và cộng sự (2008), và Claessens và cộng sự (2008). Đề đưa ra mô hình như sau:

$$Lev_{it} = \alpha + \beta_1 Political_con_{i,t} + \gamma X_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Trong đó, Lev_{it} : Tỷ lệ nợ vay trên tổng tài sản của DN i tại thời điểm t ;

$Political_con_{it}$: Biến mối quan hệ thể chế của DN i tại thời điểm t ; và

X_{it} : Một vector của các biến kiểm soát.

Giả thuyết đã đưa ra mối tương quan dương giữa quan hệ thể chế và khả năng tiếp cận thị trường vốn. Do đó, theo giả thuyết này, dấu của β_1 ở phương trình hồi quy (1) được kỳ vọng là dương và có ý nghĩa thống kê.

Hơn nữa, để kiểm định giả thuyết H_2 ảnh hưởng của mối quan hệ thể chế đến ưu đãi của Chính phủ trong việc tiếp cận các nguồn vốn từ các ngân hàng thuộc sở hữu nhà nước, tác giả sử dụng mô hình sau đây:

$$State_debt_{it} = \alpha + \beta_1 Political_con_{i,t} + \gamma X_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Trong đó, $State_debt_{it}$: Tỷ lệ nợ vay tại năm ngân hàng thương mại mà Nhà nước sở hữu trên tổng nợ của DN i tại thời điểm t ;

$Political_con_{it}$: Biến mối quan hệ thể chế của DN i tại thời điểm t ; và

X_{it} : Một vector của các biến kiểm soát.

Theo giả thuyết (H_2), dấu của β_1 ở phương trình hồi quy (2) được kỳ vọng là dương.

3.3. Đo lường các biến trong mô hình

• Mối quan hệ thể chế (Political Connection):

Có thể nói vấn đề khó khăn nhất trong các nghiên cứu về ảnh hưởng của mối quan hệ thể chế đó là việc xác định cách thức đo lường. Các nghiên cứu trước đây thường không thống nhất về cách đo lường và thường dựa trên đặc điểm riêng biệt của từng quốc gia trong từng thời kỳ để xem xét. Ví dụ, Fisman (2001) nghiên cứu ở Indonesia, Schoenherr (2014) nghiên cứu ở Hàn Quốc định nghĩa các DN có mối quan hệ thể chế là các DN có mối quan hệ với gia đình tổng thống. Trong khi Fan & cộng sự (2007), Boubakri & cộng

sự (2008), và Li & cộng sự (2008) định nghĩa DN có mối quan hệ thể chế là các DN có nhà lãnh đạo hay tổng giám đốc (CEO) đã hoặc đang làm việc cho chính phủ. Dựa trên các nghiên cứu trước đây kết hợp với đặc điểm riêng biệt của VN đó là một số lượng lớn các CTCP niêm yết tiền thân là DN nhà nước (DNNN) và ban lãnh đạo sau khi cổ phần hóa vẫn không thay đổi, ở bài nghiên cứu này, tác giả đo lường mối quan hệ thể chế thông qua các biến sau đây:

Biến thể hiện mối quan hệ với Chính phủ (*gov_con*): Có giá trị bằng 1 nếu thành viên lãnh đạo DN (CEO hoặc chủ tịch hội đồng quản trị) có mối quan hệ với Chính phủ (đã từng làm việc cho Chính phủ), và có giá trị bằng 0 trong các trường hợp khác.

Biến thể hiện mối quan hệ với DNNN (*soe_con*): Có giá trị bằng 1 nếu thành viên lãnh đạo DN đã từng làm việc và nắm giữ chức vụ lãnh đạo cấp cao cho DNNN (tiền thân của CTCP hiện tại hoặc DNNN trong cùng ngành), và có giá trị bằng 0 trong các trường hợp khác.

Biến mối quan hệ thể chế (*political_con*): Có giá trị bằng 1 nếu thành viên lãnh đạo DN (CEO hoặc chủ tịch hội đồng quản trị) có mối quan hệ với Chính phủ (*gov_con* có giá trị bằng 1) hay có mối quan hệ với DNNN (*soe_con* có giá trị bằng 1), và có giá trị bằng 0 trong các trường hợp khác.

- Khả năng tiếp cận thị trường vốn (Leverage):

Khả năng tiếp cận thị trường vốn của DN được đo lường thông qua đòn bẩy tài chính của DN (*Lev*). Đòn bẩy tài chính của DN được đo lường bằng nhiều cách bao gồm tổng nợ vay, tổng nợ ngắn hạn hay tổng nợ dài hạn trên tổng tài sản (Pandey, 2001; Frank & Goyal, 2009). Bài nghiên cứu này sẽ sử dụng tỉ số tổng nợ vay (bao gồm nợ vay ngắn hạn ngân hàng cộng với nợ dài hạn) trên tổng tài sản của DN làm thước đo khả năng tiếp cận thị trường vốn.

- Ưu đãi vốn của Nhà nước (*State_debt*):

Nghiên cứu của Shleifer & Vishny (1994), Qin (2006) hay Classens & cộng sự (2008) đều cho rằng một trong những ưu đãi chính của các DN có mối quan hệ thể chế đó là nguồn tài chính từ chính phủ hay từ các ngân hàng thuộc sở hữu của chính phủ. Do đó, nghiên cứu này sử dụng biến *State_debt* để thể hiện ưu đãi của Nhà nước. *State_debt* được đo lường bằng tổng nợ vay từ các ngân hàng thương mại thuộc sở hữu nhà nước (Ngân hàng Chính sách xã hội, Ngân hàng Nông nghiệp và Phát triển nông thôn VN, Ngân hàng Đầu tư và Phát triển VN, Ngân hàng TMCP Ngoại thương VN, và Ngân hàng

TMCP Công thương VN, và Ngân hàng TMCP Phát triển nhà Đồng bằng sông Cửu Long chia cho tổng nợ vay ngân hàng của DN.

- Các biến kiểm soát:

Dựa trên các nghiên cứu về cấu trúc vốn trước đây như Booth & cộng sự (2001), Huang & Song (2006), và Frank & Goyal (2009), nghiên cứu lựa chọn những biến nổi bật như quy mô DN (Firmsize), độ tuổi của DN (Firmage), doanh thu trên tổng tài sản (Sale_TA) hay cơ hội tăng trưởng trong tương lai (Tobin's Q) làm biến kiểm soát.

Biến	Cách đo lường
Quy mô DN (Firmsize)	Logarit của tổng tài sản
Tuổi của DN (Firmage)	Chênh lệch giữa năm quan sát và năm DN thành lập.
Hiệu suất sử dụng tổng tài sản (Sale_TA)	Doanh thu thuần chia tổng tài sản
Tiềm năng tăng trưởng trong tương lai (Tobin's Q)	Tỉ lệ giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu cộng giá trị sổ sách của nợ trên giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu và nợ

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Thống kê mô tả

Tóm tắt kết quả thống kê của tất cả các biến chính sử dụng trong mô hình được trình bày ở Bảng 1 và Bảng 2. Trong đó, Bảng 1 tập trung mô tả thống kê về biến mối quan hệ thể chế.

Trong đó, political_con: Biến số đo lường lãnh đạo CTCP có mối quan hệ thể chế; có giá trị bằng 1 nếu gov_con bằng 1 và/hoặc soe_con bằng 1, bằng 0 trong các trường hợp khác;

gov_con: Biến số này có giá trị là 1 nếu CEO hoặc chủ tịch hội đồng quản trị đã từng làm việc cho Chính phủ, và nhận giá trị 0 trong các trường hợp khác;

soe_con: Biến số thể hiện mối quan hệ DNNN (State-owned enterprise connection): Sẽ có giá trị bằng 1 nếu CEO hoặc chủ tịch hội đồng quản trị đã từng làm việc và nắm giữ chức vụ lãnh đạo cấp cao cho DNNN tiền thân của CTCP hiện tại hoặc DNNN trong cùng ngành, và có giá trị bằng 0 trong các trường hợp khác.

Cho mục đích thống kê mô tả các biến số chính, gov_con bao gồm các nhân tố sau:

factorgov 1: Đã từng làm việc cho chính phủ và có giữ chức vụ;

factorgov 2: Đã từng làm việc cho chính phủ nhưng không giữ chức vụ; và

factorgov 3: Chưa từng làm việc cho chính phủ và không giữ chức vụ;

Tương tự biến số soe_con bao gồm các nhân tố:

factorsoe 1: Đã từng làm việc và nắm giữ chức vụ tại DNNN khác trước đây;

factorsoe 2: Đã từng làm việc và nắm giữ chức vụ tại DNNN tiền thân của CTCP hiện tại; và

factorsoe 3: Chưa từng làm việc và nắm giữ chức vụ tại DNNN tiền thân của CTCP hiện tại.

Bảng 1

Mô tả thống kê biến mối quan hệ thể chế

Biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất	Skewness	Kurtosis
political_con	3.195	0,746	0,435	0	1	-1,133167	2,284067
gov_con	3.195	0,284	0,451	0	1	1,501812	4,031216
soe_con	3.195	0,636	0,481	0	1	0,291954	2,032274
factorgov 1	3.195	0,204	0,421	0	1	1,637161	3,977642
factorgov 2	3.195	0,080	0,272	0	1	1,470962	3,16373
factorgov 3	3.195	0,716	0,451	0	1	3,085349	10,51938
factorsoe 1	3.195	0,467	0,438	0	1	0,342326	1,738276
factorsoe 2	3.195	0,169	0,375	0	1	0,13237	1,017522
factorsoe 3	3.195	0,364	0,481	0	1	1,763398	4,109573

Kết quả thống kê trong Bảng 1 đã cho thấy trong toàn bộ mẫu gồm 3.195 quan sát (năm-DN), giá trị trung bình của biến mối quan hệ thể chế (có mối quan hệ với Chính phủ hoặc DNNN) là 0,74 tức là có đến 74% DN niêm yết trên HOSE và HNX có ban lãnh đạo đã từng làm việc cho Chính phủ hoặc DNNN. Cụ thể, chỉ có 28% các CTCP niêm yết có ban lãnh đạo có mối quan hệ với Chính phủ thì có đến 63% CTCP niêm yết ban quản lý cấp cao từng làm lãnh đạo tại các DNNN trước đây. Điều này có thể được giải thích là vì một số lượng lớn các DN niêm yết trên HOSE và HNX có tiền thân là DNNN cổ phần hóa.

Tiếp theo, trong Bảng 2a và 2b, nghiên cứu trình bày tóm tắt về thống kê mô tả của các biến chính còn lại sử dụng trong mô hình hồi quy chia theo hai nhóm các DN có mối quan hệ thể chế và các DN không có mối quan hệ thể chế. Từ kết quả thống kê, giá trị trung bình của các biến liên quan đến khả năng tiếp cận thị trường vốn của nhóm có mối quan hệ thể chế tương đối cao hơn nhóm các DN không có mối quan hệ thể chế. Cụ thể, tỉ lệ nợ trong các DN có mối quan hệ thể chế có giá trị trung bình là 0,53 cao hơn đáng kể so với các DN không có mối quan hệ thể chế (0,48), điều này có thể là dấu hiệu cho thấy mối quan hệ với Chính phủ có thể giúp DN gia tăng khả năng tiếp cận thị trường vốn. State_debt được đo lường bằng tổng nợ vay từ các ngân hàng thương mại thuộc sở hữu nhà nước chia cho tổng nợ vay ngân hàng của DN và State_debt có giá trị lớn nhất là 100%. Trong khi giá trị trung bình của các biến kiểm soát như độ tuổi của DN, quy mô DN, thay đổi trong doanh thu không có khác biệt nhiều giữa hai nhóm.

Bảng 2a

Mô tả thống kê các biến còn lại: Các CTCP niêm yết có và không có mối quan hệ thể chế

Biến số	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
Lev	2.947	0,523	0,223	0,000	1,006
State_debt	3.195	0,318	0,432	0,000	1,000
Tobin's Q	2.641	1,013	0,461	0,261	11,92
Firmage	3.135	48,19	8,052	23,00	71,00
Firmsize (Logarit)	2.947	26,57	1,514	19,86	31,67
Sale_TA	3.195	1,080	1,175	-4,230	26,65
CF_TA	3.195	0,047	0,377	-9,863	13,16

Bảng 2b

Mô tả thống kê các biến còn lại

Các CTCP niêm yết có mối quan hệ thể chế						Các CTCP niêm yết không có mối quan hệ thể chế				
Biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
Lev	2.223	0,524	0,220	0,002	0,965	724	0,479	0,209	0,009	0,943
State_debt	2.385	0,315	0,431	0,000	1,000	810	0,325	0,438	0,000	1,000
Tobin's Q	2.013	1,021	0,419	0,261	5,150	628	0,997	0,613	0,288	11,92
Firmage	2.375	49,14	7,335	23,00	71,00	760	45,23	9,369	23,00	69,00
Firmsize	2.223	26,65	1,502	19,86	31,45	724	26,48	1,580	20,29	31,67
Sale_TA	2.385	1,135	1,200	1,564	26,65	810	0,921	1,084	4,230	18,27
CF_TA	2.385	0,046	0,270	9,863	1,903	810	0,050	0,587	3,052	13,16

4.2. Ma trận tương quan

Ma trận hệ số tương quan giữa các biến giải thích chính trong mô hình hồi quy được trình bày trong Bảng 3. Nhìn chung, hầu hết hệ số tương quan giữa các biến là khá thấp. Hệ số cao nhất (0,409) thể hiện mối quan hệ giữa tỉ lệ nợ (Lev) và quy mô của DN (Firmsize). Các hệ số tương quan còn lại đều rất nhỏ, hầu hết là thấp hơn 20%. Do vậy, khả năng xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến số trong mô hình là khá thấp.

Bảng 3

Ma trận tương quan (giá trị p-value trong ngoặc đơn)

	Lev	Tobin	State-debt	Firmage	Firmsize	Sale_TA	CF_TA
Lev	1						
Tobin's Q	0,2583 (0,000)	1					
State_debt	-0,0917 (0,000)	-0,0326 (0,0937)	1				
Firmage	0,0016	-0,091	-0,0078	1			

	Lev	Tobin	State-debt	Firmage	Firmsize	Sale_TA	CF_TA
	(0,9314)	(0,000)	(0,689)				
Firmsize	0,4069	0,139)	0,112	0,0636	1		
	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,0006)			
Sale_TA	0,0243	-0,0872	0,043	0,1101	-0,1153	1	
	(0,187)	(0,000)	(0,025)	(0,000)	(0,000)		
CF_TA	-0,1601	-0,0392	0,153	0,0441	-0,0645	-0,0111	1
	(0,000)	(0,026)	(0,000)	(0,0136)	(0,0005)	(0,5302)	

4.3. Kết quả hồi quy

Kết quả kiểm định mức độ ảnh hưởng của mối quan hệ thể chế đến khả năng tiếp cận thị trường vốn của các DN niêm yết trên HOSE và HNX được trình bày trong Bảng 4. Sự khác biệt giữa các mô hình trong cột 1 đến cột 5 là số lượng biến kiểm soát trong mô hình sẽ được loại bỏ dần nhằm kiểm tra tính vững của kết quả. Theo Firth & cộng sự (2012), hầu hết các mô hình hồi quy trong nghiên cứu tài chính DN đều có vấn đề nội sinh, đặc biệt khi có sự hiện diện của biến Tobin's Q. Ngoài ra, để khắc phục hiện tượng phương sai thay đổi, cũng như kiểm soát tác động của hiệu ứng cố định, tác giả sử dụng phương pháp hồi quy GMM hệ thống hai bước cho dữ liệu bảng có hiệu chỉnh sai số của mẫu nhỏ để thực hiện kiểm định giả thiết thống kê thứ nhất. Kết quả hồi quy cho thấy mối quan hệ thể chế có một tác động tích cực lên đòn bẩy tài chính của DN, hay cải thiện khả năng tiếp cận nguồn vốn bên ngoài của DN, sau khi mô hình đã kiểm soát các nhân tố tác động lên đòn bẩy của DN như dòng tiền tạo ra trên tổng tài sản (CF_TA) và cơ hội tăng trưởng trong tương lai (Tobin's Q). Kết quả kiểm định GMM cho thấy hệ số hồi quy của biến *political_con* ở tất cả các mô hình trong Bảng 4 đều có dấu dương (xoay quanh mức 0,7) và có ý nghĩa thống kê là 1% và 5%. Kết quả này thống nhất với các nghiên cứu của Li & cộng sự (2008) hay Claessens & cộng sự (2008): Mối quan hệ thể chế giúp DN giảm sự phân biệt đối xử nếu có, vượt qua những trở ngại về mặt pháp lý, giảm các rào cản và bất cân xứng thông tin, và kết quả là chi phí tìm nguồn tài trợ bên ngoài sẽ giảm và làm gia tăng khả năng tiếp cận thị trường vốn của DN.

Ngoài ra, kết quả hồi quy đối với các biến kiểm soát cũng cho thấy phần lớn các biến này đều có ý nghĩa thống kê và có dấu đúng như kỳ vọng. Chẳng hạn như quy mô DN có ý nghĩa thống kê và tương quan dương với tỉ lệ nợ ở mức ý nghĩa 5%. Kết quả này

có thể được giải thích do những DN lớn là những DN đã có uy tín nên mức độ bất cân xứng thông tin thấp, rủi ro tín dụng thấp; do đó có thể dễ dàng huy động nợ hơn những DN khác.

Bảng 4

Mối quan hệ thể chế và khả năng tiếp cận thị trường vốn

Biến phụ thuộc Lev	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
L.Lev	0,546*	0,527**	0,641**	0,625***	0,659***
Sai số chuẩn	0,302	0,227	0,269	0,220	0,191
Z	1,810	2,330	2,380	2,840	3,440
p-value >Z	0,071	0,020	0,017	0,005	0,001
Political_con	0,750**	0,811***	0,734**	0,752***	0,635***
Sai số chuẩn	0,367	0,254	0,299	0,238	0,201
Z	2,040	3,190	2,460	3,160	3,170
p-value >Z	0,041	0,001	0,014	0,002	0,002
Firmsize	0,081**	0,079**	0,066*	0,066**	0,060**
Sai số chuẩn	0,038	0,033	0,036	0,032	0,027
Z	2,110	2,360	1,810	2,070	2,190
P value >Z	0,035	0,018	0,071	0,038	0,028
Tobins's Q	0,033	0,047	0,038	0,034	
Sai số chuẩn	0,126	0,072	0,078	0,069	
Z	0,260	0,640	0,490	0,500	
P value >Z	0,796	0,520	0,627	0,619	
CF_TA	-0,066		-0,054		
Sai số chuẩn	0,369		0,330		
Z	-0,180		-0,160		
P value >Z	0,858		0,870		
Firmage	0,006	0,006			
Sai số chuẩn	0,008	0,007			

Biến phụ thuộc Lev	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Z	0,770	0,800			
P value >Z	0,439	0,426			
Hằng số	-2,785***	-2,769***	-2,111**	-2,120***	-1,864***
Sai số chuẩn	1,030	0,951	0,831	0,741	0,699
Z	-2,700	-2,910	-2,540	-2,860	-2,670
P value >Z	0,007	0,004	0,011	0,004	0,008
AR(2): Pr > z	0,683	0,848	0,809	0,992	0,335
Kiểm định Hansen: Prob > chi2	0,472	0,291	0,261	0,262	0,21

Ghi chú: *, **, *** tương ứng mức ý nghĩa thống kê 10%, 5%, 1%.

Hơn nữa, để kiểm định liệu thực sự một DN có mối quan hệ thể chế có được ưu đãi của Chính phủ hơn các DN khác hay không? Nghiên cứu đã dựa trên một phân khảo sát của Qin (2011) bằng cách đánh giá mức độ tác động của mối quan hệ thể chế lên nguồn vốn đầu tư từ Chính phủ hoặc nguồn vốn từ các ngân hàng thương mại cổ phần nhà nước nắm cổ phần chi phối. Nghiên cứu này sử dụng biến *State_debt* được đo lường bằng tỉ lệ phần trăm nợ của DN vay từ các NHTM NN trên tổng nợ của DN. Kết quả nghiên cứu phát hiện mối quan hệ thể chế có tác động thuận chiều lên khả năng tiếp cận nguồn vốn vay từ các ngân hàng thương mại của Nhà nước. Kết quả này nhất quán với nghiên cứu của Soto (1989), Shleier & Vishny (1994), hay Qin (2011). Kết quả hồi quy chi tiết trình bày trong Bảng 5 cho thấy biến *political_con* có hệ số dương ở tất cả các mô hình với mức ý nghĩa thống kê là 10% và không có sự khác biệt giữa các mô hình mặc dù có sự thay đổi biến kiểm soát để đảm bảo tính vững của kết quả. Kết quả kiểm định hậu hồi quy GMM chỉ ra các biến công cụ và “Moments” trong hồi quy GMM đều có giá trị với kiểm định AR(2) và kiểm định Hansen đều có p-value lớn hơn 10%. Tuy nhiên, trong mô hình (1) AR(2) có p-value nhỏ hơn 10% nhưng vẫn ở mức xấp xỉ tương đối chấp nhận được là 9,8% (nếu chọn mức ý nghĩa thống kê là 5%). Kết quả phân tích cho thấy ở VN, các DN có mối quan hệ thể chế có thể cải thiện khả năng tiếp cận các nguồn tài trợ nợ vay từ các định chế tài chính thuộc sở hữu của Chính phủ.

Bảng 5

Mối quan hệ thể chế và thuận lợi trong tiếp cận nguồn vốn vay ngân hàng

Biến phụ thuộc: State_debt	(1)	(2)	(3)
L.State_debt	0,574***	0,643***	0,720***
Sai số chuẩn	0,226	0,278	0,321
Thống kê Z	2,540	2,320	2,240
Political_con	9,790**	10,44*	16,13**
Sai số chuẩn	4,917	6,079	7,122
Thống kê Z	1,990	1,720	2,270
Lev	0,127	1,279	2,074
Sai số chuẩn	2,230	3,863	4,715
Thống kê Z	0,060	0,330	0,440
Sale_TA	0,032		0,058
Sai số chuẩn	0,173		0,215
Thống kê Z	0,190		0,270
Firmsize	-0,073	-0,170	
Sai số chuẩn	0,257	0,303	
Thống kê Z	-0,280	-0,560	
AR(2): Pr > z	0,098	0,165	0,881
Kiểm định Hansen: Prob > chi2	0,683	0,533	0,923

Ghi chú: *, **, *** tương ứng mức ý nghĩa thống kê 10%, 5%, 1%.

5. Kết luận và hàm ý**5.1. Kết luận**

Các nghiên cứu trước đây trên thế giới đều định nghĩa mối quan hệ thể chế là các kết nối cá nhân giữa các chính trị gia và DN thông qua mối quan hệ cá nhân hoặc từng làm việc trong chính phủ (Li & cộng sự, 2008). Tuy nhiên, trong nghiên cứu này, tác giả đã nhấn mạnh nhiều hơn vào đặc thù của VN: Một quốc gia có nền kinh tế chuyển đổi với hầu hết các CTCP niêm yết trên HOSE và HNX đều có tiền thân là các DNNN. Vì vậy,

khác với các nghiên cứu trước đây trên thế giới, bài nghiên cứu đã đo lường mối quan hệ thể chế thông qua mối quan hệ với Chính phủ hoặc mối quan hệ với DNNN. Thống nhất với các nghiên cứu trước đây, nghiên cứu này đã tìm thấy mối quan hệ thể chế có thể giúp các DN cải thiện khả năng tiếp cận nguồn vốn vay, đặc biệt là vốn vay từ ngân hàng thương mại mà Nhà nước nắm cổ phần chi phối. Cụ thể, kết quả kiểm định GMM cho thấy hệ số hồi quy của biến *political_con* ở tất cả các mô hình đều có dấu dương và có ý nghĩa thống kê là 1% và 5%. Điều này có nghĩa là mối quan hệ thể chế có tác động tích cực lên đòn bẩy tài chính của một DN. Hơn nữa, kết quả nghiên cứu phát hiện mối quan hệ thể chế có tác động thuận chiều lên khả năng tiếp cận nguồn vốn vay từ các ngân hàng thương mại của Nhà nước. Hay nói cách khác, các DN có mối quan hệ thể chế có thể giúp DN cải thiện khả năng tiếp cận các nguồn tài trợ nợ vay từ các định chế tài chính thuộc sở hữu của Chính phủ.

Kết quả này là thống nhất với các nghiên cứu của Li & cộng sự (2008) hay Claessens & cộng sự (2008). Tác động tích cực giữa mối quan hệ thể chế đến đòn bẩy tài chính có thể giải thích như sau: Mối quan hệ thể chế giúp DN có được các ưu đãi từ các NHTM NN dễ dàng hơn, giúp DN giảm sự phân biệt đối xử nếu có, vượt qua những trở ngại về mặt pháp lý, giảm các rào cản và bất cân xứng thông tin. Kết quả là chi phí tìm nguồn tài trợ bên ngoài sẽ giảm và làm gia tăng khả năng tiếp cận thị trường vốn của DN.

Tuy nhiên, nghiên cứu này cũng không tránh khỏi những hạn chế như kết quả hồi quy có mức độ tin cậy giới hạn khi mô hình chưa kiểm soát hết tác động từ các biến số khác. Ngoài ra, cũng cần thiết để đánh giá tác động từ mối quan hệ thể chế đến khả năng tiếp cận thị trường vốn, sau đó là đến mức độ đầu tư trên mức hay dưới mức của DN và cuối cùng là ảnh hưởng như thế nào đến thành quả hoạt động và giá trị của DN. Tác giả hy vọng nghiên cứu tiếp theo sẽ khắc phục những nhược điểm này.

5.2. Hàm ý

Nghiên cứu này tìm thấy bằng chứng thực nghiệm nhất quán với các phát hiện trước đây từ các nghiên cứu về mối quan hệ thể chế ở Trung Quốc và các quốc gia đang phát triển, đó là bằng cách tận dụng mối quan hệ thể chế, khả năng tiếp cận nguồn vốn vay ngân hàng sẽ khác nhau giữa các DN. Cụ thể, mối quan hệ thể chế có thể giúp DN gia tăng khả năng tiếp cận thị trường vốn vay, đặc biệt vốn vay từ các ngân hàng thương mại có vốn chi phối bởi Nhà nước. Kết quả phân tích này mang lại một hàm ý chính sách quan trọng là Chính phủ nói chung và các NHTM NN nói riêng cần tiếp tục hoàn thiện hệ thống pháp luật, đảm bảo tính minh bạch và đối xử bình đẳng cho tất cả các DN - có

hay không có mối quan hệ thể chế, đều có khả năng tiếp cận vốn vay như nhau. Cụ thể, các ngân hàng nhà nước cần tiếp tục hoàn thiện hệ thống quy định, nguyên tắc trong “cai quản doanh nghiệp” tại các ngân hàng thương mại có vốn ngân sách chi phối, để giảm thiểu chi phí đại diện giữa người chủ sở hữu là Nhà nước, và ban quản lý là người đại diện quản lý vốn nhà nước tại ngân hàng thương mại. Theo luật định, người đại diện là ban quản lý phải luôn đưa ra quyết định phục vụ lợi ích của chủ sở hữu, có thể được đo lường bằng tài chính hay phi tài chính như quyết định cho vay chính sách để tạo công ăn việc làm hay hỗ trợ phát triển một ngành nghề theo quy hoạch nào đó. Tuy nhiên, chi phí đại diện sẽ phát sinh khi người đại diện đôi khi theo đuổi mục đích và lợi ích riêng của mình hơn là vì mục đích và lợi ích của chủ sở hữu như đã nêu trên. Đặc biệt, so với các DN và ngân hàng tư nhân, thì trong các DN hay NHTM NN, sự hiệu quả trong giám sát ban quản lý không được hỗ trợ bởi các nhà đầu tư bên ngoài, mà chủ yếu là dựa vào sự “tự giám sát” từ nội bộ bên trong. Do vậy, cải thiện hệ thống các luật lệ và quy định có thể sẽ là chưa đủ để cải thiện chất lượng “cai quản doanh nghiệp”. Việc tiếp tục cải thiện tiến trình thực hiện, cách thức thi hành và biện pháp giám sát là hết sức cần thiết. Có như vậy mới đảm bảo một môi trường công bằng và thuận lợi trong tiếp cận vốn vay của các DN VN cũng như cho sự phát triển bền vững của hệ thống NHTM NN và nền kinh tế quốc gia nói chung■

Tài liệu tham khảo

- Agrawal, A., & Knoeber, C. R. (2001). Do some outside directors play a political role? *The Journal of Law and Economics*, 44(1), 179-198.
- Booth, L., Aivazian, V., Demircuc-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2001). Capital Structures in Developing Countries. *The Journal of Finance*, 56 (1), 87-130.
- Boubakri, N., Cosset, J.- C., & Saffar, W. (2008). Political connections of newly privatized firms. *Journal of Corporate Finance*, 14(5), 654-673.
- Brandt, L., & Li, H. (2003). Bank discrimination in transition economies: ideology, information or incentives? *Journal of Comparative Economics*, 31(3), 387-413.
- Chiu, M. M., & Joh, S. W. (2004). *Loans to distressed firms: Political connections, related lending, business group affiliations, and bank governance*. Retrieved from https://www.researchgate.net/publication/4899812_Loans_to_distressed_firms_Political_connections_Related_lending_Business_Group_Affiliation_and_Bank_Governance.
- Cull, R., & Xu, L. C. (2005). Institutions, ownership and finance: The determinants of profit reinvestment among Chinese firms. *Journal of Financial Economics*, 77(1), 117-146.

- Claessens, S., Feijen, E., & Laeven, L. (2008). Political connections and preferential access to finance: The role of campaign contributions. *Journal of Financial Economics*, 88(3), 554-580.
- Soto, H. D.(1989). The other path: The invisible revolution in the third world. *Journal of Latin American Studies*, 22(2), 403-405.
- Faccio, M. (2003). Politically-connected firms: Can they squeeze the State? Retrieved from https://www.researchgate.net/publication/207258304_Politically-Connected_Firms_Can_They_Squeeze_the_State.
- Faccio, M. (2006). Politically connected firms. *The American Economic Review*, 96(1), 369-386.
- Fan, J. P. H., Wong, T. J., & Zhang, T. (2007). Politically connected CEOs, corporate governance, and Post-IPO performance of China's newly partially privatized firms. *Journal of financial economics*, 84(2), 330-357.
- Firth, M., Malatesta, P. H., Xin, Q., & Xu, L. (2012). Corporate investment, government control, and financing channels: Evidence from China's Listed Companies. *Journal of Corporate Finance*, 18(3), 433-450.
- Fisman, R. (2001). Estimating the value of political connections. *American Economic Review*, 91(4), 1095-1102.
- Frank, M. Z. & Goyal, V. K. (2009). Capital Structure Decisions: Which Factors are Reliably Important?. *Financial Management*, 38(1), 1-37.
- Frye, T., Zhuravskaia, E.(2000). Rackets, regulations and the rule of law. *The Journal of Law, Economics, and Organization*, 16(2), 478-502.
- Guriev, S. (2004). Red tape and corruption. *Journal of Development Economics*, 73(2), 489-504.
- Hay, J. R., & Shleifer, A. (1998). Private enforcement of public laws: a theory of legal reform. *American Economic Review*, 88(2), 398-403.
- Huang, G., & Song, F. M. (2006). The determinants of capital structure: Evidence from China. *China Economic Review*, 17(1), 14-36.
- Johnson, S., Kaufmann, D., McMillan, J., & Woodruff, C. (2000). Why do firms hide? Bribes and unofficial activity after communism. *Journal of Public Economics*, 76(3), 495-520.
- Johnson, S., & Mitton, T. (2003). Cronyism and capital controls: evidence from Malaysia. *Journal of Financial Economics*, 67(2), 351-382.
- Khwaja, A.I., & Mian, A. (2005). Do lenders favor politically connected firms? Rent provision in an emerging financial market. *The Quarterly Journal of Economics*, 120(4), 1371-1411.
- Kornai, J. (1979). Resource-Constrained versus Demand-Constrained Systems, *Econometrica*, 47(4), 801-819.
- Kornai, J. (1986). The soft budget constraint. *Kyklos*, 39(1), 3-30.

- Krueger, A. O. (1974). The Political Economy of the Rent-Seeking Society, *American Economic Review*, 64(3), 291-303.
- Porla, R. L., Lopez-de-Silanes, F., & Zamarripa, G. (2003). Related lending. *Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 231-268.
- Li, H., Meng, L., Wang, Q., & Zhou, L. A. (2008). Political connections, financing and firm performance: Evidence from Chinese private firms. *Journal of development economics*, 87(2), 283-299.
- McMillan, J., & Woodruff, C. (1999). Interfirm relationships and informal credit in Vietnam. *Quarterly Journal of Economics*, 114(4), 1285-1320.
- Nee, V. (1992). Organizational dynamics of market transition: hybrid forms, property rights and mixed economy in China. *Administrative Science Quarterly*, 37(1), 1-27.
- Pandey, I. M. (2001). Capital Structure and the Firm Characteristics: Evidence from an Emerging Market. *IIMA Working Paper No. 2001-10-04*. Retrieved from <http://ssrn.com/abstract=300221> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.300221>.
- Qin, B. (2011). *Political connection and government patronage: Evidence from Chinese manufacturing firms*. IIES. Stockholm University.
- Ramalho, R. (2007). The persistence of corruption: Evidence from the 1992 presidential impeachment in Brazil. *WB Working Paper 16/01/2007*. World Bank.
- Roberts, B. E. (1990). A dead senator tells no lies: seniority and the distribution of federal benefits. *American Journal of Political Science*, 34(1), 31-58.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1994). Politicians and firms. *The Quarterly Journal of Economics*, 109(4), 995-1025.
- Schoenherr, D. (2015). Political connections and allocative distortions. *Global Finance Working Paper*, No. 5. doi: [org/10.2139/ssrn.2480261](https://doi.org/10.2139/ssrn.2480261).
- Vietcombank Securities (2011). *Vietnam banking sector report [online]*. Truy cập ngày 10/04/2014, từ <http://www.vCBS.com.vn/en/Research/Report.aspx>.