

**PGS.TS. TÔ TRUNG THÀNH**  
(Chủ biên)

# CÁC RÀO CẢN TÀI CHÍNH TIỀN TỆ

ĐỐI VỚI SỰ PHÁT TRIỂN  
DOANH NGHIỆP  
VIỆT NAM

(Sách chuyên khảo)



NHÀ XUẤT BẢN CHÍNH TRỊ QUỐC GIA SỰ THẬT

Chịu trách nhiệm xuất bản  
Q. GIÁM ĐỐC - TỔNG BIÊN TẬP  
PHẠM CHÍ THÀNH  
Chịu trách nhiệm nội dung  
PHÓ GIÁM ĐỐC - PHÓ TỔNG BIÊN TẬP  
TS. ĐỖ QUANG DŨNG

Biên tập nội dung: ThS. PHẠM THỊ KIM HUẾ  
TS. HOÀNG MẠNH THẮNG  
ThS. NGUYỄN MINH HUỆ  
ThS. ĐÀO DUY NGHĨA  
ThS. NGUYỄN VIỆT HÀ  
Trình bày bìa: ĐƯỜNG HỒNG MAI  
Chế bản vi tính: LÂM THỊ HƯƠNG  
Đọc sách mẫu: NGUYỄN MINH HUỆ  
ĐÀO DUY NGHĨA  
BÙI BỘI THU

---

Số đăng ký kế hoạch xuất bản: 4854-2020/CXBIPH/29-347/CTQG.  
Số quyết định xuất bản: 5637-QĐ/NXBCTQG, ngày 01/12/2020.  
Nộp lưu chiểu: tháng 12 năm 2020.  
Mã ISBN: 978-604-57-6289-9.

**CÁC RÀO CẢN  
TÀI CHÍNH TIỀN TỆ  
ĐỐI VỚI SỰ PHÁT TRIỂN  
DOANH NGHIỆP  
VIỆT NAM**

**Biên mục trên xuất bản phẩm  
của Thư viện Quốc gia Việt Nam**

Tô Trung Thành

Các rào cản tài chính, tiền tệ đối với sự phát triển doanh nghiệp Việt Nam : Sách chuyên khảo / Tô Trung Thành ch.b. - H. : Chính trị Quốc gia, 2020. - 352tr. ; 21cm  
ISBN 9786045755983

1. Doanh nghiệp 2. Tài chính 3. Tiền tệ 4. Rào cản 5.  
Việt Nam 6. Sách chuyên khảo  
338.604109597 - dc23

CTM0376p-CIP

**PGS.TS. TÔ TRUNG THÀNH**  
**(Chủ biên)**

**CÁC RÀO CẢN  
TÀI CHÍNH TIỀN TỆ  
ĐỐI VỚI SỰ PHÁT TRIỂN  
DOANH NGHIỆP  
VIỆT NAM**

**(Sách chuyên khảo)**

**NHÀ XUẤT BẢN CHÍNH TRỊ QUỐC GIA SỰ THẬT  
Hà Nội - 2020**

**CHỦ BIÊN**  
PGS.TS. TÔ TRUNG THÀNH

**TẬP THỂ TÁC GIẢ**

PGS.TS. TÔ TRUNG THÀNH  
PGS.TS. NGUYỄN VIỆT HÙNG  
TS. NGUYỄN THỊ HỒNG NHÂM  
PGS.TS. LÊ THANH TÂM  
TS. NGUYỄN THỊ THANH HUYỀN  
PGS.TS. HỒ ĐÌNH BẢO  
PGS.TS. NGUYỄN THỊ MINH HUỆ  
TS. LÊ HƯƠNG LAN  
TS. ĐÀO ANH TUẤN  
ThS. NGUYỄN ANH DƯƠNG  
ThS. PHẠM XUÂN NAM  
ThS. LUU THỊ PHƯƠNG  
ThS. PHẠM NGỌC QUỲNH  
ThS. TRƯƠNG NHƯ HIẾU  
ThS. HOÀNG THỊ CHINH THƠN  
TS. HOÀNG THỊ KIM HUYỀN  
ThS. NGUYỄN THỊ NGỌC HÀ

## LỜI NHÀ XUẤT BẢN

Trong những năm gần đây, hệ thống tài chính tiền tệ Việt Nam phát triển mạnh, nhiều loại hình huy động và cung cấp vốn mới ra đời đã đáp ứng ngày càng tốt hơn nhu cầu vốn đang gia tăng nhanh chóng trong hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp. Tuy các nguồn tài chính bên ngoài có vai trò hết sức quan trọng, để đáp ứng nhu cầu cho sản xuất kinh doanh, nhưng nguồn cung vốn cho doanh nghiệp trên thị trường tài chính tiền tệ hiện vẫn khá đơn điệu, chủ yếu vẫn là nguồn tín dụng ngân hàng, trong khi quy mô thị trường cổ phiếu còn rất nhỏ, thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam cũng mới chỉ bắt đầu hoạt động thời gian chưa lâu, chủ yếu phát hành qua kênh riêng lẻ và cũng có quy mô rất nhỏ. Không chỉ vậy, hiện nay các doanh nghiệp, đặc biệt là doanh nghiệp tư nhân, còn gặp nhiều khó khăn, trở ngại và rào cản khi tiếp cận hệ thống tài chính tiền tệ nhằm đáp ứng nhu cầu vốn của mình. Nhiều cuộc nghiên cứu và khảo sát các doanh nghiệp cho thấy tiếp cận tài chính đang được xem là rào cản lớn đối với việc phát triển sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp. Do khả năng tiếp cận vốn ngân hàng còn khó khăn, nhiều doanh nghiệp đã phải tiếp cận các kênh tín dụng phi chính thức với rủi ro cao hơn hệ thống tài chính tiền tệ chính thức. Việc các doanh

nghiệp Việt Nam đang gặp nhiều rào cản tài chính tiền tệ gây ảnh hưởng rất lớn đến khả năng phát triển của doanh nghiệp trong điều kiện hiện nay. Nếu không nhận diện được đúng và khắc phục một cách có hiệu quả các rào cản này, các doanh nghiệp Việt Nam khó có thể lớn mạnh trong bối cảnh hội nhập kinh tế toàn cầu, và kéo theo nền kinh tế khó có thể tăng trưởng nhanh và bền vững.

Nhằm cung cấp thêm tài liệu tham khảo cho các nhà hoạch định chính sách, các nhà kinh tế, các nhà quản lý doanh nghiệp và bạn đọc quan tâm đến vấn đề này, Nhà xuất bản Chính trị quốc gia Sự thật xuất bản cuốn sách *Các rào cản tài chính tiền tệ đối với sự phát triển doanh nghiệp Việt Nam (sách chuyên khảo)* của tập thể tác giả do PGS.TS. Tô Trung Thành làm chủ biên. Cuốn sách là kết quả nghiên cứu của Đề tài cấp nhà nước KX.01.18/16-20: “Các rào cản tài chính tiền tệ đối với sự phát triển doanh nghiệp Việt Nam: Thực trạng, những vấn đề đặt ra và giải pháp khắc phục” thuộc Chương trình KX.01/16-20: “Nghiên cứu những vấn đề trọng yếu về khoa học xã hội và nhân văn phục vụ phát triển kinh tế - xã hội”.

Cuốn sách không chỉ góp phần bổ sung vấn đề lý luận về các rào cản tài chính tiền tệ (đặc biệt về thể chế) đối với sự phát triển của doanh nghiệp, từ đó cung cấp cơ sở lý luận phục vụ công tác xây dựng chiến lược phát triển kinh tế - xã hội nói chung, các chiến lược phát triển thị trường tài chính tiền tệ nói riêng trong giai đoạn tới mà còn làm rõ hơn thực trạng các rào cản tài chính tiền tệ và tác động của nó đến các doanh nghiệp Việt Nam hiện nay. Trên cơ sở đó, các tác giả đưa ra các khuyến nghị chính sách nhằm khắc phục và giải quyết triệt để các rào cản (cả cấp độ vĩ mô, thể chế và cấp độ vi mô) để phục vụ cho sự phát triển của các doanh nghiệp trong

giai đoạn đến năm 2025, đóng góp lớn vào ổn định kinh tế vĩ mô và tăng trưởng bền vững của nền kinh tế.

Do các nội dung được đề cập trong cuốn sách rất đa dạng, cũng như những khó khăn trong việc thu thập số liệu điều tra nên cuốn sách khó tránh khỏi còn hạn chế, thiếu sót, Nhà xuất bản và các tác giả rất mong nhận được ý kiến đóng góp của bạn đọc để hoàn thiện nội dung cuốn sách trong lần xuất bản sau.

Xin giới thiệu cuốn sách với bạn đọc.

*Tháng 3 năm 2020*

NHÀ XUẤT BẢN CHÍNH TRỊ QUỐC GIA SỰ THẬT



## **Chương 1**

# **CƠ SỞ LÝ LUẬN VÀ TỔNG QUAN NGHIÊN CỨU CÁC RÀO CẢN TÀI CHÍNH TIỀN TỆ ĐỐI VỚI SỰ PHÁT TRIỂN CỦA DOANH NGHIỆP**

### **I- KHÁI QUÁT VỀ DOANH NGHIỆP VÀ NGUỒN VỐN CHO DOANH NGHIỆP**

#### **1. Doanh nghiệp**

Hiện nay trên phương diện lý thuyết có khá nhiều định nghĩa khác nhau về doanh nghiệp. Xét theo *quan điểm chức năng*, theo Peroux (1970), doanh nghiệp được định nghĩa là: một đơn vị tổ chức sản xuất mà tại đó người ta kết hợp các yếu tố sản xuất (có sự quan tâm giá cả của các yếu tố) khác nhau do các nhân viên của công ty thực hiện nhằm bán ra trên thị trường những sản phẩm hàng hóa hay dịch vụ để nhận được khoản tiền chênh lệch giữa giá bán sản phẩm với giá thành của sản phẩm ấy. Xét theo *quan điểm phát triển*, theo Larua và Caillat (1992), doanh nghiệp là một cộng đồng người sản xuất ra những của cải. Nó sinh ra, phát triển, có những thất bại, có những thành công, có lúc vượt qua những thời kỳ nguy kịch và ngược

lại có lúc phải ngừng sản xuất, đôi khi tiêu vong do gấp phái những khó khăn không vượt qua được. Xét theo *quản điểm hệ thống*, cũng theo Larua và Caillat (1992), doanh nghiệp bao gồm một tập hợp các bộ phận được tổ chức, có tác động qua lại và theo đuổi cùng một mục tiêu. Các bộ phận tập hợp trong doanh nghiệp bao gồm 4 phân hệ sau: sản xuất, thương mại, tổ chức, nhân sự.

Ở Việt Nam, theo Luật Doanh nghiệp ban hành ngày 26/11/2014: Doanh nghiệp là tổ chức có tên riêng, có tài sản, có trụ sở giao dịch, được đăng ký thành lập theo quy định của pháp luật nhằm mục đích kinh doanh.

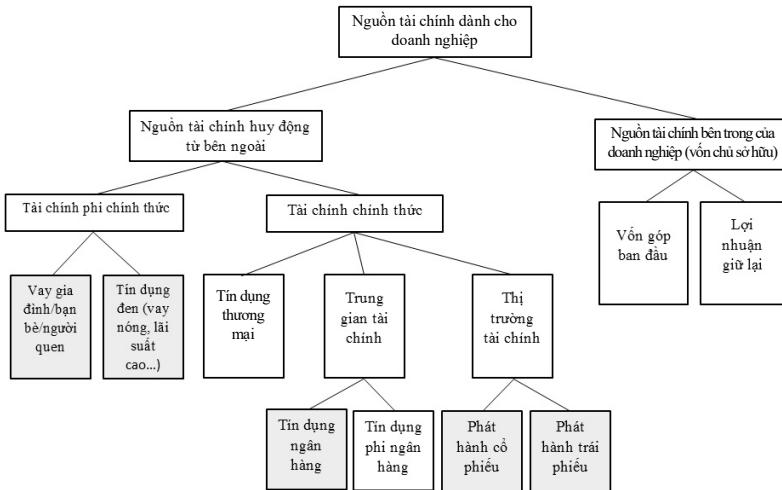
## 2. Nguồn vốn cho doanh nghiệp

Trong quá trình tài trợ cho hoạt động đầu tư và sản xuất kinh doanh của mình, các doanh nghiệp cần có tài chính từ nhiều nguồn và nhiều cách khác nhau. Có thể chia thành hai nguồn tài trợ cho doanh nghiệp: tài chính bên trong (internal finance) và tài chính bên ngoài (external finance) (xem Hình 1.1).

### 2.1. Nguồn tài chính bên trong

Nguồn tài chính bên trong hay vốn chủ sở hữu là nguồn tài chính sẵn có của doanh nghiệp bao gồm: vốn góp ban đầu, lợi nhuận giữ lại để tái đầu tư. Đây là nguồn tài chính quan trọng của doanh nghiệp, không những cho quá trình khởi sự kinh doanh, mà còn giúp xác định đòn bẩy tài chính bên ngoài phù hợp.

## Hình 1.1: Nguồn vốn cho doanh nghiệp



- Vốn chủ sở hữu là phần vốn thuộc quyền sở hữu của chủ doanh nghiệp và doanh nghiệp có quyền chiếm hữu, chi phối, định đoạt. Tùy theo từng loại hình doanh nghiệp thuộc các thành phần kinh tế khác nhau mà vốn chủ sở hữu bao gồm: vốn ngân sách nhà nước, vốn chủ sở hữu doanh nghiệp bỏ ra, vốn góp cổ phần và lợi nhuận để lại... Đây có thể gọi là các nguồn vốn bên trong của doanh nghiệp.

- Lợi nhuận giữ lại là một phần của lợi nhuận sau thuế được doanh nghiệp trích lại, góp phần làm tăng vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp. Ngoài ra, các khoản đóng góp từ lợi nhuận cá nhân, cùng tiền tiết kiệm cá nhân của những người sáng lập hoặc tiền kiếm được ở các công ty khác cũng là nguồn tài chính quan trọng cho hoạt động của doanh nghiệp.

## *2.2. Nguồn tài chính bên ngoài*

Nguồn tài chính bên ngoài có thể từ hai nguồn khác nhau là tài chính chính thức và tài chính phi chính thức.

### *- Nguồn tài chính chính thức*

Doanh nghiệp có thể huy động vốn từ hệ thống tài chính tiền tệ với một số nguồn tài chính chính thức như: tín dụng thương mại; trung gian tài chính, bao gồm: tín dụng ngân hàng và tín dụng phi ngân hàng; thị trường tài chính (phát hành chứng khoán - trái phiếu và cổ phiếu).

+ Tín dụng thương mại là một nguồn tài trợ ngắn hạn bên ngoài khá phổ biến cho các doanh nghiệp, cho phép các doanh nghiệp tránh được chi phí và các vấn đề liên quan của việc vay ngân hàng. Theo Vũ Duy Hào và Trần Minh Tuấn (2016), tín dụng thương mại là khoản mua chịu từ người cung cấp hoặc ứng trước của khách hàng mà doanh nghiệp tạm thời chiếm dụng. Tín dụng thương mại luôn gắn với một lượng hàng hoá cụ thể, gắn với một hệ thống thanh toán cụ thể nên nó chịu tác động của hệ thống thanh toán, của chính sách tín dụng khách hàng mà doanh nghiệp được hưởng.

+ Tín dụng ngân hàng, theo Lê Văn Tê (2009), là giao dịch về tiền hay tài sản giữa ngân hàng (bên cho vay) và các cá nhân, doanh nghiệp hay chủ thể khác (bên đi vay). Khi đó bên cho vay sẽ chuyển giao tài sản cho bên đi vay sử dụng trong một thời hạn nhất định, đến khi hết hạn bên đi vay sẽ phải có trách nhiệm trả lại cả gốc và lãi. Theo Vũ Duy Hào và Nguyễn Minh Tuấn (2016), tín dụng ngân hàng là

phương thức huy động vốn đa dạng về hình thức giúp doanh nghiệp có cơ hội lựa chọn loại hình phù hợp nhất. Chính hoạt động tín dụng này đã giúp các doanh nghiệp có thể có được nguồn vốn để tiến hành hoạt động sản xuất kinh doanh của mình. Khi doanh nghiệp huy động vốn, ngân hàng thường quan tâm đến mục đích sử dụng vốn và khả năng thanh toán của doanh nghiệp. Bảo đảm được các điều kiện của ngân hàng, doanh nghiệp có thể huy động vốn với quy mô lớn và thời gian dài. Tuy nhiên, khi huy động vốn của ngân hàng, doanh nghiệp thường phải chịu việc thẩm định tín dụng, kiểm tra và giám sát việc sử dụng vốn chặt chẽ từ phía ngân hàng.

+ Tín dụng phi ngân hàng: là hình thức huy động vốn từ các tổ chức tín dụng phi ngân hàng như: công ty tài chính, công ty cho thuê tài chính, quỹ tín dụng nhân dân hay các tổ chức tín dụng quy mô nhỏ. Theo khoản 4, Điều 4 Luật Tổ chức tín dụng năm 2010: tổ chức tín dụng phi ngân hàng là loại hình tổ chức tín dụng được thực hiện một hoặc một số hoạt động ngân hàng, trừ các hoạt động nhận tiền gửi của cá nhân và cung ứng các dịch vụ thanh toán qua tài khoản của khách hàng. Các tổ chức tài chính phi ngân hàng có đặc điểm khác biệt với các ngân hàng ở chỗ: không nhận tiền gửi không kỳ hạn, chỉ được nhận tiền gửi có kỳ hạn nhất định, không được làm các dịch vụ thanh toán như các ngân hàng. Do đó các tổ chức tín dụng phi ngân hàng không tham gia quá trình tạo tiền gửi và không bị điều hành chặt chẽ bởi ngân hàng Trung ương như các ngân hàng thương mại.

+ Phát hành trái phiếu: Trái phiếu đơn giản là khoản vay của một doanh nghiệp. Các nhà đầu tư cho vay bằng cách mua về những trái phiếu mà doanh nghiệp này phát hành. Đổi lại, doanh nghiệp sẽ trả lãi (interest coupon) trong khoảng thời gian định kỳ được xác định sẵn (thường là hàng năm hoặc nửa năm một lần) và trả lại khoản gốc vào ngày đáo hạn, chấm dứt việc nợ. Phát hành trái phiếu là hình thức giúp doanh nghiệp huy động vốn với quy mô lớn trong dài hạn. Doanh nghiệp có thể lựa chọn hình thức trái phiếu để phát hành tùy vào điều kiện thị trường cụ thể trong từng thời kỳ.

+ Phát hành cổ phiếu: Trong hoạt động sản xuất kinh doanh, doanh nghiệp có thể tăng vốn chủ sở hữu bằng cách phát hành cổ phiếu mới. Phát hành cổ phiếu được gọi là hoạt động tài trợ dài hạn của doanh nghiệp. Theo Vũ Duy Hào và Trần Minh Tuấn (2016), cổ phiếu thường (còn gọi là cổ phiếu thông thường) là loại cổ phiếu thông dụng nhất vì nó có ưu thế trong việc phát hành và trong quá trình lưu hành trên thị trường chứng khoán. Mặc dù việc phát hành cổ phiếu có nhiều ưu thế so với các phương thức huy động vốn khác nhưng cũng có những hạn chế và các ràng buộc cần được doanh nghiệp cân nhắc kỹ lưỡng. Giới hạn phát hành là một quy định ràng buộc có tính pháp lý. Lượng cổ phiếu tối đa mà công ty được quyền phát hành gọi là vốn cổ phiếu được cấp phép. Đây là một trong những quy định của Ủy ban chứng khoán Nhà nước nhằm quản lý và kiểm soát chặt chẽ các hoạt động phát hành và giao dịch chứng khoán.

- *Nguồn tài chính phi chính thức.*

Khi việc tiếp cận các nguồn tài chính chính thức từ bên ngoài gặp khó khăn hoặc không đủ nhu cầu vốn của doanh nghiệp thì các doanh nghiệp có thể tìm đến các nguồn tài chính phi chính thức khác như: gia đình/bạn bè, người quen và tín dụng đen (các khoản vay nóng, lãi suất cao). Vũ Thanh Thùy (2015) đã định nghĩa: Tài chính phi chính thức là một hình thức tín dụng hoạt động theo kiểu tự do trên thị trường, không bị chi phối hay chịu sự quản lý, giám sát trực tiếp của nhà nước. Có một số tác giả cũng coi tín dụng thương mại là một hình thức tín dụng phi chính thức. Tuy nhiên, trong nghiên cứu của Hanedar và cộng sự (2014) lại cho rằng, tài chính phi chính thức chỉ các giao dịch tài chính xảy ra bên ngoài các định chế tài chính chính thức (được cấp phép hoạt động bởi Nhà nước) và không được quản lý bởi các cơ quan có thẩm quyền. Về mặt định nghĩa thì các tác giả cũng có chung quan điểm cho rằng, sử dụng vốn phi chính thức là việc thực hiện giao dịch tài chính xảy ra ngoài khu vực tài chính được quy định bởi Nhà nước. Tuy vậy việc sử dụng các nguồn vốn này không có nghĩa là vi phạm pháp luật, bởi có rất nhiều nguồn huy động hợp pháp như từ người thân hay bạn bè, nhưng cũng không thể phủ nhận sự tồn tại của các khu vực vốn phi chính thức không hoàn toàn hợp pháp như các tổ chức cho vay nặng lãi hay tín dụng đen. Tóm lại, với doanh nghiệp, nguồn vốn phi chính thức thường đến từ hai nguồn chính: i) gia đình, bạn bè, người quen, và ii) vay tiền cá nhân/tổ chức không được cấp phép

kinh doanh về lĩnh vực này (bên ngoài hệ thống tài chính chính thức) với lãi suất cao (tín dụng đen).

Theo phạm vi nghiên cứu, nội dung cuốn sách này nghiên cứu các rào cản khi các doanh nghiệp tiếp cận nguồn tài chính bên ngoài, bao gồm: i) nguồn tài chính chính thức từ hệ thống tài chính tiền tệ (cụ thể là tín dụng ngân hàng - trung gian tài chính hay từ phát hành cổ phiếu, trái phiếu - thị trường tài chính), và ii) nguồn tài chính phi chính thức (gia đình/bạn bè/người quen và tín dụng đen). Đây cũng chính là những nguồn cung cấp vốn quan trọng cho doanh nghiệp tại Việt Nam hiện nay (đặc biệt là các doanh nghiệp nhỏ và vừa, chiếm tỷ trọng áp đảo trong khối doanh nghiệp), bảo đảm doanh nghiệp có thể hoạt động lâu dài và ổn định.

## II- HỆ THỐNG TÀI CHÍNH TIỀN TỆ VÀ VAI TRÒ ĐỐI VỚI DOANH NGHIỆP

### 1. Khái niệm hệ thống tài chính tiền tệ

Hệ thống tài chính tiền tệ được hiểu là tổng thể các bộ phận khác nhau nằm trong một cơ cấu tài chính, có mối liên hệ tác động lẫn nhau, thực hiện chức năng tạo ra (thu hút) các nguồn lực tài chính và chu chuyển (truyền dẫn) các nguồn lực tài chính. Từ đó, hệ thống tài chính tiền tệ bảo đảm nhu cầu về vốn cho phát triển kinh tế - xã hội. Với khái niệm này, hệ thống tài chính tiền tệ bao gồm: i) Các chủ thể - tụ điểm vốn (tài chính doanh nghiệp, tài chính dân cư, tài

chính nhà nước (tài chính công) và tài chính đối ngoại); ii) Truyền dẫn vốn giữa các tụ điểm vốn với chức năng phân bổ nguồn tài chính từ người cho vay đến người đi vay một cách có hiệu quả nhất thông qua thị trường tài chính (tài chính trực tiếp) và tổ chức tài chính trung gian (tài chính trung gian); iii) Cơ sở hạ tầng tài chính: bao gồm các tổ chức, mạng lưới và hệ thống thông tin, công nghệ, hành lang pháp lý và các tiêu chuẩn làm nền tảng cho các quan hệ giữa các tụ điểm vốn diễn ra, tạo điều kiện thuận lợi cho dòng vốn lưu thông trong hệ thống tài chính tiền tệ. Có thể thấy, hầu hết các chủ thể trong nền kinh tế đều tham gia vào hệ thống tài chính với tư cách là một tụ điểm vốn (nhà nước, dân cư, doanh nghiệp...). Các tụ điểm vốn này tương tác với nhau nhằm mục đích tạo ra, thu hút các nguồn lực tài chính và chuyển các luồng tài chính. Tiếp cận hệ thống tài chính thông qua các tụ điểm vốn cho phép tìm hiểu đặc điểm, vai trò và tầm ảnh hưởng của từng tụ điểm vốn đến nền kinh tế nói chung và hệ thống tài chính nói riêng.

## **2. Vai trò của hệ thống tài chính tiền tệ**

Hệ thống tài chính rất đa dạng và phức tạp, bao trùm lên hầu hết các hoạt động của nền kinh tế. Bởi vậy, vai trò của hệ thống tài chính không chỉ nằm ở tầm vĩ mô đối với nền kinh tế, mà còn hết sức quan trọng đối với từng chủ thể riêng biệt.

*Thứ nhất*, vai trò quan trọng bậc nhất của hệ thống tài chính là tạo ra kênh dẫn vốn giữa các chủ thể trong nền kinh tế. Trước hết, hệ thống tài chính cung cấp các công cụ tiết

kiệm, chẳng hạn như trái phiếu, cổ phiếu hoặc các tài sản tài chính khác, thông qua đó các chủ thẻ có dư thừa nguồn vốn (mức thu nhập lớn hơn mức chi tiêu) có thể tìm kiếm các cơ hội sinh lời trên số vốn dư thừa đó.

*Thứ hai*, hệ thống tài chính thực hiện chức năng cung cấp tính thanh khoản cho các chủ thẻ trong hệ thống. Hệ thống tài chính không chỉ tạo ra các công cụ tài chính giúp luân chuyển các dòng vốn trong nền kinh tế, mà còn cung cấp các phương tiện để chuyển đổi các công cụ tài chính này thành tiền mặt với chi phí thấp nhất. Nhờ đó, tính hấp dẫn của các công cụ tài chính tăng lên, tạo điều kiện thuận lợi cho quá trình luân chuyển các dòng vốn. Như vậy, chức năng cung cấp tính thanh khoản gắn liền với chức năng tạo ra kênh dẫn vốn.

*Thứ ba*, hệ thống tài chính cung cấp dịch vụ thanh toán. Thông qua những công cụ thanh toán phổ biến như tiền mặt, tài khoản ngân hàng, séc..., việc mua bán hàng hóa và chuyển giao tiền tệ trên phạm vi thế giới ngày càng trở nên dễ dàng và thuận tiện. Một số hình thức thanh toán như thẻ tín dụng còn cho phép chi tiêu trước khi có dòng thu nhập. Khi công nghệ phát triển kéo theo xu hướng thanh toán thông qua các hệ thống thanh toán điện tử với độ chính xác, an toàn và bảo mật rất cao. Không chỉ tạo thuận lợi cho sự phát triển của thương mại quốc tế, các dịch vụ thanh toán còn thúc đẩy sự lưu thông của dòng vốn trên phạm vi toàn cầu. Tiết kiệm và đầu tư không còn nằm trong phạm vi một vùng hay một quốc gia, mà có thể trải rộng trên toàn thế

giới. Tuy nhiên, một hệ quả tất yếu kéo theo là hệ thống tài chính ngày càng trở nên phức tạp và khó kiểm soát. Đây là một thách thức không nhỏ đối với nhiệm vụ bảo đảm sự ổn định cho hệ thống tài chính.

*Thứ tư*, hệ thống tài chính cung cấp các phương tiện phòng ngừa và chia sẻ rủi ro. Hệ thống tài chính cung cấp rất nhiều các kênh tiết kiệm thông qua các công cụ tài chính, nhờ đó nhà đầu tư có thể đa dạng hóa danh mục đầu tư của mình nhằm giảm thiểu rủi ro. Một hình thức phòng ngừa rủi ro truyền thống và điển hình đó là bảo hiểm, cho phép người thụ hưởng nhận được một sự đền bù nhất định trong trường hợp có những biến cố xảy ra không như kỳ vọng. Tuy nhiên, phương tiện phòng ngừa và chia sẻ rủi ro trong hệ thống tài chính ngày nay không chỉ dừng lại ở đó. Sự ra đời của rất nhiều các công cụ phái sinh (hoán đổi, quyền chọn, kỳ hạn...) cho phép các chủ thể trong hệ thống tài chính phòng ngừa rủi ro và chia sẻ rủi ro trực tiếp cho nhau. Hơn nữa, một số công cụ như quyền chọn còn cho phép chủ thể tham gia vừa có thể phòng ngừa rủi ro, vừa có thể tìm kiếm lợi nhuận.

*Thứ năm*, hệ thống tài chính cung cấp các kênh truyền dẫn chính sách kinh tế vĩ mô. Trong nhiều năm trở lại đây, can thiệp vào thị trường tài chính được coi là công cụ chủ đạo của nhà nước trong việc thực hiện các mục tiêu vĩ mô trong từng giai đoạn, chẳng hạn kiềm chế lạm phát, ổn định nền kinh tế hoặc kích thích tăng trưởng. Nhà nước có thể thông qua các công cụ thị trường để can thiệp, như điều

chỉnh lãi suất hoặc hạn mức tín dụng, hoặc các công cụ hành chính. Sự can thiệp của nhà nước có tầm quan trọng rất lớn trong sự ổn định của hệ thống tài chính nói riêng và nền kinh tế nói chung, bởi chỉ nhà nước mới có đủ quyền lực và công cụ cần thiết để điều tiết và khắc phục những thất bại của thị trường - nguyên nhân sâu xa gây ra sự bất ổn tài chính.

### III- TỔNG QUÁT VỀ CÁC RÀO CẢN TÀI CHÍNH TIỀN TỆ ĐỐI VỚI SỰ PHÁT TRIỂN CỦA DOANH NGHIỆP

#### 1. **Khả năng tiếp cận tài chính**

Như đã trình bày ở trên, trong quá trình tài trợ cho hoạt động đầu tư và sản xuất kinh doanh của mình, các doanh nghiệp luôn cần có sự hỗ trợ tài chính từ nhiều nguồn, sử dụng nhiều cách tiếp cận khác nhau. Việc lựa chọn hình thức tài trợ nào, từ ai, chấp nhận mức chi phí như thế nào... phụ thuộc vào những yếu tố bên trong và bên ngoài doanh nghiệp, đặc biệt là yếu tố môi trường thể chế.

Theo WB (2008), khả năng tiếp cận tài chính nói chung bao gồm tín dụng, tiền gửi, bảo hiểm và các dịch vụ quản lý rủi ro. Trong đó, cải thiện khả năng tiếp cận tài chính không chỉ là phát triển nâng cao chất lượng của các dịch vụ tài chính hay chú trọng vào việc làm cho số người tiếp cận với các dịch vụ này tăng lên mà còn phải bảo đảm rằng cơ hội được tiếp cận và sử dụng các dịch vụ tài chính này là công bằng. Cụ thể, cải thiện khả năng tiếp cận tài chính của doanh nghiệp sẽ là

sự cải thiện trong việc cung ứng các nguồn tín dụng một cách công bằng cho các doanh nghiệp ở mức “giá” hợp lý. Tuy nhiên, theo Claessens và Tzioumis (2006), để xác định khả năng tiếp cận tài chính sẽ không đơn giản như vậy vì “chất lượng” cũng như mức “giá hợp lý” ở đây sẽ là khác nhau đối với từng đối tượng. Chưa kể đến sự khác biệt trong quan điểm về mức độ tin cậy, sự tiện lợi và độ linh hoạt cũng sẽ ảnh hưởng đến việc đo lường về khả năng tiếp cận tài chính. Cũng theo Claessens và Tzioumis (2006), cần có sự phân biệt rõ ràng hơn giữa “sử dụng” và “tiếp cận”. Khả năng tiếp cận ở đây sẽ phản ánh về phía cung nhiều hơn, trong khi đó việc sử dụng sẽ phản ánh về phía cầu nhiều hơn. Một doanh nghiệp có thể quyết định tiếp cận tài chính hoặc là không. Tuy nhiên vấn đề cần quan tâm là việc họ không sử dụng nguồn tài chính này có phải theo một cách tự nguyện hay không. Đồng nghĩa với việc phải phân định xem doanh nghiệp có khả năng tiếp cận nhưng tự nguyện lựa chọn không sử dụng hay các doanh nghiệp này thiếu khả năng tiếp cận với nguồn tài chính đó từ đầu và do đó không thể sử dụng. Nói cách khác, họ bị “loại trừ” một cách không tự nguyện. Theo báo cáo của WB (2008), có nhiều nguyên nhân dẫn đến việc này: đầu tiên có thể là do các doanh nghiệp được các ngân hàng liệt vào nhóm có rủi ro cao, do đó không tiến hành cho vay. Ngoài ra có thể là do mức giá (lãi suất) của khoản vay cao hơn so với mức giá mà các doanh nghiệp này cho là phù hợp, một số các doanh nghiệp khác lại có thể do một số các quy định

trong điều khoản khiến họ không thể tiếp cận. Cuối cùng có thể là do đặc điểm nào đó của doanh nghiệp khiến họ bị “phân biệt đối xử”.

Trong cuốn sách này, *khả năng tiếp cận tài chính* được hiểu là khả năng tiếp cận các nguồn tài chính chính thức bên ngoài (external finance) để tài trợ cho hoạt động đầu tư và sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp, bao gồm: i) tín dụng ngân hàng - trung gian tài chính và ii) phát hành cổ phiếu, trái phiếu – thị trường tài chính. Những hình thức tiếp cận tài chính chính thức khác như tín dụng phi ngân hàng, tín dụng nhà nước, tín dụng thương mại, cho thuê tài chính... không thuộc phạm vi của nghiên cứu ở đây.

Việc tiếp cận các nguồn tài chính bên ngoài trên thị trường chính thức được thực hiện theo những nguyên tắc và thể chế nhất định được Nhà nước quy định rõ ràng trong các văn bản pháp luật. Các chủ thể tham gia có quyền và nghĩa vụ, trách nhiệm được pháp luật thừa nhận và bảo vệ. Tuy nhiên, do những rào cản trên thị trường chính thức, một số doanh nghiệp có thể phải tiếp cận khu vực phi chính thức (ví dụ: vay tín dụng đen, người thân quen,...), ở đó các hoạt động huy động, cung ứng, giao dịch... được thực hiện theo sự thỏa thuận giữa người cung cấp và người huy động không theo nguyên tắc, thể chế do Nhà nước quy định. Vì vậy, trong nội dung của cuốn sách này cũng sẽ nghiên cứu nội dung tiếp cận khu vực phi chính thức để thấy rõ hơn những rào cản trên thị trường chính thức.

## **2. Rào cản tài chính tiền tệ**

Quá trình tiếp cận với các nguồn tài chính bên ngoài doanh nghiệp sẽ làm phát sinh các mối quan hệ tài chính giữa doanh nghiệp với các bộ phận khác của hệ thống tài chính tiền tệ, từ đó sẽ xuất hiện các rào cản tài chính tiền tệ đối với sự phát triển của doanh nghiệp. Các rào cản tài chính tiền tệ ở đây được hiểu là những khó khăn, điểm nghẽn, trở ngại mà doanh nghiệp gặp phải trong quá trình huy động vốn từ các nguồn tài chính bên ngoài cho hoạt động đầu tư và sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp, khiến cho khả năng tiếp cận tài chính khó khăn, từ đó tác động tiêu cực đến sự phát triển của doanh nghiệp.

Dựa trên tổng quan nghiên cứu như trình bày ở mục dưới đây, khi doanh nghiệp huy động vốn từ hệ thống tài chính tiền tệ thì đối diện với các khó khăn từ phía thể chế và tổng thể hệ thống khi doanh nghiệp tiếp cận tài chính (được gọi là rào cản tài chính tiền tệ cấp độ vĩ mô và thể chế); có các khó khăn trực tiếp từ bên ngoài doanh nghiệp (được gọi là rào cản tài chính tiền tệ cấp độ vi mô bên ngoài doanh nghiệp); và có những điểm nghẽn ở ngay chính bên trong doanh nghiệp khiến khả năng tiếp cận tài chính gặp khó khăn (được gọi là rào cản tài chính tiền tệ cấp độ vi mô bên trong doanh nghiệp). Cần lưu ý là các yếu tố về vĩ mô và thể chế, các yếu tố vi mô bên ngoài và bên trong doanh nghiệp mà có tác động tiêu cực đến khả năng tiếp cận tài chính của doanh nghiệp mới được gọi là các rào cản.

## IV- CÁC RÀO CẢN TÀI CHÍNH TIỀN TỆ VÀ TÁC ĐỘNG ĐẾN KHẢ NĂNG TIẾP CẬN TÀI CHÍNH CỦA DOANH NGHIỆP

### 1. Rào cản tài chính tiền tệ cấp độ vĩ mô và thể chế

#### 1.1. Rào cản từ thể chế tài chính

- *Cấu trúc của hệ thống tài chính tiền tệ:*

Nhiều nghiên cứu đã chỉ ra rằng, hệ thống tài chính tập trung vào các trung gian như ngân hàng đem lại rất nhiều lợi ích cho doanh nghiệp. Theo Stiglitz (1985), khi thông tin được công bố quá nhanh và quá công khai sẽ làm giảm động cơ thu thập thông tin của nhà đầu tư do có sự xuất hiện của một thất bại thị trường là vấn đề kẻ ăn không. Trong khi đó, các ngân hàng sẽ giải quyết được vấn đề này do ngân hàng có quan hệ lâu dài với các doanh nghiệp, đồng thời không lập tức công khai các thông tin có liên quan. Allen và Gale (2000) cho rằng, các ngân hàng có lợi thế hơn thị trường tài chính trong việc lựa chọn các dự án/doanh nghiệp cho vay bằng nghiệp vụ và đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp. Theo Chakraborty và Ray (2006), các trung gian tài chính giám sát các doanh nghiệp tốt hơn thị trường, do vậy giảm được rủi ro đạo đức (người ủy quyền và thừa hành); từ đó các trung gian tài chính dễ cấp vốn cho các dự án/hoạt động kinh doanh cho nhiều doanh nghiệp hơn là thị trường tài chính.

Ngược lại, nghiên cứu của Doku và cộng sự (2011) cho rằng, sự phát triển của thị trường tài chính, đặc biệt là một

thị trường chứng khoán năng động và có tính thanh khoản sẽ khuyến khích các doanh nghiệp tài trợ vốn thông qua vốn chủ sở hữu, thay vì sử dụng vốn vay. Mặt khác, các doanh nghiệp được niêm yết trên thị trường chứng khoán sẽ có thông tin minh bạch và rõ ràng hơn. Điều này làm giảm chi phí giám sát của các trung gian tài chính và các nhà đầu tư tiềm năng. Các hiệu ứng như thông tin bất đối xứng hay rủi ro đạo đức cũng được giảm thiểu. Trong khi đó, một số nghiên cứu lại cho kết quả không rõ ràng về mối quan hệ giữa cấu trúc tài chính tiền tệ và nền kinh tế cũng như doanh nghiệp. Theo nghiên cứu của Stulz (2000), một hệ thống tài chính dựa chủ yếu vào thị trường có thể đem lại những mặt tích cực cho doanh nghiệp trong việc tiếp cận nguồn tài chính, ví dụ như: (i) giám sự phụ thuộc của doanh nghiệp vào ngân hàng, (ii) thị trường vốn là nơi tập trung nhiều thông tin và từ đó, có thể cung cấp những thông tin có giá trị về doanh nghiệp, và (iii) sự tồn tại của thị trường vốn có thể giúp hình thành việc các trung gian tài chính cung cấp vốn cho doanh nghiệp dưới hình thái góp vốn, thay vì hình thức cho vay. Tuy nhiên, hệ thống này còn gây khó khăn cho các doanh nghiệp mới do những điều kiện để niêm yết hay chi phí cao để được công bố. Ngoài ra, một hệ thống tài chính có cấu trúc thị trường hoàn hảo bị đe dọa bởi hai vấn đề, đó là vấn đề che giấu hành động và vấn đề quản trị. Cả hai vấn đề này đều khiến cho các nhà đầu tư tiềm năng trở nên thận trọng hơn, đồng nghĩa với việc khả năng tiếp cận vốn của doanh nghiệp trở nên khó khăn hơn. Sau đó, nghiên cứu

thực nghiệm của Levine (2002) được coi là công trình rất công phu khi xây dựng chỉ số tổng hợp S để đo lường cấu trúc của một hệ thống tài chính, nhằm biết được vị trí của hệ thống tài chính trên một trục với một cực là cấu trúc hoàn toàn dựa vào ngân hàng và một cực là cấu trúc hoàn toàn dựa vào thị trường. Theo đó, chỉ số S được tổng hợp từ nhiều chiều khác nhau, bao gồm: i) Cấu trúc - Hoạt động: đo lường giá trị giao dịch trên thị trường chứng khoán so với giá trị giao dịch của ngân hàng; ii) Cấu trúc - Quy mô: đo lường giá trị vốn hóa của thị trường chứng khoán so với tổng tiền gửi vào hệ thống ngân hàng; iii) Cấu trúc - Hiệu quả: đo lường giá trị giao dịch trên thị trường chứng khoán so với chi phí giao dịch của hệ thống ngân hàng; iv) Cấu trúc - Tổng hợp: là giá trị tổng hợp của ba chỉ số trên. Theo đó, chỉ số S này càng cao càng cho thấy hệ thống tài chính có cấu trúc hướng về thị trường nhiều hơn và ngược lại.

- *Hệ thống pháp luật và môi trường pháp lý*: Bao trùm lên tất cả các bộ phận của hệ thống tài chính là hệ thống cơ sở hạ tầng pháp lý. Hệ thống này bao gồm những quy định và ràng buộc mang tính pháp lý mà các chủ thể tham gia vào hệ thống tài chính phải tuân theo.

Fatoki và Smit (2011) cho rằng, môi trường pháp lý là một yếu tố quan trọng ảnh hưởng đến tiếp cận tài chính của các doanh nghiệp. Nghiên cứu đánh giá tương quan Pearson giữa các yếu tố môi trường kinh doanh và giá trị vốn vay của doanh nghiệp với ngân hàng thương mại và các tổ chức tín dụng. Cùng quan điểm đó, Olomi và cộng

sự (2008) cũng xác định văn hóa kinh doanh kém phát triển, môi trường ở nơi giao dịch giữa người cho vay và người đi vay là một trong ba nhóm yếu tố gây khó khăn khi tiếp cận tài chính của các doanh nghiệp nhỏ và vừa. Theo kết quả Báo cáo “Đặc điểm môi trường kinh doanh ở Việt Nam – Kết quả điều tra doanh nghiệp nhỏ và vừa năm 2015” do CIEM thực hiện với sự tham gia của gần 2.600 doanh nghiệp nhỏ và vừa ngoài quốc doanh hoạt động trong khu vực chế biến chế tạo, tại 10 tỉnh và thành phố của Việt Nam khẳng định, một trong những tác động chính mà môi trường kinh doanh ánh hưởng “đến sự tăng trưởng của các doanh nghiệp nhỏ và vừa là thông qua sự tiếp cận tài chính và hoạt động đầu tư của doanh nghiệp”.

Theo Williamson (1985), chất lượng thể chế môi trường kinh doanh sẽ ảnh hưởng tới chi phí giao dịch, độ bất trắc và tần suất giao dịch trên thị trường. Ở thị trường mà các thể chế tỏ ra là hiệu quả, thì chi phí giao dịch và độ bất trắc sẽ giảm, điều này thúc đẩy doanh nghiệp mở rộng kinh doanh và vay vốn nhiều hơn. Mặt khác, nó cũng gia tăng niềm tin cho ngân hàng và kích thích các khoản cho vay hào phóng hơn. Lê Phương Minh Nữ (2012), Trịnh Đức Chiều và Nguyễn Văn Thịnh (2018) sử dụng chỉ số PCI đánh giá ảnh hưởng của môi trường kinh doanh và thể chế đến khả năng tiếp cận tài chính chính thức của các doanh nghiệp nhỏ và vừa đã cho kết luận rằng, thể chế môi trường kinh doanh, đặc biệt là chất lượng tư pháp và tính minh bạch của chính quyền địa phương có mối quan hệ tương quan

thuận với khả năng vay được vốn chính thức của doanh nghiệp nhỏ và vừa.

- *Cơ sở hạ tầng tài chính*: Theo Miller và cộng sự (2009), cơ sở hạ tầng tài chính trên phạm vi rộng cho hệ thống tài chính của một quốc gia là toàn bộ những định chế, hệ thống thông tin, công nghệ, quy định và tiêu chuẩn cho phép các tổ chức tài chính hoạt động một cách hiệu quả. Từ đó có thể thấy, cơ sở hạ tầng tài chính là phần cốt lõi của tất cả các hệ thống tài chính, có ảnh hưởng quan trọng đến hiệu quả của các tổ chức tài chính, đến khả năng bù đắp vốn đánh giá rủi ro và khả năng tiếp cận của bên cầu đối với tín dụng, bảo hiểm và các sản phẩm tài chính khác. Cơ sở hạ tầng tài chính bao gồm các thành phần cơ bản đó là: hệ thống thông tin tín dụng, đăng ký tài sản bảo đảm, hệ thống thanh toán.

Các nghiên cứu thực nghiệm chỉ ra tác động của hệ thống thông tin tín dụng làm giảm các rủi ro tài chính đối với các doanh nghiệp trên cả hai khía cạnh: khả năng tiếp cận tài chính và chi phí tài chính. Các nghiên cứu của Jappelli và Pagano (1993, 2000 và 2001) đều cho thấy sự trao đổi thông tin giữa những chủ thể cần tài trợ vốn có tác động làm giảm tỷ lệ nợ xấu cũng như giảm lãi suất bình quân trong khi làm tăng khối lượng tín dụng. Nghiên cứu Galindo và Miller (2001) chỉ ra rằng, việc cung cấp thông tin hiệu quả của các tổ chức thông tin tín dụng (cả tổ chức công và tư nhân) sẽ nâng cao khả năng tiếp cận tài chính của doanh nghiệp (được thể hiện bằng tỷ lệ nợ trên tổng nguồn vốn).

Nghiên cứu của Love và Mylenko (2003) chỉ ra sự tồn tại của các cơ quan đăng ký tín dụng tư nhân gắn liền với những rào cản tài chính thấp hơn và tỷ lệ vay ngân hàng cao hơn trong cơ cấu tài chính của công ty, trong khi các cơ quan đăng ký tín dụng công thường như không có ảnh hưởng đáng kể đến khả năng tiếp cận tài chính. Ngoài ra, nghiên cứu cho thấy ở những nước có sự tồn tại của cơ quan đăng ký tín dụng công và cá nhân, những rào cản tài chính có xu hướng cao hơn ở các nước chỉ có các cơ quan đăng ký tín dụng tư nhân.

Về hệ thống thanh toán, các số liệu thống kê cho thấy sự phát triển của hệ thống cơ sở hạ tầng hệ thống thanh toán cũng rất khác nhau giữa các quốc gia. Các khoản thanh toán lớn (thường là liên ngân hàng) được xử lý theo các hệ thống thanh toán tổng cộng theo thời gian thực (RTGS) thường là lớn gấp nhiều lần giá trị GDP ở các nước phát triển, như ở Anh, giá trị RTGS cao gấp 91 lần GDP, ở Pháp 75 lần, ở Nhật Bản 50 lần và ở Mỹ 43 lần. Những con số này giảm mạnh ở hầu hết các nước đang phát triển chủ yếu là dưới 10 lần như ở Bolivia (1,2 lần), Georgia (1,4), Lesotho (0,9). Ngoài ra, sự phát triển của hệ thống thanh toán còn có thể được đo lường thông qua sự phát triển của các công cụ thanh toán như các chỉ số về số máy ATM, thiết bị đầu cuối POS và số thẻ thanh toán đang lưu hành. Các nghiên cứu chỉ ra rằng phát triển hệ thống thanh toán trực tiếp tác động đến hiệu quả và chi phí chuyển tiền.

## *1.2. Rào cản từ thị trường tài chính*

- *Quy mô các thị trường tài chính:* Sự phát triển của hệ thống tài chính sẽ thúc đẩy các hoạt động kinh tế, mở rộng hoạt động của các doanh nghiệp, từ đó giúp tạo ra tăng trưởng kinh tế. Ý tưởng này đã hình thành từ lâu trong lý thuyết kinh tế học. Trong tác phẩm nổi tiếng *Của cải của các quốc gia* Adam Smith (1776), đã nhắc đến việc ngay khi nhà băng đầu tiên được thành lập tại Scotland thì “hoạt động thương mại và công nghiệp tăng lên đáng kể”, và “nhà băng đã đóng vai trò quan trọng trong sự tăng lên này, điều đó là không thể nghi ngờ”. Lý giải cho mối quan hệ này, Adam Smith chủ yếu đề cập đến việc sử dụng tiền giấy ngân hàng thay cho tiền vàng hay tiền bạc, giúp các doanh nghiệp có thêm phương tiện trao đổi, tạo điều kiện cho việc tái đầu tư mở rộng quy mô sản xuất. Demirguc-Kunt và cộng sự (1998) đưa ra kết luận rõ ràng về mối quan hệ ở tất cả các cấp độ: hằng, ngành và toàn bộ nền kinh tế, tất cả đều cho thấy mối quan hệ lớn và dương giữa độ sâu tài chính với tăng trưởng kinh tế.

Tuy nhiên, một số nghiên cứu mới đây, đặc biệt là các nghiên cứu được thực hiện sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, đã đặt ra nghi ngờ đối với mối quan hệ trên. Wachtel (2011) chỉ ra rằng, mối quan hệ này không chỉ đơn giản như quan điểm của lý thuyết cổ điển. Cụ thể, chỉ tiêu thường được sử dụng nhiều nhất để đo lường sự phát triển của thị trường tài chính là độ sâu tài chính có thể chỉ thể hiện

việc sử dụng đòn bẩy tài chính rộng rãi trong nền kinh tế chứ chưa chắc đã phản ánh số lượng và chất lượng của các trung gian và thị trường tài chính. Trong nghiên cứu tiếp sau, Cecchetti và Kharroubi (2015) đưa ra lý giải về mối quan hệ này, nhấn mạnh vào việc hệ thống tài chính tăng trưởng nhanh thường tập trung lợi ích cho các dự án nhiều tài sản bảo đảm nhưng có năng suất thấp, do đó tăng độ sâu tài chính dẫn đến giảm năng suất lao động. Nghiên cứu cũng đưa ra bằng chứng thực nghiệm cho việc tăng trưởng tài chính dẫn đến tổn thất cho các doanh nghiệp có nguồn tài chính bị phụ thuộc và đầu tư nhiều cho hoạt động nghiên cứu và phát triển. Zingales (2015) cũng cho thấy, khi hệ thống tài chính quá phát triển sẽ dễ bị sa vào hoạt động tìm kiếm đặc lợi (rent seeking) và làm giảm cơ hội cho các doanh nghiệp có tiềm năng tăng trưởng cao.

- *Mức độ phát triển hệ thống tài chính tiên tiến*: Theo Levine (2002), hệ thống tài chính càng phát triển thì càng giúp doanh nghiệp dễ tiếp cận với nguồn vốn bên ngoài. Hệ thống tài chính phát triển giúp giảm vấn đề bất cân xứng thông tin và sự hoàn thiện về luật pháp trong việc thực thi các điều khoản hợp đồng. Ở những hệ thống tài chính yếu kém, ngay cả những doanh nghiệp tốt cũng khó tìm được nguồn vốn khác để gia tăng cho đầu tư.

Trong nghiên cứu của Beck và cộng sự (2000), mối quan hệ trên còn được nghiên cứu ở cấp độ ngành và cấp độ doanh nghiệp. Ở cấp độ ngành, *thứ nhất*, các ngành phụ thuộc nhiều hơn vào nguồn vốn bên ngoài sẽ có tốc độ tăng

trưởng cao hơn (các ngành không phụ thuộc) khi mức độ phát triển của hệ thống tài chính tăng lên. Các trung gian và thị trường tài chính giúp vượt qua các rào cản (phân mảnh) thị trường (market friction) tạo ra vùng nệm giữa giá của vốn bên ngoài và vốn nội bộ doanh nghiệp. Chi phí vốn bên ngoài thấp tạo điều kiện thuận lợi cho doanh nghiệp tăng trưởng và đồng thời tăng số lượng doanh nghiệp gia nhập ngành. Vì thế, những ngành sử dụng nhiều vốn ngoài (theo đặc trưng tự nhiên, kỹ thuật của việc sản xuất) sẽ được hưởng lợi nhiều hơn từ thị trường tài chính phát triển, so với những ngành khác. *Thứ hai*, mức độ phát triển chung của hệ thống tài chính tác động vào số lượng doanh nghiệp hình thành nhiều hơn là vào quy mô trung bình của doanh nghiệp. Ở đây có thể hiểu, mức độ phát triển của thị trường tài chính sẽ giúp các doanh nghiệp mới vượt qua các rào cản để tiếp cận nguồn vốn bên ngoài.

Nếu xem xét chi tiết hơn, các tác động đến sự phát triển của hệ thống tài chính hay cấu trúc tài chính cũng phụ thuộc vào các đặc tính vốn có của doanh nghiệp. Các nhà nghiên cứu thường chia ra hai nhóm: nhóm doanh nghiệp không bị hạn chế về tài chính (dễ tiếp cận với nguồn vốn bên ngoài) và nhóm doanh nghiệp bị hạn chế về tài chính (khó tiếp cận với nguồn vốn bên ngoài). Theo Christopher và cộng sự (2009), nhóm doanh nghiệp bị hạn chế về tài chính thường có những đặc điểm như quy mô nhỏ, thông tin về các công ty này khó thu thập (bất cân xứng thông tin) và tỷ lệ trả cổ tức thấp. Theo Christopher và cộng sự (2009), Udichibarna

(2015), thường các doanh nghiệp không bị hạn chế về tài chính sẽ dễ dàng hưởng lợi hơn các doanh nghiệp bị hạn chế về tài chính khi mức độ phát triển của hệ thống tài chính tăng lên. Nghiên cứu của Trần Thọ Đạt và Tô Trung Thành (2018), Nguyễn Việt Hùng và Hà Quỳnh Hoa (2018) cho thấy, việc các doanh nghiệp tham gia niêm yết trên thị trường chứng khoán có tác động tích cực đến khả năng tiếp cận tài chính của chính doanh nghiệp đó.

### *1.3. Rào cản từ trung gian tài chính*

#### *- Hình thức sở hữu*

Trong những nghiên cứu gần đây, Hakenes và cộng sự (2014) cho thấy, các ngân hàng nhỏ thuộc sở hữu trong nước tại Đức đóng vai trò đặc biệt quan trọng trong việc cung cấp vốn cho các doanh nghiệp nhỏ tại các khu vực mà có rào cản về tiếp cận vốn. Nghiên cứu chỉ ra rằng các ngân hàng thuộc hình thức hợp tác địa phương (local cooperative) cung cấp các khoản vay cho doanh nghiệp nhỏ nhiều hơn là các ngân hàng có vốn đầu tư nước ngoài. Đồng thời, doanh nghiệp nhỏ và vừa hoạt động hiệu quả hơn ở những nước có số lượng các ngân hàng hợp tác (cooperative bank) chiếm ưu thế, hơn là ở những nước mà số lượng ngân hàng có vốn đầu tư nước ngoài và các ngân hàng trong nước có quy mô lớn chiếm ưu thế. Sự có mặt của các ngân hàng nước ngoài được cho là làm tăng chi phí về vốn vay cho doanh nghiệp nhỏ và vừa, có ảnh hưởng ngược chiều lên lợi nhuận. Cùng với quan điểm đó, Detragiache và cộng sự (2008) hay Volz (2004

và 2011) chỉ ra các ngân hàng khi gia nhập vào thị trường nước ngoài thường là các ngân hàng lớn và có trụ sở tại những nơi khá xa các doanh nghiệp địa phương có quy mô nhỏ, vì thế các ngân hàng này thường gặp khó khăn khi cho các doanh nghiệp nhỏ và vừa vay vốn. Ngoài ra, yếu tố về văn hóa và ngôn ngữ cũng là một rào cản đối với các ngân hàng nước ngoài khi muốn thu thập các thông tin minh bạch về thị trường. Clarke và cộng sự (2001) cũng có kết luận rằng, nói chung các ngân hàng nước ngoài có xu hướng phân bổ chủ yếu khoản vay cho các doanh nghiệp hoạt động trong ngành thương mại và công nghiệp, hàm ý các ngân hàng nước ngoài có thể đóng vai trò quan trọng trên thị trường tài chính đối với các doanh nghiệp lớn. Tuy nhiên, các nghiên cứu cũng cho thấy mặc dù các ngân hàng nước ngoài mang lại lợi ích nhiều hơn cho các doanh nghiệp lớn hơn là cho các doanh nghiệp nhỏ nhưng sự gia nhập của các ngân hàng nước ngoài cũng góp phần cải thiện điều kiện tài chính cho tất cả các loại hình doanh nghiệp. Hơn nữa, nếu sự cải thiện hiệu quả hoạt động của hệ thống tài chính dẫn đến việc tăng lên trong tổng vốn cho vay thì khoản cho vay đối với các doanh nghiệp nhỏ và vừa cũng tăng lên, mặc dù tỷ lệ trong tổng khoản vay có thể giảm.

Ayadi và cộng sự (2010) cho rằng, sự khác biệt nằm ở mục tiêu cuối cùng của các ngân hàng và mục tiêu tối đa hóa lợi nhuận có phải là mục tiêu chủ yếu của ngân hàng hay không. Các hình thức ngân hàng như ngân hàng hợp tác, quỹ tín dụng, định chế tài chính phát triển cộng đồng và

ngân hàng tiết kiệm cộng đồng (public savings banks) thường có mục tiêu xã hội và hướng đến hỗ trợ phát triển kinh tế địa phương thay vì mục tiêu tối đa hóa lợi nhuận. Hơn nữa, nhóm các ngân hàng dạng này thường là các ngân hàng nhỏ và hoạt động ở cấp độ địa phương/vùng. Theo đó, các hình thức ngân hàng này sẽ hiệu quả hơn các ngân hàng lớn và mang tính nước ngoài trong việc cung cấp vốn cho các doanh nghiệp nhỏ và vừa. Ngược lại, các tập đoàn lớn và các công ty nước ngoài lại nhận được lợi ích tiếp cận vốn nhiều hơn từ các ngân hàng nước ngoài có quy mô lớn. Do đó, một hệ thống tài chính mà có sự kết hợp đa dạng của các định chế tài chính dường như sẽ đáp ứng tốt nhất các nhu cầu khác nhau của các loại hình doanh nghiệp.

#### *- Quy mô các định chế tài chính*

Nhiều nghiên cứu tập trung vào rào cản quan trọng đến các doanh nghiệp (đặc biệt là đối với các doanh nghiệp nhỏ và vừa) là quy mô của các ngân hàng. Nghiên cứu của Cole và cộng sự (2004) phù hợp với lý thuyết rào cản đối với các ngân hàng lớn. Kết quả cho thấy các ngân hàng lớn (có quy mô tài sản từ 1 tỷ USD trở lên) sẽ cho vay dựa trên các chỉ tiêu về tài chính thu được từ báo cáo tài chính của doanh nghiệp trong khi các ngân hàng nhỏ lại căn cứ nhiều hơn vào thông tin về đặc điểm của doanh nghiệp đi vay. Tương tự như vậy, Berger và cộng sự (2005) cũng chỉ ra các doanh nghiệp nhỏ và vừa đi vay chủ yếu từ các ngân hàng nhỏ và các ngân hàng nhỏ có mối quan hệ chặt chẽ hơn với khách hàng đi vay. Tuy nhiên, cũng có một vài nghiên cứu thực

nghiệm lại cho thấy, kết quả trái với dự báo về việc các ngân hàng nhỏ có xu hướng cung cấp tài chính nhiều hơn cho các doanh nghiệp nhỏ và vừa. Shen và cộng sự (2009) cho rằng, quy mô tài sản của ngân hàng không có tác động đến quyết định cho các doanh nghiệp nhỏ và vừa vay vốn, trong khi ngân hàng càng mang tính chất địa phương, càng cạnh tranh, có cơ chế tạo động lực càng tốt và hệ thống luật càng chặt chẽ thì càng có xu hướng cho doanh nghiệp nhỏ và vừa vay.

## **2. Rào cản tài chính tiền tệ cấp độ vi mô bên ngoài doanh nghiệp**

### **2.1. Rào cản tài chính tiền tệ cấp độ vi mô bên ngoài doanh nghiệp tác động đến khả năng tiếp cận vốn tín dụng ngân hàng**

- Chi phí tài chính chính thức và phi chính thức.

Chi phí giao dịch tăng lên chính là hệ quả trực tiếp từ hiện tượng thông tin bất đối xứng. Chi phí giao dịch sẽ tạo nên các rào cản đối với khả năng tiếp cận vốn của các doanh nghiệp, đặc biệt các doanh nghiệp nhỏ và vừa. Sự đa dạng của loại hình doanh nghiệp này cũng như sự thiếu hụt trong thông tin đã làm tăng cao các chi phí để đánh giá hay các chi phí trong khâu giám sát. Chính vì vậy cho vay đối với các doanh nghiệp nhỏ và vừa được coi là các khoản vay tốn kém. Theo Arito Ono và cộng sự (2008), thông tin không rõ ràng nên các doanh nghiệp nhỏ và vừa thường phải vay vốn dựa trên mối quan hệ.

Theo Berger và cộng sự (2005), khi vay dựa trên mối quan hệ, các tổ chức tài chính thay vì sử dụng các thông tin cứng (sẽ làm tăng chi phí giao dịch) thì sẽ dựa trên các thông tin mềm thu thập được qua quá trình tiếp xúc với doanh nghiệp nhỏ và vừa, chủ điều hành doanh nghiệp đó hay khu vực mà doanh nghiệp đang hoạt động. Các thông tin này chủ yếu là các đánh giá của nhân viên cho vay thông qua làm việc trực tiếp với người đi vay và quan sát tình hình hoạt động của doanh nghiệp. Thông tin mềm cũng có thể bao gồm nhận định về triển vọng của doanh nghiệp nhỏ và vừa trong tương lai được rút ra từ những trao đổi với các nhà cung cấp, các khách hàng của doanh nghiệp đó cũng như từ các doanh nghiệp cùng lĩnh vực. Việc sử dụng những thông tin mềm này là hình thức để thay thế cho vay vốn dựa trên thông tin cứng. Theo Cao Thị Khánh Nguyệt (2016), nếu vay trên thông tin mềm cần thiết phải phát triển một mối quan hệ dài hạn và gần gũi giữa người cho vay (tổ chức tài chính) và người đi vay (doanh nghiệp) thì ngược lại vay vốn trên thông tin cứng đòi hỏi quyết định cho vay doanh nghiệp phải đánh giá dựa trên các thông tin tài chính cụ thể và tài sản thế chấp mà doanh nghiệp có. Các doanh nghiệp nhỏ và vừa sẽ gặp nhiều bất lợi với hình thức cho vay thông tin cứng này vì những rủi ro đến từ thông tin bất đối xứng hay do chi phí giao dịch tăng cao.

Trần Thị Thanh Tú và Đinh Thị Thanh Vân (2015), dựa trên kết quả khảo sát của Phòng Thương mại và Công nghiệp Việt Nam - VCCI (2014) chỉ ra, các doanh nghiệp

đánh giá việc tiếp cận vốn vay đã dễ dàng hơn rất nhiều. Một trong những nguyên nhân mang lại kết quả này có thể là do mức lãi suất cho vay “mềm” hơn. Lãi suất cho vay không còn là rào cản đối với doanh nghiệp nhỏ và vừa trong việc quyết định sử dụng vốn vay sản xuất kinh doanh và đầu tư mới, đặc biệt trong giai đoạn “nói lòng tín dụng” hiện nay. Báo cáo đặc điểm môi trường kinh doanh (Viện Nghiên cứu Quản lý Kinh tế Trung ương - CIEM, 2015) đánh giá một tỷ lệ lớn các doanh nghiệp không có nhu cầu vay vốn (54%) hoặc không muốn bị nợ (23%). Một phần lý giải cho nguyên nhân các doanh nghiệp không vay vốn có thể là do tỷ lệ lãi suất. Tỷ lệ lãi suất tháng là 1,2% đối với các khoản vay chính thức và 0,63% đối với các khoản vay phi chính thức trong năm 2013. Tỷ lệ này đã giảm xuống các mức tương ứng là 0,9% đối với khoản vay chính thức và 0,39% đối với khoản vay phi chính thức trong năm 2015.

Liên quan đến chi phí phi chính thức, theo kết quả điều tra của VCCI 2015 có 39% - 64% số doanh nghiệp cho rằng việc “bồi dưỡng” cán bộ ngân hàng là phổ biến. Đồng thời, chi phí phi chính thức chưa có dấu hiệu giảm bớt thể hiện qua tỷ lệ doanh nghiệp được khảo sát phải chi trả chi phí vẫn tăng, từ mức 50% năm 2013 lên 65% năm 2015. Riêng chi phí không chính thức này có thể chiếm tới hơn 10% tổng doanh thu của các doanh nghiệp tham gia khảo sát với tỷ trọng ngày càng tăng (năm 2015 là 11%, tăng 1% so với năm 2014). Thủ tục vay vốn phức tạp sẽ làm tăng chi phí giao dịch vì thời gian, chi phí giấy tờ, đi lại... hoặc chi phí “bồi

dưỡng” cán bộ ngân hàng. Tất cả các khoản chi này đều làm gia tăng đến chi phí tài chính thực của các doanh nghiệp. Bên cạnh đó, do khả năng tiếp cận vốn ngân hàng khó khăn, nên các doanh nghiệp (chủ yếu là các doanh nghiệp nhỏ và vừa) sẽ phải tiếp cận các kênh chi phí phi chính thức như kênh người thân, bạn bè, gia đình hay tín dụng đen. Lãi suất từ nguồn tín dụng đen có thể ở mức rất cao, 20-25%/năm, với doanh nghiệp quy mô lớn thậm chí lên đến 36%/năm.

Trần Thọ Đạt và Tô Trung Thành (2018) đánh giá xác suất doanh nghiệp có thể tiếp cận được món vay từ tổ chức tín dụng tăng khi doanh nghiệp có chi các khoản chi phí lót tay, mua quà tặng... Kết quả ước lượng từ mô hình Logistic cho thấy xác suất này tăng khoảng 24 điểm phần trăm và tương đương với mô hình Probit là 17,6 điểm phần trăm. Điều này cho thấy, hiện nay chi phí phi chính thức vẫn là một trong những rào cản lớn nhất cho các doanh nghiệp tiếp cận vốn chính thức từ các tổ chức tín dụng, đặc biệt là đối với các doanh nghiệp nhỏ và vừa.

#### *- Thủ tục cho vay.*

Quá trình xin vay vốn tại ngân hàng đòi hỏi nhiều văn bản giấy tờ, đặc biệt là các yêu cầu xây dựng và chứng minh hiệu quả của phương án/dự án sản xuất kinh doanh đang vượt quá khả năng của nhiều doanh nghiệp, nhất là các doanh nghiệp nhỏ và vừa.

Theo điều tra doanh nghiệp nhỏ và vừa của CIEM (2015), đối với các doanh nghiệp giải thích lý do không vay vốn, khó khăn do thủ tục hành chính với cán bộ ngân hàng

là lớn nhất, chiếm 30% số doanh nghiệp có khó khăn trong tiếp cận các khoản vay. Cũng quan điểm này, khảo sát của PCI (2015) cũng cho thấy 43-64% số doanh nghiệp nhỏ và vừa được khảo sát phải đối mặt với phiền hà về thủ tục vay vốn, trong khi đó tỷ lệ này ở các doanh nghiệp lớn chỉ ở mức 30-32%.

Kết quả nghiên cứu của Nguyễn Thị Mùi và cộng sự (2018) cũng cho rằng, có 28,4% doanh nghiệp đánh giá khó khăn khá lớn khi tiếp cận vốn tín dụng ngân hàng là hồ sơ, thủ tục phức tạp. Đây cũng là một trở ngại lớn đối với các doanh nghiệp, nhất là các doanh nghiệp nhỏ và vừa, doanh nghiệp siêu nhỏ. Trần Thọ Đạt và Tô Trung Thành (2018), cũng đánh giá thủ tục vay vốn phức tạp, mất thời gian sẽ làm giảm xác suất tiếp cận các khoản vay từ tổ chức tín dụng khoảng 11 điểm phần trăm.

#### *- Yêu cầu về tài sản bảo đảm.*

Theo Mullei và Boken (2000), các doanh nghiệp nhỏ và vừa có một số nguồn bảo đảm dưới hình thức tài sản (nhà ở, doanh nghiệp, xe ôtô và bất cứ thứ gì có thể được bảo đảm) trong trường hợp vỡ nợ. Tuy nhiên, ở hầu hết các ngân hàng, để cấp vốn cho các doanh nghiệp nhỏ và vừa, chấp nhận đề xuất vay nợ, tài sản thế chấp phải là 100% trả lên, tương đương với số tiền vay tín dụng hoặc sản phẩm tài chính.

Theo Cao Thị Khánh Nguyệt (2014), sự tồn tại của một lượng tài sản lớn của doanh nghiệp và quyền sử dụng đất của chủ doanh nghiệp sẽ giúp tăng khả năng tiếp cận vốn của doanh nghiệp đó lên lần lượt 5% và 1%. Ngoài ra, theo

Shinozaki (2012), thiếu các tài sản bảo đảm là rào cản lớn đến khả năng tiếp cận vốn chính thức của các doanh nghiệp. Kết quả này cũng tương tự nghiên cứu của Fatoki và Odeyemi (2010); Kira và He (2012); Fatoki và Asah (2011). Tuy nhiên, cũng theo Cao Thị Khánh Nguyệt (2014), một lượng tài sản lớn không giúp doanh nghiệp có được lượng vốn mà họ mong muốn, bởi lượng tài sản doanh nghiệp càng lớn thì nhu cầu vốn càng cao, cho nên các doanh nghiệp đó sẽ khó có thể thỏa mãn với khoản vay.

Trước đó, Malesky và Taussig (2005) nhấn mạnh rằng, sự bất công bằng trong việc tiếp cận các nguồn tín dụng được tạo ra bởi những quy định cầm cố tại Việt Nam. Theo đó, giấy phép quyền sử dụng đất là một loại cầm cố thông dụng, chứ không phải là tiềm năng kinh doanh. Sử dụng những số liệu của ADB, các tác giả thấy rằng, do thị trường đất đai kém phát triển, rất ít các doanh nghiệp tư nhân có khả năng có thêm được đất thông qua giấy tờ sử dụng đất chính thống, khiến họ luôn ở tình trạng yếu thế hơn khi tiếp cận các nguồn vốn vay; trong khi đó, phần lớn các doanh nghiệp nhà nước sở hữu những mảnh đất đẹp và lớn hon, theo đó tăng khả năng vay được vốn chính thức.

#### *- Mạng lưới quan hệ.*

Theo Shane và Cable (2002), các mạng lưới kinh doanh có thể được sử dụng để làm giảm vấn đề thông tin bất cân xứng giữa chủ nợ và người đi vay. Nói chung, mạng lưới và các mối quan hệ thay thế cho việc thiếu cơ chế thị trường hiệu quả và có thể là một cách hiệu quả để các doanh nghiệp

tiếp cận với tín dụng bên ngoài, bao gồm các khoản vay ngân hàng. Ngoài ra, Safavian và Wimpey (2007), Straub (2005) đồng quan điểm rằng các mạng lưới cũng rất quan trọng đối với các doanh nghiệp dựa nhiều vào các nguồn tín dụng phi chính thức. Những người cho vay dựa chủ yếu vào thông tin "mềm" thu thập qua làm việc với doanh nghiệp trong thời gian dài, quan sát khả năng sinh lợi, hiệu suất và việc trả nợ trong quá khứ để đánh giá mức độ tin cậy của các doanh nghiệp và thẩm định các khoản tín dụng.

Bougheas và cộng sự (2006) cho rằng, mạng lưới là yếu tố tiên quyết, giúp các doanh nghiệp dỡ bỏ các rào cản tài chính, vì mối quan hệ thường xuyên với người cho vay khiến cho doanh nghiệp tiếp cận tín dụng dễ dàng hơn, ngay cả khi hạn chế về các điều kiện khác. Cole và cộng sự (2004) cũng cho rằng việc doanh nghiệp có quan hệ vay vốn với ngân hàng trước đó cũng tạo điều kiện thuận lợi trong việc thực hiện các khoản vay tiếp theo.

Trong các nghiên cứu tại Việt Nam, Hakkala và Kokko (2007) chỉ ra rằng, doanh nghiệp nhà nước vẫn được coi là thực thể đầu tư ít rủi ro do những bảo đảm ngầm công khai của chính phủ và khả năng phá sản xảy ra là ít. Ngoài ra, việc “cho vay chính sách” của các ngân hàng thương mại nhà nước cho các doanh nghiệp nhà nước và mối quan hệ lâu dài cũng là những nguyên nhân mà các tác giả đề cập đến. Nghiên cứu của Lê Thị Bích Ngọc và Nguyễn Văn Thắng cho thấy, mạng lưới chính thức, mối quan hệ với các quan chức chính phủ hoặc ngân hàng, có liên quan đáng kể

và tích cực với khả năng vay vốn ngân hàng. Tuy nhiên, nó không có đủ sức để ảnh hưởng đến số tiền vay ngân hàng thực tế. Trong một cách tiếp cận khác, Lê Thị Bích Ngọc và cộng sự (2006) cũng cho biết, việc kết nối mạng lưới sẽ giúp doanh nghiệp tiếp cận tín dụng có hiệu quả hơn trong giai đoạn mới thành lập so với giai đoạn phát triển sau này. Thông qua mạng lưới, đặc biệt là với các quan chức chính phủ, khả năng tín nhiệm của doanh nghiệp được gia tăng trong mắt của các nhà tài trợ và các chương trình hỗ trợ của chính phủ, do đó tăng khả năng tiếp cận các nguồn tài trợ và ít tốn kém hơn.

## *2.2. Rào cản tài chính tiền tệ cấp độ vi mô bên ngoài doanh nghiệp tác động đến khả năng tiếp cận thị trường tài chính*

- Các điều kiện pháp lý đối với doanh nghiệp phát hành.

Một hệ thống pháp luật chặt chẽ về các hoạt động của thị trường chứng khoán bảo đảm cho thị trường vận hành một cách công bằng, an toàn và hiệu quả. Vai trò của hệ thống pháp luật không phải là sự can thiệp nhằm bóp méo thị trường mà để bảo vệ quyền lợi hợp pháp của các thành viên tham gia thị trường, trong đó bao gồm các nhà phát hành và nhà đầu tư. Việc tạo dựng một khung pháp lý đầy đủ phải kể đến từ các hoạt động khác nhau trên thị trường: phát hành, niêm yết, giao dịch, lưu ký và thanh toán bù trừ; cho đến các thành viên tham gia thị trường như các cá nhân, tổ chức, các tổ chức cung ứng dịch vụ. Trong đó, các điều

kiện pháp lý minh bạch và hiệu quả sẽ tạo nền tảng cho các doanh nghiệp tìm kiếm đến thị trường chứng khoán như một kênh huy động vốn dài hạn và hợp lý.

Về cơ bản, hệ thống văn bản pháp luật liên quan đến thị trường chứng khoán bao gồm: Luật Chứng khoán, Luật Doanh nghiệp, Luật Các tổ chức tín dụng, Luật Đầu tư. Việc hoàn thiện các văn bản pháp lý đồng thời sẽ là cơ sở để tăng tính minh bạch của thị trường đối với các doanh nghiệp phát hành. Do vậy, có những nội dung, yêu cầu cần quy định chặt chẽ hơn trong pháp luật chứng khoán hoặc ngược lại nhưng đã không thể vượt qua được các luật khác liên quan. Ngoài ra, các doanh nghiệp chịu sự điều chỉnh bởi các quy định pháp luật chuyên ngành, thì ngoài việc phải tuân thủ quy định pháp luật về chứng khoán khi thực hiện chào bán, phát hành, còn phải tuân thủ và thực hiện theo trình tự, thủ tục theo quy định của pháp luật chuyên ngành và tại các cơ quan quản lý nhà nước khác nhau.

#### *- Thủ tục chào bán chứng khoán.*

Thủ tục chào bán chứng khoán là một trong những yếu tố quan trọng khi các doanh nghiệp lựa chọn phương thức huy động vốn trên thị trường. Theo quy định của pháp luật, hoạt động chào bán chứng khoán chịu sự điều chỉnh của nhiều văn bản pháp lý khác nhau, dẫn đến việc có nhiều cơ quan quản lý có liên quan tới hoạt động phát hành, chào bán chứng khoán. Điều này vừa gây khó khăn vừa tạo thêm chi phí hành chính cho doanh nghiệp khi thực hiện việc huy động vốn, ngoài ra còn tạo sự chồng chéo trong công tác

quản lý, giám sát hoạt động phát hành. Chính vì vậy, đây là một trong những yếu tố cần chú trọng khi muốn tháo gỡ rào cản tài chính đối với các doanh nghiệp phát hành.

- *Yêu cầu về minh bạch/công bố thông tin.*

Yếu tố thông tin công khai là một trong những điều kiện để phát hành chứng khoán có hiệu quả. Thông tin trên thị trường chứng khoán có thể được tập hợp, phân tích từ rất nhiều nguồn dữ liệu khác nhau. Hệ thống này được ví như hệ thống mạch máu trong cơ thể người, giúp cho thị trường vận hành liên tục và thông suốt, bảo đảm cung cấp đầy đủ thông tin cho nhà đầu tư, cơ quan quản lý điều hành và các tổ chức nghiên cứu. Thị trường chứng khoán hoạt động hết sức nhạy cảm và phức tạp, nhưng phải bảo đảm nguyên tắc công bằng, công khai, mọi nhà đầu tư đều có quyền bình đẳng trong việc tiếp nhận thông tin. Các doanh nghiệp phát hành tuân thủ các yêu cầu về minh bạch và công bố thông tin sẽ tạo dựng được niềm tin, góp phần định giá cổ phiếu chính xác trên thị trường, đồng thời là cơ sở cho các đợt huy động vốn tiếp theo của doanh nghiệp.

- *Chi phí tài chính chính thức và phi chính thức (phát hành cổ phiếu và trái phiếu).*

Chi phí tài chính chính thức và phi chính thức là một trong những rào cản trong quá trình huy động vốn của doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán. Các doanh nghiệp thường so sánh và lựa chọn chủ động đối với các phương án huy động vốn. Chi phí trong hoạt động phát hành liên quan đến thủ tục chào bán, bảo lãnh phát hành...

và các hoạt động khác. Các chi phí này có thể ảnh hưởng trực tiếp hoặc gián tiếp tới việc định giá cổ phiếu hay trái phiếu khi tiến hành thủ tục phát hành.

### **3. Rào cản tài chính tiền tệ cấp độ vi mô bên trong doanh nghiệp**

#### ***3.1. Đặc điểm của chủ doanh nghiệp***

- *Trình độ học vấn:* Theo Irwin và Scott (2010), khi chủ doanh nghiệp có trình độ học vấn cao sẽ tăng khả năng thành công trong việc huy động nguồn vốn bên ngoài. Cùng quan điểm trên, Rand và cộng sự (2007) cho thấy, trình độ học vấn đóng vai trò quan trọng trong việc quyết định vay vốn. Cụ thể là trình độ học vấn của chủ doanh nghiệp càng cao thì lại càng có xu hướng không vay vốn từ nguồn chính thống, điều này được giải thích là những chủ doanh nghiệp này biết trước được doanh nghiệp của họ sẽ bị từ chối khi đăng ký vay nên họ quyết định không chọn nguồn vốn chính thức. Một cách giải thích khác là trình độ học vấn phản ánh phần nào trình độ quản lý, chủ doanh nghiệp có trình độ cao thường có doanh nghiệp được quản lý và hoạt động tốt, từ đó lợi nhuận sẽ cao và sử dụng phần lớn lợi nhuận giữ lại thay vì vay vốn bên ngoài. Tuy nhiên, một số các nghiên cứu khác cho kết quả ngược lại, Võ Trí Thành và cộng sự (2011) lại cho rằng, trình độ học vấn của chủ doanh nghiệp không ảnh hưởng đến khả năng tiếp cận vốn của doanh nghiệp. Còn theo nghiên cứu của Vũ Hoàng Mạnh Trung (2014), điều đáng chú ý là đa số các chủ doanh

nghiệp, ngay cả những người có trình độ học vấn từ cao đẳng và đại học trở lên thì cũng ít người được đào tạo về kiến thức kinh tế và quản trị doanh nghiệp, về pháp luật trong kinh doanh... Điều này đã ảnh hưởng lớn đến việc quản lý doanh nghiệp, do đó ảnh hưởng đáng kể đến khả năng tiếp cận vốn chính thức của doanh nghiệp nhỏ và vừa. Nguyễn Thị Nhung và cộng sự (2015) dựa trên kết quả điều tra 487 doanh nghiệp nhỏ và vừa ở Hà Nội trong tháng 6 năm 2013, cho thấy cơ hội tiếp cận vốn của những chủ doanh nghiệp tốt nghiệp đại học hoặc sau đại học thấp hơn 12,8% so với những nhà quản lý có trình độ học vấn thấp hơn.

- *Giới tính:* Theo nghiên cứu của Nguyễn Thị Nhung và cộng sự (2015), khả năng tiếp cận vốn của một chủ doanh nghiệp nam cao hơn 10,6% so với chủ doanh nghiệp có giới tính khác. Cùng quan điểm trên Cole và cộng sự (2004), Irwin và Scott (2010) cũng đánh giá chủ doanh nghiệp là nữ thì khả năng tiếp cận các nguồn tài chính cũng thấp hơn. Ngược lại, Yaldiz và cộng sự (2011), lập luận rằng để thành lập và tiến hành kinh doanh trong môi trường chiếm ưu thế bởi đàn ông, phụ nữ kinh doanh thường là người có trình độ học vấn cao hơn, tài năng hơn so với các doanh nhân khác, theo đó phụ nữ có nhiều khả năng tiếp cận tín dụng chính thức hơn. Baydas và cộng sự (1995) đều gợi ý rằng phụ nữ ít kiến thức về tài chính tham gia nhiều hơn vào các giao dịch tài chính phi chính thức so với nam giới... Tuy nhiên, một số các nghiên cứu khác thì lại cho rằng, khả năng tiếp cận vốn của chủ doanh nghiệp nữ là cao hơn so với các quản lý nam

do trong giới kinh doanh, phụ nữ tài năng hơn và được giáo dục tốt hơn so với nam giới. Các nghiên cứu ủng hộ kết luận này có thể kể đến như Yaldiz và cộng sự (2011), Võ Trí Thành và cộng sự (2011). Mặc dù vậy, theo Fatoki và Asah (2011), Harrison và Mason (2007) sự khác biệt về giới tính của chủ doanh nghiệp không ảnh hưởng đến khả năng tiếp cận vốn của doanh nghiệp.

- *Tuổi của chủ sở hữu:* Một số nghiên cứu thực nghiệm như: Yaldiz và cộng sự (2011) đã chỉ ra mối tương quan tỷ lệ thuận giữa tuổi của chủ sở hữu và kinh nghiệm làm việc, điều này có thể giúp giảm các trở ngại tài chính của công ty. Nakano và cộng sự (2011) lập luận rằng, các nhà lãnh đạo càng lớn tuổi càng có nhiều rủi ro và ít năng lượng hơn trong công việc. Cùng quan điểm này, Cole và cộng sự (2004) cũng cho rằng có mối quan hệ ngược chiều giữa tuổi của chủ sở hữu với lợi nhuận của doanh nghiệp. Do đó, họ thích sử dụng các khoản vay chính thức hơn hoặc tài sản của chính họ hơn là vay nợ phi chính thức. Cao Thị Khánh Nguyệt (2014) tìm thấy mối quan hệ ngược chiều giữa tuổi và phần trăm lựa chọn vốn phi chính thức, theo đó chủ doanh nghiệp càng lớn tuổi với càng nhiều kinh nghiệm thì ít dựa vào vốn vay nói chung và vốn phi chính thức nói riêng.

- *Kinh nghiệm làm việc và năng lực lãnh đạo:* Amissah và Gbandi (2014) chỉ ra rằng, doanh nghiệp nhỏ và vừa ở các nước châu Phi thường tiếp cận vốn từ nguồn tài chính thông thường và nguồn tài chính không thông thường. Nguồn tài chính

thông thường có thể kể đến như các ngân hàng thương mại, các tổ chức tài chính vi mô và các cơ quan phát triển quốc tế. Nguồn tài chính không thông thường có thể từ bạn bè, gia đình, người thân, tín dụng tư nhân. Nghiên cứu cho thấy, do thiếu vắng kỹ năng quản lý và công nghệ kém nên các doanh nghiệp chủ yếu tiếp cận nguồn tài chính không thông thường.

Võ Trí Thành và cộng sự (2011) chỉ ra rằng, các doanh nghiệp nhỏ và vừa gặp khó khăn về tài chính là những doanh nghiệp có chủ sở hữu chính của doanh nghiệp là những người thiếu kinh nghiệm trong vận hành doanh nghiệp. Cùng quan điểm đó, Nguyễn Thị Nhụng và cộng sự (2015) cũng cho rằng, chủ doanh nghiệp thiếu kinh nghiệm và năng lực lãnh đạo sẽ gặp khó khăn khi tiếp cận vốn. Theo số liệu thống kê, năm 2012, có tới 55,63% số chủ doanh nghiệp nhỏ và vừa có trình độ học vấn từ trung cấp trở xuống, trong đó 43,3% chủ doanh nghiệp có trình độ học vấn từ sơ cấp và phổ thông các cấp và trình độ tiến sĩ chỉ chiếm 0,66%, thạc sĩ chiếm 2,33%, tốt nghiệp đại học chiếm 37,82%, tốt nghiệp cao đẳng chiếm 3,56%, tốt nghiệp trung học chuyên nghiệp chiếm 12,33% và 43,3% có trình độ thấp hơn. Điều đáng chú ý là đa số các chủ doanh nghiệp, ngay cả những người có trình độ học vấn từ cao đẳng và đại học trở lên thì cũng ít người được đào tạo về kiến thức kinh tế và quản trị doanh nghiệp, về pháp luật trong kinh doanh... Theo Vũ Hoàng Mạnh Trung (2014), điều này đã ảnh hưởng lớn đến việc quản lý doanh nghiệp, do đó ảnh hưởng đáng kể đến khả năng tiếp cận vốn chính thức của doanh nghiệp nhỏ và vừa.

### **3.2. Đặc điểm của doanh nghiệp**

#### *- Quy mô của doanh nghiệp.*

Quy mô của doanh nghiệp là một trong những nguyên nhân quan trọng giải thích cho các lựa chọn nguồn vốn khác nhau của doanh nghiệp. Về mặt lý thuyết, nếu một doanh nghiệp có quy mô quá nhỏ, ngân hàng và các tổ chức tài chính sẽ không sẵn lòng cho vay bởi những vấn đề về thông tin bất đối xứng làm gia tăng đáng kể chi phí giao dịch (bao gồm chi phí điều tra để xét duyệt khoản vay, kiểm tra và giám sát doanh nghiệp). Bernanke và cộng sự (2004) gợi ý rằng các doanh nghiệp nhỏ có nhiều khả năng phải tài trợ cho một khoản đầu tư phần lớn bằng các nguồn không chính thức, chẳng hạn như gia đình và bạn bè hoặc phụ thuộc chủ yếu vào các khoản vay ngắn hạn của ngân hàng. Trong khi đó, các doanh nghiệp lớn hơn có thể tài trợ cho các khoản đầu tư của mình thông qua các nguồn vốn chính thức như vốn chủ sở hữu, vốn vay ngân hàng... Về mặt kỹ thuật, những kết luận này phù hợp với các mô hình lý thuyết về sử dụng chi phí giao dịch cố định, thông tin bất đối xứng, và hệ quả của vấn đề liên quan đến người đại diện. Các doanh nghiệp lớn không những gặp ít hạn chế về tín dụng mà còn tiếp cận được nhiều nguồn vốn khác nhau. Trong khi đó, các doanh nghiệp quy mô nhỏ thường có rủi ro tín dụng tương đối cao khiến các ngân hàng ít có động cơ cho vay tiền. Do đó, doanh nghiệp quy mô nhỏ có thể sẽ phụ thuộc nhiều hơn vào các nguồn vốn không chính thức.

- *Tuổi đời của doanh nghiệp.*

Gertler (1988) cho rằng, những vấn đề thông tin bất cân xứng có thể sẽ đặc biệt lớn đối với các doanh nghiệp trẻ và mới thành lập vì các chủ nợ không có đủ thời gian để giám sát các doanh nghiệp như vậy. Hơn nữa các doanh nghiệp mới thành lập không có đủ thời gian để xây dựng mối quan hệ lâu dài với các nhà cung cấp tài chính, bởi vậy các doanh nghiệp này thường tìm tới các nguồn tài trợ không chính thức. Trong khi đó, các doanh nghiệp hoạt động lâu năm có lợi thế hơn trong việc vay vốn từ ngân hàng. Kết quả này cũng đã được nhiều tác giả chứng minh bằng các nghiên cứu thực nghiệm, như Akoten và các cộng sự (2006), Oliner và Rudebusch (1992) và Beck và các cộng sự (2006),... Tuy nhiên, Rand và cộng sự (2007) đã tìm ra một mối liên hệ tỷ lệ nghịch giữa độ tuổi doanh nghiệp và nợ đang nắm giữ. Lập luận của các tác giả là các doanh nghiệp lâu năm thường ổn định hơn và ít tham gia vào các hoạt động có rủi ro, đòi hỏi đầu tư lớn, vì vậy có thể họ cần tìm kiếm các nguồn tín dụng chính thức ít hơn.

- *Hình thức sở hữu.*

Nghiên cứu của Harrison và cộng sự (2004), Laeven (2003) cho thấy các doanh nghiệp do chính phủ sở hữu, vốn ít gặp rào cản tài chính hơn các doanh nghiệp khác, có thể dễ dàng tiếp cận các nguồn vốn chính thức vì thường nhận được hỗ trợ ngân sách trực tiếp từ chính phủ và được đối xử ưu đãi hơn từ các tổ chức tài chính của chính phủ.

Theo nghiên cứu của Trần Thọ Đạt và Tô Trung Thành (2018), khi tiếp cận thị trường tài chính, doanh nghiệp nhà nước cũng có xu hướng niêm yết nhiều hơn so với doanh nghiệp tư nhân và doanh nghiệp FDI. Trong mẫu điều tra 1.200 doanh nghiệp có đến 65,33% doanh nghiệp nhà nước có ý định niêm yết trong vòng 5 năm tới, tỷ lệ này ở các doanh nghiệp tư nhân và doanh nghiệp FDI thấp hơn nhiều, lần lượt ở mức 22,39% và 22,1%. Điều này có thể được lý giải một phần bởi các doanh nghiệp nhà nước hầu hết là các doanh nghiệp lớn và thường có số năm hoạt động trên thị trường lâu hơn so với các loại hình doanh nghiệp khác.

- *Vị trí địa lý của doanh nghiệp.*

Yaldiz và cộng sự (2011) chỉ ra rằng, các doanh nghiệp ở các thành phố nhỏ dựa nhiều vào tín dụng không chính thức hơn so với các doanh nghiệp ở các thành phố lớn. Gine (2011) đã chứng minh rằng chi phí giao dịch để thẩm định tín dụng cho doanh nghiệp ở vùng nông thôn hoặc vùng sâu, vùng xa tương đối cao, do đó ngân hàng ít sẵn sàng cho vay các doanh nghiệp ở các vùng này. Mặt khác, các doanh nghiệp ở khu vực thành thị hoặc gần một ngân hàng thương mại có thể tiếp cận các khoản vay ngân hàng dễ dàng hơn vì thuận tiện cho ngân hàng giám sát và thu thập được thông tin "mềm", từ đó cho phép ngân hàng đưa ra quyết định cho vay vốn. Malesky và Taussig (2009) lại tìm thấy, khả năng tiếp cận tín dụng ngân hàng có thể dễ dàng hơn đối với các doanh nghiệp ở nông thôn của Việt Nam, nhưng khó khăn hơn đối với các doanh nghiệp ở thành phố có điều kiện tốt

hơn. Các tác giả giải thích rằng kết quả xuất phát từ thực tế là các khoản vay của các ngân hàng thương mại quốc doanh ở Việt Nam có lợi cho các doanh nghiệp nông thôn để cải thiện phúc lợi quốc gia.

- *Năng lực tài chính của doanh nghiệp.*

Lê Phương Minh Nữ (2012); Võ Trí Thành và cộng sự (2011); Trịnh Đức Chiều và Nguyễn Văn Thịnh (2018) đều cho rằng, tỷ lệ nợ/tổng tài sản của doanh nghiệp thể hiện sức khỏe tài chính của doanh nghiệp, biến tỷ lệ nợ sẽ có mối quan hệ tương quan nghịch với khả năng vay vốn chính thức. Doanh nghiệp có tỷ lệ nợ lớn thường khó vay ngân hàng hơn.

- *Lĩnh vực kinh doanh của doanh nghiệp.*

Theo Nguyễn Thị Nhung và cộng sự (2015), xác suất có được nguồn vốn của các doanh nghiệp trong nhóm ngành dịch vụ là thấp hơn 9% so với nhóm ngành công nghiệp và xuất khẩu. Kết quả này cũng đồng quan điểm với Kira và He (2012). Về các doanh nghiệp nhỏ và vừa ở Việt Nam, theo Võ Trí Thành và cộng sự (2011), các doanh nghiệp tham gia hoạt động xuất khẩu sẽ dễ dàng tiếp cận được nguồn vốn hơn.

### **3.3. Kết quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp**

Nghiên cứu của Michaelas và cộng sự (1995) cho thấy, doanh nghiệp có lợi nhuận cao lại muốn vay nhiều hơn do chi phí lãi vay được tính vào chi phí khi xác định thu nhập chịu thuế. Do đó, lãi vay là một trong những lá chắn thuế sẽ làm gia tăng lợi nhuận khi doanh nghiệp đi vay và sử dụng

vốn vay có hiệu quả. Hơn thế, lợi nhuận của doanh nghiệp cao phản ánh cơ hội kinh doanh tốt khiến doanh nghiệp muốn đi vay vốn để mở rộng quy mô. Theo Trần Thọ Đạt và Tô Trung Thành (2018), đối với các biến phản ánh kết quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, kết quả ước lượng từ mô hình Probit và Logistic cho thấy nếu tỷ lệ ROA tăng 1%, thì xác suất hồ sơ xin vay được chấp nhận tăng khoảng 6,6 điểm phần trăm và 5,3 điểm phần trăm tương ứng. Điều này cho thấy một doanh nghiệp quản lý tài sản của mình càng hiệu quả thì đường như khả năng tiếp cận các món vay càng dễ dàng hơn. Bên cạnh đó, các hệ số ước lượng của biến tăng trưởng trong doanh thu và lợi nhuận có tác động tích cực đến quyết định của ngân hàng chấp nhận giải ngân cho hồ sơ doanh nghiệp xin vay.

### *3.4. Năng lực quản trị của doanh nghiệp*

Năng lực quản trị của doanh nghiệp là một quá trình doanh nghiệp sử dụng các nguồn lực nhằm tác động đến các hoạt động của nhân lực trong doanh nghiệp để tổ chức hoàn thành mục tiêu đề ra với chi phí thấp nhất (hoặc cùng một mức hao phí nguồn lực nhưng đạt được mục tiêu tối đa). Từ góc độ tiếp cận tín dụng thì năng lực quản trị tài chính càng quan trọng vì quá trình thẩm định tín dụng, giải ngân, giám sát tín dụng hoàn toàn phụ thuộc vào hệ thống thông tin tài chính, kế toán của doanh nghiệp. Nếu doanh nghiệp không tổ chức hạch toán kế toán tốt, quản trị tài chính tốt thì sẽ giảm mạnh năng lực

tín dụng, lúc đó các tổ chức tín dụng sẽ chỉ cho vay khi doanh nghiệp có tài sản bảo đảm lớn hơn nhiều so với vốn vay. Do vậy, một doanh nghiệp có khả năng quản trị tốt, đặc biệt là quản trị tài chính, sẽ có tác động tích cực đến khả năng tiếp cận vốn của doanh nghiệp.

Khảo sát của Nguyễn Thị Mùi và cộng sự (2018) cho rằng, hoạt động quản trị doanh nghiệp nói chung giúp doanh nghiệp trong việc làm tăng doanh thu và lợi nhuận cũng như các lợi thế khác như dễ tiếp cận tín dụng (22,4%). Tuy nhiên, hạn chế lớn nhất về phía doanh nghiệp là năng lực quản trị kém. Chỉ 14,1% doanh nghiệp được hỏi trong 504 doanh nghiệp được điều tra thực hiện minh bạch về quản trị, trong khi có tới 433 doanh nghiệp còn lại không phản hồi. Cũng chỉ 13,7% (69/504 doanh nghiệp) thấy cần minh bạch hoạt động quản trị của mình. Về nội dung các hoạt động quản trị, các doanh nghiệp yếu nhất là về quản trị rủi ro (30,6%), sau đó là quản trị chiến lược, tiếp theo là sản xuất, tài chính, nhân lực. Có 6,9% doanh nghiệp cho rằng minh bạch hoạt động quản trị làm tăng chi phí, giảm lợi nhuận.

### *3.5. Mức độ tin cậy tín dụng của doanh nghiệp*

- Lịch sử vay vốn của doanh nghiệp.

Khi doanh nghiệp có lịch sử tín dụng tốt tức là thực hiện đúng các nguyên tắc cho vay, hoặc có thể có mối quan hệ tín dụng trước đó với ngân hàng và tổ chức tín dụng thì sẽ thuận lợi hơn trong việc thực hiện các khoản

vay tiếp theo. Khả năng xuất khẩu cũng là một yếu tố đánh giá mức độ tin cậy tín dụng của doanh nghiệp khi tiếp cận tài chính.

- *Tính minh bạch của thông tin tài chính từ doanh nghiệp.*

Nguyễn Thị Mùi (2018) đánh giá tác dụng tích cực trực tiếp của minh bạch hoạt động tài chính khi cần tiếp cận tín dụng, 42,5% số doanh nghiệp được khảo sát thấy việc minh bạch hoạt động tài chính có tác dụng tích cực, 19,6% nhận thức được đây là điều kiện bắt buộc khi vay vốn. Tuy nhiên, cũng không ít doanh nghiệp thấy không cần thiết khi đã có tài sản bảo đảm (18,3% số doanh nghiệp) và 6,3% số doanh nghiệp cho rằng không cần thiết. Như vậy, có tới 24,6% số doanh nghiệp không đánh giá cao việc minh bạch hoạt động tài chính, điều này phản ánh nhận thức, sự hiểu biết và cung cách kinh doanh của doanh nghiệp được khảo sát nói riêng và doanh nghiệp nói chung. Trần Thọ Đạt và Tô Trung Thành (2018); Nguyễn Việt Hùng và Hà Quỳnh Hoa (2018) cũng cho rằng, các doanh nghiệp đã niêm yết trên thị trường chứng khoán tạo điều kiện tiếp cận tín dụng ngân hàng tốt hơn do các doanh nghiệp có thông tin tài chính minh bạch hơn.

- *Đặc điểm của khoản vay.*

Theo Berger và cộng sự (2001), ngân hàng và các tổ chức tín dụng có quy mô lớn thường ưa thích những khoản vay lớn hơn là các khoản vay nhỏ hơn. Một khoản vay lớn sẽ có lợi hơn cho ngân hàng vì có chi phí cố định cho hoạt động giám sát và đánh giá khoản vay với quy mô bất kỳ. Tuy

nhiên, các ngân hàng nhỏ lại luôn muốn đa dạng hóa các danh mục cho vay với những khoản vay nhỏ. Nghiên cứu Cole và cộng sự (2004) chỉ ra rằng, tỷ lệ giá trị khoản vay/quy mô tài sản bảo đảm càng lớn thì khả năng doanh nghiệp trả nợ đối với ngân hàng lại càng thấp. Ngược lại, Berger và cộng sự (2005) lại cho rằng, khi giá trị khoản vay càng lớn, đồng thời doanh nghiệp có quan hệ tín dụng với ngân hàng tốt thì khả năng trả nợ càng cao; theo đó khả năng tiếp cận tín dụng sẽ cao hơn.

## V- CÁC RÀO CẢN TÀI CHÍNH TIỀN TỆ VÀ TIẾP CẬN TÀI CHÍNH PHI CHÍNH THỨC CỦA DOANH NGHIỆP

### **1. Đặc điểm của thị trường tài chính phi chính thức**

Các nghiên cứu quốc tế về tài chính phi chính thức dành cho khu vực doanh nghiệp phần nhiều tập trung vào các quốc gia đang phát triển, nơi hệ thống tài chính chính thức tồn tại các thất bại thị trường khi không đáp ứng được nhu cầu tín dụng của dân cư, hộ gia đình, thậm chí là doanh nghiệp nhỏ và vừa. Tuy nhiên, hầu hết các nghiên cứu đều tập trung vào thị trường tín dụng phi chính thức dành cho khu vực nông thôn, đối tượng vay là cá nhân, hộ gia đình.

Nhìn chung, nghiên cứu quốc tế về tài chính phi chính thức dành cho khu vực doanh nghiệp có hai quan điểm: (i) *quan điểm truyền thống* đánh giá tác động tiêu cực của

nguồn tài chính phi chính thức tới doanh nghiệp nhỏ và vừa, và tăng trưởng, ổn định kinh tế tại các quốc gia thu nhập thấp. Thậm chí, quan điểm truyền thống cho rằng, nguồn vốn phi chính thức làm giảm tăng trưởng, bóc lột khu vực doanh nghiệp nhỏ và vừa, người vay vốn,... do đó cần phải nâng cao hiệu quả của hệ thống tài chính chính thức để làm giảm các tác động tiêu cực này; (ii) *quan điểm hiện đại* về nguồn tài chính phi chính thức xuất hiện sau nghiên cứu của UNDP (1997). Nghiên cứu này chỉ ra các ưu điểm của thị trường tài chính phi chính thức như thủ tục đơn giản, không yêu cầu tài sản bảo đảm, dễ dàng mở rộng nguồn tín dụng dựa trên lịch sử về uy tín trả nợ của người vay, tập trung vào nhóm khách hàng ở vùng nông thôn, hộ gia đình kinh doanh nhỏ - nhóm khách hàng khó khăn khi tiếp cận tín dụng chính thức. Nghiên cứu của Chandavakar (1986) chỉ ra rằng, chính phủ và chính sách của các quốc gia phát triển có định kiến với tín dụng phi chính thức. Thực tế tín dụng phi chính thức tồn tại bởi nó đã đáp ứng cầu của nhóm đối tượng khách hàng mà tín dụng chính thức không đáp ứng được, thậm chí có thể coi đây là thất bại của hệ thống tín dụng chính thức.

Nghiên cứu của Bhat (1986) chỉ ra rằng, thị trường tín dụng phi chính thức hoạt động dựa trên thông tin và hiểu biết thân mật gần gũi giữa các cá nhân, mỗi quan hệ tin cậy này giúp họ tiếp cận nguồn vốn tín dụng phi chính thức dễ dàng hơn. Nghiên cứu của Bouman (1989) chỉ ra thị trường tín dụng phi chính thức đáp ứng tốt hơn nhu cầu tín dụng

ngắn hạn, cho phép người có thu nhập thấp có thể tiếp cận dịch vụ tài chính mà họ không thể tiếp cận ở hệ thống tài chính chính thống, với chi phí rẻ hơn.

Srinivas (2016) tổng hợp 14 đặc trưng của thị trường tài chính phi chính thức, và giải thích rằng chính bởi đặc trưng này mà thị trường tài chính phi chính thức phù hợp với khu vực nông thôn, nhóm người nghèo. Các đặc trưng trong nghiên cứu này gồm có: người kinh doanh tài chính trên thị trường này không cần phải xin giấy phép; khuyến khích các khoản tiết kiệm nhỏ; có động cơ phi lợi nhuận trong một số hoạt động huy động và cho vay (hụi, họ); có cấu trúc tổ chức chặt chẽ; không cần tài sản bảo đảm; cung cấp dịch vụ tại khu vực (tại chỗ); khách hàng vay cụ thể và được xác định; cung cấp dịch vụ theo nhu cầu của từng cá nhân (cá nhân hóa từng dịch vụ tài chính); có nhiều quyền sở hữu; tỷ lệ lãi suất và chi phí dịch vụ cao; có hệ thống kết nối thông tin rất tốt giữa người cho vay – người vay và các thành viên gia đình có liên quan; việc giải ngân tín dụng vô cùng thuận lợi; thị trường không bị quản lý bởi ngân hàng trung ương; nó khuyến khích việc tham gia của cộng đồng trong các lĩnh vực phát triển khác.

Các đặc trưng này của thị trường tài chính phi chính thức cũng phản ánh rủi ro của nó. Phần lớn nghiên cứu cho thấy lãi suất của thị trường tài chính phi chính thức cao hơn, thậm chí cao hơn nhiều so với mức bình quân thị trường tài chính chính thức. Mặt khác, do khoản vay

không có bảo đảm nên thời hạn cho vay ngắn, điều này khiến cả người đi vay và cho vay chịu rủi ro thanh khoản.

## **2. Vai trò của thị trường tài chính phi chính thức**

Rất nhiều nghiên cứu về thị trường tài chính phi chính thức trong thập kỷ 80 và 90 của thế kỷ XX chỉ ra rằng mục đích vay vốn tại thị trường tài chính phi chính thức để phục vụ nhu cầu tiêu dùng và phi sản xuất, bởi vậy nhóm khách hàng chủ yếu của tín dụng phi chính thức là cá nhân. Tuy nhiên, các nghiên cứu gần đây về thị trường tín dụng phi chính thức có sự thay đổi lớn, tín dụng phi chính thức chảy nhiều hơn vào khu vực sản xuất của hộ gia đình, thậm chí là doanh nghiệp nhỏ và vừa.

Rất nhiều nghiên cứu cho rằng doanh nghiệp nhỏ và vừa tiếp cận vốn phi chính thức như một lựa chọn cuối cùng do không thể tiếp cận nguồn vốn chính thức, như nghiên cứu của Kocher (1997), Azem và cộng sự (2001). Tuy nhiên, nhiều nghiên cứu khác chỉ ra việc tiếp cận vốn phi chính thức còn bởi lợi thế từ nguồn vốn này về chi phí, ví dụ vốn vay từ gia đình, người thân với chi phí rẻ hơn nguồn vốn chính thức đã hỗ trợ tốt hơn hộ gia đình, doanh nghiệp nhỏ và vừa, đặc biệt trong giai đoạn khởi nghiệp.

Sử dụng số liệu điều tra của WB, nghiên cứu của Ayyagari và các cộng sự (2010) chỉ ra tác động của vốn phi chính thức đến tăng trưởng doanh nghiệp là rất hạn chế. Song nghiên cứu của Huck và các cộng sự (1999) nhấn mạnh tầm quan trọng của nguồn vốn phi chính thức tới khởi

nghiệp kinh doanh tại vùng nông thôn của Chicago. Allen và cộng sự (2005), Molnar và Tanaka nghiên cứu về kinh tế Trung Quốc đã chỉ ra rằng, bất chấp hệ thống ngân hàng thiếu hiệu quả, chất lượng hạ tầng tài chính kém, nhưng kinh tế Trung Quốc phát triển mạnh mẽ nhờ khu vực doanh nghiệp tiếp cận được đa dạng các nguồn vốn phi chính thức tại quốc gia này. Cong Ji (2009) coi tín dụng phi chính thức là kênh hữu ích nhất giúp tài trợ cho các doanh nghiệp nhỏ và vừa, thúc đẩy sự phát triển của các doanh nghiệp nhỏ và vừa,...

Hầu hết các nghiên cứu trên thế giới đều khẳng định, sự tồn tại của thị trường tài chính phi chính thức do thị trường tài chính chính thức còn nhiều hạn chế. Mặc dù các chính phủ rất nỗ lực phát triển, giám sát thị trường tài chính ngày một hiện đại, nhưng vẫn không thể lấp đầy các khiếm khuyết.

### **3. Các yếu tố tác động đến quyết định tiếp cận tài chính phi chính thức của doanh nghiệp**

#### ***3.1. Các rào cản tài chính tiền tệ bên ngoài doanh nghiệp - Môi trường kinh doanh và thể chế***

Theo nghiên cứu của Safavian và Wimpey (2007) chỉ ra, các doanh nghiệp nhỏ và vừa có xu hướng sử dụng nguồn vốn không chính thức nhằm tránh phải làm việc với các thủ tục pháp lý phức tạp cũng như những khu vực hành chính thiếu hỗ trợ. Theo đó, ở các nước có thủ tục rườm rà, các loại thuế chồng chéo nhau hay tỷ lệ tham nhũng cao sẽ khiến các

doanh nghiệp muốn che giấu về tài sản của mình. Thay vì cung cấp thông tin đầy đủ về hoạt động của doanh nghiệp thì bản thân các doanh nghiệp này sẽ giấu giếm tài sản nhằm tránh thuế. Các thông tin dùng để xin vay vốn từ ngân hàng có thể sẽ trở thành tín hiệu kéo theo sự rà soát các cơ quan chức năng, do đó các doanh nghiệp sẽ chuyển sang phía nguồn vốn phi chính thức. Cao Thị Khánh Nguyệt (2014) cho rằng, môi trường kinh doanh và thể chế (PCI) có tác động ngược chiều đến tiếp cận thị trường tín dụng phi chính thức. Khi chính quyền tinh càng nỗ lực cải thiện các điều kiện của môi trường kinh doanh, thì điều này sẽ giảm bớt sự phụ thuộc của các doanh nghiệp nhỏ và vừa vào tín dụng phi chính thức. Nghiên cứu của Hanedar và cộng sự (2014) cũng cho thấy, ảnh hưởng của hệ thống pháp lý kém hiệu quả sẽ làm tăng tỷ lệ sử dụng tín dụng từ nguồn phi chính thức.

*- Rào cản vay chính thức.*

Cao Thị Khánh Nguyệt (2014) cho rằng doanh nghiệp đã từng bị từ chối khi nộp đơn vay tín dụng chính thức là một trong những lý do doanh nghiệp tìm đến nguồn tín dụng phi chính thức. Tuy nhiên, ngay cả các doanh nghiệp đã vay từ tín dụng chính thức vẫn có thể vay từ kênh tín dụng không chính thức. Bên cạnh đó hoạt động đầu tư cũng như việc chủ sở hữu của công ty đã có giấy chứng nhận quyền sử dụng đất cũng có tác động tích cực đến khả năng tiếp cận nguồn vốn phi chính thức.

### ***3.2. Các rào cản tài chính tiền tệ bên trong doanh nghiệp***

#### ***- Đặc điểm của chủ doanh nghiệp***

Về tuổi của chủ doanh nghiệp, có nhiều nghiên cứu cho thấy tuổi của chủ doanh nghiệp không có tác động đến khả năng tiếp cận các nguồn tài chính phi chính thức như nghiên cứu của Safavian và Wimpey (2007), Yaldiz và cộng sự (2010). Một số nghiên cứu khác lại tìm thấy mối quan hệ ngược chiều giữa tuổi chủ doanh nghiệp và tiếp cận vốn phi chính thức (Cole và cộng sự (2004); Cao Thị Ánh Nguyệt (2014)).

Về trình độ học vấn, Bates (1990) cho rằng, không có bằng chứng cho thấy trình độ học vấn cao cải thiện khả năng tiếp cận tài chính phi chính thức. Cùng quan điểm này, Cao Thị Khánh Nguyệt (2014) và Safavian và Wimpey (2007) cũng cho kết luận không có mối liên hệ nào giữa trình độ học vấn và khả năng tiếp cận tài chính phi chính thức.

Về kinh nghiệm làm việc của chủ doanh nghiệp, theo nghiên cứu của Cao Thị Khánh Nguyệt (2014), không có mối liên hệ nào giữa kinh nghiệm làm việc của chủ doanh nghiệp và khả năng tiếp cận tài chính phi chính thức. Tuy nhiên, Yaldiz và cộng sự (2010); Amissah và Gbandi (2014) lại cho thấy, các doanh nghiệp nhỏ và vừa thường thiếu vắng các kỹ năng quản lý và tiếp cận công nghệ kém. Điều này đã làm giảm sự tiếp cận đối với nguồn tài chính chính thức, do đó gia tăng tiếp cận các nguồn tài chính phi chính thức khác.

*- Đặc điểm doanh nghiệp.*

Về quy mô doanh nghiệp, Beck (2004) cho rằng, các doanh nghiệp lớn thường sử dụng các nguồn tài chính chính thức còn các doanh nghiệp nhỏ có xu hướng sử dụng các nguồn tài chính nội bộ (vốn chủ sở hữu). Cùng quan điểm này, Safavian và Wimpey (2007), Rand (2009), Yaldiz và cộng sự (2010), Nguyễn Thị Nhung và Lưu Thị Hồng Nhung (2013), Madestam (2014) cũng cho rằng, các doanh nghiệp nhỏ và vừa do hạn chế về quy mô nên thường khó tiếp cận với nguồn tài chính chính thức hơn so với các doanh nghiệp lớn nên phải tìm đến các nguồn tài chính không chính thức. Tuy nhiên, Báo cáo đặc điểm môi trường kinh doanh ở Việt Nam của doanh nghiệp nhỏ và vừa năm 2015 và Cao Thị Khánh Nguyệt (2014) sử dụng biến logarit về số lao động đại diện cho quy mô doanh nghiệp lại cho kết luận quy mô doanh nghiệp không có ảnh hưởng đến khả năng tiếp cận tài chính chính thức của doanh nghiệp nhỏ và vừa.

Về tuổi đời của doanh nghiệp, theo nghiên cứu của Rand (2007) chỉ ra rằng, các doanh nghiệp có tuổi đời lớn ít tham gia vào đầu tư mạo hiểm và đòi hỏi một lượng vốn rất lớn, do đó nhu cầu tiếp cận tài chính phi chính thức ít hơn so với các doanh nghiệp nhỏ và vừa. Trong khi đó, nghiên cứu của Safavian và Wimpey (2007), Cao Thị Khánh Nguyệt (2014) lại cho kết quả, tuổi đời của các doanh nghiệp nhỏ và vừa không có tác động đến khả năng tiếp cận tài chính chính thức của các doanh nghiệp này.

Về hình thức sở hữu, các doanh nghiệp thuộc sở hữu nhà nước theo như phân tích ở phần trước, thì các doanh nghiệp này thường ít gặp rào cản tài chính hơn các doanh nghiệp khác, doanh nghiệp nhà nước có thể dễ dàng tiếp cận các nguồn vốn chính thức, vì vậy khả năng tiếp cận các nguồn tài chính phi chính thức sẽ thấp hơn so với các loại hình doanh nghiệp khác, theo như nghiên cứu của Harrison và cộng sự (2004), Laeven (2003), Yaldiz và cộng sự (2010), Cao Thị Khánh Nguyệt (2014).

- *Kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh.*

Về tác động của kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp nhỏ và vừa đối với tiếp cận tài chính phi chính thức, nghiên cứu của Cao Thị Khánh Nguyệt (2014) cho rằng, có mối liên hệ giữa lợi nhuận và khả năng tiếp cận nguồn tài chính phi chính thức, trong khi tỷ lệ nợ cao khiến cho các doanh nghiệp phải tiếp cận thêm từ nguồn tài chính phi chính thức. Mặt khác, nghiên cứu cũng cho thấy không có mối liên hệ đáng kể nào giữa tốc độ tăng trưởng lợi nhuận của doanh nghiệp với khả năng tiếp cận tài chính phi chính thức, cả về doanh thu và việc làm. Ủng hộ kết quả trên, Safavian và Wimpey (2007); Yaldiz và cộng sự (2010) sử dụng biến lợi nhuận đại diện cho khả năng thanh toán của các doanh nghiệp nhỏ và vừa, và cho kết luận khi doanh nghiệp nhỏ và vừa vay vốn phi chính thức thì lợi nhuận làm giảm xác suất tiếp cận nguồn tài chính phi chính thức.

## VI- TÁC ĐỘNG CỦA CÁC RÀO CẢN TÀI CHÍNH TIỀN TỆ ĐẾN SỰ PHÁT TRIỂN CỦA DOANH NGHIỆP

Để đánh giá sự phát triển của một doanh nghiệp, các nhà nghiên cứu dựa vào hệ thống nhiều chỉ tiêu như khả năng sinh lời (lợi nhuận), khả năng tăng trưởng, giá trị thị trường, vấn đề quản trị doanh nghiệp, hoạt động đầu tư, hiệu quả hoạt động sản xuất hoặc các đánh giá về sự hài lòng của người lao động, của khách hàng và đóng góp về mặt xã hội của doanh nghiệp đó.

Tuy nhiên, trong quá trình phát triển, có rất nhiều rào cản ảnh hưởng đến sự phát triển của doanh nghiệp, trong đó rào cản tài chính tiền tệ có thể ảnh hưởng nhiều nhất lên hoạt động sản xuất và khả năng tăng trưởng của doanh nghiệp. Theo Penrose (1959), tăng trưởng của doanh nghiệp có thể hiểu theo hai khía cạnh: *thứ nhất*, sự gia tăng của doanh thu hoặc sản lượng; *thứ hai*, dựa trên đánh giá về quá trình tăng trưởng, như sự cải thiện về chất lượng, hiệu quả hoạt động dựa trên những thay đổi bên trong doanh nghiệp. Ngoài ra, Davidsson và cộng sự (2006) cũng chỉ ra rằng, tăng trưởng cũng có thể được hiểu là quá trình sáp nhập giữa các doanh nghiệp hoặc việc các doanh nghiệp mở rộng hoạt động ra quy mô toàn cầu cũng được xem xét như khả năng tăng trưởng. Tăng trưởng của doanh nghiệp chịu tác động của nhiều yếu tố, trong đó rào cản về tài chính được xem là một cản trở đối với tăng trưởng của doanh nghiệp.

Carpenter và Petersen (2002) khẳng định rằng, sự khan hiếm của nguồn tài chính bên trong là một rào cản đối với tăng trưởng của doanh nghiệp với giả định các doanh nghiệp nhỏ ít tiếp cận với nguồn tài chính bên ngoài mà chủ yếu dựa vào tài chính bên trong. Ngoài ra, các doanh nghiệp tiếp cận được nguồn tài chính bên ngoài lại tăng trưởng tốt hơn so với các doanh nghiệp chỉ sử dụng nguồn tài chính bên trong. Do đó, có thể nói rào cản tiếp cận tài chính tác động xấu lên khả năng tăng trưởng của các doanh nghiệp, đặc biệt là các doanh nghiệp nhỏ.

Các lý thuyết kinh tế cũng khẳng định, hệ thống tài chính phát triển sẽ thúc đẩy tăng trưởng kinh tế trong dài hạn của một nước thông qua việc giảm thiểu các chi phí giao dịch và chi phí về thông tin, theo đó tác động lên hành vi tiết kiệm và đầu tư quốc gia. Ở cấp độ vi mô, theo Nickell và Nicolitsas (1999), yếu tố tài chính được chứng minh có ảnh hưởng lên hoạt động đầu tư vào tư bản hiện vật và thuê lao động, là hai nhân tố chính của hoạt động sản xuất của doanh nghiệp. Khi các doanh nghiệp gặp phải các rào cản tài chính, tức là doanh nghiệp gặp khó khăn trong việc huy động nguồn tài chính bên ngoài (ví dụ khó khăn khi đi vay vốn từ ngân hàng) thì các doanh nghiệp này phải dựa chủ yếu vào nguồn tài chính bên trong tự có. Nếu các doanh nghiệp không tối ưu hóa được cấu trúc vốn thì doanh nghiệp không thể có các quyết định tối ưu về các hoạt động của mình (sản xuất, đầu tư, thuê lao động...). Bên cạnh đó, nếu doanh

nghiệp muốn nâng cao năng suất thông qua hoạt động R&D, doanh nghiệp sẽ gặp rất nhiều khó khăn nếu không tiếp cận được các nguồn tài chính. Theo Brown và cộng sự (2009), do bản chất của hoạt động R&D có tính rủi ro cao nên các doanh nghiệp đang gặp các khó khăn về tài chính sẽ càng khó khăn để thực hiện hoạt động R&D.

Theo Nguyễn Thị Cảnh và cộng sự (2008), rào cản tài chính tiền tệ có thể ảnh hưởng lên hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp thông qua các kênh: (i) hạn chế khả năng mở rộng sản xuất, đầu tư đổi mới công nghệ, mở rộng thị trường; (ii) hạn chế tiếp cận đất đai; và (iii) hạn chế khả năng tiếp cận thông tin. Theo Hausmann, Klinger và Wagner (2008), những doanh nghiệp ít phụ thuộc vào nguồn tài chính bên ngoài (tức là sẽ ít chịu tác động bởi các rào cản tài chính) hoặc có nhiều khả năng vượt qua trở ngại tiếp cận tài chính sẽ tăng trưởng tốt hơn. Ngược lại, các doanh nghiệp phụ thuộc vào tài chính bên ngoài (dễ dàng gặp các rào cản về tài chính) sẽ có kết quả hoạt động kém hon. Khi các doanh nghiệp gặp phải các rào cản về tiếp cận tài chính, hiệu quả hoạt động kinh doanh hiện tại cũng như tiềm năng tăng trưởng của doanh nghiệp đều bị ảnh hưởng tiêu cực.

Các lý thuyết kinh tế cũng chỉ ra tác động của rào cản tài chính lên hoạt động đầu tư của doanh nghiệp. Về tiếp cận tài chính, các doanh nghiệp có hai nguồn tài chính quan trọng nhất là tài chính bên trong (internal financing),

ví dụ như lợi nhuận giữ lại để tái đầu tư và tài chính bên ngoài (external financing), hay vay nợ từ ngân hàng. Ràng buộc về tài chính có thể được xác định dựa trên mức độ nhạy cảm của đầu tư của doanh nghiệp đối với sự sẵn có của nguồn vốn bên trong. Điều này được giải thích là khi tiếp cận các nguồn vốn bên ngoài khó thì sự chênh lệch về chi phí vốn bên trong và bên ngoài sẽ tăng lên. Do đó, nếu ràng buộc về tài chính cao thì chi phí vốn đối với doanh nghiệp cao và mức độ đầu tư của doanh nghiệp sẽ phụ thuộc vào nguồn vốn bên trong. Ngược lại, nếu ràng buộc tài chính thấp thì lợi thế về chi phí thấp của nguồn vốn bên trong sẽ giảm, do đó hoạt động đầu tư sẽ ít phụ thuộc vào nguồn vốn bên trong. Các lý thuyết kinh tế chỉ ra rằng sự phát triển của hệ thống tài chính sẽ cải thiện khả năng tiếp cận với nguồn vốn bên ngoài (nói lỏng các ràng buộc tài chính ở mức độ doanh nghiệp) thông qua việc giảm sự bất cân đối về thông tin giữa người cho vay và doanh nghiệp cần vốn. Nguồn vốn bên ngoài thường có chi phí đắt hơn vốn bên trong và doanh nghiệp sẽ gấp phải ràng buộc tài chính. Khi bị ràng buộc về tài chính thì hoạt động đầu tư của doanh nghiệp sẽ bị giới hạn.

Về mặt thực nghiệm, có rất nhiều nghiên cứu đưa ra các mô hình nhằm đánh giá tác động khả năng tiếp cận tài chính đến sự phát triển của doanh nghiệp. Một số nghiên cứu cho thấy, tại một số quốc gia, các doanh nghiệp có khả năng tiếp cận với nguồn tài chính bên ngoài sẽ tăng trưởng

nhanh hơn so với các doanh nghiệp có ít hoặc không có khả năng tiếp cận nguồn vốn bên ngoài, như nghiên cứu của Ayyagari và cộng sự (2010); Girma và Vencappa (2015); Moore và cộng sự (2005); Rajan và Zingales (1998). Kết quả này phù hợp với bằng chứng là với một số doanh nghiệp không tiếp cận được với tài chính bên ngoài thì khả năng tăng trưởng lại bị giới hạn bởi quy mô của nguồn tài chính bên trong, như nghiên cứu của Carpenter và Petersen (2002); Rahaman (2011); Guariglia và cộng sự (2011); Chen và Guariglia (2013).

Tiếp cận tài chính còn tác động đến nhiều khía cạnh khác của doanh nghiệp, trong đó yếu tố tài chính có tác động mạnh lên năng suất của doanh nghiệp. Để đo lường tác động của yếu tố tài chính lên năng suất của doanh nghiệp, về cơ bản các nhà nghiên cứu có hai cách tiếp cận. Cách tiếp cận thứ nhất, đánh giá mối liên hệ giữa các biến số tài chính và năng suất, trong đó năng suất có thể được xây dựng thông qua giá trị TFP, năng suất lao động của doanh nghiệp hoặc chỉ số năng suất Malmquist. Cách tiếp cận thứ hai, dựa trên ước lượng hàm sản xuất tích hợp các biến số tài chính. Theo Musso và Schiavo (2007), chỉ ra, rào cản tài chính làm tăng khả năng tồn tại của doanh nghiệp, trong khi khả năng tiếp cận nguồn vốn bên ngoài có tác động tích cực lên tăng trưởng của doanh nghiệp. Nghiên cứu cũng chỉ ra rào cản tài chính có ảnh hưởng tích cực

lên sự tăng trưởng về năng suất của doanh nghiệp. Các tác giả đo lường khả năng tồn tại của doanh nghiệp bao gồm cả việc gia nhập và đứng vững trong thị trường; tăng trưởng doanh nghiệp được đo bằng tăng quy mô sản lượng, lao động và tích lũy tài sản; và tăng trưởng năng suất của doanh nghiệp được đo bằng năng suất nhân tố tổng hợp (TFP) và năng suất lao động. Kết quả về tác động của rào cản tài chính lên tăng năng suất trong nghiên cứu này có thể được giải thích là khi doanh nghiệp càng gặp khó khăn về tài chính thì doanh nghiệp càng có động lực cải thiện năng suất để tăng khả năng tồn tại trên thị trường. Kết quả này đồng nhất với nghiên cứu của Nickell và cộng sự (1997) và Nickel và Nicolitsas (1999) về tác động áp lực tài chính lên hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Trong số các nghiên cứu ở Việt Nam, có thể kể đến nghiên cứu của Nguyễn Thị Nhụng (2014) tiến hành phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến khả năng tiếp cận tài chính của các doanh nghiệp nhỏ và vừa cũng như chỉ ra tác động của các nhân tố này lên tăng trưởng. Nghiên cứu sử dụng kết quả điều tra 487 doanh nghiệp nhỏ và vừa vào tháng 6 năm 2013 để phân tích ảnh hưởng của lựa chọn về nguồn tài chính của doanh nghiệp nhỏ và vừa (bao gồm: sử dụng vốn vay từ nguồn chính thức, sử dụng vốn vay từ nguồn chính thức và phi chính thức, và sử dụng vốn chủ sở hữu) đến tăng trưởng (đo lường bằng

doanh thu bán hàng). Kết quả nghiên cứu cho thấy, khả năng tiếp cận tín dụng thông qua các nguồn tài chính (bao gồm tiếp cận thông qua kênh chính thức, phi chính thức và nguồn tài chính bên trong) không ảnh hưởng lên tăng trưởng doanh thu của doanh nghiệp. Tuy nhiên, các hệ số hồi quy đều không có ý nghĩa thống kê, phản ánh không có sự khác biệt giữa việc sử dụng vốn bên ngoài hay vốn bên trong đối với doanh thu bán hàng của doanh nghiệp nhỏ và vừa. Kết quả trên đồng nhất với nghiên cứu của Malesky và Tausig (2009) khi cho rằng việc các ngân hàng cho doanh nghiệp nhỏ và vừa vay vốn dựa quá nhiều vào các mối quan hệ chính trị, nên đôi khi vốn không đi vào các doanh nghiệp hoạt động hiệu quả. Nếu phân chia các doanh nghiệp nhỏ và vừa thành ba nhóm là sản xuất và xây dựng, dịch vụ, và xuất khẩu thì ảnh hưởng của quyết định nguồn tài chính có sự khác biệt. Đối với các doanh nghiệp sản xuất và kinh doanh thì tăng vay vốn, dù là nguồn vốn chính thức hay phi chính thức, đều làm giảm tăng trưởng của doanh nghiệp. Trong khi đó, sử dụng vốn chủ sở hữu lại có tác động tích cực đến hiệu quả của doanh nghiệp. Đối với các doanh nghiệp hoạt động trong ngành dịch vụ, sử dụng vốn vay làm giảm hiệu quả trong khi sử dụng vốn chủ sở hữu làm tăng lợi nhuận, tuy nhiên các hệ số hồi quy không có ý nghĩa thống kê. Còn đối với các doanh nghiệp hoạt động trong ngành xuất khẩu thì sử

dụng vốn chủ sở hữu có tác động tích cực đến lợi nhuận bán hàng.

Ngoài ra, báo cáo Chẩn đoán tăng trưởng kinh tế Việt Nam 2017 của Ban Kinh tế Trung ương chỉ ra rằng, những khó khăn về tiếp cận tài chính là rào cản đối với sự phát triển của doanh nghiệp tư nhân và tăng trưởng kinh tế nói chung, vì những doanh nghiệp Việt Nam càng ít phụ thuộc vào vốn bên ngoài thì càng có tỷ lệ đóng góp vào giá trị gia tăng của nền kinh tế càng lớn hay hoạt động càng tốt hơn. Báo cáo này cũng kết luận rằng, nếu tiếp cận tài chính là một rào cản thì trong điều kiện các yếu tố khác như nhau, nhóm doanh nghiệp siêu nhỏ và nhỏ sẽ chịu tác động mạnh hơn nhóm các doanh nghiệp vừa và lớn. Nguyễn Thị Cảnh và cộng sự (2008) sử dụng số liệu sơ cấp từ các cuộc điều tra các doanh nghiệp nhỏ và vừa năm 2005, năm 2006 gồm hơn 230 doanh nghiệp ngành công nghiệp chế biến, 200 doanh nghiệp nhỏ và vừa ngành sản xuất công nghiệp và bằng phương pháp phân tích tần suất, tác giả tính toán một số chỉ số tài chính, khả năng tiếp cận nguồn vốn tín dụng ngân hàng, nguồn vốn tín dụng ưu đãi từ các quỹ tài chính nhà nước của các doanh nghiệp nhỏ và vừa thuộc khu vực kinh tế tư nhân. Kết quả cho thấy, do có quy mô nhỏ về vốn và gặp khó khăn tiếp cận các nguồn tín dụng nên hiệu quả tài chính và hiệu quả sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp nhỏ và vừa chưa cao.

Nghiên cứu của Cao Thị Khánh Nguyệt (2014) cho thấy, tín dụng phi chính thức không chỉ dành cho các doanh nghiệp không tiếp cận được nguồn vốn chính thức, mà còn dành cho cả các doanh nghiệp đã tiếp cận được các nguồn vốn trên thị trường chính thức. Nghiên cứu này xem xét các yếu tố quyết định việc tiếp cận nguồn vốn phi chính thức của doanh nghiệp nhỏ và vừa. Kết quả là các doanh nghiệp nhỏ và vừa khi không được đáp ứng nhu cầu vốn trên thị trường tín dụng chính thức sẽ quay sang tiếp cận thị trường tín dụng phi chính thức. Tuy nhiên, tất cả các doanh nghiệp đều muốn sử dụng tín dụng chính thức để giảm thiểu chi phí sử dụng vốn và nắm bắt cơ hội đầu tư. Khi môi trường kinh doanh hiệu quả thì thực tế cho thấy nó sẽ có tác động tích cực đến việc giảm thiểu sự phụ thuộc của các doanh nghiệp vào các nguồn tài chính chính thức. Các doanh nghiệp nhỏ, các doanh nghiệp ở khu vực nông thôn thường sử dụng tài chính phi chính thức nhiều hơn các doanh nghiệp thuộc các khu vực còn lại. Ngoài ra, một doanh nghiệp mà người chủ sở hữu cao tuổi sẽ giảm được sự phụ thuộc vào tài chính phi chính thức. Tuy nhiên, nghiên cứu không tìm thấy mối liên hệ quan trọng nào giữa hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp và khả năng tiếp cận tài chính phi chính thức; điều mà có lẽ được giải thích bởi thực tế là doanh nghiệp nhỏ và vừa có thể sử dụng lợi nhuận giữ lại để trang trải chi phí hoạt động.

## VII- KHOẢNG TRỐNG NGHIÊN CỨU VÀ KHUNG PHÂN TÍCH

### 1. Khoảng trống nghiên cứu

Thông qua tổng quan nghiên cứu, có thể thấy các nghiên cứu trước đây có một số các điểm hạn chế cơ bản sau:

- Chưa có một nghiên cứu nào đưa ra được cụ thể khái niệm đầy đủ, bao quát về các rào cản tài chính tiền tệ ở cấp độ vĩ mô và thể chế đối với sự phát triển của doanh nghiệp, cũng như còn thiếu các nghiên cứu định lượng đánh giá ảnh hưởng ở cấp độ vĩ mô và thể chế.

- Đã có các nghiên cứu về rào cản tài chính tiền tệ đối với doanh nghiệp tư nhân, hay các doanh nghiệp nhỏ và vừa, nhưng khuyết thiếu các nghiên cứu về các doanh nghiệp ở các loại hình khác.

- Các nghiên cứu đa số tập trung vào đánh giá nhu cầu của doanh nghiệp khi tiếp cận tài chính chính thức nhưng chưa đi sâu vào đánh giá các yếu tố tác động đến khả năng tiếp cận tài chính chính thức của doanh nghiệp. Cụ thể hơn có rất ít nghiên cứu: i) Đánh giá các yếu tố tác động đến khả năng tiếp cận tài chính chính thức thành công hay không của các doanh nghiệp; ii) Đánh giá các yếu tố tác động đến khả năng dễ dàng, thuận lợi khi tiếp cận nguồn tài chính chính thức đối với các doanh nghiệp đã tiếp cận thành công nguồn vốn này.

- Hầu hết các nghiên cứu ở Việt Nam chỉ tập trung đánh giá các yếu tố tác động đến khả năng tiếp cận nguồn tài chính chính thức, các nghiên cứu đánh giá tác động của các yếu tố đến nhu cầu tiếp cận nguồn tài chính phi chính thức rất hạn chế, cụ thể:

+ Các nghiên cứu về tiếp cận vốn phi chính thức của doanh nghiệp Việt Nam chưa chỉ ra mối tương quan định lượng giữa rào cản tài chính tiền tệ khi tiếp cận hệ thống tài chính tiền tệ chính thức với việc lựa chọn nguồn vốn phi chính thức.

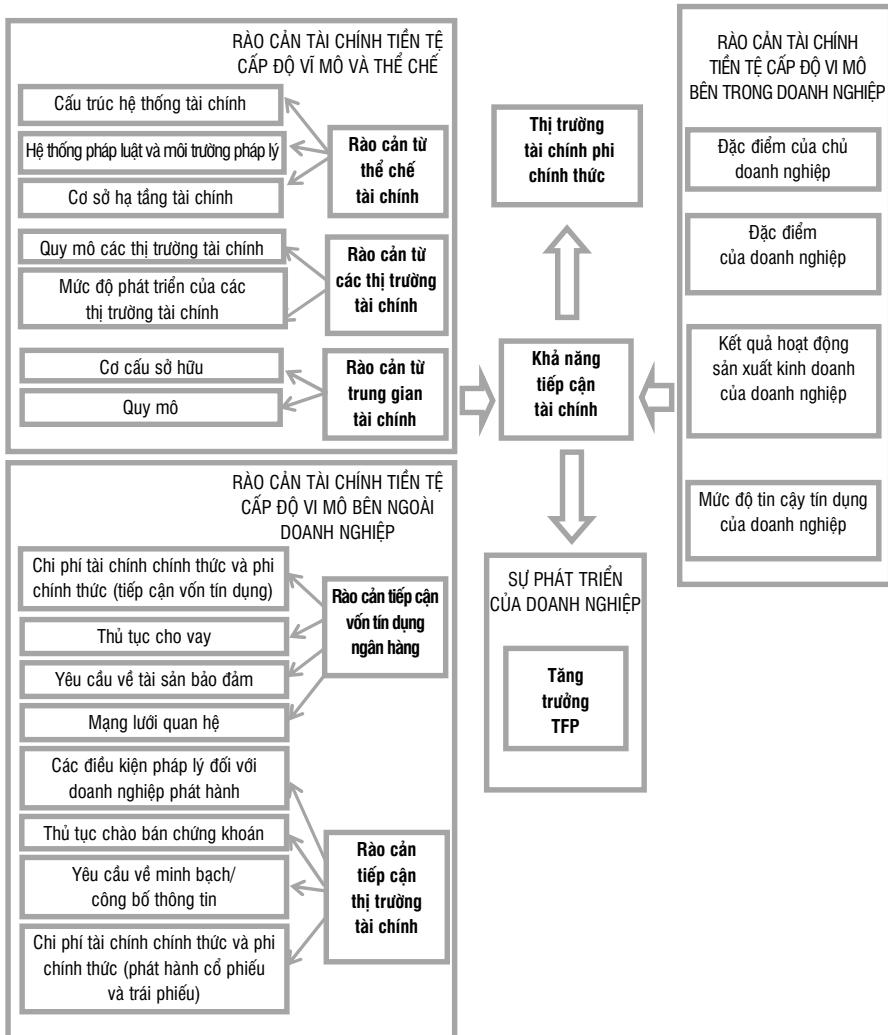
+ Các nghiên cứu trong nước và quốc tế đều dựa trên khảo sát về các doanh nghiệp nhỏ và vừa, khảo sát gần nhất là năm 2009. Các nghiên cứu cũng hạn chế khi chỉ tiếp cận khảo sát doanh nghiệp nhỏ và vừa cho ngành sản xuất công nghiệp, không tiếp cận được doanh nghiệp nhỏ và vừa tại nhiều ngành nghề khác nhau nên phần nào chưa phản ánh hết nguyên nhân khiến doanh nghiệp nhỏ và vừa phải tiếp cận tín dụng phi chính thức cũng như việc tiếp cận nguồn vốn phi chính thức có làm giảm hiệu quả hoạt động, tăng rủi ro của khu vực doanh nghiệp này hay không.

+ Các nghiên cứu đánh giá các yếu tố tác động đến nhu cầu tiếp cận đồng thời cả hai nguồn tài chính chính thức và phi chính thức là rất hiếm thấy.

- Về mặt phương pháp nghiên cứu, các nghiên cứu trong nước cũng có sử dụng kỹ thuật định lượng, tuy nhiên còn đơn giản, các vấn đề biến nội sinh chưa được giải quyết một cách triệt để trong các nghiên cứu trước đây.

## 2. Khung phân tích

Sơ đồ 1.1: Khung phân tích



Dựa vào cơ sở lý luận và tổng quan nghiên cứu, phạm vi nghiên cứu cũng như tính sẵn có của các số liệu thu thập và khảo sát được, khung phân tích được sử dụng như Sơ đồ 1. Theo đó, các rào cản tài chính tiền tệ bao gồm các rào cản tài chính tiền tệ cấp độ vĩ mô và thể chế; các rào cản tài chính cấp độ vi mô. Và để nhận diện được các rào cản này, cần đánh giá tác động của nó đến khả năng tiếp cận tài chính của doanh nghiệp. Theo đó, các rào cản tài chính tiền tệ cấp độ vĩ mô và thể chế có thể chia thành rào cản từ cấu trúc hệ thống, rào cản từ thị trường tài chính và rào cản từ các trung gian tài chính. Các rào cản tài chính tiền tệ cấp độ vi mô có thể chia theo phạm vi bên ngoài và bên trong doanh nghiệp.

Các rào cản tài chính tiền tệ cấp độ vi mô bên ngoài doanh nghiệp bao gồm những trở ngại trực tiếp khi doanh nghiệp tiếp cận với vốn tín dụng ngân hàng hoặc vốn trên thị trường tài chính. Các rào cản vi mô khi tiếp cận vốn tín dụng ngân hàng bao gồm chi phí tài chính chính thức và phi chính thức, thủ tục cho vay, yêu cầu về tài sản bảo đảm, mạng lưới quan hệ. Trong khi các rào cản vi mô khi tiếp cận thị trường tài chính bao gồm các điều kiện pháp lý đối với doanh nghiệp phát hành, thủ tục chào bán chứng khoán, yêu cầu về minh bạch/công bố thông tin, chi phí tài chính chính thức và phi chính thức (phát hành cổ phiếu và trái phiếu), tính thanh khoản của chứng khoán và sự tham gia của các tổ chức xếp hạng. Các rào cản tài chính tiền tệ cấp độ vi mô bên trong doanh nghiệp chính là những đặc điểm bên trong doanh nghiệp ảnh hưởng đến khả năng tiếp cận tài chính

của doanh nghiệp, bao gồm các đặc điểm của chủ sở hữu, đặc điểm của doanh nghiệp, kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp và mức độ tin cậy tín dụng của doanh nghiệp.

Do hạn chế về số liệu, các rào cản tài chính tiền tệ sẽ được đánh giá tác động đến sự phát triển của doanh nghiệp (through qua chỉ tiêu tăng trưởng TFP) qua kênh khả năng tiếp cận vốn tín dụng ngân hàng.

## **Chương 2**

# **THỰC TRẠNG CÁC RÀO CẢN TÀI CHÍNH TIỀN TỆ ĐỐI VỚI SỰ PHÁT TRIỂN CỦA DOANH NGHIỆP**

## **I- THỰC TRẠNG DOANH NGHIỆP VIỆT NAM GIAI ĐOẠN 2008-2017**

### **1. Đặc điểm của các doanh nghiệp**

#### **1.1. Số lượng doanh nghiệp**

Trong giai đoạn 2008-2017, số lượng doanh nghiệp tăng trung bình khoảng 11,8%/năm. Trong những năm 2010 đến 2016, số lượng doanh nghiệp có tốc độ tăng chậm hơn so với giai đoạn trước, tuy nhiên số lượng doanh nghiệp tăng nhanh trở lại từ năm 2016. Năm 2017 số lượng doanh nghiệp tăng 18% so với năm 2016, trong đó số doanh nghiệp mới thành lập tăng 15,2%. Số lượng doanh nghiệp tăng với mức cao thể hiện môi trường đầu tư kinh doanh tiếp tục được cải thiện, tạo động lực cho doanh nghiệp phát triển. Theo đó, trong thời gian qua, các bộ, ngành đã tích cực triển khai hàng loạt nghị quyết của Chính phủ về hỗ trợ doanh nghiệp và cải thiện môi trường đầu tư, đặc biệt là Nghị quyết số

35/NĐ-CP ngày 16/5/2016 về hỗ trợ và phát triển doanh nghiệp đến năm 2020. Nghị quyết chỉ ra các giải pháp để thực hiện mục tiêu đến năm 2020 cả nước có ít nhất 1 triệu doanh nghiệp đang hoạt động, trong đó tập trung vào cải cách thủ tục hành chính, hỗ trợ doanh nghiệp khởi nghiệp, đổi mới sáng tạo, bảo đảm quyền bình đẳng trong tiếp cận nguồn lực và cơ hội kinh doanh cũng như lợi ích hợp pháp của doanh nghiệp.

- Xét theo loại hình sở hữu, số lượng doanh nghiệp nhà nước (ở đây, doanh nghiệp nhà nước<sup>1</sup> được hiểu là bao gồm doanh nghiệp 100% vốn nhà nước trung ương hoặc địa phương và các doanh nghiệp mà nhà nước sở hữu hơn 50% cổ phần) có tốc độ tăng bình quân 19%/năm, cao hơn so với tốc độ tăng của khu vực doanh nghiệp ngoài nhà nước và doanh nghiệp FDI. Tuy nhiên, số doanh nghiệp do Nhà nước nắm giữ 100% vốn điều lệ lại giảm mạnh do thực hiện chủ trương cổ phần hóa và đổi mới, sắp xếp lại các doanh nghiệp nhà nước. Trong năm 2017, cả nước chỉ còn 2.701 doanh nghiệp 100% vốn Nhà nước, giảm 18,3% so với năm 2012, trung bình mỗi năm giảm 3% trong giai đoạn 2012-2017. Đây là mức giảm tương đối chậm để có thể đạt được mục tiêu của Đề án “Cơ cấu lại doanh nghiệp nhà nước, trọng tâm là tập đoàn kinh tế, tổng công ty nhà nước

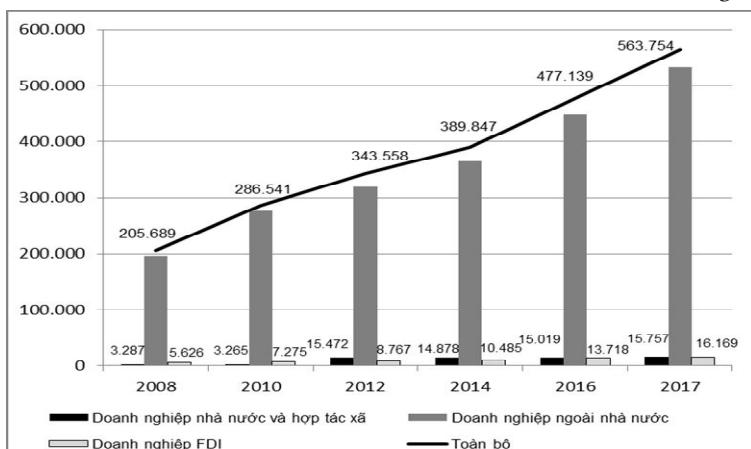
---

1. Theo Luật Doanh nghiệp số 68/2014/QH13 ngày 26/11/2014, doanh nghiệp nhà nước được định nghĩa là doanh nghiệp mà Nhà nước nắm giữ 100% vốn điều lệ.

giai đoạn 2016-2020”<sup>1</sup>. Trong khi đó, doanh nghiệp ngoài nhà nước chiếm đa số trong tổng số các doanh nghiệp (chiếm trên 90% tổng số doanh nghiệp). Tỷ trọng doanh nghiệp FDI đang có xu hướng tăng trong những năm gần đây, mặc dù ở mức không đáng kể (dưới 3% tổng số doanh nghiệp).

**Hình 2.1: Số lượng doanh nghiệp theo loại hình sở hữu**

Đơn vị: doanh nghiệp

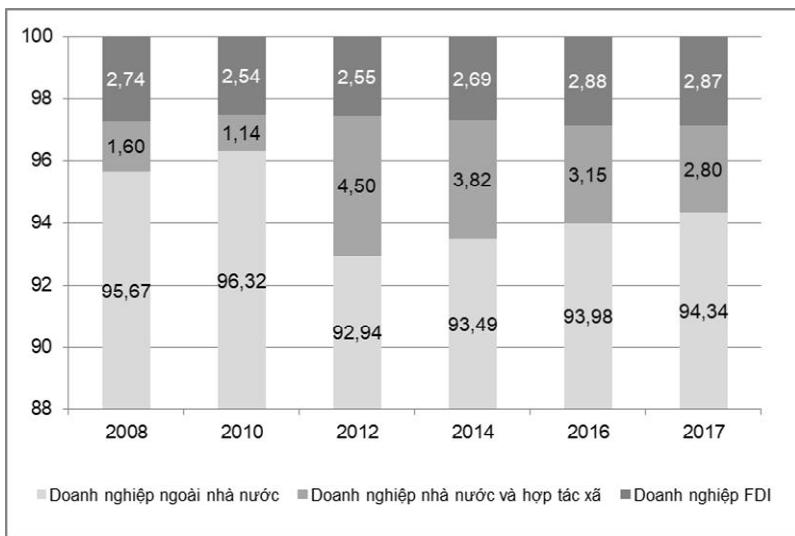


*Nguồn:* Tính toán của các tác giả từ số liệu Điều tra doanh nghiệp của Tổng cục Thống kê.

1. Đề án “Cơ cấu lại doanh nghiệp nhà nước, trọng tâm là tập đoàn kinh tế, tổng công ty nhà nước giai đoạn 2016-2020” được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt theo Quyết định số 707/QĐ-TTg ngày 25/7/2017. Đề án đặt mục tiêu đến hết năm 2020, Nhà nước chỉ giữ 100% vốn tại 103 doanh nghiệp (chưa bao gồm các công ty nông, lâm nghiệp, doanh nghiệp quốc phòng, an ninh, Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn nhà nước, Công ty mua bán nợ Việt Nam và Công ty Quản lý tài sản của các tổ chức tín dụng Việt Nam, công ty thủy nông thực hiện sắp xếp theo quy định của Chính phủ, Thủ tướng Chính phủ).

**Hình 2.2: Cơ cấu doanh nghiệp theo loại hình sở hữu**

Đơn vị: %

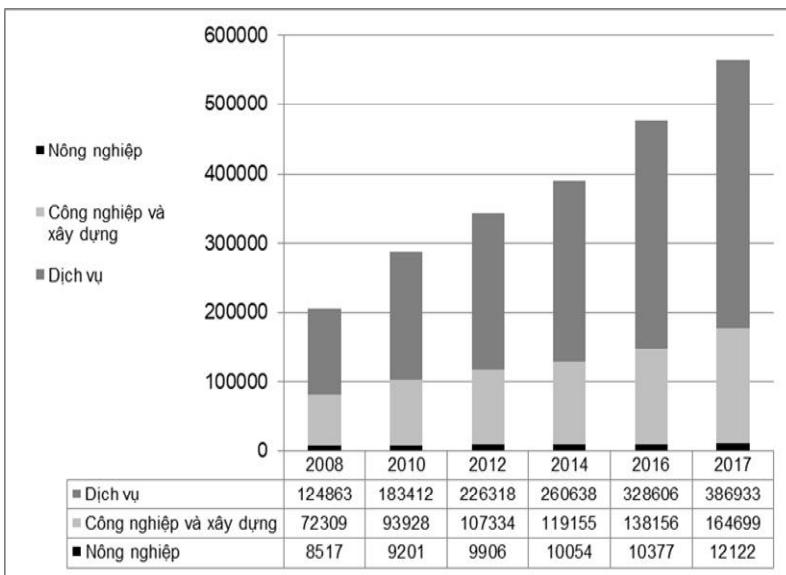


*Nguồn:* Tính toán của các tác giả từ số liệu Điều tra doanh nghiệp của Tổng cục Thống kê.

- Xét theo *lĩnh vực kinh tế*, các doanh nghiệp hoạt động trong khu vực dịch vụ chiếm đa số và có xu hướng tăng qua các năm. Năm 2008 có 60,7% doanh nghiệp trong lĩnh vực này, thì đến 2017 tỷ lệ này là 68,64%. Trong khi đó số lượng doanh nghiệp trong khu vực nông nghiệp, công nghiệp và xây dựng có xu hướng giảm, lần lượt từ 4,14% và 35,15% năm 2008 giảm xuống còn 2,15% và 29,21% năm 2017. Mặt khác, số lượng doanh nghiệp dịch vụ cũng có mức tăng ấn tượng đạt bình quân 13,4%/năm, số doanh nghiệp công nghiệp và xây dựng tăng 9,6%/năm. Số lượng doanh nghiệp nông nghiệp có mức tăng chỉ khoảng 4%/năm.

**Hình 2.3: Số lượng doanh nghiệp theo lĩnh vực kinh tế**

Đơn vị: doanh nghiệp



Nguồn: Tính toán của các tác giả từ số liệu Điều tra doanh nghiệp của Tổng cục Thống kê.

## 1.2. Quy mô doanh nghiệp

Các doanh nghiệp của Việt Nam chủ yếu có quy mô nhỏ và siêu nhỏ dưới 200 lao động. Nhóm doanh nghiệp này chiếm tới 97,07% năm 2008 và 98,35% năm 2017 trong tổng số các doanh nghiệp. Tỷ lệ doanh nghiệp siêu nhỏ với quy mô dưới 10 lao động tăng nhanh qua các năm. Năm 2008 có 61,74%, tới năm 2017 có tới 75,72% doanh nghiệp quy mô siêu nhỏ.

**Bảng 2.1: Quy mô doanh nghiệp**

Đơn vị: %

Năm	Siêu nhỏ (<10 lao động)	Nhỏ (11 - 200 lao động)	Vừa (201- 300 lao động)	Lớn (>300 lao động)
2008	61,74	35,33	0,99	1,94
2010	65,95	31,61	0,85	1,59
2012	66,80	30,96	0,81	1,43
2014	69,96	27,98	0,73	1,33
2016	71,78	26,32	0,65	1,25
2017	75,72	22,63	0,55	1,09

Nguồn: Tính toán của các tác giả từ số liệu Điều tra doanh nghiệp của Tổng cục Thống kê.

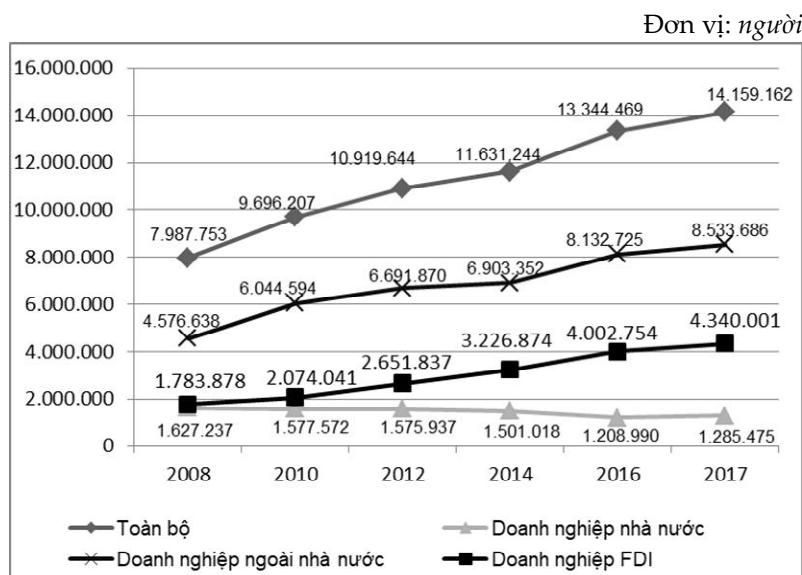
Năm 2008, có tới 32,67% doanh nghiệp nhà nước có quy mô lao động lớn, tỷ lệ này giảm mạnh chỉ còn 29,06% năm 2012 và 25,39% năm 2017; trong khi đó, các doanh nghiệp siêu nhỏ chỉ chiếm khoảng 2% năm 2008, nhưng đến năm 2017 đã chiếm tới 18%. Sự thay đổi về cơ cấu doanh nghiệp ở khu vực ngoài nhà nước theo quy mô lao động là không lớn trong giai đoạn 2008-2017. Đối với khu vực FDI, các doanh nghiệp quy mô nhỏ vẫn chiếm đa số mặc dù có sự giảm từ 59,54% năm 2008 xuống còn khoảng 47% năm 2017. Ngược lại, tuy có giảm về tỷ trọng, nhưng các doanh nghiệp FDI vừa và lớn vẫn chiếm một tỷ lệ đáng kể (27,83% năm 2008, 24,25% năm 2012 và 19,88% năm 2017).

## 2. Vai trò của khu vực doanh nghiệp

### 2.1. *Khả năng tạo việc làm*

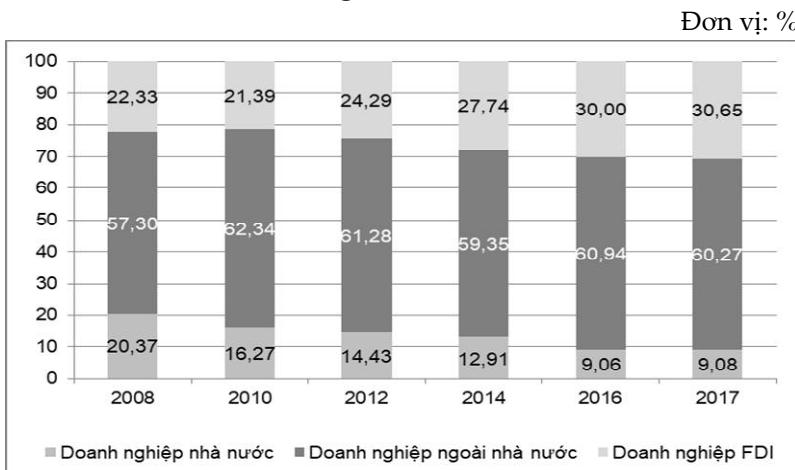
Tính toán từ số liệu Tổng điều tra doanh nghiệp, trong tổng số hơn 14 triệu lao động làm việc trong các doanh nghiệp năm 2017, đóng góp lớn nhất đến từ các doanh nghiệp ngoài nhà nước với khoảng 60% tổng lao động. Tỷ lệ lao động trong các doanh nghiệp nhà nước giảm rõ rệt trong khi khu vực FDI ngày càng đóng vai trò quan trọng hơn trong việc tạo công ăn việc làm cho người lao động (khoảng 30% lao động trong toàn bộ khu vực lao động).

**Hình 2.4: Tổng số lao động phân theo loại hình doanh nghiệp**



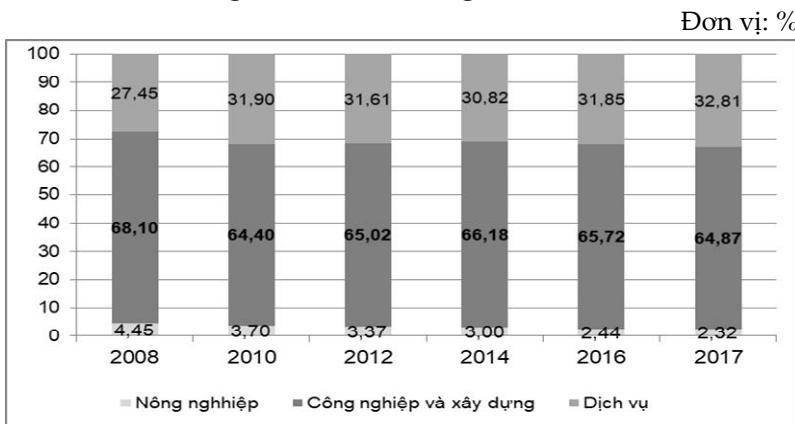
Nguồn: Tính toán của các tác giả từ số liệu Điều tra doanh nghiệp của Tổng cục Thống kê.

**Hình 2.5: Đóng góp của các loại hình doanh nghiệp trong tạo việc làm**



Nguồn: Tính toán của các tác giả từ số liệu Điều tra doanh nghiệp của Tổng cục Thống kê.

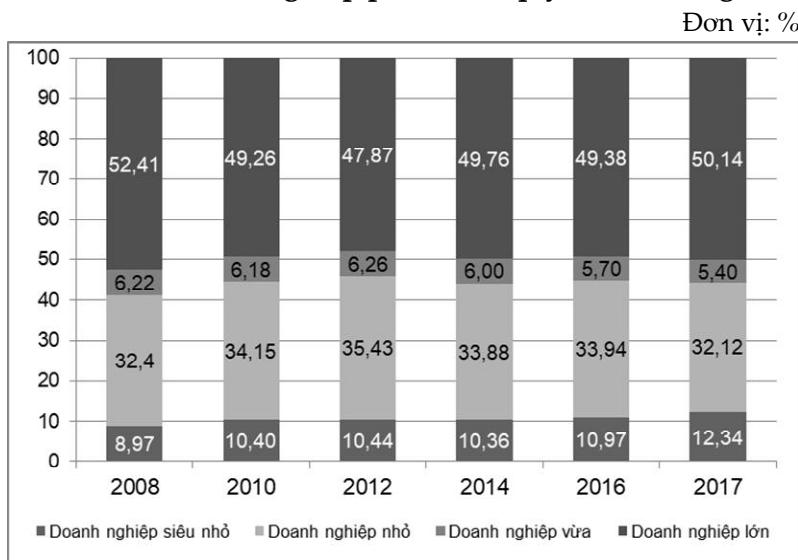
**Hình 2.6: Đóng góp của các doanh nghiệp thuộc các ngành kinh tế trong tạo việc làm**



Nguồn: Tính toán của các tác giả từ số liệu Điều tra doanh nghiệp của Tổng cục Thống kê.

Trong toàn bộ khu vực các doanh nghiệp, ngành công nghiệp và xây dựng vẫn là khu vực thu hút nhiều lao động nhất. Dù có sự chuyển dịch lao động từ các khu vực nông nghiệp; công nghiệp và xây dựng sang khu vực dịch vụ nhưng sự chuyển dịch này diễn ra khá chậm trong giai đoạn 2008-2017. Nếu xét theo quy mô, các doanh nghiệp có quy mô lớn giải quyết đến khoảng 50% số lượng việc làm. Mặc dù số lượng rất lớn và chiếm tỷ trọng ngày càng cao nhưng khả năng tạo việc làm trong các doanh nghiệp nhỏ là rất khiêm tốn - mức 12,34% năm 2017.

**Hình 2.7: Đóng góp trong tạo việc làm  
của các doanh nghiệp phân theo quy mô lao động**



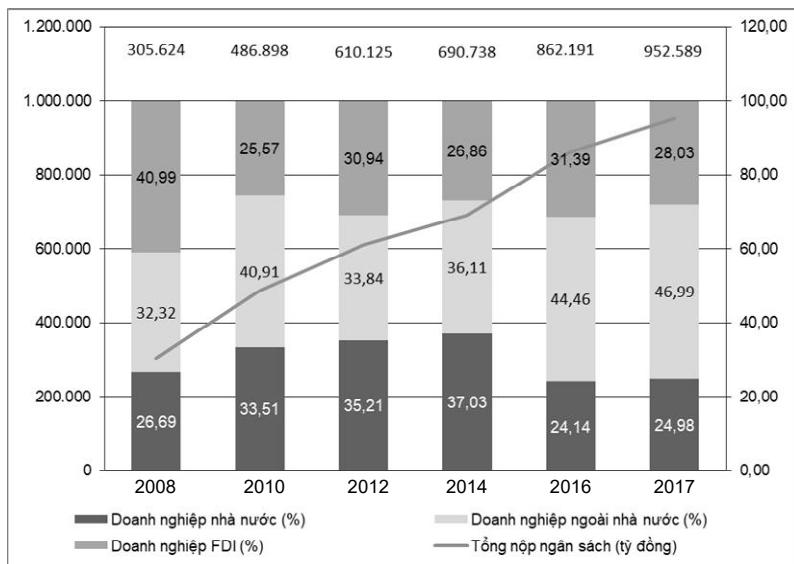
Nguồn: Tính toán của các tác giả từ số liệu Điều tra doanh nghiệp của Tổng cục Thống kê.

## 2.2. Đóng góp vào ngân sách

Trong khu vực doanh nghiệp, doanh nghiệp ngoài nhà nước đã vươn lên trở thành khu vực có đóng góp lớn nhất vào ngân sách, chiếm khoảng 47% năm 2017 so với 32% năm 2008. Đóng góp của khu vực FDI giảm mạnh từ khoảng 41% năm 2008 xuống còn hơn 28% năm 2017. Điều này đặt ra nhiều vấn đề trong câu chuyện thu hút FDI tại Việt Nam. Đóng góp của khu vực doanh nghiệp nhà nước là khá ổn định ở mức khoảng 25% trong toàn giai đoạn, mặc dù số lượng các doanh nghiệp giảm mạnh do quá trình cơ cấu lại khu vực này.

**Hình 2.8: Đóng góp vào ngân sách nhà nước  
của các loại hình doanh nghiệp**

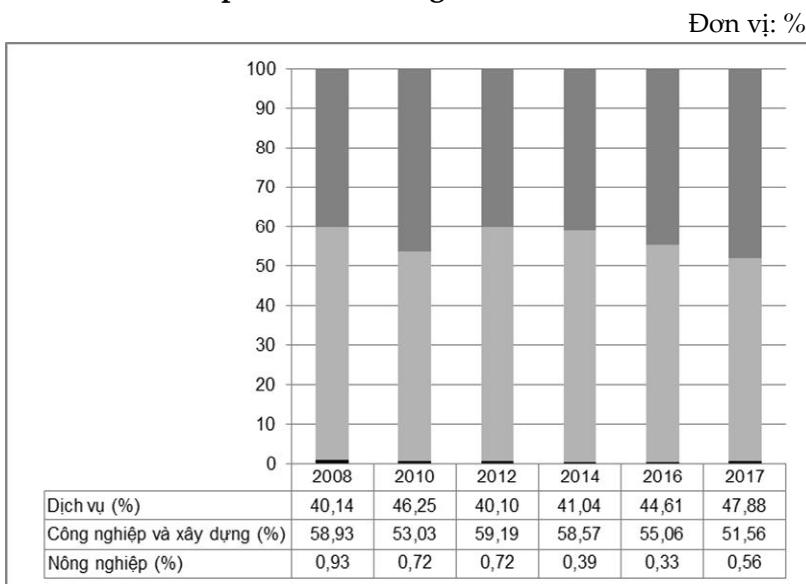
Đơn vị: doanh nghiệp, %



Nguồn: Tính toán của các tác giả từ số liệu Điều tra doanh nghiệp của Tổng cục Thống kê.

Các doanh nghiệp công nghiệp vẫn là khu vực đóng góp đa số cho ngân sách nhưng có dấu hiệu chững lại. Ngược lại khu vực các doanh nghiệp dịch vụ ngày càng trở nên quan trọng hơn. Trong khi đó, đóng góp vào ngân sách của các doanh nghiệp trong khu vực nông nghiệp là không đáng kể.

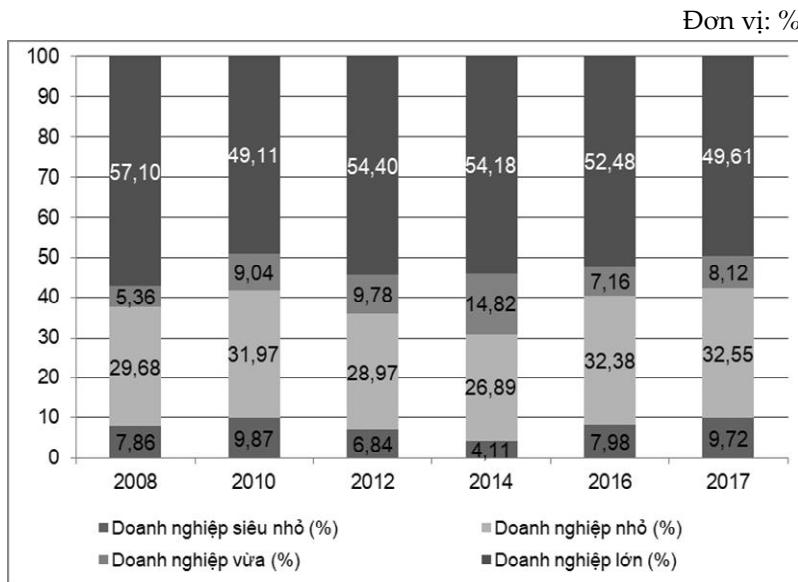
**Hình 2.9: Đóng góp vào ngân sách của các doanh nghiệp phân theo các ngành kinh tế**



*Nguồn:* Tính toán của các tác giả từ số liệu Điều tra doanh nghiệp của Tổng cục Thống kê.

Các doanh nghiệp quy mô lớn đóng góp vào ngân sách khoảng 49,61% trong tổng số năm 2017 nhưng có xu hướng giảm trong giai đoạn này. Ngược lại đóng góp của khu vực doanh nghiệp nhỏ và vừa có xu hướng gia tăng.

**Hình 2.10: Đóng góp vào ngân sách của các doanh nghiệp phân theo quy mô lao động**



Nguồn: Tính toán của các tác giả từ số liệu Điều tra doanh nghiệp của Tổng cục Thống kê.

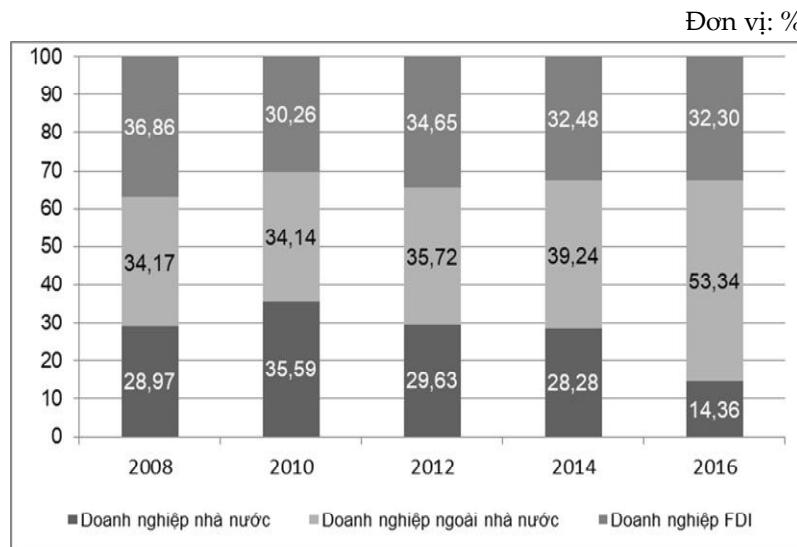
### 2.3. Đóng góp vào tổng giá trị gia tăng

Vai trò của khu vực ngoài nhà nước ngày càng trở nên quan trọng, thể hiện thông qua phần đóng góp vào tổng giá trị gia tăng của nền kinh tế ngày càng lớn. Ngược lại, khu vực doanh nghiệp nhà nước đóng góp ngày càng hạn chế hơn. Điều này là do sự thu hẹp số lượng từ quá trình cơ cấu lại và hiệu quả yếu kém của khu vực các doanh nghiệp nhà nước. Đóng góp của khu vực FDI thay đổi không đáng kể trong cả giai đoạn 2008-2016. Điều này cho thấy chất lượng

của các dòng vốn FDI vào Việt Nam trong thời gian qua không có sự cải thiện đáng ghi nhận nào.

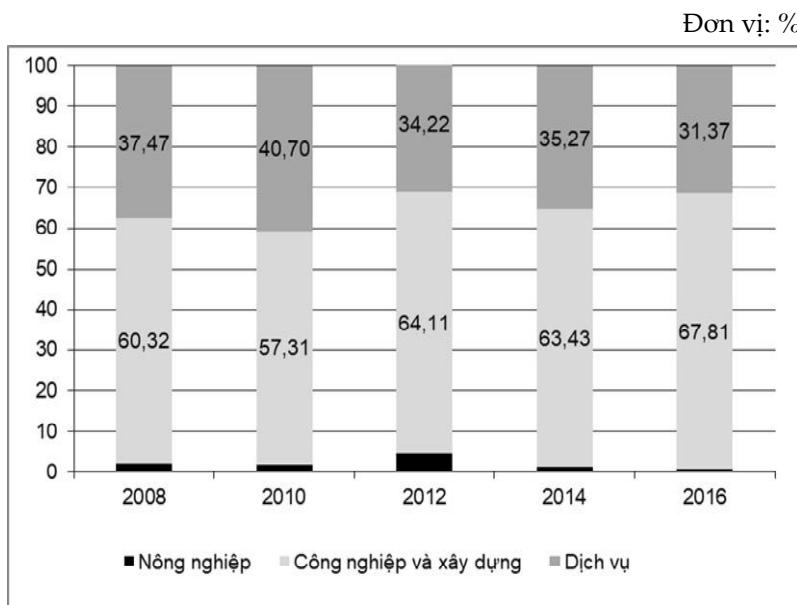
Các doanh nghiệp trong khu vực công nghiệp vẫn là bộ phận quan trọng nhất đóng góp vào tổng giá trị gia tăng đồng thời có xu hướng gia tăng từ 60,32% năm 2008 lên 67,81% năm 2016. Đóng góp của các doanh nghiệp khu vực nông nghiệp vào tổng giá trị gia tăng là không đáng kể. Khu vực dịch vụ mặc dù có xu hướng giảm nhưng vẫn duy trì ở mức trên 30%. Cũng cần lưu ý rằng, đây lại là khu vực ngày càng đóng vai trò quan trọng hơn trong tạo việc làm.

**Hình 2.11: Đóng góp vào tổng giá trị gia tăng  
của các doanh nghiệp phân theo loại hình**



Nguồn: Tính toán của các tác giả từ số liệu Điều tra doanh nghiệp của Tổng cục Thống kê.

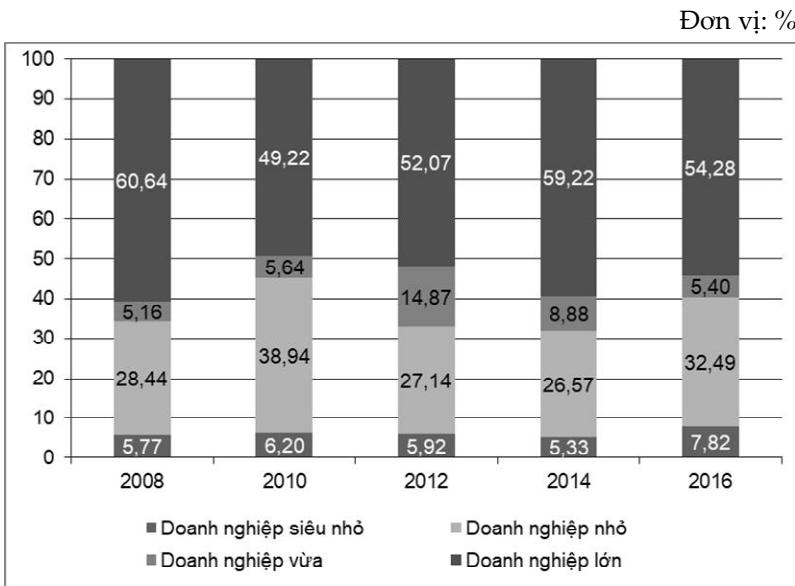
**Hình 2.12: Đóng góp vào tổng giá trị gia tăng  
của các doanh nghiệp phân theo ngành kinh tế**



*Nguồn:* Tính toán của các tác giả từ số liệu Điều tra doanh nghiệp của Tổng cục Thống kê.

Việc phân chia theo quy mô cho thấy, mặc dù có sự giảm sút nhưng các doanh nghiệp lớn vẫn đóng góp tới trên 1/2 tổng giá trị gia tăng. Các doanh nghiệp nhỏ cũng đóng vai trò rất quan trọng trong nền kinh tế khi đóng góp tới trên 30%. Đặc biệt là dù chỉ đóng góp một phần rất nhỏ, nhưng các doanh nghiệp siêu nhỏ đang dần thể hiện vai trò quan trọng hơn. Đi kèm với đó là sự suy giảm trong phần đóng góp của các doanh nghiệp có quy mô vừa.

**Hình 2.13: Đóng góp vào giá trị gia tăng  
của các doanh nghiệp phân theo quy mô**



Nguồn: Tính toán của các tác giả từ số liệu Điều tra doanh nghiệp của Tổng cục Thống kê.

### 3. Thực trạng sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp

Một điểm đáng chú ý khi xem xét hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp Việt Nam là tỷ lệ các doanh nghiệp có báo cáo lãi có xu hướng giảm trong giai đoạn nghiên cứu. Trong đó, các doanh nghiệp FDI và các doanh nghiệp ngoài nhà nước luôn có mức báo cáo lãi thấp khoảng 50%. Tỷ lệ doanh nghiệp ngoài nhà nước có mức báo cáo lãi thấp có thể do các doanh nghiệp này chủ yếu có quy mô nhỏ và siêu nhỏ dẫn đến khả năng cạnh tranh thấp so với các doanh

nghiệp lớn hơn hoặc với các sản phẩm từ nước ngoài. Đối với các doanh nghiệp FDI có ưu thế về vốn, công nghệ, kinh nghiệm kinh doanh nhưng cũng có tỷ lệ báo cáo lãi thấp, đặt ra câu hỏi về tính trung thực của báo cáo và hiện tượng chuyển giá nhằm giảm nghĩa vụ thuế thu nhập doanh nghiệp. Tỷ lệ doanh nghiệp nhà nước báo cáo lãi mặc dù cao hơn các loại hình doanh nghiệp khác nhưng lại có xu hướng giảm dần. Điều này một mặt cho thấy doanh nghiệp nhà nước ngày càng đổi mới với sự cạnh tranh gay gắt hơn; đồng thời, việc cắt giảm số lượng doanh nghiệp nhà nước thông qua sáp xếp, cổ phần hóa không ưu tiên cắt giảm các doanh nghiệp hoạt động không hiệu quả. Quá trình cổ phần hóa thậm chí diễn ra mạnh mẽ hơn đối với các doanh nghiệp đang có kết quả kinh doanh tốt.

**Bảng 2.2: Tỷ lệ doanh nghiệp báo cáo lãi  
theo loại hình doanh nghiệp**

Đơn vị: %

Năm	Tất cả doanh nghiệp	Doanh nghiệp nhà nước	Doanh nghiệp ngoài nhà nước	Doanh nghiệp FDI
2008	71,78	86,64	72,22	47,81
2010	64,35	84,10	64,39	53,84
2012	35,76	69,53	33,68	51,67
2014	50,95	77,32	49,85	51,93
2016	51,71	75,83	50,89	52,28
2017	46,78	65,42	46,10	50,99

*Nguồn:* Tính toán của các tác giả từ số liệu Điều tra doanh nghiệp của Tổng cục Thống kê.

Hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp thông qua các chỉ tiêu như ROA và ROE cho thấy bức tranh không mấy khả quan của các doanh nghiệp Việt Nam. Kết quả tính toán từ số liệu Điều tra doanh nghiệp của Tổng cục Thống kê cho thấy các doanh nghiệp FDI hoạt động hiệu quả hơn so với các doanh nghiệp nhà nước. Mặc dù chiếm đa số trong tổng số doanh nghiệp, nhưng hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp ngoài nhà nước ở mức thấp nhất. Nhìn chung, hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp không có sự cải thiện đáng kể trong giai đoạn 2008-2017.

**Bảng 2.3: ROA và ROE của các doanh nghiệp  
có báo cáo lãi**

Năm	Tổng số		Doanh nghiệp nhà nước		Doanh nghiệp ngoài nhà nước		Doanh nghiệp FDI	
	ROA	ROE	ROA	ROE	ROA	ROE	ROA	ROE
2008	0,046	0,082	0,060	0,154	0,043	0,076	0,134	0,304
2010	0,038	0,070	0,068	0,168	0,035	0,063	0,134	0,311
2012	0,075	0,142	0,071	0,121	0,074	0,137	0,121	0,297
2014	0,040	0,081	0,069	0,112	0,036	0,072	0,120	0,294
2016	0,050	0,113	0,081	0,127	0,045	0,105	0,138	0,320
2017	0,040	0,101	0,061	0,101	0,036	0,095	0,130	0,287

Nguồn: Tính toán của các tác giả từ số liệu Điều tra doanh nghiệp của Tổng cục Thống kê.

Tính toán hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh theo quy mô doanh nghiệp cho thấy, các doanh nghiệp có quy mô lao động càng lớn thì khả năng sinh lời càng cao. Mỗi quan hệ giữa quy mô và khả năng sinh lời bộc lộ một cách rõ ràng

hơn khi xem xét tỷ lệ báo cáo lãi của các doanh nghiệp theo quy mô trong toàn giai đoạn 2008-2017. Tỷ lệ doanh nghiệp nhỏ và siêu nhỏ có lãi giảm trong khi tỷ lệ doanh nghiệp vừa và lớn có lãi tăng lên.

**Bảng 2.4: Tỷ lệ doanh nghiệp báo cáo lãi phân theo quy mô lao động**

Đơn vị: %

Năm	Doanh nghiệp siêu nhỏ	Doanh nghiệp nhỏ	Doanh nghiệp vừa	Doanh nghiệp lớn
2008	69,82	74,77	77,48	76,67
2010	59,29	73,52	82,16	82,28
2012	27,85	49,97	73,98	76,03
2014	43,31	68,05	77,25	78,64
2016	44,71	68,97	76,38	77,74
2017	40,41	65,76	78,35	79,55

Nguồn: Tính toán của các tác giả từ số liệu Điều tra doanh nghiệp của Tổng cục Thống kê.

**Bảng 2.5: ROA và ROE của các doanh nghiệp có báo cáo lãi phân theo quy mô lao động**

Năm	Doanh nghiệp siêu nhỏ		Doanh nghiệp nhỏ		Doanh nghiệp vừa		Doanh nghiệp lớn	
	ROA	ROE	ROA	ROE	ROA	ROE	ROA	ROE
2008	0,043	0,068	0,048	0,094	0,066	0,162	0,074	0,197
2010	0,033	0,053	0,042	0,088	0,065	0,158	0,078	0,206
2012	0,093	0,155	0,056	0,122	0,053	0,150	0,065	0,187
2014	0,041	0,074	0,036	0,083	0,057	0,156	0,069	0,183
2016	0,051	0,108	0,046	0,115	0,062	0,164	0,077	0,199
2017	0,039	0,096	0,039	0,105	0,060	0,148	0,072	0,181

Nguồn: Tính toán của các tác giả từ số liệu Điều tra doanh nghiệp của Tổng cục Thống kê.

Xét theo hiệu quả sản xuất, Bảng 2.6. cho thấy, hệ số vốn/sản lượng của các doanh nghiệp ngày càng gia tăng. Năm 2011 bình quân cả nước cần 1,44 đồng vốn tạo ra một đồng doanh thu thuần, thì đến năm 2017 phải cần đến 1,73 đồng vốn mới tạo ra một đồng doanh thu thuần, hiệu quả giảm khoảng 20%, đặc biệt là khu vực trong nước. Doanh nghiệp nhà nước từ 1,80 đồng vốn tạo ra một đồng doanh thu thuần năm 2011, đến năm 2017 tỷ lệ này tăng lên 2,92; con số tương ứng của các doanh nghiệp ngoài nhà nước là 1,37 và 1,73. Điều này phản ánh thất thoát, lãng phí trong khu vực Nhà nước cũng như tính phi hiệu quả trong khu vực ngoài nhà nước. Riêng các doanh nghiệp FDI là có hiệu quả sử dụng vốn tăng mạnh, khu vực này năm 2011 cần 1,17 đồng vốn tạo ra một đồng doanh thu, thì đến năm 2017 chỉ cần 1,03 đồng vốn.

**Bảng 2.6: Hệ số vốn - sản lượng**

Đơn vị: *lần*

	<b>Doanh nghiệp nhà nước</b>	<b>Doanh nghiệp ngoài nhà nước</b>	<b>FDI</b>	<b>Cả nước</b>
2011	1,80	1,37	1,17	1,44
2012	1,85	1,37	1,12	1,44
2013	2,07	1,46	1,19	1,54
2014	2,23	1,44	1,14	1,54
2015	2,72	1,46	1,07	1,58
2016	2,91	1,72	1,05	1,73
2017	2,92	1,73	1,03	1,73

*Nguồn:* Xử lý dữ liệu từ khảo sát doanh nghiệp hàng năm của Tổng cục Thống kê.

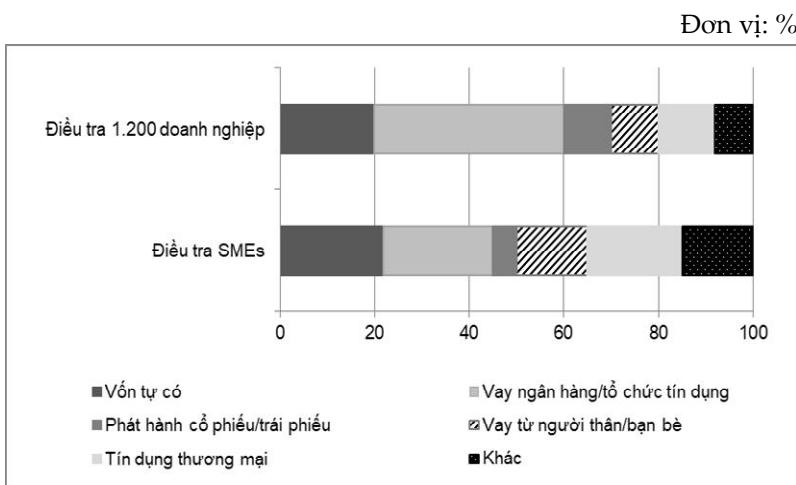
## II- THỰC TRẠNG RÀO CẢN TÀI CHÍNH TIỀN TỆ CẤP ĐỘ VI MÔ BÊN NGOÀI DOANH NGHIỆP

### 1. Rào cản cấp độ vi mô bên ngoài doanh nghiệp tác động đến khả năng tiếp cận vốn tín dụng ngân hàng

#### 1.1. *Khả năng tiếp cận vốn tín dụng ngân hàng*

Các doanh nghiệp có thể huy động vốn từ nhiều nguồn khác nhau như: vốn tự có (gồm vốn chủ sở hữu góp thêm và lợi nhuận giữ lại), vay ngân hàng/tổ chức tín dụng, tín dụng thương mại, các quỹ đầu tư, phát hành cổ phiếu, trái phiếu, vay từ gia đình/bạn bè/người quen, vay tín dụng đen (vay nóng, lãi suất cao)... Trong số các nguồn vốn, tín dụng chính thức (chủ yếu là vốn từ các ngân hàng/tổ chức tín dụng) là nguồn vốn ít rủi ro hơn cả và nguồn cung về vốn dồi dào hơn nhiều so với các nguồn tài chính khác. Theo số liệu điều tra 1.200 doanh nghiệp, 40% trong cơ cấu nguồn vốn huy động của doanh nghiệp là vay ngân hàng/tổ chức tín dụng và là nguồn cung vốn quan trọng nhất cho các doanh nghiệp. Tuy nhiên, tỷ trọng này nhỏ hơn ở cuộc điều tra doanh nghiệp nhỏ và vừa (khoảng 23%) cho thấy những khó khăn hơn của đối tượng doanh nghiệp này khi tiếp cận với tín dụng ngân hàng.

**Hình 2.14: Nguồn vốn huy động của các doanh nghiệp**



*Nguồn:* Tính toán từ điều tra doanh nghiệp nhỏ và vừa và điều tra 1.200 doanh nghiệp.

Cân lưu ý là không phải tất cả các doanh nghiệp đều có nhu cầu vay vốn và nộp đơn vay vốn ngân hàng. Trong tổng số doanh nghiệp trong mẫu điều tra 1.200 doanh nghiệp, chỉ có 58,4% doanh nghiệp nộp đơn vay vốn ngân hàng. Tỷ lệ này tăng lên theo quy mô của doanh nghiệp, trong khi chỉ có 50% doanh nghiệp nhỏ và vừa nộp đơn vay vốn thì tỷ lệ đối với doanh nghiệp quy mô lớn là 70%. Tỷ lệ này cũng thay đổi lớn theo hình thức sở hữu của doanh nghiệp, trong đó doanh nghiệp nhà nước và doanh nghiệp tư nhân có tỷ lệ nộp đơn vay vốn lần lượt là 68% và 60%, trong khi tỷ lệ này đối với doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài chỉ là 48% (xem Bảng 2.7). Theo Báo cáo Đặc điểm môi trường kinh doanh Việt Nam

2015 thì có 25% số doanh nghiệp nộp hồ sơ vay vốn chính thức và 15% gặp khó khăn trong việc vay vốn.

**Bảng 2.7: Tỷ lệ doanh nghiệp nộp đơn vay vốn ngân hàng**

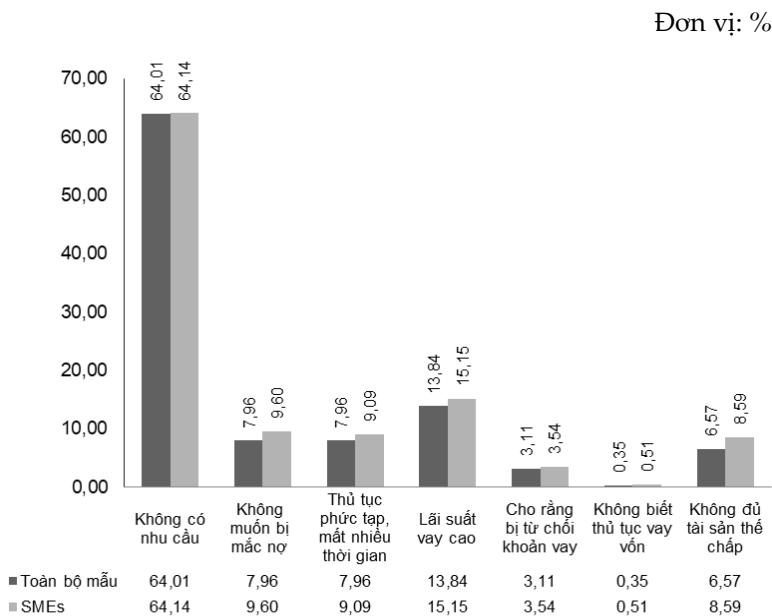
						Đơn vị: %
	Quy mô doanh nghiệp		Hình thức sở hữu doanh nghiệp		Tổng số	
	Doanh nghiệp nhỏ	Doanh nghiệp lớn	Doanh nghiệp khu vực nhà nước	Doanh nghiệp FDI		
<b>Doanh nghiệp có nộp đơn vay vốn ngân hàng không</b>						
	và vừa	lớn	khu vực nhà nước	khu vực FDI	khu vực tư nhân	
Không	50,25	30,23	32,00	51,58	39,70	41,58
Có	49,75	69,77	68,00	48,42	60,30	58,42

Nguồn: Số liệu điều tra 1.200 doanh nghiệp, thực hiện năm 2017.

Hình 2.15 cho thấy, những nguyên nhân tại sao các doanh nghiệp không vay vốn tín dụng. Đối với các doanh nghiệp nói chung và các doanh nghiệp nhỏ và vừa không vay vốn ngân hàng, loại trừ lý do không có nhu cầu (64,01% và 64,14%) và không muốn bị mắc nợ (7,96% và 9,6%), thì các lý do cơ bản không vay vốn ngân hàng là do lãi suất vay cao (13,84% và 15,15%), thủ tục vay còn phức tạp, mất nhiều thời gian (7,96% và 9,09%) và không đủ tài sản thế chấp (6,57% và 8,59%). Tương tự với kết quả này, trong Báo cáo Đặc điểm môi trường kinh doanh của doanh nghiệp nhỏ và vừa năm 2015 cũng cho kết luận rằng một tỷ lệ lớn các doanh nghiệp không có nhu cầu vay vốn (54%) hoặc không

muốn phát sinh nợ (23%); các lý do từ phía ngân hàng như: tỷ lệ lãi suất cao (8,6%) hay quy trình cho vay khó khăn (8,9%) và một số lý do xuất phát từ bản thân doanh nghiệp: thiếu tài sản thế chấp (4,6%) hay do đang nợ quá nhiều (1,5%).

**Hình 2.15: Các lý do tại sao doanh nghiệp không vay vốn ngân hàng thương mại**



Nguồn: Số liệu điều tra 1.200 doanh nghiệp, thực hiện năm 2017.

Trong mẫu điều tra nghiên cứu, trong số các doanh nghiệp có nộp đơn vay vốn, có 21% cho biết mình bị từ chối cho vay; 30% được chấp nhận một số hồ sơ; 25% doanh

nghiệp được giải ngân toàn bộ các hồ sơ vay vốn và 24% đang chờ kết quả từ ngân hàng thương mại/tổ chức tín dụng. Điều này cho thấy đối với các doanh nghiệp có nhu cầu vay vốn, có gần 50% số doanh nghiệp vay được vốn từ các ngân hàng/tổ chức tín dụng, còn lại hơn 50% số doanh nghiệp phải quay về với các kênh vốn không chính thức như vay người thân, bạn bè, tín dụng đen. Đối với một số doanh nghiệp ngay cả khi vay được vốn từ ngân hàng/tổ chức tín dụng nhưng không đáp ứng đủ 100% nhu cầu vốn thì vẫn tiếp cận thêm từ các nguồn phi chính thức. Theo kết quả điều tra, 79,63% đối với các doanh nghiệp nhỏ và vừa và khoảng 22,45% trên tổng số doanh nghiệp được điều tra có nhu cầu tiếp cận cả hai nguồn chính thức và phi chính thức.

### *1.2. Các rào cản cấp độ vi mô bên ngoài doanh nghiệp ảnh hưởng đến khả năng tiếp cận vốn tín dụng ngân hàng*

Về rào cản khi tiếp cận nguồn vốn tín dụng ngân hàng, kết quả điều tra 1.200 doanh nghiệp cho thấy một số khó khăn mà doanh nghiệp đánh giá là nghiêm trọng như lãi suất cho vay; các chi phí ngoài lãi và phi chính thức; các thủ tục hành chính để tiếp cận tín dụng; tài sản bảo đảm; hay mạng lưới quan hệ của doanh nghiệp với các ngân hàng thương mại.

- *Lãi suất cho vay.*

Về phía các ngân hàng thương mại, lãi suất cho vay hiện nay được xác định căn cứ vào điểm tín dụng, chất lượng tài

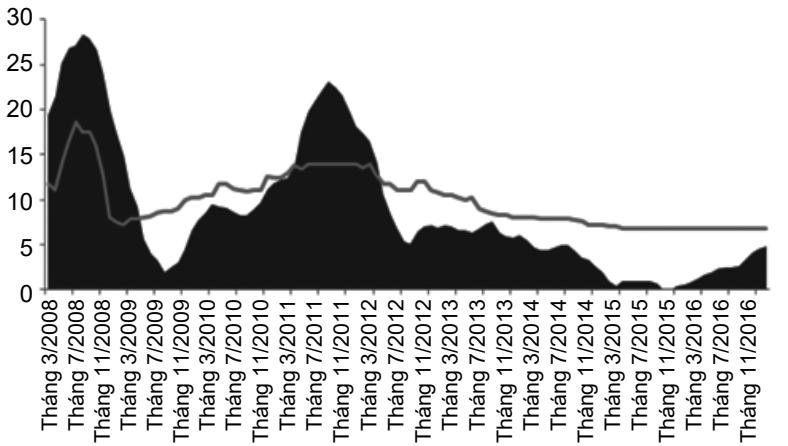
sản bảo đảm và phương án sử dụng vốn vay và hầu như không phân biệt các loại hình doanh nghiệp. Theo quy định về Hệ thống xếp hạng tín dụng nội bộ tại Thông tư số 02/2013/TT-NHNN và sửa đổi, bổ sung tại Thông tư số 09/2014/TT-NHNN thì tất cả các tổ chức tín dụng đều phải chấm điểm tín dụng cho các khách hàng doanh nghiệp. Căn cứ vào điểm tín dụng, đại đa số các ngân hàng này đưa ra mức lãi suất như nhau đối với các doanh nghiệp có cùng điểm tín dụng cho dù mức độ rủi ro khác nhau của phương án sử dụng vốn. Việc chấm điểm tín dụng dựa vào phương pháp chuyên gia nên thực tế này dẫn đến sự dàn đều về lãi suất đối với các doanh nghiệp có mức độ rủi ro khác nhau. Đây là điểm khác biệt giữa ngân hàng trong nước và ngân hàng nước ngoài. Theo kết quả phỏng vấn các chuyên gia đang quản lý tín dụng doanh nghiệp tại các ngân hàng nước ngoài (HSBC, ANZ) và chi nhánh ngân hàng nước ngoài (ngân hàng Tokyo-Mitsubishi UFJ - chi nhánh thành phố Hà Nội), lãi suất cho vay được xác lập cho từng khách hàng doanh nghiệp dựa trên điểm xếp hạng tín dụng, mức độ rủi ro của phương án vay và chất lượng của tài sản bảo đảm. Như vậy, doanh nghiệp có mức độ rủi ro thấp sẽ được hưởng lãi suất thấp hơn so với doanh nghiệp có tiềm ẩn rủi ro cao, chính sách lãi suất này tạo động cơ cho các doanh nghiệp có hoạt động kinh doanh ở mức an toàn dễ dàng tiếp cận nguồn tài chính từ ngân hàng với chi phí lãi thấp nhận được.

Tuy nhiên, do những biến động kinh tế vĩ mô cũng như những tồn tại của hệ thống tài chính tiền tệ, mặt bằng lãi suất của Việt Nam ở mức cao và khó giảm sâu.

Về cơ bản, lãi suất tăng mạnh trong giai đoạn 2009-2011 do Ngân hàng Nhà nước áp dụng chính sách thắt chặt tiền tệ khi lạm phát của nền kinh tế tăng cao đã dẫn tới hiện tượng khan hiếm vốn và đẩy các ngân hàng vào cuộc đua lãi suất cho dù Ngân hàng Nhà nước đã đưa ra nhiều chính sách để hạn chế tình trạng tăng lãi suất. Cụ thể, năm 2011, lãi suất cho vay sản xuất kinh doanh bình quân khoảng 17-20%/năm và tăng lên tới 25%/năm đối với khoản vay lĩnh vực phi sản xuất. Ngược lại, sau giai đoạn khủng hoảng, từ năm 2012 đến năm 2014, mặt bằng lãi suất liên tục giảm khi các chỉ số kinh tế vĩ mô như GDP và lạm phát đều tốt lên, tạo đà cho các ngân hàng giảm lãi suất nhằm hỗ trợ sự phát triển của các doanh nghiệp, qua đó thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Trong giai đoạn này, Ngân hàng Nhà nước liên tục giảm trần lãi suất huy động, tạo điều kiện cho các ngân hàng giảm lãi suất cho vay xuống 16% năm 2012, 13% năm 2013 và 10% năm 2014. Từ năm 2015 đến nay, mặt bằng lãi suất được duy trì tương đối ổn định, mặc dù gần đây lãi suất huy động VND trung, dài hạn có xu hướng tăng lên do các ngân hàng cần huy động nguồn vốn trung và dài hạn để đáp ứng quy định của Thông tư 06.

**Hình 2.16: Diễn biến lãi suất trung bình của kỳ hạn  
trên 12 tháng 2008-2016**

Đơn vị: %

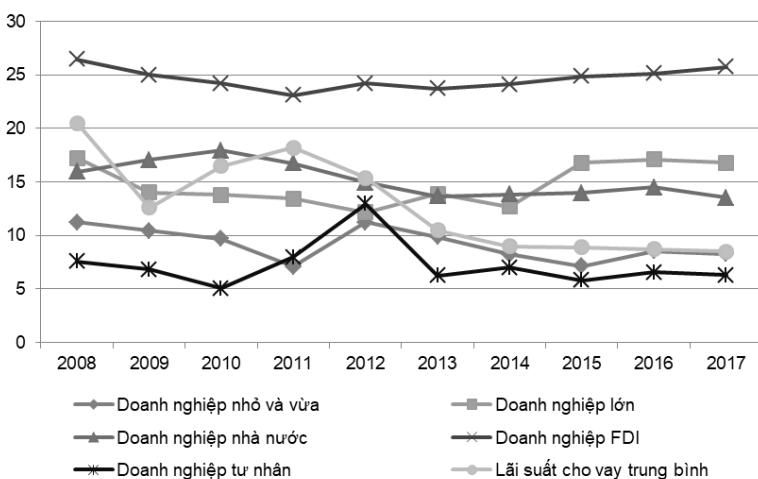


Nguồn: Ngân hàng Lien Viet Post Bank.

Với biến động lãi suất như trên, các doanh nghiệp đánh giá lãi suất cao là một khó khăn lớn khi tiếp cận tín dụng ngân hàng. Trong những năm cuối thời kỳ nghiên cứu, mặc dù lãi suất cho vay có xu thế giảm dần và ổn định, nhưng mặt bằng lãi suất đối với các khoản vay từ ngân hàng vẫn cao hơn tỷ lệ sinh lời của các doanh nghiệp tư nhân và doanh nghiệp nhỏ và vừa; và cao hơn so với mặt bằng lãi suất ở các nước trong khu vực. Các doanh nghiệp FDI hoạt động ở Việt Nam ít gặp vấn đề hơn về lãi suất ngân hàng so với các doanh nghiệp trong nước, bởi các doanh nghiệp FDI thường có thể vay vốn được từ các nguồn nước ngoài hoặc từ các ngân hàng ở nước đầu tư với mức lãi suất thấp hơn

nhiều. Ví dụ, các doanh nghiệp FDI Nhật Bản có thể vay vốn với mức lãi suất 3,3%/năm, các doanh nghiệp FDI Đài Loan và Hàn Quốc vay vốn ở mức lãi suất 2,9% và 4,7%/năm. Tại các nước khác, lãi suất cho vay doanh nghiệp là 6,6% ở Trung Quốc, 6,9% ở Thái Lan và 4,9% ở Malaysia; trong khi đó, mức lãi suất mà các doanh nghiệp tư nhân Việt Nam phải trả khi vay vốn ngân hàng là 8-10%/năm (Ngân hàng Nhà nước, 2017). Mức lãi suất mà các doanh nghiệp tư nhân phải trả cao gần gấp hai lần so với mức tỷ lệ lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) của các doanh nghiệp trong nước (xem Hình 2.17).

**Hình 2.17: ROE của các doanh nghiệp so sánh với lãi suất cho vay của các ngân hàng thương mại**



Nguồn: Báo cáo Thường niên Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2008-2018), Báo cáo thường niên của Vietcombank và Techcombank (2008-2018), Báo cáo thường niên doanh nghiệp Việt Nam của VCCI (2013-2018), TCTK và tổng hợp của tác giả.

- Chi phí không chính thức.

Theo điều tra VCCI (2015), việc doanh nghiệp phải chi các chi phí không chính thức như “bồi dưỡng” cán bộ ngân hàng còn phổ biến với tỷ lệ 64% ở các doanh nghiệp siêu nhỏ, 56% doanh nghiệp nhỏ và 49% doanh nghiệp vừa, trong khi tỷ lệ này của các doanh nghiệp lớn chỉ là 30%. Tỷ lệ này cũng cao nhất đối với các doanh nghiệp tư nhân là 72%. Đồng thời, chi phí không chính thức chưa có dấu hiệu giảm thiểu hiện qua tỷ lệ doanh nghiệp được khảo sát phải chi trả chi phí này vẫn tăng, từ mức 50% năm 2013 lên 65% năm 2015. Riêng chi phí không chính thức này có thể chiếm tới hơn 10% tổng doanh thu của các doanh nghiệp tham gia khảo sát với tỷ trọng ngày càng tăng (năm 2015 là 11%, tăng 1% so với năm 2014). Có tới 65% doanh nghiệp cho biết “tình trạng những nhiễu khi giải quyết thủ tục cho doanh nghiệp còn phổ biến”.

Tương tự, kết quả khảo sát 2.600 doanh nghiệp nhỏ và vừa thuộc ngành công nghiệp chế biến, chế tạo năm 2015 của CIEM, UNU-WIDER và Viện Nghiên cứu Lao động và Xã hội cho thấy 43% doanh nghiệp phản ánh phải trả các khoản chi không chính thức. Lý giải vấn đề này, trong giai đoạn 2009-2012, khi cuộc chạy đua lãi suất bùng nổ thì các chi phí phi chính thức bắt đầu tăng cao bởi ngân hàng phải huy động một lượng vốn với chi phí đất đẻ, song lại không thể cho vay quá nhiều so với yêu cầu của thị trường, làm phát sinh các chi phí ngầm như các chi phí “lót tay” hoặc thậm chí các khoản vốn vay ngắn hạn, nhỏ sẽ bị từ chối cung cấp.

Điều này lại làm phát sinh các vấn đề: (1) nếu thời gian giải ngân nhanh thì chi phí ngầm sẽ tăng cao, tức là doanh nghiệp phải tăng chi phí vốn; và (2) nếu trả chi phí thấp, doanh nghiệp buộc phải chờ đợi.

**Bảng 2.8: Các chi phí không chính thức đối với doanh nghiệp**

	Báo cáo PCI năm 2015			Điều tra 1.200 doanh nghiệp năm 2017	
	Tỷ lệ doanh nghiệp trả chi phí không chính thức (%)	Tỷ lệ doanh nghiệp dành hơn 10% doanh thu cho các khoản chi phí không chính thức (%)	Tỷ lệ doanh nghiệp cho rằng hiện tượng nhưng nhiều khi giải quyết thủ tục là phổ biến (%)	Tỷ lệ doanh nghiệp phải chi trả các khoản chi phí phi chính thức để tiếp nhận khoản vay chính thức lớn nhất (%)	Tỷ lệ chi phí phi chính thức so với giá trị khoản vay (%)
<b>Theo quy mô doanh nghiệp</b>					
Doanh nghiệp siêu nhỏ	62	11	65	3,6	3,2
Doanh nghiệp nhỏ	68	13	66	5,2	5,3
Doanh nghiệp vừa	70	10	62	8,3	1,3
Doanh nghiệp lớn	69	7	60	2,4	2
<b>Theo hình thức sở hữu</b>					
Doanh nghiệp nhà nước	58	5	52	2,8	1,9

	Báo cáo PCI năm 2015			Điều tra 1.200 doanh nghiệp năm 2017	
	Tỷ lệ doanh nghiệp chi trả chi phí không chính thức (%)	Tỷ lệ doanh nghiệp dành hơn 10% doanh thu cho các khoản chi phí không chính thức (%)	Tỷ lệ doanh nghiệp cho rằng hiện tượng những nhiễu khi giải quyết thủ tục là phổ biến (%)	Tỷ lệ doanh nghiệp phải chi trả các khoản chi phí phi chính thức để tiếp nhận khoản vay chính thức lớn nhất (%)	Tỷ lệ chi phí phi chính thức so với giá trị khoản vay (%)
Doanh nghiệp tư nhân	72	17	74	6,9	4,5
Doanh nghiệp FDI	63	9	63	4,1	2,6
Chung	65	11	65	6,4	3,8

Nguồn: Số liệu từ Báo cáo PCI 2015, Điều tra 1.200 doanh nghiệp.

Tuy nhiên, theo điều tra 1.200 doanh nghiệp thực hiện năm 2017 thì tỷ lệ doanh nghiệp phải chi trả các khoản chi phí phi chính thức để tiếp nhận khoản vay chính thức lớn nhất ở mức thấp chỉ với 3,6% ở các doanh nghiệp siêu nhỏ, doanh nghiệp nhỏ và vừa lần lượt là 5,2% và 8,3%; ở doanh nghiệp lớn là 2,4%. Và các chi phí phi chính thức này chiếm khoảng 3,2% với doanh nghiệp siêu nhỏ; 5,3% đối với doanh nghiệp nhỏ, doanh nghiệp vừa là 1,3% và các doanh nghiệp lớn khoảng 2%. Theo hình thức sở hữu, tỷ lệ chi phí phi chính thức so với giá trị khoản vay đối với doanh nghiệp tư nhân là lớn nhất chiếm 4,5% giá trị khoản vay và đối với

doanh nghiệp nhà nước và doanh nghiệp FDI tỷ lệ này lần lượt là 1,9% và 2,6%. Điều này có thể được lý giải bởi trên thực tế sau giai đoạn thanh khoản hệ thống khó khăn và các ngân hàng chạy đua lãi suất, các ngân hàng thương mại đã có thanh khoản dồi dào hơn cùng với chính sách tiền tệ nới lỏng. Trong khi đó, nền kinh tế khó khăn khiến nhu cầu vay vốn của các doanh nghiệp không quá lớn, theo đó các khoản chi phí ngầm để có thể tiếp cận vốn ngân hàng đã không còn quá phổ biến.

Tuy nhiên, đối với doanh nghiệp nhỏ và vừa, đặc biệt là các doanh nghiệp siêu nhỏ, nhỏ - và kể cả doanh nghiệp vừa vẫn phải bỏ ra chi phí “lót tay” khi vay vốn ngân hàng nếu cần vốn nhanh. Nguyên nhân của tình trạng này là khi hoạt động của các tổ chức tín dụng, đặc biệt là các công ty tài chính phát triển quá nhanh đối với cho vay tiêu dùng, việc giải ngân trong thời gian rất ngắn làm lãi suất các khoản vay này tăng lên cao – có những trường hợp lên đến trên 100%/năm. Điều này làm rất nhiều ngân hàng thương mại chấp nhận tăng dư nợ của hoạt động này để thu được nhiều lợi nhuận, nhưng lại làm cho nguồn vốn chuyển dần sang khách hàng cá nhân. Vì vậy, nếu nhóm doanh nghiệp siêu nhỏ và nhỏ muốn tiếp cận các khoản vốn từ phía các tổ chức tín dụng sẽ phải chấp nhận các khoản chi phí chìm khác nhau.

- *Thủ tục cho vay.*

Quá trình xin vay vốn tại ngân hàng đòi hỏi nhiều văn bản giấy tờ, đặc biệt là các yêu cầu xây dựng và chứng minh

hiệu quả của phương án/dự án sản xuất kinh doanh đang vượt quá khả năng của nhiều doanh nghiệp, nhất là các doanh nghiệp tư nhân, doanh nghiệp nhỏ và vừa. Khảo sát PCI năm 2015 của VCCI cho thấy, từ 43% đến 64% số doanh nghiệp nhỏ và vừa được khảo sát phải đối mặt phiền hà về thủ tục và bồi dưỡng cán bộ ngân hàng, trong khi đó tỷ lệ này ở các doanh nghiệp lớn chỉ ở mức 30-32%. Đối với các doanh nghiệp tư nhân là 52-58%, tỷ lệ này là thấp nhất đối với các doanh nghiệp nhà nước là 39-41%. Theo Điều tra 1.200 doanh nghiệp năm 2017 thì tỷ lệ các doanh nghiệp được hỏi cho rằng các thủ tục hành chính tiếp cận tín dụng ngân hàng còn phức tạp và mất thời gian có xu hướng giảm so với điều tra của VCCI năm 2015, nhưng vẫn ở mức tương đối cao (35,5% với các doanh nghiệp siêu nhỏ, doanh nghiệp nhỏ và vừa lần lượt là 29,7% và 42,4%; đối với doanh nghiệp lớn là 33,3%) (xem Bảng 2.9).

**Bảng 2.9: Thủ tục vay vốn ngân hàng và phí không chính thức**

	Báo cáo PCI năm 2015	Điều tra 1.200 doanh nghiệp năm 2017
	% doanh nghiệp được hỏi cho rằng thủ tục phiền hà	% doanh nghiệp được hỏi cho rằng các thủ tục hành chính tiếp cận tín dụng ngân hàng còn phức tạp và mất thời gian
<b>Theo quy mô doanh nghiệp</b>		
Doanh nghiệp siêu nhỏ	59	64
Doanh nghiệp nhỏ	50	56
		35,5
		29,7

	Báo cáo PCI năm 2015	Điều tra 1.200 doanh nghiệp năm 2017
	% doanh nghiệp được hỏi cho rằng thủ tục phiên bản	% doanh nghiệp được hỏi cho rằng bối cảnh cán bộ ngân hàng là phổ biến
Doanh nghiệp vừa	43	49
Doanh nghiệp lớn	32	30
<b>Theo hình thức sở hữu</b>		
Doanh nghiệp nhà nước	39	41
Doanh nghiệp tư nhân	52	58
Doanh nghiệp FDI	43	46

Nguồn: Số liệu từ Báo cáo PCI năm 2015, Điều tra 1.200 doanh nghiệp năm 2017.

Thực tế hiện nay, trên cơ sở Thông tư số 39/2016/TT-NHNN quy định về hoạt động cho vay của tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài đối với khách hàng, các ngân hàng thương mại xây dựng chính sách, thủ tục cho vay ở mỗi ngân hàng với những đối tượng khách hàng khác nhau. Tuy nhiên, chính sách vay vốn từ phía các ngân hàng thương mại thường khó khăn, không linh hoạt: thời gian thẩm định, phê duyệt hồ sơ kéo dài, qua nhiều cấp, thủ tục rườm rà, giải ngân chậm, đôi khi không theo sát tiến độ dự án, yêu cầu nhiều giấy tờ chứng minh mục đích vay vốn, thời gian vay vốn ngắn không phù hợp với vòng đời dự án,...

Chẳng hạn đối với Agribank khi cho doanh nghiệp vay vốn thì cần đáp ứng các thủ tục giấy tờ như: Hồ sơ pháp lý: hồ sơ thành lập công ty, giấy tờ góp vốn, quyết định thành lập, giấy chứng nhận đăng ký kinh doanh, giấy phép đầu tư, điều lệ, văn bản ủy quyền người đại diện theo pháp luật,...; Hồ sơ kinh tế: báo cáo tài chính 2-3 năm gần nhất (bản có xác nhận của cơ quan nhà nước có thẩm quyền), chi tiết các tài khoản, doanh nghiệp phải có lãi (nếu lỗ phải có phương án khắc phục lỗ khả thi), phương án vay vốn chi tiết - điều này gây khó khăn đặc biệt là đối với các doanh nghiệp mới thành lập; Hồ sơ tài sản bảo đảm: đầy đủ giấy tờ liên quan đến tài sản bảo đảm theo quy định của pháp luật; Hồ sơ giải ngân: hiện nay theo Thông tư số 21/2017/TT-NHNN của Ngân hàng Nhà nước về phương thức giải ngân vốn vay, 100% món giải ngân phải qua tài khoản, thanh toán trực tiếp cho bên thụ hưởng (trừ hoạt động thu mua nông thủy sản từ người dân) gây khó khăn cho doanh nghiệp trong cung cấp chứng từ giải ngân...

Ở một số ngân hàng cổ phần, hồ sơ vay vốn ở chi nhánh làm xong phải chuyển toàn bộ về hội sở để chờ phê duyệt. Ngoài ra, trong quá trình quan hệ vay vốn, ngân hàng còn thường xuyên kiểm tra thực trạng sử dụng vốn vay, tình hình hoạt động của doanh nghiệp thông qua các số liệu báo cáo mà doanh nghiệp cung cấp hàng tháng, hàng quý, điều này có thể gây bất tiện cho doanh nghiệp.

- *Yêu cầu về tài sản bảo đảm.*

Một trong những điểm nghẽn chính không thể nâng cao khả năng tiếp cận vốn ngân hàng là yêu cầu về tài sản bảo đảm. Rất nhiều doanh nghiệp, đặc biệt là doanh nghiệp tư nhân, doanh nghiệp nhỏ và vừa gần như không có hoặc có mà không đủ tài sản bảo đảm cho nhu cầu vay vốn của mình. Khảo sát của VCCI năm 2015 cũng cho kết quả tương tự, theo đó gần 90% doanh nghiệp được hỏi đồng tình với nhận định “Không thể vay vốn nếu không có tài sản bảo đảm”, dù tỷ lệ này có giảm 6-8% so với năm 2015.

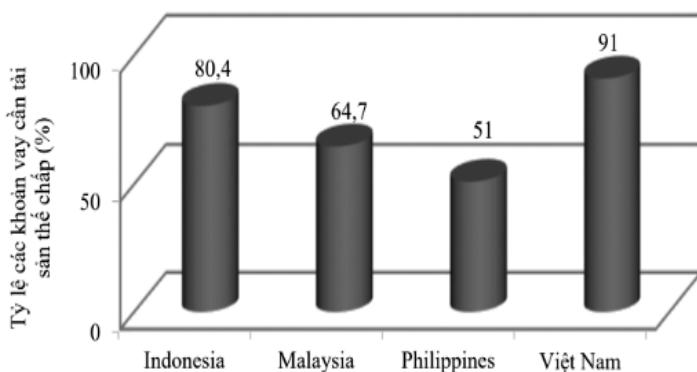
Bên cạnh việc thiếu tài sản bảo đảm, doanh nghiệp còn đối mặt với khó khăn là có tài sản nhưng không có đủ giấy tờ hợp pháp, hợp lệ để làm các thủ tục thế chấp. Điển hình là các trường hợp doanh nghiệp được giao đất sử dụng, nhưng chưa được cấp giấy tờ chứng minh quyền sở hữu đất; hay doanh nghiệp có hợp đồng thuê đất trả tiền hàng năm, nhưng lại không được thế chấp đất đai đó để vay vốn ngân hàng; hoặc các tài sản của doanh nghiệp không nằm trong danh mục được ngân hàng chấp thuận làm tài sản bảo đảm. Một số loại tài sản vô hình của doanh nghiệp như nhãn hiệu doanh nghiệp, tài sản sở hữu trí tuệ (bí quyết kinh doanh, quy trình sản xuất đặc biệt,...); chưa có cơ chế/hướng dẫn cụ thể cho phép được sử dụng làm tài sản thế chấp vay vốn ngân hàng.

Theo số liệu điều tra trong mẫu 1.200 doanh nghiệp cho thấy, loại tài sản thế chấp được yêu cầu từ phía các tổ chức tín dụng khi doanh nghiệp nộp hồ sơ xin vay phổ biến nhất

vẫn là đất, nhà thuộc sở hữu của doanh nghiệp chiếm khoảng 38,47%; máy móc thiết bị có tỷ trọng khoảng 26,46%; tài sản cá nhân là 24,51% và còn lại là các khoản phải thu, hàng tồn kho là 10,55%. Đây là rào cản lớn khiến các doanh nghiệp nhỏ và vừa khó khăn trong việc tiếp cận vốn vay từ ngân hàng/các tổ chức tín dụng, do các doanh nghiệp khó có thể đáp ứng được các tài sản thế chấp theo yêu cầu của các tổ chức tín dụng, bởi phần lớn mặt bằng sản xuất, máy móc trang thiết bị của các doanh nghiệp nhỏ và vừa là đi thuê.

Ngoài ra, so sánh với các nước trong khu vực ASEAN, tỷ lệ khoản vay cần tài sản thế chấp của Việt Nam đang ở mức cao nhất (Hình 2.18).

**Hình 2.18: Tỷ lệ các khoản vay cần tài sản thế chấp  
năm 2015**



Nguồn: Điều tra doanh nghiệp của WB, 2015.

Yêu cầu về giá trị tài sản bảo đảm so với giá trị khoản vay ở Việt Nam cũng ở mức khá cao so với các nước

ASEAN. Tỷ lệ giá trị tài sản bảo đảm so với giá trị khoản vay của Việt Nam bình quân là 217%, cao hơn nhiều so với mức 180% của Malaysia hay mức 157% của Philippines. Các doanh nghiệp càng nhỏ thì tỷ lệ này yêu cầu càng cao, từ 211% đến 229% so với mức tỷ lệ 203% của doanh nghiệp lớn.

**Bảng 2.10: Giá trị tài sản bảo đảm so với giá trị khoản vay năm 2015**

Quốc gia	Doanh nghiệp nhỏ	Doanh nghiệp vừa	Doanh nghiệp lớn	Bình quân	Đơn vị: %
Indonesia	238,6	253,1	228,3	241,1	
Malaysia	134,8	226,8	348,0	179,4	
Phillippines	144,5	191,2	128,9	156,7	
Việt Nam	229,0	210,9	202,6	217,3	

Nguồn: Điều tra doanh nghiệp của WB, 2015.

Một lý do khác làm tăng rào cản tài sản bảo đảm là ngân hàng có thể thêm nguồn thu, không hề nhỏ và không hề rủi ro, đó là phí thẩm định tài sản bảo đảm thu ngay khi nhận hồ sơ. Nếu rút đi điều kiện về tài sản bảo đảm thì phía ngân hàng cũng mất đi một khoản phí dịch vụ không hề nhỏ này. Ở góc độ khác, các tiêu chí để thẩm định tài sản bảo đảm thường đầy đủ, cụ thể, rõ ràng hơn so với tiêu chí thẩm định phương án vay vốn. Đánh giá tính khả thi của phương án vay vốn khó hơn nhiều thẩm định giá trị tài sản bảo đảm. Chính vì vậy, khi đánh giá đề nghị vay vốn từ

khách hàng, cán bộ ngân hàng thường ưu tiên bám sát vào kết quả thẩm định tài sản bảo đảm.

- *Mạng lưới quan hệ và sự “phân biệt đối xử”.*

Giai đoạn trước năm 2012 – trước khi có Đề án cơ cấu lại các tổ chức tín dụng, các ngân hàng thương mại nhà nước và ngân hàng thương mại cổ phần có cùng chủ sở hữu với doanh nghiệp thường tạo điều kiện cho các doanh nghiệp cùng chủ sở hữu với ngân hàng dễ dàng tiếp cận nguồn tín dụng ngân hàng. Các ngân hàng thương mại nhà nước và ngân hàng thương mại cổ phần quy mô lớn tạo điều kiện tiếp cận vốn cho các doanh nghiệp lớn, chủ yếu là các doanh nghiệp nhà nước, dễ dàng tiếp cận tín dụng. Những doanh nghiệp nhỏ và vừa, các doanh nghiệp tư nhân gặp nhiều khó khăn khi đối diện với sự “phân biệt đối xử” này.

Tuy nhiên, sau khi có Đề án cơ cấu lại các tổ chức tín dụng, Thông tư số 39/2016/TT-NHNN và Thông tư số 43/2016/TT-NHNN đã hoàn thiện hơn chính sách tín dụng, không phân biệt các loại hình doanh nghiệp. Các doanh nghiệp có thể tiếp cận vốn từ ngân hàng miễn là có xếp hạng tín dụng tốt và tuân thủ các nguyên tắc tín dụng. Ngoài ra, Thông tư số 39/2016/TT-NHNN của Ngân hàng Nhà nước về hoạt động cho vay của tổ chức tín dụng và chi nhánh ngân hàng nước ngoài cũng đã chính thức quy định việc cung cấp thông tin cho khách hàng trước khi xác lập hợp đồng vay là nghĩa vụ của tổ chức tín dụng. Khoản 1, Điều 16 trong Thông tư số 39/2016/TT-NHNN liệt kê 7 đầu mục thông tin mà tổ chức tín dụng có trách nhiệm phải cung cấp cho khách

hàng vay (cá cá nhân và doanh nghiệp), bao gồm lãi suất cho vay; nguyên tắc và các yếu tố xác định, thời điểm xác định lãi suất cho vay đối với trường hợp áp dụng lãi suất cho vay có điều chỉnh; lãi suất áp dụng đối với dư nợ gốc bị quá hạn; lãi suất áp dụng đối với lãi chậm trả; phương pháp tính lãi tiền vay; loại phí và mức phí áp dụng đối với khoản vay; và các tiêu chí xác định khách hàng vay vốn theo lãi suất cho vay ưu đãi đối với nhu cầu vốn cho một số lĩnh vực sản xuất kinh doanh. Thời điểm cung cấp các thông tin này là một thời điểm thích hợp trước khi hai bên ký hợp đồng vay. Kết hợp Điều 16 với Điều 14 của Thông tư số 39/2016/TT-NHNN cho thấy, khách hàng được tổ chức tín dụng cung cấp các thông tin nêu trên mà không phải trả bất cứ khoản phí nào. Đây là một bước đột phá mới về mặt pháp luật hướng tới việc bảo vệ khách hàng vay. Việc được cung cấp thông tin khi vay vốn có thể giúp bên vay - nhất là những khách hàng ít kinh nghiệm về tín dụng như các doanh nghiệp nhỏ và vừa - lường trước được rủi ro gắn với việc thực hiện các cam kết của mình trong hợp đồng vay, qua đó giúp phòng ngừa tình trạng vỡ nợ hay phá sản về sau.

Sự gia tăng nhanh chóng loại hình doanh nghiệp nhỏ và vừa, doanh nghiệp siêu nhỏ đã thu hút sự quan tâm của ngân hàng thương mại, chủ yếu là các ngân hàng thương mại trong nước. Các điều kiện ưu đãi về lãi suất, cấp tín dụng có bảo đảm một phần, cho phép thấu chi lớn,... là những ưu đãi mà một số ngân hàng thương mại (như Vietinbank, Vietcombank, VPBank,...) dành cho doanh

nghiệp nhỏ và vừa nếu có phương án sử dụng vốn hiệu quả. Với sự gia tăng nhanh chóng về số lượng doanh nghiệp nhỏ và vừa trong thời gian qua, các ngân hàng trong nước đều muốn hướng tới đối tượng khách hàng này nhằm đa dạng hóa thu nhập. Một số đại diện của ngân hàng thương mại (như VPBank hay Techcombank) chia sẻ việc giám sát sử dụng vốn của các doanh nghiệp nhỏ và vừa dễ dàng hơn so với giám sát doanh nghiệp nhà nước trước đây.

Mặc dù các loại hình doanh nghiệp bình đẳng khi tiếp cận vốn của tổ chức tín dụng về pháp lý, nhưng nếu xem xét các điều kiện tín dụng cụ thể thì lợi thế dường như vẫn thuộc về các doanh nghiệp nhà nước với lợi thế về quy mô và bảo lãnh từ các cơ quan quản lý, có mạng lưới quan hệ chặt chẽ với các cơ quan quản lý và ngân hàng thương mại. Khi không có những lợi thế này, doanh nghiệp nhỏ và vừa vẫn gặp nhiều rào cản trong tiếp cận vốn vay từ ngân hàng.

Theo số liệu điều tra 1.200 doanh nghiệp thực hiện năm 2017, tỷ lệ tiếp cận được nguồn vốn từ ngân hàng thương mại đối với các doanh nghiệp lớn chủ yếu là các doanh nghiệp nhà nước trong mẫu điều tra rất cao, vào khoảng 89,2%. Số liệu trên Thuyết minh báo cáo tài chính của các ngân hàng cũng cho thấy tỷ trọng dư nợ của doanh nghiệp tư nhân chiếm dưới 2% tổng dư nợ của ngân hàng thương mại. Ví dụ, tỷ trọng dư nợ của doanh nghiệp tư nhân, công ty trách nhiệm hữu hạn, công ty cổ phần của Vietcombank năm 2018 lần lượt là 1,84%, 22,25% và 28,64%; số liệu này

của Techcombank lần lượt là 0,2%, 21,62% và 27,01% trong cùng năm. Theo kết quả Khảo sát doanh nghiệp năm 2016 của VCCI, tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu tỷ lệ thuận với quy mô doanh nghiệp. Các doanh nghiệp vừa và lớn (đa số là doanh nghiệp nhà nước) có tỷ lệ này cao nhất, khoảng 3,5-3,6 lần năm 2015 cho thấy cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp này phụ thuộc nhiều vào các khoản nợ. Trong khi đó, tỷ lệ này ở các doanh nghiệp siêu nhỏ và nhỏ lần lượt là 1,7 lần và 2,8 lần trong năm 2015. Tỷ lệ nợ của công ty trách nhiệm hữu hạn và công ty cổ phần tương đương nhau, đều xấp xỉ 2 lần; doanh nghiệp tư nhân có tỷ lệ này thấp hơn một chút, ở mức 1,8 lần. Trong khi đó tỷ lệ nợ ở các công ty hợp danh là thấp nhất, chỉ là 0,98 lần.

## **2. Rào cản cấp độ vi mô bên ngoài doanh nghiệp tác động đến khả năng tiếp cận thị trường tài chính**

### ***2.1. Khả năng tiếp cận thị trường tài chính***

Hình 2.14 cho thấy, tỷ trọng vốn huy động từ phát hành trái phiếu/cổ phiếu chiếm tỷ trọng thấp nhất trong cơ cấu nguồn vốn huy động (chỉ 10% trong điều tra 1.200 doanh nghiệp và 5% trong Điều tra doanh nghiệp nhỏ và vừa), phản ánh việc tiếp cận thị trường tài chính của các doanh nghiệp Việt Nam còn rất hạn chế. Số liệu điều tra 1.200 doanh nghiệp cũng cho thấy các doanh nghiệp đánh giá việc tiếp cận nguồn vốn từ phát hành cổ phiếu/trái phiếu là khó khăn nhất (xem Bảng 2.11).

**Bảng 2.11: Mức độ khó khăn của doanh nghiệp khi tiếp cận các nguồn vốn**

Nguồn vốn	Điểm đánh giá mức độ khó khăn của doanh nghiệp <sup>1</sup>
Phát hành cổ phiếu/trái phiếu	3,46
Ngân hàng thương mại/tổ chức tín dụng	3,19
Gia đình/bạn bè/người quen	2,98
Tín dụng thương mại	2,76
Các quỹ đầu tư	2,64
Vay trên thị trường phi chính thức khác	2,51

*Nguồn:* Tính toán từ số liệu điều tra 1.200 doanh nghiệp, thực hiện năm 2017.

Sự khó khăn của các doanh nghiệp, đặc biệt là các doanh nghiệp nhỏ và vừa, khi phát hành cổ phiếu/trái phiếu cũng được lý giải một phần do sự mất cân đối của thị trường tài chính. Khu vực ngân hàng vẫn được xem là chủ đạo trong hệ thống tài chính. Trong khi đó, thị trường vốn còn nhỏ, chậm phát triển với quy mô vốn hóa của thị trường cổ phiếu và trái phiếu, nhất là trái phiếu doanh nghiệp đều thấp hơn so với hầu hết các nước trong khu vực và các nước cùng mức thu nhập. Mức độ phát triển của thị trường vốn Việt Nam còn thấp khiến doanh nghiệp khó chủ động trong việc tiếp cận nguồn vốn từ các nhà đầu tư. Sự mất cân đối giữa thị trường trái phiếu chính phủ và trái phiếu doanh nghiệp, trong đó thị trường trái phiếu doanh nghiệp chưa phát triển là điểm bất lợi lớn của doanh nghiệp, đặc biệt là doanh nghiệp tư nhân.

---

1. Thang đánh giá từ 1-5 trong đó 5 là khó khăn nghiêm trọng nhất.

Trong mẫu nghiên cứu, chỉ có 4,17% tổng số doanh nghiệp điều tra là đã có niêm yết trên thị trường chứng khoán. Trong tổng số này, tỷ lệ niêm yết đối với doanh nghiệp nhỏ và vừa chỉ là 1,27% trong khi với doanh nghiệp lớn là 7,97%. Với những doanh nghiệp chưa niêm yết thì có 75,23% doanh nghiệp không có ý định niêm yết, nguyên nhân chính là do doanh nghiệp gặp nhiều khó khăn khi tiếp cận thị trường vốn. Phân tích chi tiết hơn cũng cho thấy 78% doanh nghiệp nhỏ và vừa không có ý định niêm yết trong 5 năm tới, nhiều hơn so với tỷ lệ 70,74% ở doanh nghiệp lớn. Về hình thức sở hữu, doanh nghiệp nhà nước cũng có xu hướng niêm yết nhiều hơn với 34,38% doanh nghiệp chưa niêm yết không có ý định niêm yết trong 5 năm tới, trong khi tỷ lệ này với khu vực tư nhân và khu vực FDI lần lượt là 77,61% và 77,89% (xem Bảng 2.12).

**Bảng 2.12: Tỷ lệ doanh nghiệp không có ý định niêm yết trong 5 năm tới**

Ý định niêm yết của doanh nghiệp trong 5 năm tới	Quy mô doanh nghiệp		Hình thức sở hữu doanh nghiệp			Tổng số
	Doanh nghiệp nhỏ và vừa	Doanh nghiệp lớn	Doanh nghiệp khu vực nhà nước	Doanh nghiệp khu vực FDI	Doanh nghiệp khu vực tư nhân	
Doanh nghiệp có ý định niêm yết trong 5 năm tới (%)	21,34	29,60	65,63	22,11	22,39	24,77
Doanh nghiệp không có ý định niêm yết trong 5 năm tới (%)	78,66	70,40	34,38	77,89	77,61	75,23

Nguồn: Số liệu điều tra 1.200 doanh nghiệp, thực hiện năm 2017.

## 2.2. Các rào cản cấp độ vi mô bên ngoài doanh nghiệp ảnh hưởng đến khả năng tiếp cận thị trường tài chính

Bảng 2.13 cho thấy, rào cản cấp độ vi mô lớn nhất sau khi tiếp cận tài chính từ thị trường chứng khoán của các doanh nghiệp là các điều kiện pháp lý đối với doanh nghiệp phát hành quá cao (51,26% số doanh nghiệp điều tra đồng ý); sau đó là các thủ tục hành chính của hoạt động phát hành trái phiếu phức tạp và mất thời gian (45,13%); thủ tục hành chính của hoạt động phát hành cổ phiếu phức tạp và mất thời gian (43,29%); chi phí phát hành cổ phiếu chính thức quá cao (42,50%); doanh nghiệp không đáp ứng được yêu cầu minh bạch/công bố thông tin (37,08%).

**Bảng 2.13: Mức độ đồng ý với rào cản và trở ngại sau khi tiếp cận tài chính từ thị trường chứng khoán của doanh nghiệp**

Lý do	Tỷ lệ đồng ý (%)
Các điều kiện pháp lý đối với doanh nghiệp phát hành quá cao	51,26
Thủ tục hành chính của hoạt động phát hành trái phiếu phức tạp và mất thời gian	45,13
Thủ tục hành chính của hoạt động phát hành cổ phiếu phức tạp và mất thời gian	43,29
Chi phí phát hành cổ phiếu chính thức quá cao	42,50
Chi phí phát hành cổ phiếu phi chính thức quá cao	41,34
Chi phí phát hành trái phiếu chính thức quá cao	40,19
Doanh nghiệp không đáp ứng được yêu cầu minh bạch/công bố thông tin	37,08
Chi phí phát hành trái phiếu phi chính thức quá cao	35,12

Nguồn: Số liệu điều tra 1.200 doanh nghiệp, thực hiện năm 2017.

- Các điều kiện pháp lý đối với doanh nghiệp phát hành.

Để được niêm yết chứng khoán, doanh nghiệp phải đáp ứng được những điều kiện chặt chẽ về mặt tài chính, hiệu quả sản xuất kinh doanh cũng như cơ cấu tổ chức và quản trị doanh nghiệp. Do đó, những công ty được niêm yết trên thị trường thường là những công ty có hoạt động sản xuất kinh doanh tốt, có uy tín và có điều kiện thuận lợi tiếp cận kênh huy động vốn dài hạn. Huy động theo cách này, doanh nghiệp không phải thanh toán lãi vay cũng như phải trả vốn gốc giống như việc vay nợ, từ đó sẽ rất chủ động trong việc sử dụng nguồn vốn huy động được cho mục tiêu và chiến lược dài hạn của mình.

Về phía các doanh nghiệp, trên thực tế, đa số công ty niêm yết đăng ký giao dịch tại hai sở giao dịch chứng khoán có quy mô vốn còn thấp, hiệu quả sử dụng vốn không cao, tiềm năng kinh doanh và phát triển còn hạn chế, hoạt động kinh doanh chưa bền vững làm hạn chế khả năng huy động vốn, đặc biệt là dòng vốn đầu tư bên ngoài từ các tổ chức tài chính quốc tế có quy mô lớn. Mặc dù đã có trên 1.500 công ty niêm yết và đăng ký giao dịch trên thị trường chứng khoán nhưng có tới 55% các công ty có vốn điều lệ dưới 200 tỷ đồng. Theo quy định tại Nghị định số 58/2012/NĐ-CP thì điều kiện về vốn điều lệ tối thiểu đối với công ty niêm yết tại Sở Giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh là 120 tỷ đồng, tại Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội chỉ là 30 tỷ đồng. Quy mô vốn nhỏ cũng làm cho nhiều cổ phiếu có tính đại chúng thấp, kém thanh khoản và dễ trở thành đối tượng để thao túng trên thị trường chứng khoán.

Hoạt động kinh doanh của một số công ty niêm yết không ổn định, sức chịu đựng trước những thách thức, khó khăn kinh tế còn hạn chế. Hoạt động quản trị công ty, công bố thông tin còn bất cập làm nhà đầu tư mất niềm tin. Mặc dù các công ty niêm yết đã có hệ thống quản trị rủi ro nhưng thực chất vận hành chưa hiệu quả, chưa bảo vệ đầy đủ lợi ích của cổ đông thiểu số, ngăn ngừa các hành vi thao túng doanh nghiệp của cổ đông lớn. Các công ty có quy mô vốn nhỏ thường không đủ khả năng tuân thủ chặt chẽ các chuẩn mực về quản trị công ty hoặc xây dựng hệ thống quản trị, kiểm soát rủi ro có hiệu quả.

Về phía những quy định pháp lý, hiện nay, đối với doanh nghiệp là công ty không đại chúng, khi phát hành chứng khoán tuân thủ theo các điều kiện của Luật Doanh nghiệp năm 2014 và Nghị định số 90/2011/NĐ-CP ngày 14/10/2011 của Chính phủ quy định về phát hành trái phiếu doanh nghiệp và đã được thay thế bằng Nghị định số 163/2018/NĐ-CP ngày 04/12/2018 quy định về phát hành trái phiếu đối với doanh nghiệp. Đối với các công ty đại chúng, nếu phát hành trái phiếu riêng lẻ thì tuân thủ theo các điều kiện giống công ty không đại chúng, nếu phát hành cổ phiếu riêng lẻ, phát hành cổ phiếu, trái phiếu ra công chúng thì tuân thủ theo các quy định của Luật Chứng khoán và Nghị định số 60/2015/NĐ-CP ngày 26/6/2015 của Chính phủ sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định số 58/2012/NĐ-CP ngày 20 tháng 7 năm 2012 của Chính phủ quy định chi tiết và hướng dẫn thi hành một số điều của

Luật Chứng khoán và Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật Chứng khoán. Trong thực tế, một số quy định trong các văn bản quy phạm pháp luật điều tiết việc phát hành chứng khoán, đặc biệt là phát hành riêng lẻ đã gây ra những cản trở, khó khăn nhất định cho các doanh nghiệp như:

i) Doanh nghiệp muốn phát hành trái phiếu riêng lẻ phải đáp ứng điều kiện “phải có lãi năm tài chính trước khi phát hành”, quy định này đã trở thành rào cản thực sự với các doanh nghiệp đang gặp khó khăn và muốn sử dụng trái phiếu như một công cụ để cấu trúc lại.

ii) Quy định về “các đợt chào bán cổ phần hoặc trái phiếu chuyển đổi riêng lẻ phải cách nhau ít nhất 6 tháng”, vô hình trung gây khó khăn cho doanh nghiệp trong quá trình cần huy động vốn gấp để phục vụ cho hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp trong khi đã có sẵn các nhà đầu tư sẵn sàng mua tiếp cổ phiếu chào bán.

Cũng liên quan đến những quy định pháp lý, vấn đề về room của các nhà đầu tư nước ngoài hiện nay cũng đang là vấn đề khiến các doanh nghiệp khó có thể kêu gọi vốn thêm từ các nhà đầu tư nước ngoài. Theo Điều 2a – tỷ lệ sở hữu nước ngoài trên thị trường chứng khoán Việt Nam, Nghị định số 60/2015/NĐ-CP ngày 26/6/2015 của Chính phủ quy định sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định số 58/2012/NĐ-CP ngày 20/7/2012 của Chính phủ quy định chi tiết và hướng dẫn thi hành một số điều của Luật Chứng khoán và Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật Chứng khoán thì nhà đầu tư nước ngoài được quyền nói room,

nâng tỷ lệ sở hữu (FOL) và mua chứng khoán không hạn chế, trừ một số trường hợp các doanh nghiệp kinh doanh có điều kiện. Doanh nghiệp được quyền tự quyết việc nâng tỷ lệ sở hữu của khối ngoại mà không cần thông qua Đại hội đồng cổ đông trừ khi điều lệ quy định. Nhưng tính từ ngày Nghị định số 60/2015/NĐ-CP có hiệu lực từ ngày 01/9/2015, đến cuối năm 2018, trên HoSE chỉ có 25 công ty có FOL đạt 100%, có 317 công ty có FOL đạt 49% và 8 công ty có FOL là 30%. Lý giải cho vấn đề chưa nâng FOL lên 100% là do còn vướng mắc nhiều thủ tục, còn gặp khó khăn trong việc xác định ngành nghề kinh doanh có điều kiện. Đồng thời, giao dịch mua bán cổ phiếu hằng ngày của nhà đầu tư nước ngoài làm thay đổi tỷ lệ cổ phiếu do nhà đầu tư nước ngoài trong công ty thay đổi dẫn đến khó khăn trong việc xác định vị trí pháp lý của công ty là công ty trong nước hay nước ngoài. Và một nghịch lý đang tồn tại trên thị trường là đối với các doanh nghiệp hết room cho các nhà đầu tư ngoại thì tỷ lệ P/E thấp nhất thị trường (chỉ được định giá P/E là 8,6 thấp hơn so với mức 9,5 của nhóm 751 cổ phiếu còn lại), điều này đã ảnh hưởng tiêu cực đến chi phí huy động vốn của công ty.

- *Thủ tục chào bán chứng khoán.*

Thủ tục chào bán cổ phần riêng lẻ còn nhiều điểm chưa rõ ràng, khiến các doanh nghiệp lúng túng khi thực hiện, cụ thể:

i) Liên quan tới hồ sơ chào bán cổ phần riêng lẻ của công ty chưa đại chúng phải gửi tới cơ quan đăng ký kinh doanh

theo Điều 123 Luật Doanh nghiệp năm 2014, nhưng trong luật không quy định cụ thể hồ sơ phải nộp là bản chính hay bản sao và trong Nghị định số 60/2015/NĐ-CP và các nghị định hướng dẫn thi hành Luật Doanh nghiệp cũng không có bất kỳ quy định nào đề cập tới vấn đề này. Nội dung bắt buộc phải có trong thông báo chào bán cổ phần riêng lẻ vừa thừa (quy định phải có “họ tên, chữ ký của người đại diện theo pháp luật của công ty”) lại vừa thiếu (không yêu cầu phải có nội dung về số lượng nhà đầu tư dự kiến chào bán, tiêu chí lựa chọn nhà đầu tư, thời hạn thực hiện chào bán...); không quy định rõ hình thức phản hồi của cơ quan đăng ký kinh doanh (bằng văn bản hay hình thức cụ thể nào khác) sau khi nhận được hồ sơ chào bán của tổ chức phát hành.

ii) Đối với quy định về thủ tục chào bán cổ phần riêng lẻ của công ty đại chúng tại khoản 5 Điều 1 Nghị định số 60/2015/NĐ-CP cũng xảy ra tình trạng tương tự khi không quy định rõ thông báo của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước đến tổ chức phát hành có phải bằng văn bản không? Điều này vô hình trung đặt nhẹ trách nhiệm của các cơ quan quản lý đối với các tổ chức phát hành và tạo điều kiện làm nảy sinh sự tùy tiện trong quá trình thực hiện.

iii) Còn chưa thống nhất giữa các văn bản pháp luật liên quan tới yêu cầu phong tỏa tài khoản đối với tổ chức phát hành thực hiện chào bán cổ phần riêng lẻ. Theo khoản 5 Điều 1 Nghị định số 60/2015/NĐ-CP quy định tổ chức phát hành phải gửi báo cáo kết quả đợt phát hành cho Ủy ban Chứng khoán Nhà nước trong thời hạn 10 ngày kể từ ngày

kết thúc đợt chào bán, kèm theo xác nhận của ngân hàng thương mại nơi mở tài khoản phong tỏa về số tiền thu được từ đợt chào bán. Trong khi đó, theo quy định tại điểm đ khoản 2 Điều 4 Nghị định số 108/2013/NĐ-CP ngày 23/9/2013 của Chính phủ quy định xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực chứng khoán và thị trường chứng khoán, tổ chức phát hành thực hiện hành vi “giải tỏa hoặc sử dụng số tiền thu được từ đợt chào bán trước khi Ủy ban Chứng khoán Nhà nước có thông báo bằng văn bản về việc xác nhận kết quả chào bán” sẽ bị phạt từ 70.000.000 đồng đến 100.000.000 đồng. Tuy nhiên, trách nhiệm gửi thông báo bằng văn bản về việc xác nhận kết quả chào bán của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước cho tổ chức phát hành lại không được quy định trong một văn bản pháp luật nào. Điều này rất dễ dẫn tới các tổ chức phát hành bị xử phạt nếu không chú ý.

- *Yêu cầu về minh bạch/công bố thông tin.*

Hoạt động huy động vốn trên thị trường chứng khoán đòi hỏi tính minh bạch về công bố thông tin đối với các doanh nghiệp. Tuy nhiên, các rào cản trong yêu cầu về minh bạch thông tin chủ yếu xuất phát từ chính các doanh nghiệp phát hành. Nhiều tổ chức phát hành chưa kịp thời công bố thông tin theo yêu cầu, nội dung thông tin công bố không đầy đủ, không chính xác, chất lượng báo cáo tài chính đã kiểm toán không cao, khiến cho thị trường chưa thật sự minh bạch, tiềm ẩn rủi ro và làm sụt giảm lòng tin của nhà đầu tư... Điều đó sẽ gây cản trở cho hoạt động huy động vốn trên thị trường chứng khoán, cụ thể là:

i) Tình trạng tuân thủ quy định về công bố thông tin của một số đối tượng còn hạn chế. Nhiều công ty chưa thực hiện đúng và đầy đủ các quy định của pháp luật về công bố thông tin. Ngoài ra, một số cổ đông lớn, cổ đông nội bộ và người có liên quan cũng vi phạm việc công bố thông tin giao dịch, hoặc sử dụng việc công bố thông tin để lạm dụng thị trường...

ii) Chất lượng thông tin công bố vẫn chưa được cải thiện nhiều. Thông tin công bố còn sơ sài, không đầy đủ. Rất ít các doanh nghiệp chủ động công bố thông tin về tình hình thực hiện các dự án đầu tư hay thực hiện kế hoạch chiến lược của công ty. Thông tin tài chính vẫn chưa thực sự tin cậy, báo cáo tài chính chưa kiểm toán được công bố tại nhiều công ty có sự chênh lệch lớn so với báo cáo tài chính được kiểm toán. Ngay cả báo cáo tài chính được kiểm toán cũng còn nhiều sai sót so với chuẩn mực kế toán và kiểm toán. Nhiều khoản mục quan trọng có ảnh hưởng lớn không được thuyết minh đầy đủ. Thông tin về giao dịch của công ty đại chúng với các bên liên quan của thành viên Hội đồng quản trị, công ty con, công ty mẹ gần như không được công bố bởi các công ty cũng như không được đề cập trên thuyết minh báo cáo tài chính.

iii) Kênh công bố thông tin còn phân tán, chưa hình thành một hệ thống quản lý và cung cấp thông tin thống nhất, đồng bộ cho toàn bộ các doanh nghiệp niêm yết. Các sàn giao dịch chứng khoán chưa có phần mềm chuyên dụng công bố thông tin để giảm bớt thời gian lưu chuyển thông

tin, quản lý thông tin công bố tốt hơn và tránh được các sai sót có thể xảy ra.

iv) Chất lượng báo cáo tài chính cũng như chất lượng hoạt động của một số công ty kiểm toán được chấp thuận kiểm toán đối với các công ty đại chúng, công ty niêm yết, công ty chứng khoán còn thấp, dẫn tới việc phản ánh sai lệch bản chất, tình hình hoạt động của tổ chức phát hành, công ty chứng khoán; từ đó gây ra những tiềm ẩn rủi ro cho hoạt động cũng như sự bền vững và lòng tin của thị trường chứng khoán.

- *Chi phí tài chính chính thức và phi chính thức (phát hành cổ phiếu và trái phiếu).*

Nhìn chung, chi phí tài chính trong phát hành chứng khoán là một trong những yếu tố có tác động lớn đến doanh nghiệp phát hành khi muốn tiếp cận vốn qua kênh chứng khoán. Một số yếu tố có thể trở thành rào cản cho quá trình phát hành của doanh nghiệp, cụ thể:

i) Quy mô phát hành ngày càng tăng, kỳ hạn gói thầu đa dạng, tuy nhiên trái phiếu trúng thầu chủ yếu là các kỳ hạn ngắn, chiếm đến hơn 90% trong danh mục nợ, khó xác định đường cong lãi suất chuẩn. Điều này sẽ tác động đến quá trình hạch toán chi phí phát hành của doanh nghiệp.

ii) Kỹ thuật xác định giá đấu chưa hợp lý, dẫn tới giá đấu thầu xa rời giá trị thực của cổ phiếu, có thể gây thất thoát cho ngân sách nhà nước hoặc quyền lợi của nhà đầu tư không được bảo đảm. Giá đấu hình thành trên cơ sở cung cầu của thị trường, tuy nhiên do đặc điểm của thị trường

chứng khoán Việt Nam chủ yếu là các nhà đầu tư không chuyên nghiệp, vì vậy mức giá này chịu tác động mạnh của diễn biến thị trường tại thời điểm đấu giá. Trong trường hợp thị trường chứng khoán đang sụt giảm thì giá trị của doanh nghiệp bị định giá thấp, thậm chí việc đấu giá sẽ không thành công nếu giá khởi điểm quá cao, ảnh hưởng tới nguồn thu của ngân sách nhà nước từ cổ phần hóa. Ngược lại, trong trường hợp thị trường chứng khoán đang tăng cao, sức ép của thị trường, sẽ đẩy mức giá thành công tiếp tục lên cao, tiềm ẩn rủi ro sụt giảm giá và thiệt hại đối với nhà đầu tư nhỏ lẻ. Giá đấu hình thành không hợp lý, sẽ dẫn tới tình trạng là: không tối đa hóa khoản thu cho người bán (Nhà nước, tổ chức phát hành); không thỏa mãn tối đa nhu cầu đối với cổ phiếu phát hành; và không bảo đảm một thị trường thứ cấp lành mạnh, tiềm ẩn rủi ro cho nhà đầu tư cá nhân ít kinh nghiệm và gây mất niềm tin cho thị trường chứng khoán nói chung.

### III- THỰC TRẠNG RÀO CẢN TÀI CHÍNH TIỀN TỆ CẤP ĐỘ VĨ MÔ, THẾ CHẾ

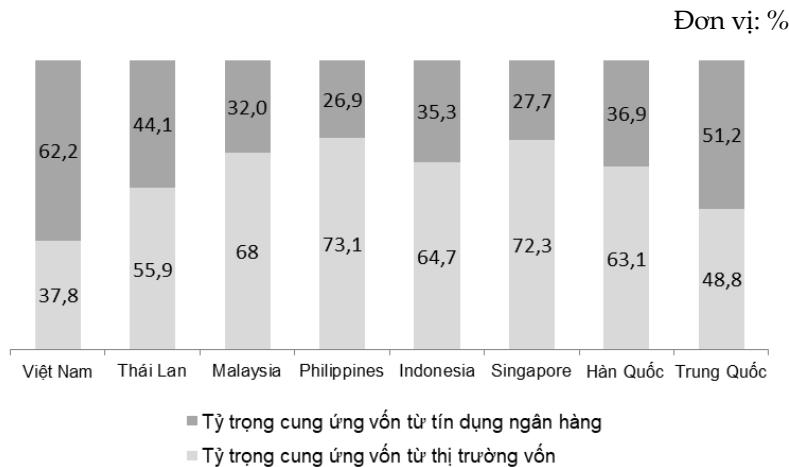
#### 1. Rào cản từ thế chế tài chính

##### 1.1. Cấu trúc của hệ thống tài chính tiền tệ

Tính đến cuối năm 2018, quy mô tài sản của các tổ chức tài chính Việt Nam khoảng 200% GDP, trong đó tỷ trọng tài sản của các tổ chức tín dụng khoảng 95%, còn lại là các doanh nghiệp bảo hiểm và các công ty chứng khoán, công ty

quản lý quỹ. Đến cuối năm 2018, cung ứng vốn từ hệ thống tổ chức tín dụng chiếm 2/3 tổng lượng cung ứng vốn ra nền kinh tế Việt Nam (tỷ trọng này của các nước khu vực châu Á khoảng 30-40%). Trong khi đó, thị trường vốn mới chiếm hơn 1/3 vốn cung ứng cho nền kinh tế (các thị trường trong khu vực ASEAN: bình quân chiếm 2/3 tổng cung ứng vốn). Vốn hóa thị trường cổ phiếu còn nhỏ so với các thị trường khu vực (các thị trường khu vực: 93% - 243% GDP, ngoại trừ Indonesia). Dư nợ thị trường trái phiếu còn nhỏ (40% GDP) so với một số thị trường khu vực như Thái Lan (81%), Singapore (91%), Malaysia (108%). Trong đó dư nợ thị trường trái phiếu doanh nghiệp mới đạt 8,7% GDP (các thị trường trái phiếu doanh nghiệp châu Á: bình quân 22% GDP).

**Hình 2.19: Tỷ trọng cung ứng vốn từ thị trường vốn và tín dụng ngân hàng của một số nước**



Nguồn: ADB, WB.

Từ Hình 2.19 có thể thấy, ngân hàng vẫn là nơi cung cấp vốn chủ yếu cho nền kinh tế; hệ thống tài chính tiền tệ của Việt Nam là *hệ thống tài chính dựa chủ yếu vào ngân hàng* (bank-based). Trong cấu trúc này, các doanh nghiệp sẽ chủ yếu dựa vào hệ thống ngân hàng thương mại/tổ chức tín dụng để tài trợ cho nhu cầu vốn của mình, bao gồm cả vốn dài hạn. Điều này gây nên sức ép lớn đến hệ thống các ngân hàng thương mại, theo đó các rào cản tài chính tiền tệ đối với doanh nghiệp sẽ gia tăng khi nhu cầu cao hơn khả năng cung ứng. Thị trường tài chính còn kém phát triển cũng sẽ khiến các nhu cầu về vốn dài hạn của doanh nghiệp không được đáp ứng đầy đủ, các doanh nghiệp cũng không có động lực để có thông tin minh bạch và rõ ràng, làm tăng các chi phí giám sát của các trung gian tài chính và các nhà đầu tư tiềm năng, các vấn đề như thông tin bất đối xứng hay rủi ro đạo đức cũng gia tăng.

Hệ thống các ngân hàng thương mại khó đáp ứng được hết nhu cầu vốn của các doanh nghiệp cũng như còn tồn tại nhiều rào cản đến khả năng tiếp cận của các doanh nghiệp, trong khi thị trường vốn còn chưa phát triển, khiến cho nhiều doanh nghiệp, đặc biệt là doanh nghiệp nhỏ và vừa phải tiếp cận nguồn vốn phi chính thức từ bạn bè, người thân, vay các công ty, vay cầm đồ, thậm chí phải vay nặng lãi. Những hạn chế này của cấu trúc tài chính là rào cản tạo lập và phát triển môi trường kinh doanh ổn định và an toàn cho hoạt động của doanh nghiệp, hạn chế doanh nghiệp tiếp cận với nguồn vốn chính thức, làm gia tăng rủi ro và hệ lụy

của rủi ro cho doanh nghiệp trong tìm kiếm nguồn lực tài chính từ nguồn phi chính thức.

### *1.2. Hệ thống pháp luật và môi trường pháp lý*

Tính đến thời điểm hiện tại, hệ thống luật pháp của Việt Nam được đánh giá là tương đối đầy đủ để vận hành hệ thống tài chính hoạt động. Theo đó đã có Luật Ngân sách nhà nước, Luật Ngân hàng Nhà nước, Luật Các tổ chức tín dụng, Luật Kinh doanh bảo hiểm, Luật Chứng khoán, Luật Doanh nghiệp, Luật Đầu tư. Tuy nhiên, vẫn đề quản lý nhà nước chưa thực sự đồng bộ và thống nhất. Một số tổ chức có quy mô hoạt động tín dụng rất lớn nhưng không chịu sự chi phối của Luật Các tổ chức tín dụng và sự giám sát rất hạn chế của Ngân hàng Nhà nước như Ngân hàng Phát triển Việt Nam và các quỹ đầu tư phát triển địa phương. Các hoạt động tín dụng phi chính thức được điều chỉnh theo quy định của Bộ luật Dân sự. Pháp luật hiện hành chưa có quy định cụ thể về hoạt động cho vay dựa trên nền tảng công nghệ tài chính, chưa theo kịp sự ra đời và phát triển của loại hình kinh doanh này nên tiềm ẩn nhiều rủi ro đối với cả cơ quan quản lý, người dân và doanh nghiệp.

Ở Việt Nam, khung khổ pháp lý còn nhiều hạn chế, chưa nói đến quy định pháp luật điều tiết hoạt động tín dụng trên thị trường phi chính thức có ảnh hưởng tiêu cực đến khả năng tiếp cận vốn tín dụng của các doanh nghiệp. Có thể kể đến ở đây là quyền chủ nợ và cơ chế phá sản còn những tồn tại như: i) Vẫn còn bất cập lớn giữa luật pháp và thực thi

khung khổ cho vay có bảo đảm. Khung khổ pháp lý phân tán và không nhất quán. Tổ chức nước ngoài không thể thực sự nhận bảo đảm bằng quyền sử dụng đất (vì luật pháp Việt Nam không cho phép người nước ngoài sở hữu đất); ii) Quy trình thực thi cưỡng chế hoạt động sai lệch và xử lý tài sản còn mất nhiều thời gian và khó khăn. Việc tịch biên và thanh lý tài sản của người mắc nợ để thực hiện nghĩa vụ quyền đơn phương tịch biên tài sản của người mắc nợ. Vì không có những thủ tục tòa án rút gọn để xử lý các trường hợp thu mua nợ đơn giản; iii) Hệ thống phá sản doanh nghiệp hoạt động sai lệch và nhiều tòa án thương mại không tạo được niềm tin cho công chúng. Việt Nam có Luật Phá sản cho phép thực hiện cả hình thức thanh lý và cơ cấu lại tuy nhiên vẫn chưa hiệu quả.

Bên cạnh đó, khung khổ pháp lý cho tổ chức và hoạt động của thị trường tài chính của Việt Nam cũng chưa đầy đủ, đồng bộ và kém linh hoạt, khả năng tiếp cận thị trường của các doanh nghiệp còn chậm và bị hạn chế. Thị trường chứng khoán còn chưa hoàn thiện về cơ chế, chính sách về thuế, cơ chế tài chính và chuẩn mực kế toán. Thể chế tài chính liên quan đến thị trường chứng khoán, thị trường trái phiếu doanh nghiệp chưa tạo động lực cho các thị trường này phát triển; thể chế đối với thị trường chứng khoán phái sinh vẫn đang trong quá trình hình thành. Thị trường bảo hiểm thiếu các cơ chế, chính sách khuyến khích doanh nghiệp phát triển sản phẩm bảo hiểm để lấp đầy các mảng thị trường còn bỏ ngỏ; thị trường sản phẩm

hưu trí tự nguyện bổ sung, bảo hiểm nông nghiệp, ngư nghiệp còn sơ khai.

Ngoài ra, trách nhiệm quản lý việc huy động, sử dụng vốn từ đợt phát hành còn chịu sự điều chỉnh của nhiều văn bản pháp luật khác nhau, đôi khi chồng chéo, gây khó khăn cho công tác quản lý. Theo quy định của pháp luật, hoạt động chào bán chứng khoán chịu sự điều chỉnh của nhiều văn bản pháp lý khác nhau, dẫn đến việc có nhiều cơ quan quản lý có liên quan tới hoạt động phát hành, chào bán chứng khoán. Điều này vừa gây khó khăn vừa tạo thêm chi phí hành chính cho doanh nghiệp khi thực hiện việc huy động vốn trên thị trường chứng khoán; ngoài ra còn tạo sự chồng chéo trong công tác quản lý, giám sát hoạt động phát hành. Do có nhiều cơ quan tham gia quản lý hoạt động chào bán chứng khoán, nên việc theo dõi, giám sát hoạt động chào bán bị chồng chéo, tạo ra sự không thống nhất trong cách thức tiếp cận, cách xử lý và đôi khi dẫn tới sự không hiệu quả trong công tác quản lý chào bán và sử dụng vốn.

Khung pháp lý điều chỉnh hoạt động chào bán chứng khoán chưa hoàn thiện, chưa thống nhất. Trong khi yêu cầu về mặt pháp lý trong công tác quản lý đối với thị trường chứng khoán thường cao hơn đối với các văn bản quy phạm pháp luật khác thì Luật Chứng khoán và pháp luật về chứng khoán cũng phải bảo đảm phù hợp với các luật khác như Luật Doanh nghiệp, Luật Đầu tư... Do vậy, có những nội dung, yêu cầu cần quy định chặt chẽ hơn trong pháp luật chứng khoán hoặc ngược lại nhưng đã không thể vượt qua được các luật

khác liên quan. Ngoài ra, các doanh nghiệp chịu sự điều chỉnh bởi các quy định pháp luật chuyên ngành, thì ngoài việc phải tuân thủ quy định pháp luật về chứng khoán khi thực hiện chào bán, phát hành, còn phải tuân thủ và thực hiện theo trình tự, thủ tục quy định của pháp luật chuyên ngành và tại các cơ quan quản lý nhà nước khác nhau.

Trên thực tế, sự thiếu đồng bộ của quy định pháp luật, sự thiếu vắng vai trò trụ cột của cơ quan quản lý nhà nước, sự bất cập trong cơ chế phối hợp hoạt động và chia sẻ thông tin giữa các cơ quan quản lý nhà nước trong các lĩnh vực tài chính (ngân hàng, chứng khoán, bảo hiểm) và sự kém hiểu biết và khó khăn trong tiếp cận thông tin tài chính của doanh nghiệp là rào cản pháp lý khiến doanh nghiệp khó tiếp cận với các kênh vay vốn chính thức, trong đó có tín dụng ngân hàng và phải tìm đến các kênh phi chính thức thiếu ổn định và tiềm ẩn nhiều rủi ro.

### *1.3. Cơ sở hạ tầng tài chính*

Để hệ thống tài chính hoạt động hiệu quả, thực hiện được chức năng phân tán, phòng tránh rủi ro thì hệ thống thông tin là rất quan trọng. Thông tin minh bạch, đầy đủ và kịp thời sẽ giúp các thành viên tham gia thị trường phân tích và dự báo tốt hơn, giúp doanh nghiệp hoạt động hiệu quả hơn với rủi ro thấp hơn. Hiện nay, hệ thống thông tin tài chính cũng như hệ thống thông tin về các thành viên và thị trường tài chính ở Việt Nam còn thiếu và yếu; chưa có hệ thống lưu trữ thông tin tín dụng và xếp hạng tín nhiệm đủ

độ tin cậy; chưa có cơ quan xếp hạng tín dụng uy tín để hỗ trợ cho các doanh nghiệp dễ dàng hơn trong việc tiếp cận các nguồn vốn, hiện chỉ có Trung tâm thông tin tín dụng của Ngân hàng Nhà nước đang đảm nhận nhiệm vụ này.

Hệ tầng cơ sở công nghệ thông tin còn chưa hoàn thiện. Cơ chế thanh toán và bù trừ giao dịch chưa linh hoạt, các giao dịch trái phiếu chính phủ được bù trừ và thanh toán theo hình thức thanh toán bù trừ đa phương với thời gian thanh toán là T+1. Về mặt lý thuyết, chu kỳ thanh toán này là hiệu quả. Tuy nhiên, chưa linh hoạt khi áp dụng trong thực tiễn, đặc biệt khi các bên có nhu cầu được lựa chọn thời gian thanh toán khác, ví dụ như thanh toán trực tiếp (DVP) để phòng ngừa rủi ro nhưng hệ thống thanh toán không có lựa chọn này cho thành viên giao dịch.

Để đánh giá mức độ rủi ro của các doanh nghiệp phát hành trái phiếu cần có tổ chức độc lập đánh giá, đó là tổ chức xếp hạng tín nhiệm. Kết quả đánh giá của tổ chức xếp hạng tín nhiệm sẽ là cơ sở để các nhà đầu tư đưa ra quyết định đầu tư của mình. Việc hình thành các tổ chức xếp hạng tín nhiệm là cần thiết nhằm phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp minh bạch. Ở Việt Nam, Chính phủ cũng đã ban hành Nghị định số 88/2014/NĐ-CP ngày 26/9/2014 quy định về dịch vụ xếp hạng tín nhiệm. Theo đó, khung pháp lý cho sự ra đời của tổ chức xếp hạng tín nhiệm đã hình thành. Tuy nhiên, tính đến thời điểm hiện nay mới chỉ có 01 tổ chức xếp hạng tín nhiệm được Bộ Tài chính cấp phép hoạt động, đó là Công ty cổ phần Sài Gòn Phát Thịnh Rating. Sự thiếu

vắng của tổ chức xếp hạng tín nhiệm ở Việt Nam cũng được xem là một rào cản đối với các doanh nghiệp khi huy động vốn bằng trái phiếu để tăng thêm vốn mỏ rộng quy mô, giảm sự phụ thuộc vào vốn vay ngân hàng và cơ cấu lại vốn.

Tất cả các công ty trong nước niêm yết và không niêm yết hiện nay đều phải sử dụng các Chuẩn mực Kế toán Việt Nam (VAS). Đối chiếu với các tiêu chuẩn báo cáo tài chính quốc tế (IFRS), Việt Nam không áp dụng IFRS, hoặc IFRS dành cho doanh nghiệp nhỏ và vừa. Việt Nam cũng chưa thể hiện cam kết công khai về việc hỗ trợ chuyển sang áp dụng bộ chuẩn mực kế toán toàn cầu có chất lượng cao hơn. Doanh nghiệp nhỏ và vừa ở Việt Nam sử dụng chế độ kế toán cho doanh nghiệp nhỏ và vừa do Bộ Tài chính ban hành, được đơn giản hóa so với Chuẩn mực Kế toán Việt Nam. Ngoài ra, Chuẩn mực Kế toán Việt Nam (VAS) vẫn còn nhiều khác biệt, chưa theo kịp với Chuẩn mực Kế toán quốc tế (IAS). Do đó, tạo kẽ hở để một số tổ chức lợi dụng hạch toán sai bản chất giao dịch. Chẳng hạn một số định chế tài chính đã cấp tín dụng dưới các hình thức khác nhau và hạch toán ở các hạng mục khác nhau như tài sản cố định, phải thu khác, ủy thác đầu tư... Hệ thống kế toán và kiểm toán mới ở giai đoạn phát triển ban đầu và thiếu vắng văn hóa minh bạch cũng như trách nhiệm giải trình. Hiện tại chưa có đủ số kế toán viên được đào tạo tốt để có thể lập các báo cáo tài chính đáng tin cậy. Luật Kiểm toán độc lập mới được ban hành năm 2011 nhưng còn thiếu các quy định bắt buộc thi hành. Các biện pháp kỷ luật đối với đơn vị không thực hiện còn hạn chế.

Chất lượng báo cáo tài chính còn hạn chế, nhiều khoản mục chưa được thuyết minh rõ ràng hoặc hạch toán không đúng bản chất, nhiều khoản dự phòng giảm giá chưa được trích lập đầy đủ... Một vấn đề tồn tại nữa là chuẩn mực kế toán và chuẩn mực kiểm toán còn thấp, chưa hòa nhập với hệ thống chuẩn mực quốc tế. Đây là những rào cản cho việc bảo đảm cung cấp thông tin minh bạch về hoạt động của doanh nghiệp trên thị trường. Điều này là do các quy định về công khai thông tin còn lỏng lẻo và chế tài xử phạt nhẹ, không đủ sức răn đe tổ chức/cá nhân vi phạm.

Thêm nữa, việc duy trì hai hệ thống sổ sách, bao gồm một hệ thống được sử dụng trong nội bộ cho chủ sở hữu và người quản lý, một hệ thống để khai báo với các cơ quan quản lý và cơ quan thuế, là một thực tế phổ biến trong các doanh nghiệp tư nhân. Việc duy trì hai hệ thống sổ sách kế toán cho thấy các doanh nghiệp này chưa sẵn lòng tuân theo những thực tiễn kinh doanh lành mạnh, do đó làm suy yếu nền tảng mang tính đạo lý cần thiết để bảo đảm cho sự phát triển bền vững của doanh nghiệp. Những vấn đề này không chỉ gây khó khăn cho khả năng tiếp cận vốn mà còn cản trở sự tăng trưởng của doanh nghiệp.

## 2. Rào cản từ các thị trường tài chính

### 2.1. Quy mô của các thị trường tài chính

- Thực trạng quy mô của các thị trường tài chính.

Sau gần 20 năm phát triển của thị trường chứng khoán, quy mô phát triển của hai thị trường trái phiếu và cổ phiếu có sự khác biệt rõ rệt. Cổ phiếu đã trở thành công cụ huy

động vốn phổ biến của các doanh nghiệp, số lượng các doanh nghiệp niêm yết cũng như giá trị vốn hóa các doanh nghiệp và tỷ lệ phần trăm theo GDP tăng lên qua các năm. Số lượng các công ty niêm yết trên sở giao dịch khi thị trường chứng khoán Việt Nam bắt đầu đi vào hoạt động (tháng 7/2000) chỉ có hai cổ phiếu niêm yết là SAM và REE với vốn hóa thị trường chỉ đạt 986 tỷ đồng, chiếm 0,28% GDP vào năm 2000; thì đến cuối năm 2018, sau 18 năm hoạt động, đã có 749 cổ phiếu niêm yết trên hai sở giao dịch chứng khoán với mức vốn hóa thị trường hơn 3.000 tỷ đồng, chiếm 71,6% GDP, tăng 8,13% so với cuối năm 2017 và vượt chỉ tiêu năm 2020. Tốc độ tăng số lượng công ty niêm yết trên hai sàn giao dịch chứng khoán trong 4 năm gần đây ở mức rất thấp, khoảng từ 1,75% năm 2016 đến 5,05% năm 2018, trong khi tốc độ tăng vốn hóa thị trường trên 70% trong hai năm 2016 và 2017.

**Bảng 2.14: Số lượng các công ty cổ phần niêm yết và mức độ vốn hóa trên thị trường chứng khoán Việt Nam**

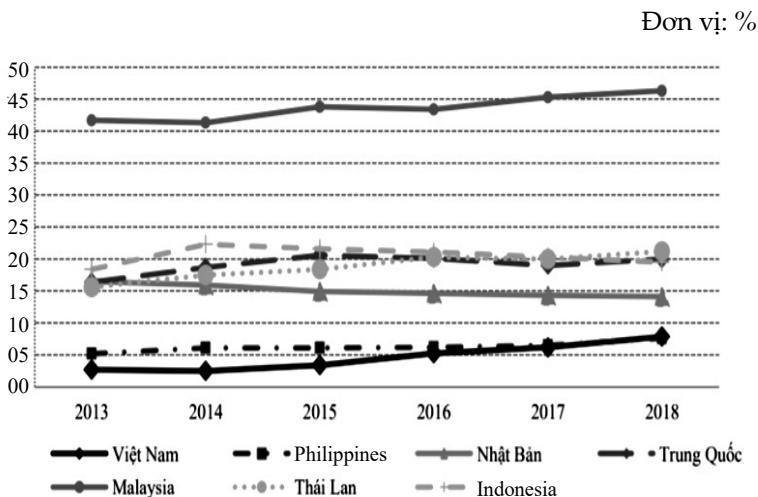
Tiêu chí	Đơn vị	2015		2016		2017		2018	
		HOSE	HNX	HOSE	HNX	HOSE	HNX	HOSE	HNX
Số lượng mã CKNN	mã	307	377	320	376	344	369	373	376
Tổng	mã	684		696		713		749	
Vốn hóa thị trường	Tỷ đồng	1.146.925	212.641	1.491.778	150.521	2.614.150	222.894	2.875.544	192.136
Tổng	Tỷ đồng	1.359.566		1.642.299		2.837.044		3.067.680	
% GDP	%	34,5		44		70		71,6	

Nguồn: UBCKNN; <https://www.hsx.vn/> và <https://www.hnx.vn/>

Tính tới hết quý I/2018, quy mô thị trường chứng khoán Việt Nam đã gia tăng nhanh chóng và đạt 191 tỷ USD, tương đương 95% GDP năm 2016, tăng 24,7% so với cuối năm 2017, gần bằng UAE, Philippines và vượt qua nhiều thị trường mới nổi như Qatar (131 tỷ USD), Pakistan (82 tỷ USD), Ai Cập (58 tỷ USD). Thanh khoản thị trường cũng tăng mạnh đạt mức bình quân 8.800 tỷ đồng/phíên trong quý I/2018, tăng 80% so với mức trung bình năm 2017.

Trái ngược với tốc độ tăng trưởng về quy mô, giá trị của thị trường cổ phiếu tính theo GDP thì thị trường trái phiếu, đặc biệt là trái phiếu doanh nghiệp có thể nói vẫn ở giai đoạn sơ khai của sự phát triển. Quy mô thị trường trái phiếu doanh nghiệp còn nhỏ so với kênh tín dụng ngân hàng và so với quy mô thị trường trái phiếu doanh nghiệp của các nước trong khu vực. Dư nợ mặc dù có sự tăng trưởng qua các năm nhưng trái phiếu doanh nghiệp/GDP vẫn ở mức rất thấp dưới 10%. Cụ thể, tính theo quy mô của nền kinh tế, khối lượng trái phiếu doanh nghiệp tăng từ 5,27% năm 2016 và 6,19% GDP năm 2017 lên 7,86% GDP năm 2018. Quy mô này được xem là chưa đáp ứng được nhu cầu đa dạng hóa danh mục trái phiếu của các tổ chức tài chính đặc biệt trong bối cảnh mặt bằng lợi suất trái phiếu Chính phủ vẫn ở mức thấp.

**Hình 2.20: Dư nợ trái phiếu doanh nghiệp/GDP các nước trong khu vực**



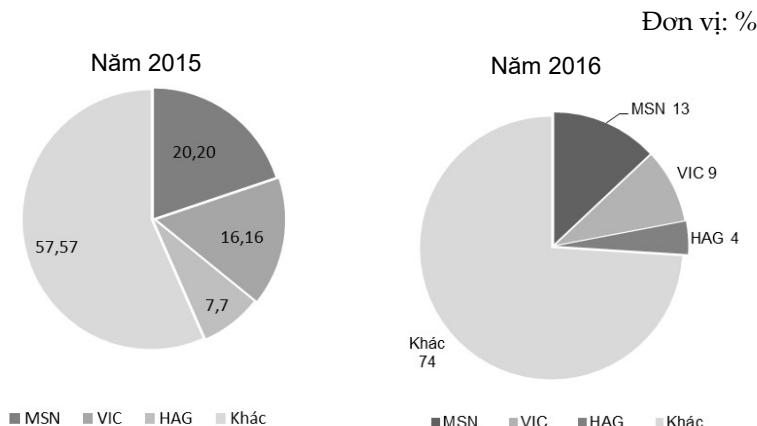
Nguồn: Thị trường trái phiếu doanh nghiệp, Báo cáo năm 2018, VCBs.

Bên cạnh giá trị trái phiếu phát hành còn nhỏ, số lượng mã trái phiếu được niêm yết trên HOSE rất ít và tốc độ tăng rất chậm. Ngày 11/8/2005, đánh dấu mã trái phiếu đầu tiên được niêm yết trên HOSE (mã HCMA0205), sau 13 năm (năm 2018) chỉ có 48 mã trái phiếu doanh nghiệp niêm yết trên HOSE. Việc gia tăng giá trị phát hành trái phiếu doanh nghiệp vẫn chủ yếu theo hình thức riêng lẻ, phát hành ra công chúng chiếm tỷ lệ rất thấp. Giai đoạn 2010-2014, khoảng 99% trái phiếu doanh nghiệp phát hành theo hình thức riêng lẻ. Giai đoạn 2014-2018 chỉ có khoảng 10.360 tỷ đồng trái phiếu doanh nghiệp được phát hành ra công

chúng so với 449.684 tỷ đồng trái phiếu doanh nghiệp phát hành riêng lẻ trong cùng thời kỳ.

Khối lượng phát hành trái phiếu chủ yếu tập trung đến từ các công ty thuộc ngành bất động sản, sản xuất; ngân hàng thương mại; công ty chứng khoán và là những doanh nghiệp lớn, tỷ lệ này lần lượt 21,2%; 34,5% và 4,6% trong năm 2016. Tỷ lệ này vẫn được duy trì trong năm 2018 khi công ty bất động sản chiếm 35% và ngân hàng thương mại chiếm 27,7% giá trị phát hành toàn thị trường. Hình 2.21 cho thấy, 3 doanh nghiệp lớn: Công ty cổ phần tập đoàn Masan, Công ty cổ phần tập đoàn Vingroup và Công ty cổ phần tập đoàn Hoàng Anh Gia Lai trong năm 2015 chiếm gần 43% dư nợ giá trị trái phiếu toàn thị trường. Tỷ trọng này được giảm xuống còn 26% trong năm 2016. Điều này cho thấy các doanh nghiệp khác cũng đã bắt đầu tiếp cận nguồn vốn từ phát hành trái phiếu.

**Hình 2.21: Tỷ trọng trái phiếu doanh nghiệp của một số doanh nghiệp trong dư nợ hiện hành**



Nguồn: VCBS.

Tính đến năm 2017, nhà đầu tư trong nước nắm giữ khoảng 98% dư nợ trái phiếu doanh nghiệp, trong đó ngân hàng thương mại nắm giữ khoảng 75,5%, công ty chứng khoán khoảng 13,21%, công ty bảo hiểm khoảng 0,8%, quỹ đầu tư khoảng 2,57%, nhà đầu tư cá nhân khoảng 1,87%, loại hình nhà đầu tư khác khoảng 6,31%. Năm 2018, tỷ lệ sở hữu này đã có sự chuyển dịch sang công ty chứng khoán, ngân hàng thương mại chỉ còn sở hữu 35,5% trong khi công ty chứng khoán nắm giữ 40,85%. Lý giải cho sự dịch chuyển này là do quy định khắt khe đối với trái phiếu doanh nghiệp chỉ cho phép đầu tư trái phiếu với mức tín nhiệm ở mức A trở lên hoặc giới hạn vào một số ngành nghề hoặc nhóm doanh nghiệp nhất định, cùng với đó việc các công ty chứng khoán áp dụng là mô hình đầu tư trái phiếu hiện đại, mở rộng hơn đối tượng đầu tư trái phiếu doanh nghiệp sang các nhà đầu tư cá nhân thông qua mô hình các doanh nghiệp phát hành trái phiếu và được bảo đảm thanh khoản bởi các công ty chứng khoán.

- *Tác động của quy mô thị trường tài chính tới khả năng tiếp cận tài chính của doanh nghiệp.*

Sự phát triển của thị trường tài chính trong những năm qua đã trở thành kênh huy động vốn hiệu quả bên cạnh kênh huy động truyền thống qua hệ thống ngân hàng của các doanh nghiệp ở Việt Nam. Sự phát triển này đã tác động tích cực tới khả năng huy động vốn cũng như chi phí doanh nghiệp phải bỏ ra cho việc huy động vốn để đáp ứng nhu

cần vốn cho hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp. Tuy nhiên, quy mô thị trường tài chính vẫn còn bộc lộ những hạn chế dẫn tới khó khăn cho các doanh nghiệp trong việc huy động vốn phục vụ sản xuất kinh doanh.

*Một là*, quy mô thị trường cổ phiếu tăng với tốc độ không cao cả về số lượng doanh nghiệp niêm yết lẫn giá trị vốn hóa. Các doanh nghiệp chưa niêm yết, doanh nghiệp nhỏ và vừa vay vốn ngân hàng là chủ yếu, huy động vốn nợ qua thị trường trái phiếu chưa được quan tâm. Điều này dẫn tới quy mô phát hành vẫn ở mức khiêm tốn. Trên thị trường quốc tế, để có thể phát hành trái phiếu thành công, các doanh nghiệp thường phải nhò tới các tổ chức tài chính có tiềm lực tài chính mạnh, có uy tín và quan hệ rộng thực hiện tư vấn và bảo lãnh phát hành trái phiếu doanh nghiệp. Tuy nhiên, ở Việt Nam việc tư vấn và bảo lãnh phát hành trái phiếu doanh nghiệp chủ yếu do các công ty chứng khoán đảm nhiệm, các công ty này tiềm lực tài chính và trình độ nhân sự còn hạn chế. Do vậy, các doanh nghiệp chưa thực sự mặn mà với kênh huy động vốn qua thị trường trái phiếu.

*Hai là*, đối tượng phát hành trái phiếu doanh nghiệp mới chỉ tập trung ở các doanh nghiệp tập đoàn lớn, có uy tín trên thị trường, chưa phải là sân chơi cho các doanh nghiệp nhỏ và vừa. Các doanh nghiệp, đặc biệt là doanh nghiệp nhỏ và vừa, có tâm lý e ngại khi huy động vốn bằng trái phiếu do thói quen và nhận thức của doanh nghiệp cùng với việc phải đáp ứng những điều kiện chặt chẽ và tuân thủ quy trình thủ

tục theo chuẩn mực thị trường để bảo đảm an toàn cho các nhà đầu tư như: doanh nghiệp phát hành phải có kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh của năm liền kề trước năm phát hành có lãi và báo cáo tài chính được kiểm toán nêu chấp nhận toàn phần.

*Ba* là, hệ thống nhà đầu tư đơn điệu, chưa thu hút được các nhà đầu tư nước ngoài và các nhà đầu tư chuyên nghiệp khác trong nước, nhà đầu tư năm giữ trái phiếu doanh nghiệp chủ yếu là các ngân hàng thương mại trong nước. Ngoài ra, phương thức phát hành, loại trái phiếu chưa đa dạng.

*Bốn* là, hệ thống thông tin trái phiếu doanh nghiệp chưa được hình thành từ sơ cấp đến thứ cấp; tính minh bạch trên thị trường chưa cao, chưa tạo điều kiện để các nhà đầu tư có thể tiếp cận được thông tin về các đợt phát hành, cũng như thông tin về tổ chức phát hành, thông tin về khả năng trả nợ của doanh nghiệp phát hành, thông tin về giá cả trái phiếu làm căn cứ ra quyết định của nhà đầu tư.

*Năm* là, tiềm lực tài chính và trình độ công nghệ nói chung của các tổ chức kinh doanh chứng khoán còn thấp so với yêu cầu phát triển và hội nhập quốc tế. Các dịch vụ tài chính còn nghèo nàn chưa tiệm cận với các chuẩn mực quốc tế. Tiềm lực hạn chế của các công ty chứng khoán, các công ty quản lý quỹ tạo ra những khó khăn trong việc triển khai các sản phẩm mới, các chuẩn mực an toàn tài chính và ảnh hưởng đến việc thu hút vốn đầu tư nước ngoài. Số lượng

các tổ chức kinh doanh chứng khoán (công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ) mặc dù giảm sau quá trình cấu trúc lại giai đoạn 2012-2016 nhưng còn nhiều so với quy mô thị trường. Nhiều tổ chức kinh doanh chứng khoán mặc dù còn giấy phép hoạt động nhưng hầu như không có doanh thu và hoạt động kinh doanh trên thực tế.

Thị trường trái phiếu phụ thuộc chủ yếu vào các ngân hàng thương mại làm ảnh hưởng đến sự phát triển của thị trường. Ngân hàng thương mại vẫn là nhà đầu tư tổ chức chủ yếu trên thị trường trái phiếu, vai trò của các công ty bảo hiểm còn nhỏ. Tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài trên thị trường trái phiếu Việt Nam chỉ xấp xỉ 5%, thấp hơn rất nhiều so với mức 10-40% của các nước trong khu vực. Do thiếu vắng các quỹ hưu trí, quỹ phòng hộ và các quỹ đầu tư lớn nước ngoài nên thị trường trái phiếu doanh nghiệp khó có điều kiện phát triển do các ngân hàng thương mại và các công ty bảo hiểm chủ yếu đầu tư vào trái phiếu chính phủ. Từ đó dẫn đến những khó khăn trong việc đẩy mạnh huy động vốn từ thị trường trái phiếu và phát triển các sản phẩm mới như chứng khoán hóa các khoản cho vay, trái phiếu dự án...

## **2.2. Mức độ phát triển của các thị trường tài chính**

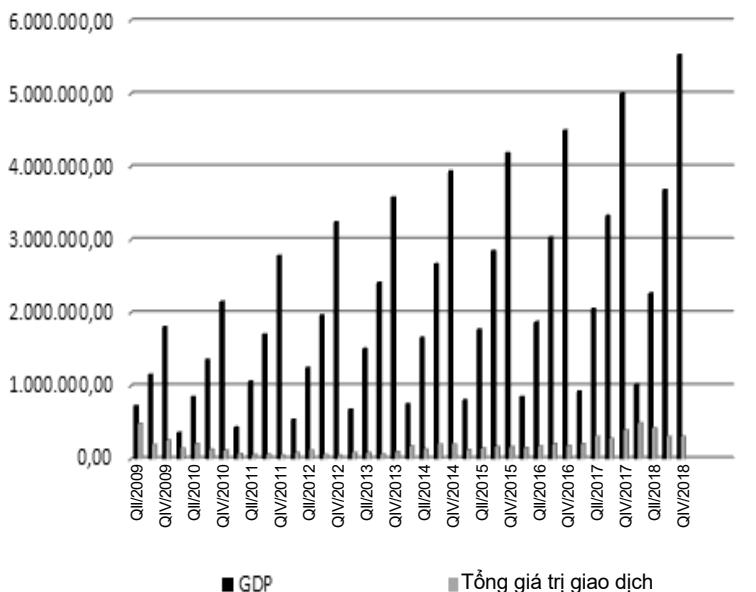
### **- Thực trạng mức độ phát triển của các thị trường tài chính**

Tính thanh khoản hay tốc độ luân chuyển cổ phiếu có thể được dùng để đo lường sự phát triển của thị trường

chứng khoán. Tính thanh khoản cao sẽ tạo điều kiện cho các nhà đầu tư mua bán cổ phiếu một cách dễ dàng và nhanh chóng. Nâng cao tính thanh khoản là một trong những đặc tính hấp dẫn của thị trường chứng khoán đối với các nhà đầu tư. Đồng thời thị trường chứng khoán giúp giảm thiểu chi phí cho các chủ thể tham gia thị trường.

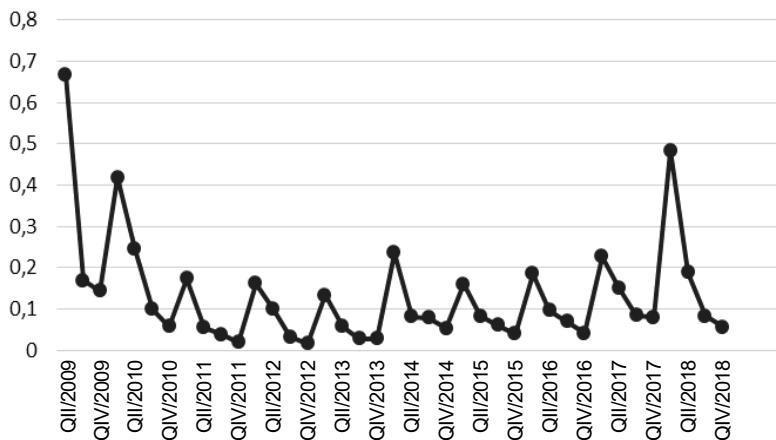
**Hình 2.22: GDP và Tổng giá trị giao dịch trên thị trường chứng khoán Việt Nam**

Đơn vị: *tỷ đồng*



Nguồn: Tác giả tính toán dựa trên số liệu được cung cấp bởi Stoxplus.

**Hình 2.23: Tỷ lệ giá trị giao dịch/GDP**

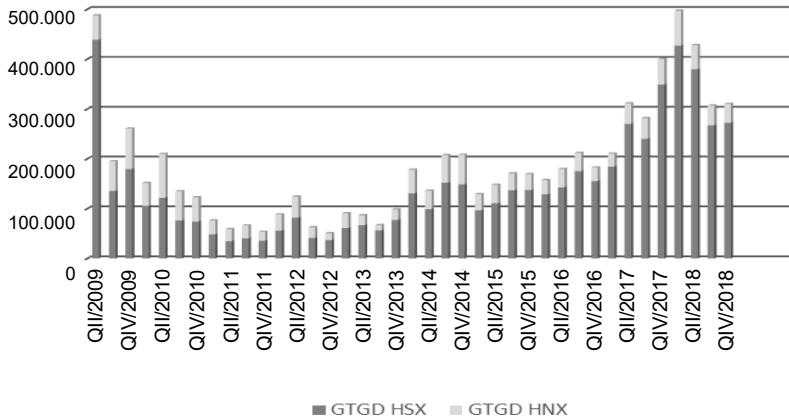


Nguồn: Tác giả tính toán dựa trên số liệu được cung cấp bởi Stoxplus.

Tính thanh khoản có thể được đo lường dựa trên hai chỉ tiêu: Tổng giá trị giao dịch trên GDP (%) và giá trị giao dịch trên giá trị vốn hóa. Có thể nhận thấy giá trị giao dịch/GDP của thị trường chứng khoán Việt Nam đạt đỉnh cao nhất vào QII/2009, giai đoạn giá trị này thấp nhất nằm trong khoảng từ QIV/2011 đến QIV/2013. Trong đó, giá trị giao dịch trên sàn HSX vẫn chiếm ưu thế, cao hơn gấp nhiều lần so với sàn HNX trong toàn bộ thời gian nghiên cứu. Điều này cũng cho thấy sức hấp dẫn của sàn HSX tăng hơn đáng kể so với HNX. Song song với sự khác biệt về giá trị giao dịch, tỷ lệ giá trị giao dịch/GDP cũng cho thấy sàn HSX có xu hướng vượt trội hơn so với sàn HNX, đặc biệt thể hiện mức độ phát triển vượt bậc hơn từ năm 2016 đến năm 2018.

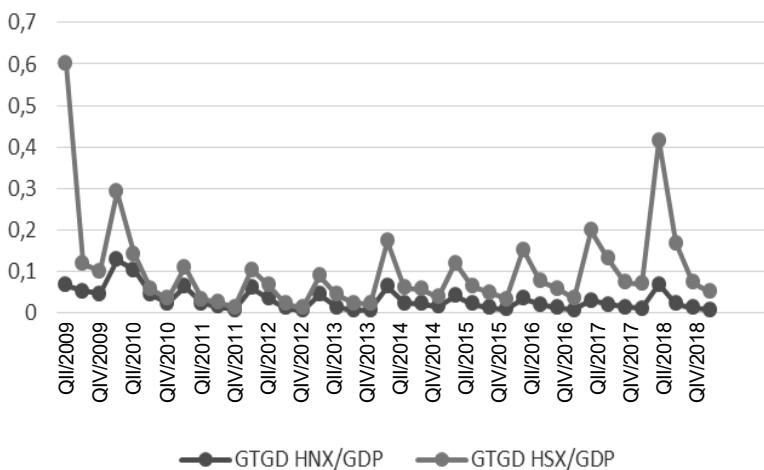
**Hình 2.24: Giá trị giao dịch trên HSX và HNX**

Đơn vị: tỷ đồng



Nguồn: Tác giả tính toán dựa trên số liệu được cung cấp bởi Stoxplus.

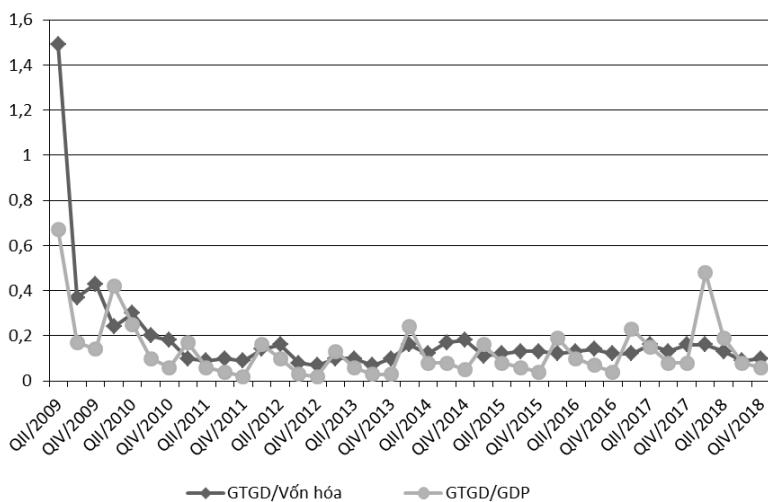
**Hình 2.25: Giá trị giao dịch/GDP trên HSX và HNX**



Nguồn: Tác giả tính toán dựa trên số liệu được cung cấp bởi Stoxplus.

Chỉ số thứ hai là tốc độ luân chuyển (turnover ratio) được đo bằng tổng giá trị giao dịch trên vốn hoá thị trường đo lường giá trị giao dịch cổ phiếu tương quan với quy mô thị trường chứng khoán.

**Hình 2.26: Giá trị giao dịch/GDP và Giá trị giao dịch/  
Giá trị vốn hóa**

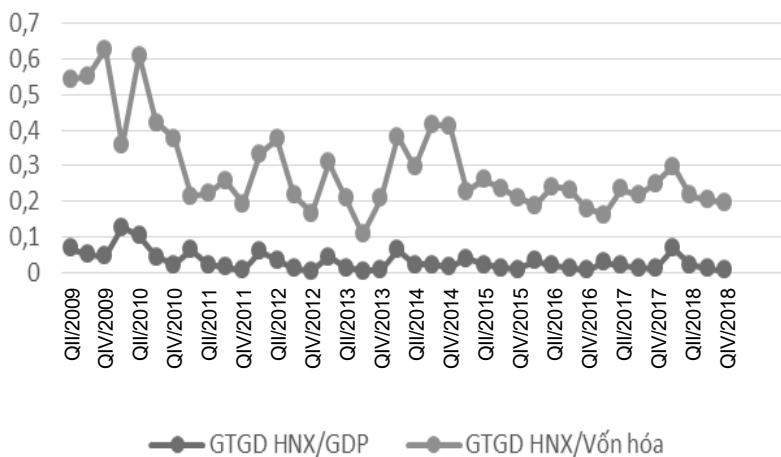


Nguồn: Tác giả tính toán dựa trên số liệu được cung cấp bởi Stoxplus.

Nhìn chung, giá trị giao dịch cổ phiếu, quy mô thị trường không có sự thay đổi quá lớn giữa các quý trong giai đoạn nghiên cứu. Trong đó, đặc biệt chú ý quý II/2018 và quý II/2019, giá trị giao dịch/GDP toàn thị trường có xu hướng vượt trội so với giá trị giao dịch/quy mô. Điều này

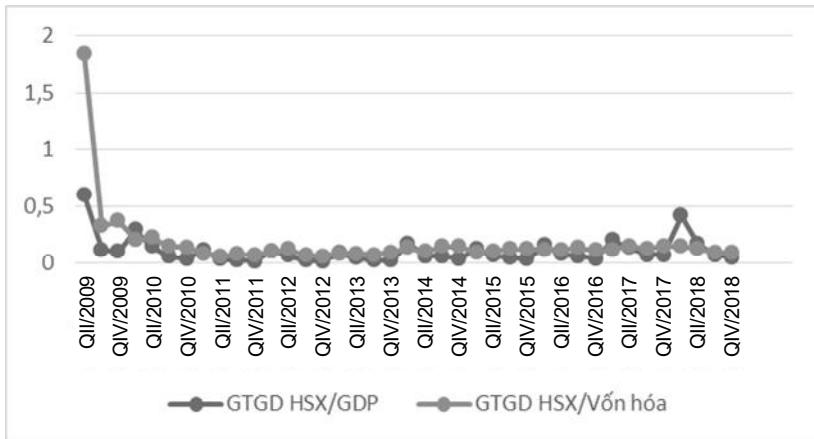
cho thấy thị trường có sự phát triển, tuy nhiên tính thanh khoản có xu hướng sụt giảm và kém năng động hơn. Trái ngược hoàn toàn với xu hướng trong hai thời điểm này, sàn HNX thể hiện thị trường không quá lớn nhưng tính năng động và thanh khoản tương đối cao. Trong khi đó, sàn HSX không có sự khác biệt đáng kể về giá trị giao dịch/GDP và quy mô thị trường. Điều này phản ánh phần nào thể hiện sự phát triển khá đồng bộ trên phân khúc thị trường này.

**Hình 2.27: Giá trị giao dịch/GDP và Giá trị giao dịch/Giá trị vốn hóa tại HNX**



Nguồn: Tác giả tính toán dựa trên số liệu được cung cấp bởi Stoxplus.

**Hình 2.28: Giá trị giao dịch/GDP và Giá trị giao dịch/Giá trị vốn hóa tại HSX**



Nguồn: Tác giả tính toán dựa trên số liệu được cung cấp bởi Stoxplus.

Mức độ phát triển của thị trường trái phiếu vẫn còn thấp hơn nhiều so với thị trường cổ phiếu. Cùng với số mã trái phiếu doanh nghiệp được niêm yết trên HOSE thấp thì giá trị niêm yết trái phiếu doanh nghiệp trên HOSE chỉ xoay quanh 10% so với giá trị phát hành. Riêng năm 2016, do giá trị phát hành tăng đột biến nên % giá trị niêm yết/giá trị phát hành chỉ ở mức 6,9%. Năm 2018, số lượng mã trái phiếu doanh nghiệp niêm yết tăng từ 39 mã năm 2017 lên 48 mã năm 2018 dẫn tới giá trị niêm yết/giá trị phát hành đạt trên 25%. Số liệu trên cho thấy, sự phát triển của thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam vẫn còn thấp, các doanh nghiệp chưa tận dụng công cụ huy động vốn này và vẫn phụ thuộc vào tín dụng ngân hàng.

**Bảng 2.15: Giá trị phát hành và giá trị niêm yết  
trái phiếu doanh nghiệp**

Năm	Giá trị dư nợ	Giá trị phát hành	Giá trị niêm yết	Giá trị giao dịch	Đơn vị: tỷ đồng % giá trị niêm yết/giá trị phát hành (%)
2012	63.286	28.707	3.459	2.333	12,04
2013	94.983	34.412	3.250	3.912	9,44
2014	127.980	48.047	4.332	3.218	9,02
2015	142.138	42.769	5.468	4.990	12,78
2016	238.474	97.413	6.718	8.633	6,9
2017	310.017	115.416	14.213	9.069	12,31
2018	436.773	146.039	40.442	8.869	27,69

Nguồn: Tác giả tự tổng hợp từ <http://www.ssc.gov.vn>.

- Tác động của mức độ phát triển của thị trường tài chính tới khả năng tiếp cận tài chính của doanh nghiệp.

Mức độ phát triển thị trường chứng khoán ở Việt Nam với những thay đổi trong cấu trúc thị trường, hàng hóa, hệ thống pháp lý và hệ thống giao dịch đã cho thấy, những bước phát triển mới của thị trường, từng bước từ thị trường kém phát triển hướng đến việc nâng hạng lên thị trường mới nổi. Cấu trúc thị trường hàng hóa đã từng bước tiến tới chuyên nghiệp và được vận hành song song. Cấu trúc tổ chức hoạt động thị trường chứng khoán cũng đã từng bước được hoàn thiện, theo thông lệ các nước, tạo nền tảng xây dựng các sở giao dịch chứng khoán, trung tâm lưu ký chứng khoán hiện đại, có năng lực quản trị doanh nghiệp, quản trị

rủi ro theo các chuẩn mực quốc tế tốt nhất. Hệ thống giao dịch đã được các sở giao dịch chứng khoán chủ động, linh hoạt trong việc phát triển, nâng cấp hạ tầng kỹ thuật phù hợp với nhu cầu và mục tiêu hoạt động của mình, đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng của thị trường.

Tuy nhiên, mức độ phát triển còn hạn chế, mà thể hiện rõ nhất là tính thanh khoản của thị trường còn yếu là một trong những rào cản lớn đến tiếp cận thị trường tài chính của doanh nghiệp. Xét về tính thanh khoản giữa thị trường cổ phiếu và trái phiếu doanh nghiệp ở Việt Nam có thể thấy những năm gần đây nếu thị trường thứ cấp thị trường cổ phiếu liên tục sôi động thì thị trường thứ cấp trái phiếu doanh nghiệp lại trầm lắng. Trong năm 2017 và 2018 giá trị giao dịch cổ phiếu bình quân tháng đều đạt trên 100 nghìn tỷ đồng, trong khi đó giá trị giao dịch bình quân tháng của trái phiếu doanh nghiệp chỉ ở mức dưới 3 nghìn tỷ đồng<sup>1</sup>. Ngoài ra, trái phiếu doanh nghiệp hiện nay chủ yếu được phát hành dưới hình thức riêng lẻ, chỉ có khoảng 10% niêm yết tại Sở giao dịch, mua bán chủ yếu theo thỏa thuận giữa hai bên trên thị trường phi tập trung, rất khó thống kê, đồng thời thiếu một tổ chức thống kê giao dịch trên thị trường thứ cấp của trái phiếu doanh nghiệp. Điều này khiến thông tin trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp không có nhiều để nhà đầu tư phân tích và đánh giá rủi ro, tính minh bạch thấp và làm tăng rủi ro dưới con mắt của nhà đầu tư nên tính thanh

---

1. Theo HNX và HNX.

khoản của trái phiếu doanh nghiệp kém hơn nhiều so với cổ phiếu. Hơn nữa, cơ cấu nhà đầu tư trái phiếu doanh nghiệp cũng là yếu tố làm ảnh hưởng tới tính thanh khoản của trái phiếu doanh nghiệp. Hiện nay, trái phiếu doanh nghiệp ở Việt Nam chủ yếu vẫn do các nhà đầu tư chuyên nghiệp nắm giữ, điển hình là các ngân hàng thương mại, nhà đầu tư cá nhân chưa tiếp cận với thị trường này. Tuy nhiên, khi các ngân hàng thương mại tiến hành đầu tư trái phiếu doanh nghiệp thì trái phiếu doanh nghiệp được tính như một khoản tín dụng và bị giới hạn bởi trần tín dụng mà Ngân hàng Nhà nước giao cho từng ngân hàng nên đã làm hạn chế đáng kể nhu cầu đầu tư trái phiếu doanh nghiệp của các ngân hàng thương mại.

Bên cạnh đó, chính sách phát triển thị trường chứng khoán dựa trên nguồn cung trong giai đoạn 2005-2010 đã đạt được những kết quả ấn tượng, tuy nhiên cũng bộc lộ một số hạn chế và không bảo đảm sự bền vững của thị trường chứng khoán. Trong giai đoạn này, với trọng tâm là tạo hàng, đẩy mạnh bên cung chứng khoán cho thị trường chứng khoán đã đạt được những thành tựu hết sức ấn tượng. Tuy nhiên, việc phát triển thị trường dựa trên cung hàng, mà chưa chú trọng tới bên cầu chứng khoán đã bộc lộ những điểm yếu dẫn tới sự kém bền vững của thị trường chứng khoán. Việc tăng số lượng các công ty niêm yết, tăng cung hàng cho thị trường mà không có giải pháp nâng cao chất lượng phát hành, chất lượng các công ty niêm yết và cải thiện cơ sở nhà đầu tư theo hướng cung cố và tăng tỷ trọng

nà đầu tư tổ chức thì sẽ chỉ có thể làm tăng quy mô niêm yết mà không thể tăng được quy mô giao dịch và tăng tính thanh khoản cho thị trường. Điều này cũng được thể hiện rõ nét khi thị trường chứng khoán liên tục trồi sụt mỗi khi lượng cung hàng có dấu hiệu tăng mạnh.

Các sản phẩm niêm yết trên thị trường chứng khoán không đa dạng, các dịch vụ tiện ích cho nhà đầu tư trên thị trường chưa đáp ứng nhu cầu của công chúng đầu tư. Các sản phẩm khác như chứng khoán phái sinh còn chưa được phát triển, không đáp ứng nhu cầu phòng ngừa rủi ro cho nhà đầu tư.

Ngoài ra, tính minh bạch thông tin còn chưa cao, các hoạt động thao túng, lạm dụng thị trường cũng phần nào làm giảm lòng tin của nhà đầu tư. Nhiều tổ chức phát hành chưa kịp thời công bố thông tin theo yêu cầu, nội dung thông tin công bố không đầy đủ, không chính xác, chất lượng báo cáo tài chính đã kiểm toán không cao, khiến cho thị trường chưa thật sự minh bạch, tiềm ẩn rủi ro và làm sụt giảm lòng tin của công chúng đầu tư...

### **3. Rào cản từ các trung gian tài chính**

#### **3.1. Cơ cấu sở hữu của trung gian tài chính ở Việt Nam**

- Thực trạng cơ cấu sở hữu của các trung gian tài chính.

Trước năm 1990, ở Việt Nam chỉ có duy nhất một loại hình ngân hàng thương mại là ngân hàng thương mại quốc doanh thuộc sở hữu nhà nước, bao gồm Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BIDV), Ngân hàng Ngoại thương

Việt Nam (Vietcombank), Ngân hàng Nông nghiệp và Phát triển nông thôn (Agribank) và Ngân hàng Công thương Việt Nam (Vietinbank). Tháng 5/1990, Pháp lệnh Ngân hàng Nhà nước Việt Nam được ban hành cho phép thành lập ngân hàng thương mại thuộc các hình thức sở hữu khác, bao gồm ngân hàng cổ phần và ngân hàng liên doanh. Sau khi có nền tảng pháp lý mới, trong năm 1991 đã có thêm 4 ngân hàng cổ phần và 1 ngân hàng liên doanh mới được thành lập. Đến năm 1993, số lượng ngân hàng cổ phần ở Việt Nam đã lên đến con số 41, tăng hơn 10 lần so với hai năm trước đó, chưa kể có thêm 2 ngân hàng liên doanh mới và đặc biệt lần đầu tiên có sự xuất hiện của 8 chi nhánh ngân hàng nước ngoài ở Việt Nam. Số lượng ngân hàng cổ phần liên tục tăng, đạt đỉnh 56 ngân hàng vào trước thời kỳ khủng hoảng tài chính tiền tệ ở châu Á 1997-1998, sau đó giảm xuống còn 37 ngân hàng vào trước thời điểm gia nhập WTO năm 2006. Trong giai đoạn này, khi Việt Nam vẫn chưa mở cửa cho loại hình ngân hàng 100% vốn nước ngoài, các chi nhánh ngân hàng nước ngoài cũng liên tiếp được thành lập. Sau khi gia nhập WTO năm 2007, hệ thống ngân hàng Việt Nam đón nhận thêm sự gia nhập của loại hình ngân hàng 100% vốn nước ngoài gồm có 5 ngân hàng là ANZ Việt Nam, HSBC, Standard Chartered, Shinhan Việt Nam và Hong Leong Bank. Ngoài ra, trong năm 2008, cùng với sự chuyển đổi ồ ạt của các loại hình ngân hàng thương mại cổ phần nông thôn sang loại hình ngân hàng đô thị từ sau Nghị định số 141 năm 2006, Ngân hàng Nhà nước cũng cấp phép thành

lập mới 3 ngân hàng cổ phần đô thị gồm Bảo Việt, Tiên Phong và Liên Việt.

Sự tăng trưởng mạnh mẽ về quy mô tài sản, đặc biệt là tổng dư nợ tín dụng của hệ thống ngân hàng thương mại (mức tăng của giai đoạn 2005-2010 đối với khối ngân hàng thương mại nhà nước và ngân hàng thương mại cổ phần lần lượt là 2,9 lần và 10,2 lần) tiềm ẩn bên trong nó nhiều nguy cơ đe dọa sự bền vững của hệ thống ngân hàng thương mại nói riêng và hệ thống các tổ chức tín dụng nói chung tại Việt Nam. Từ năm 2005 đến nay, sự tăng trưởng nhanh chóng của các ngân hàng thương mại cổ phần (vượt cả quy mô tài sản của khối ngân hàng thương mại nhà nước) đã đi kèm với việc hình thành một cấu trúc sở hữu chéo giữa ngân hàng với các tổ chức tài chính phi ngân hàng, với ngân hàng khác, với nhóm cổ đông cá nhân và với các tổ chức tín dụng khác. Tất cả các tập đoàn, tổng công ty nhà nước lớn đều góp vốn và/hoặc mua cổ phần của các ngân hàng thương mại cổ phần, trong khi đó các tập đoàn kinh tế tư nhân sở hữu các ngân hàng thương mại một cách trực tiếp, hoặc gián tiếp qua các công ty con, công ty liên kết và công ty cổ phần đầu tư tài chính. “Đề thảo định hướng và giải pháp cơ cấu lại hệ thống ngân hàng Việt Nam giai đoạn 2011-2015” của Ngân hàng Nhà nước (tháng 10/2011) đánh giá mức độ sở hữu chéo giữa các tổ chức tín dụng rất lớn. Các nhà đầu tư thông qua hình thức ủy thác đã nắm quyền kiểm soát tổ chức tín dụng bằng nhiều kỹ thuật khác nhau. Cấu trúc sở hữu chéo giúp tổ chức tín dụng và cổ đông lớn không tuân thủ các quy định an toàn tín dụng, trong khi việc kiểm tra phát hiện

sở hữu chéo rất khó khăn do thiếu bằng chứng pháp lý. Sự gia tăng dư nợ cho vay bất động sản và xây dựng cũng là một đặc điểm nổi bật của giai đoạn này. Đến cuối năm 2010, tổng dư nợ cho vay bất động sản của cả hệ thống chiếm 9,5% tổng dư nợ tín dụng. Theo tính toán từ báo cáo tài chính của các doanh nghiệp niêm yết, doanh nghiệp xây dựng và bất động sản là nhóm ngành có tỷ lệ vay nợ cao nhất với tổng nợ phải trả gấp 2,1 lần vốn chủ sở hữu.

Đến năm 2011, thị trường bất động sản Việt Nam đóng băng và thị trường cổ phiếu suy giảm đã góp phần đáng kể làm gia tăng tỷ lệ nợ xấu trong hệ thống ngân hàng. Theo Cơ quan Thanh tra giám sát của Ngân hàng Nhà nước, tỷ lệ nợ xấu thực tế vào cuối tháng 6/2011 là 6,62% tổng dư nợ (theo Dự thảo của Ngân hàng Nhà nước năm 2011). Tổ chức xếp hạng tín nhiệm vay nợ, Fitch Ratings, đánh giá tỷ lệ nợ xấu của Việt Nam là 13% theo Chuẩn mực Kế toán Quốc tế (IAS).

Từ tháng 9/2011, Ngân hàng Nhà nước bắt đầu soạn thảo Định hướng cơ cấu lại hệ thống ngân hàng Việt Nam giai đoạn 2011-2015. Ngày 02/02/2012, Đề án cơ cấu lại hệ thống các tổ chức tín dụng do Ngân hàng Nhà nước soạn thảo được Ban Cán sự Đảng Chính phủ báo cáo Bộ Chính trị để cho ý kiến. Thủ tướng Chính phủ ban hành Quyết định số 254/QĐ-TTg ngày 01/3/2012, phê duyệt Đề án cơ cấu lại hệ thống các tổ chức tín dụng. Theo đó, Ngân hàng Nhà nước công khai danh tính 9 ngân hàng thương mại cổ phần yếu kém phải cơ cấu lại trong “Đợt 1”. Theo Ngân hàng Nhà nước, đây là những ngân hàng mất thanh khoản và có rủi ro mất khả năng chi trả, bao gồm SCB, Ngân hàng Tín Nghĩa,

Ngân hàng Đệ Nhất, Habubank, Ngân hàng Tiên Phong, Navibank, Westernbank, Ngân hàng Đại Tín và GPBank. Ngày 06/12/2011, ba ngân hàng thương mại cổ phần là SCB, Tín Nghĩa và Đệ Nhất được hợp nhất. Ngày 07/8/2012, Ngân hàng Nhà nước đã ký và ban hành Quyết định số 1559/QĐ-NHNN chấp thuận sáp nhập HBB vào SHB (sau khi Habubank bị buộc phải cơ cấu lại dư nợ cho vay Vinashin). Giống như Tiên Phong, Ngân hàng Đại Tín được cơ cấu lại bằng sự tham gia của cổ đông mới. Ngày 15/01/2013, Ngân hàng Đại Tín tổ chức Đại hội cổ đông thường niên và thông qua phương án cơ cấu lại, trong đó cổ đông mới mua lại hơn 80% vốn điều lệ của ngân hàng. Tập đoàn Thiên Thanh trong lĩnh vực bất động sản và xây dựng sở hữu 9,7% vốn điều lệ và giữ vai trò đối tác chiến lược. Sau đó, ngân hàng này được đổi tên thành Ngân hàng thương mại cổ phần xây dựng Việt Nam (VNCB). Ngân hàng Nam Việt được Ngân hàng Nhà nước cho phép tự cơ cấu lại với trọng tâm là cấu trúc lại cơ cấu cổ đông. Từ cuối năm 2012, các cổ đông lớn của ngân hàng này liên tục thoái vốn. Vào ngày 26/4/2013, tại Đại hội cổ đông của ngân hàng, ông Đặng Thành Tâm và các cổ đông lớn hiện hữu từ nhiệm thành viên Hội đồng quản trị. Navibank chính thức đổi tên thành Ngân hàng thương mại cổ phần Quốc Dân (NCB) vào ngày 23/01/2014. Westernbank được cơ cấu lại theo hướng hợp nhất với Tổng công ty tài chính cổ phần Dầu khí (PVFC), công ty con của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN). Ngày 13/9/2013, ngân hàng chấp thuận hợp nhất hai tổ chức này thành ngân hàng mới với tên gọi là Ngân hàng thương mại cổ phần Đại Chúng (PVcomBank).

Ngày 18/11/2013, Ngân hàng Nhà nước ban hành Quyết định số 2687/QĐ-NHNN về việc sáp nhập Ngân hàng Đại Á vào HDB sau khi đạt được thỏa thuận tại Đại hội cổ đông bất thường của hai ngân hàng này vào ngày 25/9 và 28/9/2013. Đến năm 2015, Ngân hàng Nhà nước đã lần lượt ra quyết định mua bát buộc ba ngân hàng thương mại cổ phần với giá 0 đồng. Đầu tiên là Ngân hàng thương mại cổ phần xây dựng Việt Nam theo Quyết định số 250/QĐ-NHNN của Ngân hàng Nhà nước ngày 05/3/2015. Vietcombank được Ngân hàng Nhà nước chỉ định điều hành và cấu trúc lại VNCB. Ngân hàng Đại Dương do Ngân hàng Nhà nước mua lại với giá 0 đồng vào ngày 06/5/2015 (Quyết định số 663/QĐ-NHNN). Vietinbank được Ngân hàng Nhà nước chỉ định quản trị và điều hành Ngân hàng Đại Dương. Ngày 07/7/2015, Ngân hàng Nhà nước ban hành Quyết định số 1304/QĐ-NHNN mua GPBank với giá 0 đồng. Theo Ngân hàng Nhà nước, vốn tự có của GPBank tại thời điểm này là 9.195 tỷ đồng. Vietinbank tham gia quản trị, điều hành GP Bank. Các thương vụ sáp nhập ngân hàng trong năm 2015 gồm có Xăng Dầu Petrolimex (PG Bank) sáp nhập vào Vietinbank (22/5/2015), MHB sáp nhập vào BIDV (25/5/2015), MDB sáp nhập vào Maritime Bank (12/8/2015) và Southern Bank vào Sacombank (01/10/2015). Theo Ngân hàng Nhà nước (2016), cuối quý III/2011, Việt Nam có 42 ngân hàng thương mại trong nước. Đến cuối năm 2015, số lượng các ngân hàng thương mại Việt Nam đã giảm xuống còn 35.

Bảng 2.16 cho biết số lượng các ngân hàng thương mại Việt Nam tính đến ngày 31/12/2019. Ngoài các ngân hàng, hệ

thống tổ chức tín dụng Việt Nam còn có 16 công ty tài chính và 11 công ty cho thuê tài chính thuộc nhóm tổ chức tín dụng phi ngân hàng, 4 tổ chức tài chính vi mô, 1 ngân hàng Hợp tác xã Việt Nam, 1 ngân hàng Phát triển Việt Nam, 1.184 quỹ tín dụng nhân dân, 51 văn phòng đại diện và 49 chi nhánh ngân hàng nước ngoài. Các loại hình tổ chức tài chính trung gian này do Ngân hàng Nhà nước trực tiếp quản lý và giám sát.

**Bảng 2.16: Số lượng ngân hàng thương mại qua các năm**

Đơn vị: *ngân hàng*

Loại hình ngân hàng	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Ngân hàng thương mại nhà nước	5	5	5	5	5	5(*)	5(*)	7(**)	7(**)	4	4	4
Ngân hàng thương mại cổ phần	40	40	35	37	34	33	33	28	28	31	31	31
Ngân hàng liên doanh	5	5	4	5	4	4	4	3	2	2	2	2
Chi nhánh ngân hàng nước ngoài	39	49	54	53	49	53	47	50	51	49	49	NA
Ngân hàng 100% vốn nước ngoài	5	5	5	5	5	5	5	5	8	9	9	9

*Nguồn:* Báo cáo Ngân hàng Nhà nước, tác giả tổng hợp: (\*) Bao gồm các ngân hàng thương mại cổ phần do nhà nước nắm giữ trên 50% vốn điều lệ; và (\*\*) Bao gồm cả 3 ngân hàng thương mại cổ phần được Ngân hàng Nhà nước mua lại với giá 0 đồng.

*- Tác động của cơ cấu sở hữu trung gian tài chính đến khả năng tiếp cận tài chính của doanh nghiệp.*

Thời kỳ trước năm 2012 – trước khi có Đề án cơ cấu lại các trung gian tài chính.

Đặc trưng điển hình của thời kỳ này là các ngân hàng thương mại nhà nước và ngân hàng thương mại cổ phần có cùng chủ sở hữu với doanh nghiệp, tạo điều kiện cho các doanh nghiệp cùng chủ sở hữu với ngân hàng dễ dàng tiếp cận nguồn tín dụng ngân hàng. Sự ưu tiên này hiếm khi xảy ra đối với các doanh nghiệp không cùng chủ sở hữu. Trong khi đó các ngân hàng nước ngoài cấp tín dụng cho doanh nghiệp Việt Nam không đáng kể trong giai đoạn này. Cụ thể: i) Ngân hàng thương mại nhà nước và ngân hàng thương mại cổ phần quy mô lớn tạo điều kiện cho các doanh nghiệp lớn, chủ yếu là doanh nghiệp nhà nước, dễ dàng tiếp cận tín dụng; ii) Những doanh nghiệp lớn, chủ yếu là doanh nghiệp nhà nước, dễ dàng vay vốn từ ngân hàng thương mại nhà nước và ngân hàng thương mại cổ phần quy mô lớn hơn các loại hình doanh nghiệp khác.

Doanh nghiệp nhà nước thường được các ngân hàng thương mại nhà nước và ngân hàng thương mại cổ phần quy mô lớn ưu ái cấp tín dụng với các điều kiện tương đối dễ dàng hơn so với các loại hình doanh nghiệp khác. Lý do của tình trạng này một phần là các ngân hàng này cho rằng doanh nghiệp nhà nước thường được bảo lãnh (có thể chỉ là bảo lãnh ngầm) của Chính phủ hoặc ngân hàng muốn níu kéo lượng tiền gửi rất lớn của chính những doanh nghiệp nhà nước này.

Chính phủ cũng thường yêu cầu các ngân hàng thương mại nhà nước và một số ngân hàng thương mại cổ phần cấp tín dụng cho doanh nghiệp nhà nước mà trong nhiều trường hợp phải bỏ qua các điều kiện và giới hạn tín dụng do Ngân hàng Nhà nước quy định. Chẳng hạn, trường hợp ba ngân hàng lớn là BIDV, Vietcombank và Agribank cùng cấp tín dụng cho Dự án thủy điện Huội Quảng (Sơn La) của Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN). Do quy mô dự án này quá lớn nên Chính phủ đã cho phép các ngân hàng cho vay vượt 15% vốn tự có<sup>1</sup>. Trong khi đó, theo quy định hiện hành về mức cho vay tối đa, vốn tự có của ngân hàng phải đạt 70.000 tỷ đồng khi muốn cho vay một khách hàng, trong khi đó không có ngân hàng nào của Việt Nam có vốn tự có trên 30.000 tỷ đồng. Hoặc, theo Trần Giang (2015); trường hợp BIDV cho Vinashin vay với sự cho phép của Chính phủ, riêng BIDV đã cho Vinashin vay 6.600 tỷ đồng, vượt 15% vốn tự có của BIDV. Doanh nghiệp nhà nước được tiếp cận nguồn vốn này khá “thoải mái” trong quá trình sử dụng vốn vì bản thân các ngân hàng cấp tín dụng “chỉ định” không còn động cơ giám sát doanh nghiệp và Chính phủ cũng không có cơ quan giám sát riêng cho các khoản vay này. Về phía các ngân hàng

---

1. Ngô Hương (2009): VCB, BIDV, VBARD được cho vay vốn tối đa vượt 15% vốn tự có đối với dự án thủy điện Huội Quảng, Báo Hà Nội mới online, ngày 31/7/2009. Đường link: <http://hanoimoi.com.vn/Tin-tuc/Kinh-te/215361/vcb-bidv-vbard-273%3B442%3B7907%3Bc-cho-evn-vay-t7889%3Bi-273%3Ba-v432%3B7907%3Bt-15-v7889%3Bn-t7921%3B>

thương mại cổ phần, đây có thể coi là cơ hội của ngân hàng để tiếp cận được với các dự án lớn có hiệu quả của Nhà nước, tuy nhiên nếu quản lý tín dụng không tốt, các cổ đông của ngân hàng khó tránh khỏi nguy cơ tổn thất lớn.

Ngân hàng có cùng chủ sở hữu với doanh nghiệp hoặc có quan hệ đầu tư với doanh nghiệp tạo điều kiện cho doanh nghiệp đó dễ dàng tiếp cận tín dụng hơn. Khi doanh nghiệp vay vốn có cùng chủ sở hữu với ngân hàng, doanh nghiệp này sẽ tận dụng được tối đa đòn bẩy nợ rất lớn của ngân hàng để lái nguồn tín dụng ngân hàng cho mục đích kinh doanh của doanh nghiệp và chủ sở hữu doanh nghiệp. Bên cạnh các ngân hàng thương mại nhà nước và doanh nghiệp nhà nước có chủ sở hữu là Nhà nước, ngân hàng thương mại cổ phần cũng tài trợ vốn cho các doanh nghiệp của chính chủ ngân hàng. Tiêu biểu là trường hợp của ba ngân hàng là SCB, Tín Nghĩa và Đệ Nhất đều do một nhóm các nhà đầu tư và công ty liên kết nắm quyền kiểm soát. Ba ngân hàng này đã cho vay hai dự án bất động sản thuộc vào loại lớn nhất ở Thành phố Hồ Chí Minh là Times Square và Saigon Peninsula có chủ đầu tư lần lượt là Công ty cổ phần Đầu tư Quảng trường Thời đại và Công ty cổ phần Đầu tư Đại Trường Sơn. Chủ sở hữu của hai công ty này đồng thời là chủ sở hữu của ba ngân hàng thương mại cổ phần nêu trên. Không chỉ tài trợ dưới hình thức cho vay, ngân hàng thương mại cổ phần Tín Nghĩa còn đầu tư và góp vốn vào cổ đông của chính ngân hàng thông qua hoạt động ủy thác đầu tư. Cụ thể, Ngân hàng thương mại cổ phần Tín Nghĩa đã ủy thác

8.000 tỷ đồng cho Công ty Quản lý Quỹ đầu tư Chứng khoán Thái Dương để đầu tư vào cổ phiếu của 3 công ty khác mà đều có cổ đông lớn là Công ty trách nhiệm hữu hạn Vạn Thịnh Phát do chủ Ngân hàng thương mại cổ phần Tín Nghĩa sáng lập<sup>1</sup>.

Không chỉ tài trợ vốn cho các doanh nghiệp của chính chủ ngân hàng, các ngân hàng còn ưu tiên tài trợ vốn cho các doanh nghiệp có quan hệ đầu tư với mình. Tiêu biểu cho trường hợp này là mối quan hệ giữa Vinashin và Habubank. Vinashin là cổ đông của Habubank (và đã công bố là cổ đông chiến lược trong nước, nắm giữ 10% vốn điều lệ của ngân hàng vào năm 2007 và giảm xuống 6% năm 2009). Cuối năm 2010, Habubank đầu tư 2.985 tỷ đồng vào Vinashin (gồm cho vay và đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp do Vinashin phát hành), tổng dư nợ này chiếm đến 99,4% vốn chủ sở hữu của Habubank<sup>2</sup>.

Theo VELP (2013), khi “quan hệ” trở thành chìa khóa để mở các cơ hội kinh doanh, có một thực tế là những doanh nghiệp không thuộc các nhóm trên không thể tiếp cận nguồn tín dụng ngân hàng. Điều này đặc biệt đúng đối với các doanh nghiệp nhỏ và vừa. Cũng theo VELP (2013), doanh

---

1. Vũ Thành Tự Anh và cộng sự (2013): “Sở hữu chồng chéo giữa các tổ chức tín dụng và tập đoàn kinh tế ở Việt Nam”, [https://fsppm.fuv.edu.vn/cache/Cross%20ownership%20\\_V-2015-01-19-10211932.pdf](https://fsppm.fuv.edu.vn/cache/Cross%20ownership%20_V-2015-01-19-10211932.pdf).

2. Trần Giang (2015): “Những ngân hàng bị Vinashin quật ngã”, <https://bizlive.vn/ngan-hang/nhung-ngan-hang-bi-vinashin-quat-nga-1327442.html>

nghiệp nhỏ và vừa cho biết việc không thể tiếp cận nguồn tín dụng ngân hàng chiếm tới 21% trong số các lý do khiến họ phải rời bỏ thị trường. Trong khi đó, doanh nghiệp nhà nước lại có tỷ lệ nợ trên tổng tài sản và tỷ lệ nợ ngân hàng trên tổng tài sản cao nhất. Theo VCCI (2016), năm 2007, tỷ lệ nợ trên tổng tài sản của doanh nghiệp nhà nước là 3,7 lần, so với mức dưới 2 lần của các doanh nghiệp tư nhân.

*Thời kỳ từ năm 2012 đến nay - Sau khi có Đề án cơ cấu lại các tổ chức tín dụng.*

Theo quy định của cơ quan quản lý nhà nước, hiện nay không có sự phân biệt về cho vay giữa các loại hình doanh nghiệp trong nền kinh tế. Thực hiện Nghị quyết Đại hội XII, vào ngày 30/12/2016, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam đã ban hành Thông tư số 39/2016/TT-NHNN quy định về hoạt động cho vay của tổ chức tín dụng và chi nhánh ngân hàng nước ngoài đối với khách hàng và Thông tư số 43/2016/TT-NHNN quy định cho vay tiêu dùng của công ty tài chính. Hai Thông tư này đã tạo lập khung khổ pháp lý mới về cho vay, theo hướng hoàn thiện chính sách tín dụng, không phân biệt giữa doanh nghiệp nhà nước và các loại hình doanh nghiệp khác, tất cả đều bình đẳng trong quan hệ tín dụng với ngân hàng. Đặc biệt, Thông tư số 39/2016/TT-NHNN đã đơn giản hóa một số hồ sơ, thủ tục cho vay; bổ sung nhiều quy định để bảo đảm tính minh bạch trong hoạt động cho vay, bảo vệ quyền lợi của người vay; nâng cao tính tự chủ trong hoạt động cho vay của tổ chức tín dụng, đồng thời nâng cao yêu cầu minh bạch hóa, bảo đảm an toàn cho hoạt động cho vay của tổ chức tín dụng đối với tất cả các loại hình doanh nghiệp. Như vậy, hiện nay, các

loại hình doanh nghiệp có tính chất sở hữu khác nhau đều được đối xử như nhau khi tiếp cận với tổ chức tín dụng. Điều này cũng đã được khẳng định bởi các cán bộ quản lý tín dụng doanh nghiệp của tổ chức tín dụng trong và ngoài nước. Tất cả các khách hàng doanh nghiệp, miễn là có xếp hạng tín dụng tốt và tuân thủ nguyên tắc tín dụng, đều tiếp cận được nguồn tài chính từ ngân hàng. Theo đó, những trở ngại về cơ cấu sở hữu của các trung gian tài chính tác động đến khả năng tiếp cận tài chính của các doanh nghiệp đã được cải thiện đáng kể.

Tuy nhiên, các doanh nghiệp trong nước, đặc biệt là các doanh nghiệp nhỏ và vừa khó tiếp cận các ngân hàng thương mại nước ngoài hơn. Quy định về tài sản bảo đảm là điều kiện quan trọng để doanh nghiệp được phê duyệt vay vốn các ngân hàng trong nước. Techcombank và Vietinbank còn chấp nhận doanh nghiệp vay vốn không cần báo cáo tài chính được kiểm toán nếu có tài sản bảo đảm đạt yêu cầu. Nếu trước đây mọi ngân hàng thương mại đều quy định tất cả các doanh nghiệp vay vốn phải có tài sản bảo đảm, tại nhiều ngân hàng hiện nay có những điều kiện thay thế khác để cân nhắc nếu doanh nghiệp vay vốn không có tài sản bảo đảm. Ví dụ, Vietcombank, Vietinbank và ACB quy định nếu doanh nghiệp không thoả mãn điều kiện tài sản bảo đảm có thể được thay bằng điều kiện về xếp hạng tín dụng từ 2A trở lên, báo cáo tài chính có kiểm toán, hay doanh nghiệp phải có ROE trong các kỳ kinh doanh liền ngay trước đó đạt mức 5%,... Nhìn chung, nếu doanh nghiệp có tài sản bảo đảm đủ điều kiện thì khả năng được vay vốn từ các ngân hàng trong nước vẫn cao hơn so với không có tài sản bảo đảm.

Trong khi phần lớn các ngân hàng trong nước coi trọng điều kiện về tài sản bảo đảm, ngân hàng thương mại nước ngoài lại đánh giá cao điều kiện về năng lực tài chính của doanh nghiệp và hiệu quả của phương án kinh doanh. Đây chính là rào cản quan trọng khiến các doanh nghiệp khó vay được vốn của ngân hàng nước ngoài. Các đại diện của ngân hàng nước ngoài trong nhóm phóng vấn sâu đều nhận định giống nhau về năng lực tài chính và hiệu quả sử dụng vốn vay hạn chế của các doanh nghiệp Việt Nam, đặc biệt là doanh nghiệp nhỏ và vừa. Do vậy, ngân hàng thương mại nước ngoài thường cấp tín dụng cho các doanh nghiệp lớn với tiềm lực tài chính tốt, còn tỷ trọng dư nợ cho doanh nghiệp nhỏ và vừa không đáng kể. Điều kiện về báo cáo tài chính được kiểm toán bởi các công ty kiểm toán lớn cũng là điều kiện mà nhiều doanh nghiệp Việt Nam không thể đáp ứng được. Thêm nữa, với mạng lưới đại lý rộng khắp trên toàn thế giới, các ngân hàng nước ngoài cũng mong muốn cấp tín dụng cho các doanh nghiệp kinh doanh xuất - nhập khẩu và thường chào mời các doanh nghiệp này với một số ưu đãi nhất định về điều kiện vay vốn nếu doanh nghiệp sử dụng thêm nhiều dịch vụ khác của ngân hàng.

### *3.2. Quy mô của các trung gian tài chính*

*- Thực trạng quy mô tài sản của các trung gian tài chính.*

Về cơ bản, tổng tài sản của các trung gian tài chính tăng đều qua các năm và đã vượt mốc 10 triệu tỷ đồng vào năm 2017. Mặc dù đóng vai trò chủ chốt trong nền kinh tế, từ năm 2012, hệ thống ngân hàng thương mại Việt Nam đã gặp phải vấn đề lớn như nợ xấu tăng cao và khó khăn về thanh khoản

trong toàn hệ thống. Để cấu trúc lại hệ thống tài chính, với trọng tâm là cấu trúc lại hệ thống ngân hàng, Chính phủ đã ban hành Đề án "Cơ cấu lại hệ thống các tổ chức tín dụng giai đoạn 2011-2015" trong Quyết định số 254/QĐ-TTg ngày 01/3/2012 của Thủ tướng Chính phủ. Thực hiện các mục tiêu của Đề án đặt ra như các ngân hàng thương mại đang trong lộ trình thực hiện các yêu cầu của Basel 2; một số các tổ chức tín dụng đã phải sáp nhập hoặc mua bán và Ngân hàng Nhà nước đã phải mua lại một số ngân hàng với giá 0 đồng. Kết quả là số lượng ngân hàng thương mại trong nước giảm xuống còn 35 ngân hàng, và cấu trúc vốn thị trường có một số thay đổi.

**Bảng 2.17: Quy mô tài sản của các trung gian tài chính  
Việt Nam**

Năm	Tổng tài sản (tỷ VND)	Tỷ lệ tăng trưởng tổng tài sản (%)
2008	1.983.121	
2009	2.670.505	34,7
2010	3.451.597	29,2
2011	4.959.801	43,7
2012	5.085.780	2,5
2013	5.755.869	13,2
2014	6.514.900	13,2
2015	7.319.317	12,3
2016	8.503.571	16,2
2017	10.001.790	17,6
2018	11.064.239	10,6

*Nguồn:* Tác giả tổng hợp từ trang web Ngân hàng Nhà nước qua các năm.

Tổng tài sản của hệ thống tổ chức tín dụng trong 10 năm qua có sự tăng trưởng khá ấn tượng, với mức trung bình 19,3%/năm. Điều này giúp thúc đẩy hoạt động tiếp cận tín dụng cho doanh nghiệp, nhưng tập trung nhiều hơn vào nhóm doanh nghiệp lớn hoặc khách hàng cá nhân. Trong khi đó, nhóm doanh nghiệp nhỏ và vừa chưa tăng được mức độ tiếp cận với nguồn vốn ngân hàng. Theo VCCI (2018), 70% doanh nghiệp nhỏ và vừa chưa tiếp cận được nguồn vốn tín dụng từ các trung gian tài chính, trong đó gần 1/3 không thể tiếp cận với nguồn vốn tín dụng của ngân hàng và 1/3 doanh nghiệp tự đánh giá là có tiếp cận được nhưng gặp nhiều khó khăn.

*- Tác động của quy mô các trung gian tài chính đến khả năng tiếp cận tài chính của doanh nghiệp.*

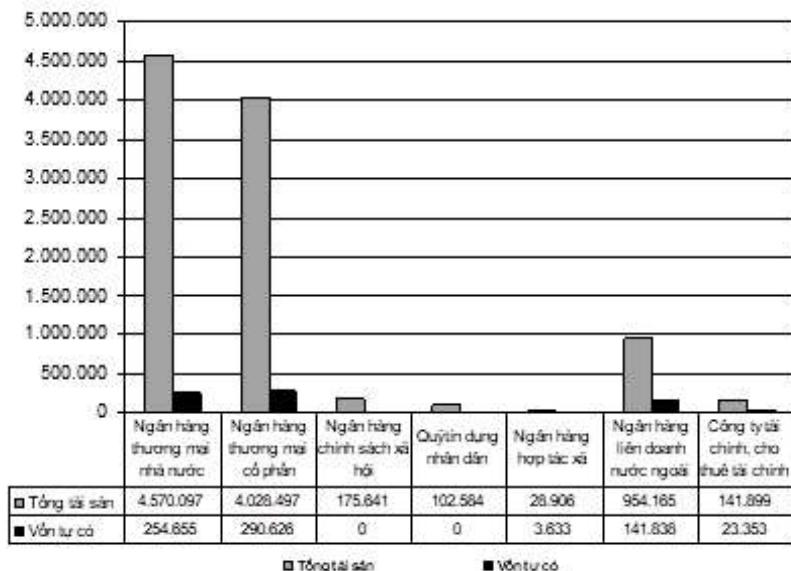
Theo quy định hiện hành, các tổ chức tín dụng không được cấp tín dụng vượt quá 15% vốn tự có; tổng mức dư nợ cấp tín dụng đối với một khách hàng và người có liên quan không được vượt quá 25% vốn tự có. Tổng mức dư nợ cấp tín dụng đối với một khách hàng không được vượt quá 25% vốn tự có của tổ chức tín dụng phi ngân hàng; tổng mức dư nợ cấp tín dụng đối với một khách hàng và người có liên quan không được vượt quá 50% vốn tự có của tổ chức tín dụng phi ngân hàng. Như vậy, trong trường hợp tổ chức tín dụng không đủ vốn tự có sẽ hạn chế khả năng tiếp cận dịch vụ tài chính từ doanh nghiệp.

Do đó, các ngân hàng thương mại nhỏ thường tiếp cận với các doanh nghiệp nhỏ và vừa. Điều này phù hợp với kết luận của Berger và cộng sự (2005) khi chỉ ra các doanh nghiệp nhỏ và vừa chủ yếu vay vốn từ các ngân hàng nhỏ và các ngân hàng nhỏ có mối quan hệ chặt chẽ hơn với khách hàng vay.

Đồng thời, Ngân hàng Nhà nước quy định các tổ chức tín dụng phải có tỷ lệ an toàn vốn tối thiểu 9%. Để đạt được yêu cầu này, ngân hàng thương mại phải tăng vốn tự có hoặc giảm tài sản có điều chỉnh rủi ro, trong đó đến năm 2020 phải bảo đảm dần các yêu cầu của Basel 2 theo Thông tư số 41/2016/TT-NHNN, để đạt được các yêu cầu cao hơn. Như vậy, các tài sản có điều chỉnh rủi ro sẽ phải thay đổi, tức là ngân hàng cần xem xét giảm các khoản mục tín dụng có mức độ rủi ro cao hơn. Tỷ lệ dư nợ cao nhất trong hệ thống ngân hàng thường thuộc về nhóm ngành xây dựng, đây cũng là nhóm ngành có hệ số rủi ro trên 100%. Vì vậy, để tuân thủ quy định về tỷ lệ an toàn vốn tối thiểu, giới hạn tín dụng cấp cho các doanh nghiệp này sẽ phải giảm xuống, gây cản trở đến việc tiếp cận tín dụng. Hình 2.29 cho thấy, hiện tại, ngân hàng thương mại nhà nước và ngân hàng thương mại cổ phần vẫn chiếm thị phần chủ yếu, trong khi đó tổng tài sản của ngân hàng Hợp tác xã Việt Nam (Coop Bank) và các quỹ tín dụng nhân dân vẫn chỉ là con số khiêm tốn.

**Hình 2.29: Tổng tài sản và vốn tự có của các tổ chức tín dụng Việt Nam (31/12/2018)**

Đơn vị: tỷ đồng



Nguồn: Ngân hàng Nhà nước, 2018.

Như vậy, có thể thấy, vốn tự có thấp của các tổ chức tín dụng và quy định về giới hạn tín dụng của Ngân hàng Nhà nước đã tạo khoảng cách giữa dư nợ thực tế của doanh nghiệp và nhu cầu kinh doanh. Tuy nhiên, doanh nghiệp nhà nước, đa phần là các doanh nghiệp lớn, lại dễ dàng tiếp cận vốn của các ngân hàng thương mại lớn, thường là ngân hàng thương mại nhà nước. Cụ thể, trong giai đoạn 2011-2016, dư nợ của doanh nghiệp nhà nước đã tăng lên tới 1,6 triệu tỷ

đồng. Theo Bảo Anh (2018), năm 2015, tỷ lệ sinh lời trên vốn kinh doanh của doanh nghiệp nhà nước đạt 2,1%/năm, thấp hơn nhiều so với tỷ lệ 5,5%/năm của doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài. Trong khi đó, các doanh nghiệp nhỏ và vừa lại phải tiếp cận với nguồn vốn từ phía các ngân hàng thương mại cổ phần với tổng nguồn vốn thấp hơn và chi phí cao hơn. Điều này cho thấy, những ngân hàng thương mại được cho là lớn (thuộc khối G14)<sup>1</sup> thường sẽ đầu tư vào doanh nghiệp lớn, trong khi các ngân hàng thương mại nhỏ lại tập trung vào khối doanh nghiệp nhỏ và vừa.

Bên cạnh đó, điều cần chú ý về mặt rào cản là các chi phí chìm phát sinh. Thông thường, ngân hàng thương mại có quy mô nhỏ cố gắng cạnh tranh bằng các chính sách ưu đãi tín dụng, nhưng lại xuất hiện khoản mục chi phí không chính thức. Để tìm hiểu nguyên nhân của tình trạng này, Đặng Anh Tuấn (2017) đã phỏng vấn sâu các nhóm khách hàng vay vốn và cán bộ ngân hàng, kết quả cho thấy, tình trạng thông tin kém minh bạch của ngân hàng thương mại khiến doanh nghiệp phải chấp nhận các chi phí chìm có liên quan.Thêm vào đó, sự phát triển không đều của hệ thống tài chính - đặc biệt liên quan đến quy mô của ngân hàng thương mại đã dẫn đến việc không đáp ứng hết được nhu cầu vay vốn của doanh nghiệp. Vì không được

---

1. 14 ngân hàng thương mại lớn bao gồm Vietcombank, VietinBank, BIDV, Agribank, ACB, Eximbank, Sacombank, Techcombank, MB, Maritime Bank, VPBank, VIB, SeABank và SHB.

đáp ứng hết nhu cầu vay vốn, doanh nghiệp buộc phải trả chi phí chìm để có được nguồn tín dụng cần thiết. Đây là một mở rộng nhận định của Zingales (2015) khi cho rằng hệ thống tài chính trong quá trình phát triển dễ bị sa vào hoạt động tìm kiếm đặc lợi (rent seeking) và làm giảm cơ hội cho các doanh nghiệp có tiềm năng tăng trưởng cao.

#### IV- THỰC TRẠNG TIẾP CẬN TÀI CHÍNH PHI CHÍNH THỨC CỦA DOANH NGHIỆP

##### 1. Đặc điểm các doanh nghiệp tiếp cận tài chính phi chính thức

*1.1. Số lượng doanh nghiệp tiếp cận vốn phi chính thức khá nhiều, doanh nghiệp hầu như chỉ tiếp cận nguồn vốn này khi không tiếp cận được vốn từ thị trường tài chính chính thức.*

Trong mẫu điều tra 1.200 doanh nghiệp có tới 37,54% doanh nghiệp có sử dụng nguồn vay không chính thức, trong đó có 14,4% là nguồn vay tư nhân, 25,5% là nguồn vay thông qua mối quan hệ cá nhân, còn lại là các nguồn phi chính thức khác. Kết quả điều tra cũng cho thấy, doanh nghiệp nhỏ và vừa có tỷ lệ sử dụng vốn vay không chính thức nhiều hơn so với doanh nghiệp lớn (41,90% so với 31,41%). Khu vực tư nhân cũng là khu vực chủ yếu tạo ra nhu cầu vay vốn không chính thức khi tỷ lệ ở khu vực này là 43,44% so với mức 15,63% và 13,68% của hai khu vực còn lại (xem Bảng 2.18.)

**Bảng 2.18: Tỷ lệ doanh nghiệp sử dụng vốn vay không chính thức**

Đơn vị: %

Doanh nghiệp có sử dụng nguồn vay không chính thức trong vòng 3 năm gần nhất?	Quy mô doanh nghiệp		Hình thức sở hữu doanh nghiệp			Tổng số
	Doanh nghiệp nhỏ và vừa	Doanh nghiệp lớn	Doanh nghiệp khu vực nhà nước	Doanh nghiệp khu vực FDI	Doanh nghiệp khu vực tư nhân	
	Không	58,10	68,59	84,38	86,32	56,56
Có	41,90	31,41	15,63	13,68	43,44	37,54

Nguồn: Số liệu điều tra 1.200 doanh nghiệp, thực hiện năm 2017.

Về lý do phải tiếp cận các nguồn vay không chính thức thay vì các nguồn chính thức được thể hiện trong Bảng 2.19. Có thể thấy lý do phổ biến nhất ở đây là từ việc vay vốn phi chính thức không có các quy định chặt chẽ như vay từ ngân hàng. 56% doanh nghiệp chọn nguồn vốn phi chính thức vì “Phương thức dễ dàng hơn”, 51% vì “Thời gian trả linh hoạt hơn”; 46% vì “Không yêu cầu tài sản bảo đảm”. Tuy vậy, thực tế này cho thấy có những rủi ro rất lớn tiềm ẩn đằng sau nguồn vốn này.

**Bảng 2.19: Lý do tiếp cận nguồn vốn phi chính thức**

Lý do	Tỷ lệ doanh nghiệp lựa chọn (%)
Phương thức dễ dàng hơn	56,07
Thời gian trả linh hoạt hơn	51,15
Không yêu cầu tài sản bảo đảm	46,23
Tín dụng không chính thức rất sẵn có và dễ tiếp cận	19,02
Mức lãi suất ưu đãi hơn	19,02
Không tiếp cận được nguồn tín dụng chính thức	14,75

Nguồn: Số liệu điều tra 1.200 doanh nghiệp, thực hiện năm 2017.

Còn trong mẫu khảo sát, phỏng vấn sâu 70 doanh nghiệp, chỉ tập trung vào nhóm doanh nghiệp nhỏ và vừa, có tới 65,7% doanh nghiệp trả lời họ có tiếp cận nguồn vốn phi chính thức trong ba năm gần đây. Năm 2019, tỷ lệ doanh nghiệp tiếp cận vốn phi chính thức trong mẫu này vẫn ở mức khá cao (54,28%). Năm 2019, tỷ lệ doanh nghiệp sử dụng vốn vay lãi cao từ các tổ chức tư nhân phi chính thức lên tới 18,57%.

Trong mẫu khảo sát, phỏng vấn sâu 70 doanh nghiệp, trả lời cho câu hỏi lý do không tiếp cận vốn vay phi chính thức (câu hỏi nhiều lựa chọn):

- 61% số doanh nghiệp KHÔNG vay từ tổ chức tư nhân phi chính thức trả lời lý do: “*Do vay được từ gia đình/bạn bè/người quen*”, số còn lại lựa chọn lý do: “*Do tiếp cận được các nguồn vốn chính thống khác*” và “*Do chính sách tài chính của doanh nghiệp không cho phép tiếp cận nguồn vốn này*”;

- 54% số doanh nghiệp KHÔNG vay từ bạn bè, gia đình, người thân lựa chọn lý do: “*Do tiếp cận được các nguồn vốn chính thống khác (từ ngân hàng thương mại, công ty tài chính, quỹ tài chính...)*”; số còn lại lựa chọn lý do “*Do nguồn vốn từ gia đình/bạn bè/người quen không đủ lớn để đáp ứng nhu cầu vốn của doanh nghiệp*”. Khoảng 30% doanh nghiệp lựa chọn lý do “*Không hạch toán được lãi vay, chi phí vốn vào báo cáo thuế của doanh nghiệp*”.

### **1.2. Doanh nghiệp tiếp cận vốn phi chính thức thường có sở hữu tư nhân và ngành nghề thương mại dịch vụ.**

Các doanh nghiệp tiếp cận vốn phi chính thức chủ yếu là

doanh nghiệp nhỏ và vừa, hoạt động trong lĩnh vực thương mại và dịch vụ, thuộc sở hữu tư nhân. Các doanh nghiệp này có tiềm lực tài chính nhỏ, khá linh hoạt trong kinh doanh, dễ thành lập, dễ gia nhập thị trường, khả năng thu hồi vốn nhanh. Những lợi thế này tạo điều kiện cho doanh nghiệp thích ứng với biến động của môi trường kinh doanh luôn biến động, dễ đáp ứng những thay đổi trong nhu cầu của thị trường, cung cấp cho thị trường sản phẩm và dịch vụ đa dạng ở nhiều lĩnh vực, tạo ra nhiều lựa chọn và thúc đẩy sức tiêu thụ nội địa.

100% doanh nghiệp thuộc nhóm sử dụng vốn phi chính thức trong ba năm gần đây của mẫu khảo sát 1.200 doanh nghiệp là doanh nghiệp có sở hữu tư nhân chiếm tỷ trọng lớn, 70-100%. Mẫu khảo sát nhỏ cho nhóm doanh nghiệp nhỏ và vừa, kết hợp phỏng vấn sâu những doanh nghiệp tiếp cận vốn phi chính thức của nhóm này cho thấy, có tới 71,05% doanh nghiệp tiếp cận vốn phi chính thức của mẫu là doanh nghiệp có ngành nghề thương mại và dịch vụ.

### *1.3. Doanh nghiệp tiếp cận vốn phi chính thức thường là các doanh nghiệp có thời gian hoạt động trên thị trường ít hoặc mới thành lập.*

Có một đặc điểm chung của các doanh nghiệp tiếp cận vốn phi chính thức là mới thành lập hoặc có số năm hoạt động ít, chủ yếu là dưới 5 năm. Theo nhận định của chủ doanh nghiệp và các nhà quản lý doanh nghiệp, cần khoảng thời gian từ 2 đến 3 năm thì doanh nghiệp mới có thể khẳng

định được vị trí trên thị trường, ổn định và phát triển hoạt động kinh doanh. Tuy nhiên, trên thực tế, các doanh nghiệp hoạt động trên thị trường lâu năm có uy tín trong kinh doanh và có lịch sử về tín dụng tốt hơn sẽ dễ dàng hơn trong việc tiếp cận với các khoản vay từ các tổ chức tín dụng. Trong khi đó, thời gian đầu hoạt động thì doanh nghiệp rất cần vốn nhưng lại khó khăn trong vay vốn ngân hàng nên thường phải tiếp cận vốn phi chính thức.

#### *1.4. Quy mô doanh nghiệp tiếp cận vốn phi chính thức nhỏ và siêu nhỏ.*

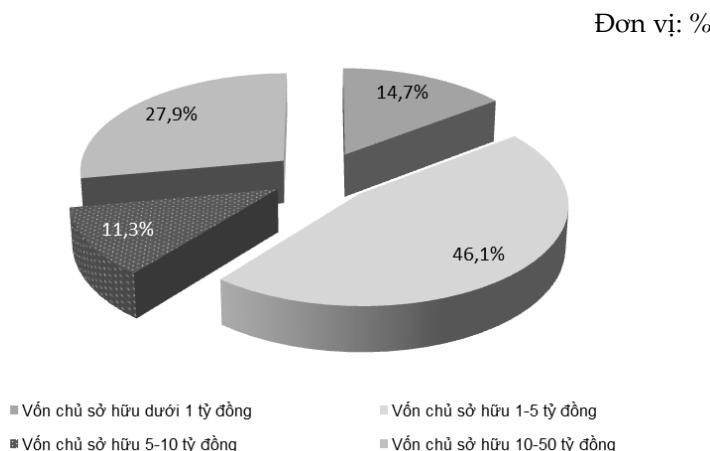
Đa số các doanh nghiệp tiếp cận vốn phi chính thức có quy mô vốn chủ sở hữu và tài sản dưới 10 tỷ đồng. Quy mô nhỏ là rào cản cho doanh nghiệp tiếp cận vốn tín dụng ngân hàng để đầu tư mở rộng kinh doanh, phát triển sản phẩm cũng như áp dụng tiến bộ khoa học và công nghệ vào hoạt động sản xuất. Hạn chế về tài sản thế chấp và khó khăn trong đầu tư phát triển kinh doanh khiến doanh nghiệp càng khó khăn trong vay ngân hàng do không chứng minh được đầu vào ổn định, đầu ra bền vững, mang lại nguồn thu bảo đảm khả năng trả nợ.

Quy mô nhỏ nên hoạt động của doanh nghiệp chủ yếu mang tính ngắn hạn, đáp ứng nhu cầu trước mắt và tại chỗ, ít quan tâm đến tầm nhìn và chiến lược dài hạn. Kế hoạch kinh doanh mang tính tự phát, thời vụ và thiếu phương án dự phòng rủi ro. Do hạn chế về quy mô vốn, doanh nghiệp khó khăn trong thu hút nhân lực có kỹ năng nghề nghiệp.

Những hạn chế này là rào cản cho doanh nghiệp trong tiếp cận vốn chính thức trên thị trường tài chính.

Tuy nhiên, trong số các doanh nghiệp lựa chọn nguồn vốn phi chính thức, đều có nguồn vốn chủ sở hữu dưới 50 tỷ đồng, trong đó 60,8% doanh nghiệp có vốn chủ sở hữu dưới 5 tỷ đồng.

**Hình 2.30: Quy mô vốn của các doanh nghiệp có tiếp cận vốn vay phi chính thức**



Nguồn: Khảo sát của nhóm tác giả, tháng 7/2019.

### **1.5. Các khoản vay phi chính thức thường là những khoản vay nhỏ và có lãi suất khá chênh lệch.**

Các khoản vay phi chính thức thường là những khoản vay nhỏ nhưng thường xuyên của doanh nghiệp. Các doanh nghiệp vay vốn phi chính thức có nguồn gốc từ người thân và bạn bè thường không phải trả lãi cao trong khi các doanh

nghiệp vay từ các nguồn phi chính thức khác (tín dụng đen) phải trả lãi suất cao hơn.

26/70 doanh nghiệp khảo sát và phỏng vấn sâu chia sẻ: nguồn vốn phi chính thức, bao gồm cả vay từ gia đình, bạn bè, người thân và vay từ tổ chức tư nhân phi chính thức có đặc điểm: dễ vay nhưng khoản vay nhỏ không đủ đáp ứng nhu cầu về vốn của doanh nghiệp, chưa kể nguồn vốn không ổn định, có thể bị đòi nợ sớm hơn kế hoạch khi chủ nợ có nhu cầu cầu khác sử dụng vốn nhàn rỗi của họ. Theo thang điểm bình quân, các doanh nghiệp nhỏ và vừa đánh giá lãi suất cho vay từ gia đình, bạn bè và người thân thấp hơn mức phí là lãi suất của ngân hàng thương mại (thang điểm bình quân 3,2: mức đánh giá từ 1 - 5, trong đó 1 là mức lãi suất rất cao và 5 là lãi suất rất thấp so với ngân hàng thương mại), trong đó 65,9% số phiếu trả lời mức lãi suất vay từ nguồn này ở mức bằng và thấp hơn nhiều so với ngân hàng thương mại.

Ở chiều ngược lại, lãi suất vay vốn từ tổ chức tư nhân phi chính thức đều được đánh giá ở mức rất cao. 100% doanh nghiệp nhỏ và vừa đánh giá mức lãi suất này cao và cao hơn nhiều lãi suất của thị trường tài chính chính thức.

## **2. Đặc điểm nguồn vốn phi chính thức**

### **2.1. Đặc điểm của nguồn vốn phi chính thức từ gia đình, bạn bè, người thân.**

Các doanh nghiệp có vay vốn từ gia đình, bạn bè và người thân đánh giá các đặc điểm dưới đây theo thang điểm

từ 1 - 5: 1 là mức kém nhất/chi phí cao nhất/phức tạp nhất/khó khăn nhất và 5 là mức tốt nhất/chi phí thấp nhất/dơn giản nhất/thuận tiện nhất (xem Hình 2.31). Theo đó, nguồn vốn này có ưu điểm: thủ tục vay vốn thuận tiện; khả năng tiếp cận dễ dàng; lãi suất và chi phí vay vốn thấp hơn so với khu vực ngân hàng thương mại.

Tuy nhiên, nhược điểm của nguồn vốn này là:

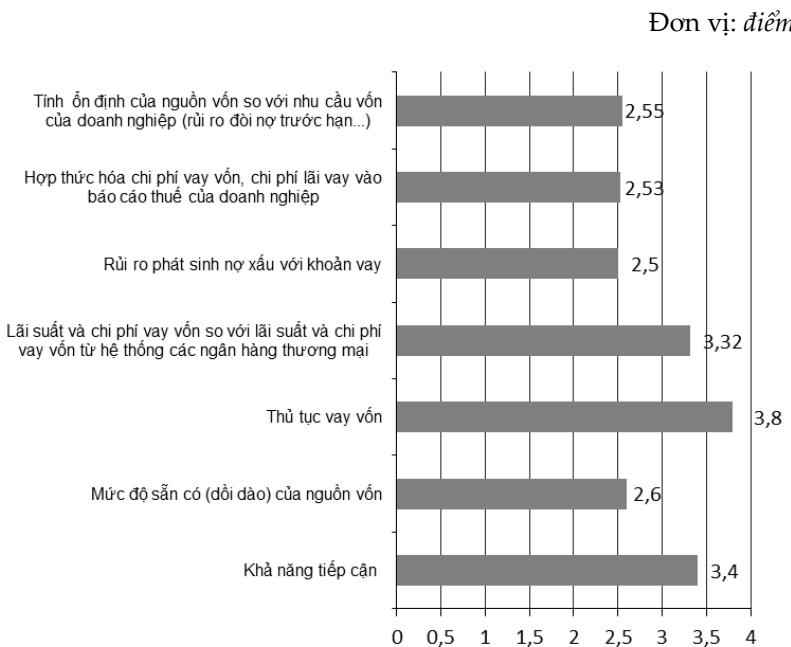
- Tính ổn định của nguồn vốn so với nhu cầu vốn của doanh nghiệp thấp, ví dụ như rủi ro đòi nợ trước hạn khi gia đình, bạn bè, người thân thay đổi kế hoạch sử dụng vốn nhàn rỗi của họ; nguồn vốn cũng không sẵn có và không đều.

- Dễ vay nhưng nguồn vốn không dồi dào, nguồn vốn nhỏ, khó đáp ứng kế hoạch kinh doanh của doanh nghiệp.

- Rủi ro phát sinh nợ xấu với khoản vay khá cao. Lý do thời hạn cho vay và nhu cầu vốn thực tế của doanh nghiệp rất khó khớp nhau, việc này khiến dòng tiền thực tế của doanh nghiệp không đáp ứng tốt cam kết trả nợ của doanh nghiệp.

- Doanh nghiệp khó hợp thức hóa chi phí vay vốn vào báo cáo thuế. Do đó, chi phí sử dụng nguồn vốn này thực tế bằng với lãi suất khoản vay cộng với chi phí không được trừ thuế (có thể 15-22%). Chi phí thực tế khi dùng vốn phi chính thức sẽ rất cao, làm giảm hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp.

### Hình 2.31: Kết quả đánh giá đặc điểm nguồn vốn phi chính thức từ gia đình, bạn bè, người thân



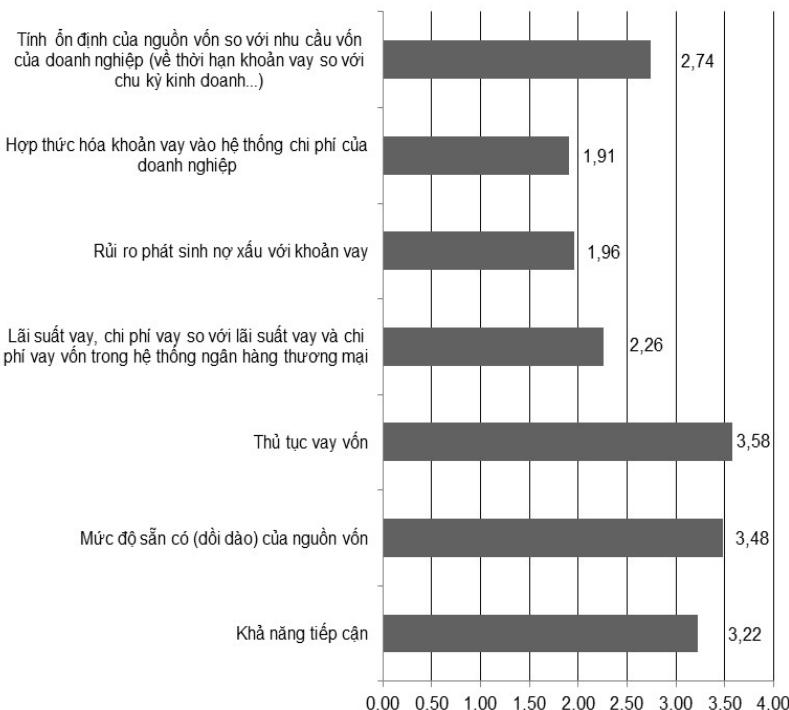
Nguồn: Khảo sát của nhóm tác giả, tháng 7/2019.

## 2.2. Đặc điểm nguồn vốn vay từ tổ chức tư nhân phi chính thức.

Các doanh nghiệp có vay vốn từ tổ chức tư nhân phi chính thức đánh giá các đặc điểm dưới đây theo thang điểm từ 1 - 5: 1 là mức kém nhất/chi phí cao nhất/phúc tạp nhất/khó khăn nhất và 5 là mức tốt nhất/chi phí thấp nhất/dơn giản nhất/thuận tiện nhất (xem Hình 2.32).

## Hình 2.32: Kết quả đánh giá đặc điểm nguồn vốn phi chính thức từ tổ chức tư nhân phi chính thức

Đơn vị: điểm



Nguồn: Khảo sát của nhóm tác giả, tháng 7/2019.

Mặc dù ưu điểm của nguồn vốn này là: doanh nghiệp dễ tiếp cận nguồn vốn, thủ tục vay đơn giản và mức độ sẵn có, dồi dào của nguồn vốn khá tốt, ở mức trên trung bình (3,48 điểm bình quân), nhưng hình thức này có nhiều nhược điểm:

- Lãi suất rất cao. Doanh nghiệp đánh giá mức lãi suất rất cao của nguồn vốn này bình quân 2,26 điểm (thang điểm 1 - 5).

- Do nhược điểm trên nên rủi ro phát sinh nợ xấu với khoản vay từ nguồn này cũng rất cao, doanh nghiệp đánh giá mức 1,96 điểm bình quân, là mức đánh giá rất tiêu cực.

- Ngoài ra, nguồn vốn này cũng không được đánh giá tích cực về tính ổn định của khoản vay, đây là rủi ro phát sinh nợ xấu của doanh nghiệp nếu sử dụng nguồn này.

- Cũng giống nguồn vốn vay từ gia đình, bạn bè, người thân, vay từ nguồn này doanh nghiệp cũng không thể hạch toán chi phí vào báo cáo thuế trong khi chi phí rất cao, cao hơn nhiều so với nguồn vay từ bạn bè, gia đình và người thân. Điều này làm doanh nghiệp rơi vào rủi ro lớn hơn do chịu chi phí tài chính quá lớn.

### *2.3. Ưu và nhược điểm khi tiếp cận thị trường phi chính thức.*

Khi doanh nghiệp được thành lập bao giờ chủ doanh nghiệp cũng phải đầu tư một số vốn nhất định. Ưu điểm của vốn góp ban đầu là doanh nghiệp hoàn toàn chủ động sử dụng vốn, không bị phụ thuộc vào bên ngoài. Doanh nghiệp có thể tiếp cận các khoản vay hỗ trợ doanh nghiệp nhỏ với nhiều điều khoản thuận lợi hơn so với các khoản vay truyền thống từ ngân hàng. Nhưng nó cũng có nhược điểm là thường vốn góp ban đầu không lớn, trong doanh nghiệp nguồn vốn tự có chỉ chiếm khoảng 20% - 30% tổng vốn của doanh nghiệp. Do vậy, để duy trì sự ổn định và phát triển hoạt động kinh doanh, doanh nghiệp phải huy động vốn từ

bên ngoài. Trường hợp doanh nghiệp tiếp cận với nguồn vốn chính thức, doanh nghiệp cần phải bảo đảm những điều kiện nhất định, ví dụ để vay được vốn ngân hàng, các doanh nghiệp phải có bản báo cáo kế hoạch sử dụng vốn cụ thể để ngân hàng thẩm định cũng như cần tài sản để bảo đảm cho khoản vay đó. Ngoài ra, doanh nghiệp phải tuân thủ các quy định do ngân hàng đề ra trong việc sử dụng vốn vay. Kết quả là doanh nghiệp giảm sự chủ động trong việc vay và sử dụng vốn vay vì còn phụ thuộc vào đánh giá của ngân hàng cũng như những quy định của tổ chức tín dụng đề ra. Bên cạnh đó, thủ tục phức tạp và mất thời gian có thể làm cho doanh nghiệp mất đi cơ hội kinh doanh do không có vốn một cách kịp thời.

Trên thực tế tại Việt Nam, nguồn vốn phi chính thức là nguồn cung cấp vốn quan trọng cho các doanh nghiệp, đặc biệt là doanh nghiệp nhỏ và vừa, doanh nghiệp siêu nhỏ. Vốn phi chính thức có ưu điểm là tiện dụng và linh hoạt trong kinh doanh, giúp doanh nghiệp mở rộng quan hệ hợp tác kinh doanh một cách lâu bền, chủ động khi huy động vốn chủ về thời gian, số lượng, nhà cung ứng; huy động nhanh chóng dễ dàng; không phải chịu sự giám sát của ngân hàng và các cơ quản quản lý chuyên ngành.

Tuy nhiên, có nhiều nhược điểm đối với nguồn vốn phi chính thức như hạn chế về quy mô (hạn chế về số lượng mua chịu, khả năng của nhà cung ứng, hạn chế về đối tượng vay mượn); hạn chế về không gian vay mượn; hạn chế về thời

gian vay mượn do chu kỳ sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp khác nhau; phụ thuộc vào quan hệ sản xuất kinh doanh trên thị trường; có thể gặp rủi ro khi buộc phải thay đổi người cho vay/nhà cung ứng vốn; phụ thuộc nhiều vào sự đúng hạn, uy tín của người cho vay/nhà cung ứng; dễ gặp rủi ro dây chuyền. Và nghiêm trọng nhất là nếu chủ doanh nghiệp không trả tiền đúng hẹn cho gia đình hoặc bạn bè, mối quan hệ tốt đẹp giữa hai bên có nguy cơ rơi vào tình trạng căng thẳng.

### **3. Các yếu tố tác động đến quyết định tiếp cận vốn phi chính thức**

Thị trường tài chính chưa phát huy vai trò cầu nối về vốn cho doanh nghiệp. Mặc dù nhu cầu về vốn của doanh nghiệp rất lớn song khả năng đáp ứng vốn từ kênh chính thức cho các doanh nghiệp còn hạn chế. Do vậy, các doanh nghiệp phải tìm đến các kênh vốn không chính thức như vay người thân, tín dụng thương mại và vay nóng.

Kết quả khảo sát chuyên sâu 70 doanh nghiệp vừa và nhỏ cho thấy, không có doanh nghiệp nào đã từng tiếp cận kênh huy động vốn qua phát hành trái phiếu doanh nghiệp. Nguyên nhân do triển khai trong thực tiễn phức tạp và phát sinh nhiều chi phí như chi phí minh bạch thông tin, chi phí bảo lãnh phát hành, chi phí kiểm toán. Xét về tổng thể, số chi phí này cao hơn hẳn chi phí giao dịch với ngân hàng. Hơn nữa, phương thức này quá phức tạp so với mặt bằng thấp về

năng lực quản lý tài chính của doanh nghiệp. Việc phát hành cổ phiếu huy động vốn từ thị trường chứng khoán đối với doanh nghiệp nhỏ và vừa là điều không thể trên thị trường Việt Nam. Trong bối cảnh đó, các doanh nghiệp được khảo sát đều mong muốn được vay vốn từ khu vực ngân hàng. Tuy nhiên, khó khăn trong vay vốn từ khu vực ngân hàng là nguyên nhân chủ yếu khiến doanh nghiệp tiếp cận vốn phi chính thức.

*- Thủ tục vay vốn phức tạp và thiếu tài sản bảo đảm là hai rào cản cơ bản khiến doanh nghiệp không vay được vốn từ ngân hàng và phải tìm đến nguồn vốn phi chính thức.*

Quá trình xin vay vốn đòi hỏi nhiều văn bản giấy tờ; thủ tục công chứng gây mất thời gian và chi phí; các yêu cầu xây dựng phương án/dự án sản xuất kinh doanh và chứng minh hiệu quả của phương án/dự án vượt quá khả năng của nhiều doanh nghiệp. Một số doanh nghiệp hoạt động trong các lĩnh vực mới, lĩnh vực đặc thù cũng khó tiếp cận được các khoản vay từ các tổ chức tín dụng do thông tin từ các lĩnh vực đó quá ít, các tổ chức tín dụng không có đầy đủ thông tin cũng như không đánh giá được tính hiệu quả của phương án/dự án sản xuất kinh doanh. Bản thân các tổ chức tín dụng cũng gặp khó khăn về nhân lực và công nghệ trong đánh giá thực chất phương án kinh doanh và dòng tiền của doanh nghiệp khi thẩm định phương án cho vay.

Về phía doanh nghiệp, do chạy theo lợi nhuận và quản lý nhà nước còn hạn chế, giám sát của các cơ quan còn lỏng lẻo, báo cáo tài chính của doanh nghiệp thiếu trung thực. Kết

quả là bản thân các doanh nghiệp tự làm khó mình khi không chứng minh được năng lực tài chính để nhận tài trợ tín dụng đủ và kịp thời cho hoạt động sản xuất kinh doanh của mình.

Bởi vậy, để ngăn ngừa và giám thiểu rủi ro, các ngân hàng thương mại có xu hướng đặt điều kiện về tài sản bảo đảm là ưu tiên hàng đầu. Tài sản bảo đảm chủ yếu yêu cầu phải là bất động sản, trong khi đó giá trị bất động sản của các doanh nghiệp thường rất nhỏ hoặc không nằm trong danh mục được ngân hàng chấp thuận làm tài sản bảo đảm. Một số doanh nghiệp đã sử dụng toàn bộ tài sản bảo đảm cho các khoản vay cũ nên không có tài sản bảo đảm để vay các khoản vay mới.

Thủ tục vay vốn phức tạp và khó đáp ứng yêu cầu về tài sản bảo đảm khiến doanh nghiệp tìm đến các nguồn vốn phi chính thức (vay bạn bè, người thân, tín dụng thương mại, vay nặng lãi,...) để tài trợ cho các dự án kinh doanh thời vụ, bù đắp thiếu hụt vốn ngắn hạn,... Trong khi đó, các doanh nghiệp nhỏ và vừa hoạt động trong lĩnh vực thương mại dịch vụ, các dự án kinh doanh thường chỉ diễn ra trong thời gian rất ngắn, đòi hỏi khả năng huy động vốn nhanh, thủ tục đơn giản, thời gian giải ngân nhanh chóng, phù hợp với nhu cầu vốn của doanh nghiệp.

- *Mối quan hệ giữa ngân hàng thương mại và doanh nghiệp yếu: doanh nghiệp không thực sự tin cậy ngân hàng, công ty tài chính khi chia sẻ thông tin chân thực về tài chính và các khó khăn phát sinh.*

Quá trình khảo sát, phỏng vấn sâu cung cho thấy, nhiều doanh nghiệp không thực sự tin cậy và chia sẻ trung thực về thông tin tài chính, hoạt động sản xuất kinh doanh hoặc các khó khăn hiện có và rủi ro tiềm ẩn với các ngân hàng thương mại là đối tác của mình. Thiếu niềm tin vào khu vực ngân hàng thương mại cũng đồng nghĩa với việc các doanh nghiệp sẽ có xu hướng hạn chế chia sẻ hoặc thậm chí che giấu một phần thông tin. Quan điểm này sẽ trở thành rào cản đối với doanh nghiệp khi tiếp cận với ngân hàng thương mại.

*- Quy mô nhỏ, sở hữu tư nhân sẽ khó khăn hơn khi tiếp cận vốn từ ngân hàng thương mại và thị trường chứng khoán.*

Những lợi thế về quy mô, nhân lực giúp các doanh nghiệp lớn có khả năng huy động vốn từ nhiều nguồn như phát hành cổ phiếu, trái phiếu và giành được sự ưu tiên hơn của các tổ chức tín dụng. Tương tự như vậy, các doanh nghiệp nhà nước cũng có lợi thế hơn khi tiếp cận tín dụng từ các tổ chức tín dụng so với các doanh nghiệp tư nhân do có tài sản bảo đảm lớn và tâm lý an toàn vì có được sự bảo lãnh của Nhà nước.

Quy mô nhỏ và thiếu minh bạch thông tin khiến doanh nghiệp gặp khó khăn trong tiếp cận các nhà đầu tư để huy động vốn từ ngân hàng hay từ thị trường tài chính. Những hạn chế về con người, quản lý, thông tin, công nghệ,... là rào cản để doanh nghiệp tìm kiếm cơ hội đầu tư phù hợp và không chứng minh được đầu vào ổn định, đầu ra bền vững, mang lại nguồn thu bảo đảm khả năng trả nợ cũng như xây

dựng kế hoạch và phương án kinh doanh đủ sức thuyết phục ngân hàng, nhà đầu tư tài trợ vốn cho doanh nghiệp. Điều này làm tăng rào cản tiếp cận nguồn vốn chính thức và khiến cho doanh nghiệp phải tìm đến các kênh phi chính thức.

- *Thủ tục vay vốn đơn giản, mức độ săn có, quy mô và thời hạn vay linh hoạt là những lý do khiến doanh nghiệp tiếp cận vốn phi chính thức.*

Đối với các doanh nghiệp, vay được vốn đáp ứng yêu cầu kinh doanh đã khó, nhưng việc duy trì các khoản vay một cách ổn định còn khó khăn hơn nhiều. Việc tiếp cận được các khoản vay không ổn định, khi vay được khi không đã ảnh hưởng trực tiếp đến hoạt động của doanh nghiệp, khiến cho các doanh nghiệp bị động trong kế hoạch tài chính và buộc phải tiếp cận các dịch vụ cho vay phi chính thức.

Đồng thời, để đáp ứng yêu cầu đa dạng và biến động của hoạt động kinh doanh, doanh nghiệp phải tiếp cận các khoản vay phi chính thức để bù đắp phần vốn bị thiếu, làm tăng chi phí vốn và giảm mức lợi nhuận của dự án.

- *Ngân hàng thương mại thiếu biện pháp hoặc thiện chí hỗ trợ khi doanh nghiệp gặp khó khăn.*

Ngược trở lại, khu vực ngân hàng thương mại cũng không có niềm tin với khu vực doanh nghiệp khi thiếu biện pháp hoặc thiện chí hỗ trợ doanh nghiệp khi doanh nghiệp gặp khó khăn. Các ngân hàng thương mại thường tính tới giải pháp xử lý tài sản bảo đảm (thường là bất động sản) để bù đắp rủi ro mất vốn. Trong quá trình vay vốn, tổ chức tín

dụng cũng có thể đơn phương chấm dứt hợp đồng tín dụng khi hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp sa sút, có nguy cơ ảnh hưởng đến an toàn vốn. Tuy nhiên, đây cũng lại là thời điểm mà doanh nghiệp cần vốn nhất, do đó hành động chấm dứt hợp đồng tín dụng của tổ chức tín dụng đã đẩy doanh nghiệp rơi vào hoàn cảnh khó khăn hơn, thậm chí có thể thua lỗ, phá sản và dẫn tới không trả được nợ, trong khi nếu như có sự trợ giúp hợp lý thì doanh nghiệp đã có thể vượt qua khó khăn, quay trở lại hoạt động bình thường. Điều này thể hiện niềm tin giữa các tổ chức tín dụng và doanh nghiệp còn yếu, mức độ cộng tác và hỗ trợ nhau chung còn chưa cao.

## **Chương 3**

# **TÁC ĐỘNG CỦA CÁC RÀO CẢN TÀI CHÍNH TIỀN TỆ ĐẾN KHẢ NĂNG TIẾP CẬN TÀI CHÍNH CỦA DOANH NGHIỆP**

## **I- MÔ HÌNH ĐỊNH LƯỢNG VÀ PHƯƠNG PHÁP ƯỚC LƯỢNG**

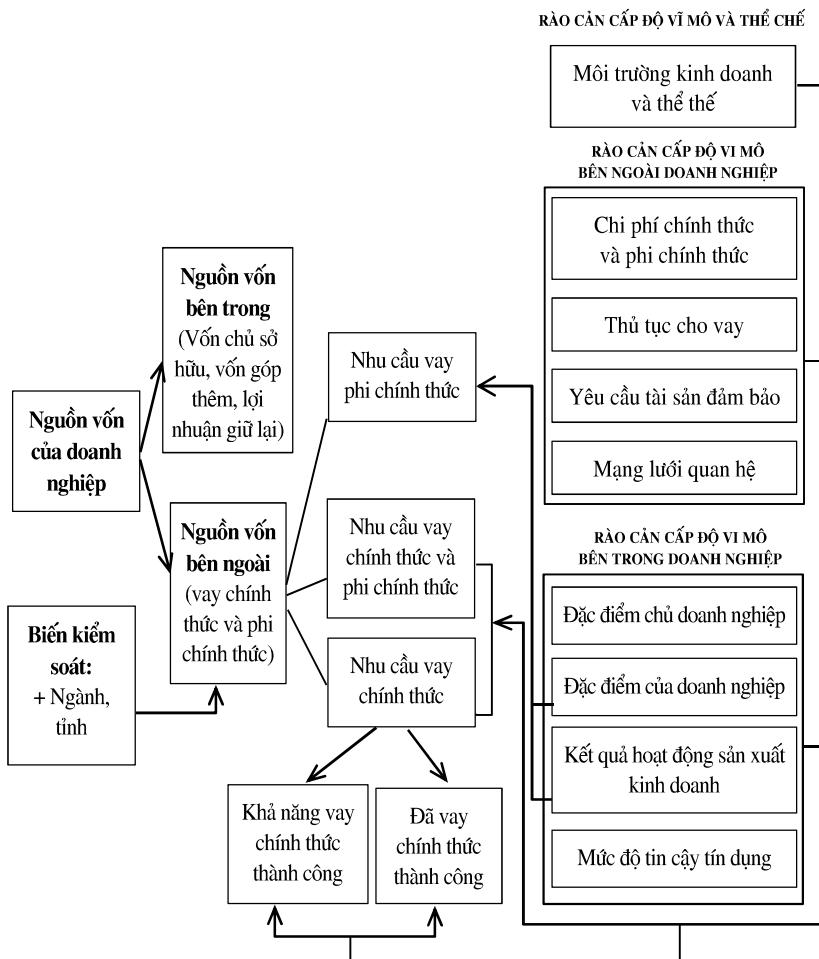
### **1. Mô hình định lượng**

Dựa trên khung phân tích và sự sẵn có của số liệu thu thập được, Chương 3 sẽ nghiên cứu tác động của các rào cản tài chính tiền tệ đến khả năng tiếp cận tài chính (ở đây là vốn tín dụng ngân hàng) và quyết định tiếp cận thị trường tài chính phi chính thức thông qua các mô hình định lượng được chỉ định ở Hình 3.1. Trên cơ sở đó, xây dựng các mô hình tương ứng như sau:

- *Mô hình 1:* Đánh giá các yếu tố tác động đến nhu cầu tiếp cận tài chính chính thức của doanh nghiệp. Trong các doanh nghiệp có nhu cầu tiếp cận tài chính chính thức, đánh giá khả năng tiếp cận tài chính của các doanh nghiệp đó qua hai mô hình sau:

+ Mô hình 1.1: Đánh giá các yếu tố tác động đến khả năng tiếp cận tài chính chính thức thành công hay không của các doanh nghiệp.

### Hình 3.1: Khung phân tích các yếu tố tác động đến khả năng tiếp cận tài chính của doanh nghiệp



Nguồn: Xây dựng từ cơ sở lý thuyết và tổng quan nghiên cứu.

+ *Mô hình 1.2*: Đối với các doanh nghiệp đã tiếp cận tài chính chính thức thành công, họ đánh giá các yếu tố tác động đến khả năng tiếp cận tài chính của các doanh nghiệp như thế nào?

- *Mô hình 2*: Đánh giá các yếu tố tác động đến nhu cầu tiếp cận cả hai nguồn tài chính chính thức và phi chính thức của các doanh nghiệp.

- *Mô hình 3*:

+ *Mô hình 3.1*: Đánh giá các yếu tố tác động đến nhu cầu tiếp cận nguồn tài chính phi chính thức của các doanh nghiệp nói chung.

+ *Mô hình 3.2*: Đánh giá các yếu tố tác động đến nhu cầu tiếp cận nguồn tài chính phi chính thức của các doanh nghiệp nhỏ và vừa.

## 2. Các phương pháp ước lượng

Do hạn chế về dữ liệu nên đối với từng mô hình cụ thể sẽ sử dụng các phương pháp ước lượng khác nhau (xem Bảng 3.1). Cụ thể:

### 2.1. *Mô hình đánh giá các yếu tố tác động đến khả năng tiếp cận tài chính chính thức*

- *Mô hình 1*: Dùng mô hình Logit, sử dụng phương pháp 2SLS khắc phục nội sinh, với biến phụ thuộc  $Y_1 = 1$ : doanh nghiệp đã từng nộp đơn xin vay vốn ngân hàng thương mại và ngược lại.

$p_1 = P(Y_1 = 1/X_i)$  là xác suất doanh nghiệp nộp đơn xin vay vốn ngân hàng thương mại.

+ *Mô hình 1.1:* Dùng mô hình Logit, sử dụng phương pháp 2SLS khắc phục nội sinh, với biến phụ thuộc  $Y_{1,1} = 1$ : nếu doanh nghiệp thành công khi nộp đơn xin vay vốn ngân hàng thương mại (một số hồ sơ xin vay vốn hoặc tất cả hồ sơ xin vay vốn của doanh nghiệp được giải ngân).

$p_{1,1} = P(Y_{1,1} = 1/X_i)$  là xác suất doanh nghiệp nộp đơn xin vay vốn ngân hàng thương mại thành công.

+ *Mô hình 1.2:* Dùng mô hình Multilogistic, sử dụng phương pháp 2SLS khắc phục nội sinh, với biến phụ thuộc Y trong mô hình được xây dựng nhằm đánh giá mức độ dễ dàng, thuận lợi khi doanh nghiệp đã tiếp cận nguồn vốn từ ngân hàng thương mại thành công theo thang đo Likert với mức cho điểm từ 1 - 5 (1 = Không sẵn có và khó khăn; 5 = Rất sẵn có và rất thuận lợi).

Khi đó  $p_{1,2,0}, p_{1,2,1}, p_{1,2,2}, p_{1,2,3}, p_{1,2,4}$  thể hiện các xác suất lần lượt tương ứng với các phương án lựa chọn cho điểm từ 1 - 5, do đó:

$$p_{1,2,0} + p_{1,2,1} + p_{1,2,2} + p_{1,2,3} + p_{1,2,4} = 1 \quad (3.1).$$

Điều này là bởi vì tổng xác suất các biến cỗ đầy đủ và loại trừ lẫn nhau phải bằng 1. Do đó, sẽ xác định 4 phương trình tương ứng từ phương trình (3.1) khi lựa chọn mức cho điểm bằng 1 làm phương án cơ sở, các phương trình được xác định như sau:

Phương trình của phương án 1.2\_1 tương ứng với xác suất cho điểm bằng 2:

$$P(Y_{1.2_1} = 2 / X_i) = p_{1.2_1} = \frac{\exp[X'_i \gamma_{1.2_1}]}{\sum_{j=1}^4 \exp[X'_i \gamma_{1.2_j}]} \quad (3.2)$$

Phương trình của phương án 1.2\_2 tương ứng với xác suất cho điểm bằng 3:

$$P(Y_{1.2_2} = 3 / X_i) = p_{1.2_2} = \frac{\exp[X'_i \gamma_{1.2_2}]}{\sum_{j=1}^4 \exp[X'_i \gamma_{1.2_j}]} \quad (3.3)$$

Phương trình của phương án 1.2\_3 tương ứng với xác suất cho điểm bằng 4:

$$P(Y_{1.2_3} = 4 / X_i) = p_{1.2_3} = \frac{\exp[X'_i \gamma_{1.2_3}]}{\sum_{j=1}^4 \exp[X'_i \gamma_{1.2_j}]} \quad (3.4)$$

Phương trình của phương án 1.2\_4 tương ứng với xác suất cho điểm bằng 5:

$$P(Y_{1.2_4} = 5 / X_i) = p_{1.2_4} = \frac{\exp[X'_i \gamma_{1.2_4}]}{\sum_{j=1}^4 \exp[X'_i \gamma_{1.2_j}]} \quad (3.5)$$

- *Mô hình 2:* Dùng mô hình Logit, sử dụng phương pháp 2SLS khắc phục nội sinh, với biến phụ thuộc  $Y_2 = 1$ : doanh nghiệp tiếp cận được đồng thời cả hai nguồn tài

chính chính thức và phi chính thức; ngược lại bằng 0 khi doanh nghiệp chỉ tiếp cận được một trong hai nguồn hoặc chính thức hoặc phi chính thức.

$p_2 = P(Y_2 = 1/X_i)$  là xác suất doanh nghiệp tiếp cận được đồng thời cả hai nguồn tài chính chính thức và phi chính thức.

## *2.2. Mô hình đánh giá các yếu tố tác động đến khả năng tiếp cận tài chính phi chính thức*

Để có đánh giá toàn diện nhất và có sự so sánh về các yếu tố tác động đến khả năng tiếp cận tài chính phi chính thức của doanh nghiệp, chúng tôi xây dựng hai mô hình ước lượng tương ứng sử dụng hai bộ dữ liệu:

- *Mô hình 3.1:* Dùng mô hình Logit đánh giá các yếu tố tác động đến khả năng tiếp cận tài chính phi chính thức của doanh nghiệp nói chung, với biến phụ thuộc  $Y_{3.1} = 1$ : doanh nghiệp tiếp cận được nguồn tài chính phi chính thức.

$p_{3.1} = P(Y_{3.1} = 1/X_i)$  là xác suất doanh nghiệp tiếp cận được nguồn tài chính phi chính thức.

- *Mô hình 3.2:* Dùng mô hình Logit, sử dụng phương pháp hồi quy dữ liệu mảng, với biến phụ thuộc  $Y_{3.2} = 1$ : doanh nghiệp nhỏ và vừa tiếp cận được nguồn tài chính phi chính thức.

$p_{3.2} = P(Y_{3.2} = 1/X_i)$  là xác suất doanh nghiệp nhỏ và vừa tiếp cận nguồn tài chính phi chính thức.

**Bảng 3.1: Các mô hình, phương trình, phương pháp ước lượng  
và nguồn dữ liệu sử dụng ước lượng**

Mô hình	Phương trình	Phương pháp ước lượng	Số liệu
Mô hình 1	$P(Y_i = 1 / X_i) = p_i = \frac{\exp(\Phi_{1,i})}{1 + \exp(\Phi_{1,i})}$  Trong đó: $\Phi_{1,i} = \alpha_0 + \alpha_1 * PCI_{Chung} + \alpha_2 * Niem\_yet + \alpha_3 * Thu\_tuc\_NH + \alpha_4 * Thoi\_han\_KV + \alpha_5 * Chi\_phi\_lottay + \alpha_6 * Lai\_cao + \alpha_7 * ROA + \alpha_8 * Log\_doanhthu + \alpha_9 * Log\_taisan + \alpha_{10} * Khoang\_cach + \alpha_{11} * Lich\_su\_TD + \alpha_{12} * Quan\_he\_NH + \alpha_{13} * Giao\_tinh + \alpha_{14} * Giam\_doc\_taichinh + \alpha_{15} * Hoc\_van + \alpha_{16} * Log\_dauu + \alpha_{17} * Log\_laodong + \alpha_{18} * Ti\_le\_no + \alpha_{19} * SME + \alpha_{20} * DNNN + \alpha_{21} * DNTN + \alpha_{22} * Nam\_hoatdong + \alpha_{23} * SME * Log\_taisan + \alpha_{24} * SME * Chi\_phi\_lottay + u_i$	Sử dụng mô hình Logit. Phương pháp 2SLS khắc phục nội sinh.	- Điều tra doanh nghiệp của Tổng cục Thống kê năm 2017; - Dữ liệu điều tra 1.200 doanh nghiệp năm 2017; - Dữ liệu đánh giá năng lực cạnh tranh cấp tỉnh (VCCI) năm 2017.
Mô hình 1.1	$P(Y_{1,1} = 1 / X_i) = p_{1,1} = \frac{\exp(\Phi_{1,1,i})}{1 + \exp(\Phi_{1,1,i})}$  Trong đó: $\Phi_{1,1,i} = \beta_0 + \beta_1 * PCI_{Chung} + \beta_2 * Niem\_yet + \beta_3 * Thu\_tuc\_NH + \beta_4 * Thoi\_han\_KV + \beta_5 * Chi\_phi\_lottay + \beta_6 * Lai\_cao + \beta_7 * ROA + \beta_8 * Log\_doanhthu + \beta_9 * Log\_taisan + \beta_{10} * Khoang\_cach + \beta_{11} * Lich\_su\_TD + \beta_{12} * Quan\_he\_NH + \beta_{13} * Giao\_tinh + \beta_{14} * Giam\_doc\_taichinh + \beta_{15} * Hoc\_van + \beta_{16} * Log\_dauu + \beta_{17} * Log\_laodong + \beta_{18} * Ti\_le\_no + \beta_{19} * DNINN + \beta_{20} * DNTN + \beta_{21} * Nam\_hoatdong + \beta_{22} * SME * Log\_taisan + \beta_{23} * SME * Chi\_phi\_lottay + u_{1,1}$	Sử dụng mô hình Logit. Phương pháp 2SLS khắc phục nội sinh.	- Điều tra doanh nghiệp của Tổng cục Thống kê năm 2017; - Dữ liệu điều tra 1.200 doanh nghiệp năm 2017; - Dữ liệu đánh giá năng lực cạnh tranh cấp tỉnh (VCCI) năm 2017.

Mô hình	Phương trình	Phương pháp ước lượng	Số liệu
Mô hình 1.2	<ul style="list-style-type: none"> <li>Phương trình phương án 1.2_1: <math>P(Y_{1,2,1}=2/X_i)=p_{1,2,1}=\frac{\exp[X'_i\gamma_{1,2,1}]}{\sum_{j=1}^4 \exp[X'_i\gamma_{1,2,j}]}</math></li> <li>Phương trình phương án 1.2_2: <math>P(Y_{1,2,2}=3/X_i)=p_{1,2,2}=\frac{\exp[X'_i\gamma_{1,2,2}]}{\sum_{j=1}^4 \exp[X'_i\gamma_{1,2,j}]}</math></li> <li>Phương trình phương án 1.2_3: <math>P(Y_{1,2,3}=4/X_i)=p_{1,2,3}=\frac{\exp[X'_i\gamma_{1,2,3}]}{\sum_{j=1}^4 \exp[X'_i\gamma_{1,2,j}]}</math></li> <li>Phương trình phương án 1.2_4: <math>P(Y_{1,2,4}=5/X_i)=p_{1,2,4}=\frac{\exp[X'_i\gamma_{1,2,4}]}{\sum_{j=1}^4 \exp[X'_i\gamma_{1,2,j}]}</math></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Sử dụng mô hình Multilogistic.</li> <li>Phương pháp 2SLS khác phục nội sinh.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Điều tra doanh nghiệp của Tổng cục Thống kê năm 2017;</li> <li>Dữ liệu điều tra 1.200 doanh nghiệp năm 2017;</li> <li>Dữ liệu đánh giá năng lực cạnh tranh cấp tỉnh (VCCI) năm 2017.</li> </ul>

Trong đó:  $\{X'_i : PCI\_{chung}, thu\_tuc\_NH, niem\_yet, thoit\_han\_KV, tai\_cao, chi\_phi\_lot\_lay, gtoi\_tinh, giam\_doc\_tatchinh, hoc\_van, Log\_dau\_tu, Log\_lao\_dong, Ty\_le\_no, doanh\_nghiep\_nha\_nuoc, Nam\_hoadoi, ROA, log\_doanh\_thu, log\_taisan, khoang\_cach, lich\_su\_TD, quan\_he\_ngan\_hang\}$

Mô hình	Phương trình	Phương pháp ước lượng	Số liệu
Mô hình 2	$P(Y_2 = 1 / X_i) = p_2 = \frac{\exp(\Phi_{2,i})}{1 + \exp(\Phi_{2,i})}$	Sử dụng mô hình Logit. Phương pháp 2SLS khắc phục nội sinh.	- Điều tra doanh nghiệp của Tổng cục Thống kê năm 2017; - Dữ liệu điều tra 1.200 doanh nghiệp năm 2017; - Dữ liệu đánh giá năng lực cạnh tranh cấp tỉnh (VCCI) năm 2017.
	Trong đó: $\Phi_2 = \lambda_0 + \lambda_1 * PCI_{chung} + \lambda_2 * Niem_yet + \lambda_3 * Thu_tuc_NH + \lambda_4 * Thoi_han_KV + \lambda_5 * Chi_phi_lottay + \lambda_6 * Lai_cao + \lambda_7 * ROA + \lambda_8 * Log doanhnhu + \lambda_9 * Log_taisan + \lambda_{10} * Khoang_each + \lambda_{11} * Lich_su_TD + \lambda_{12} * Quan_he_NH + \lambda_{13} * Gioi_tinh + \lambda_{14} * Giam_doc_taichinh + \lambda_{15} * Hoc_van + \lambda_{16} * Log_dautu + \lambda_{17} * Log_laodong + \lambda_{18} * Tieu_no + \lambda_{19} * DNNN + \lambda_{20} * DNTN + \lambda_{21} * Nam_hoatdong + \lambda_{22} * SME *$ $Log_taisan + \lambda_{23} * SME * Chi_phi_lottay + u_2$		
Mô hình 3.1	$P(Y_{3,1} = 1 / X_i) = p_{3,1} = \frac{\exp(\Phi_{3,1,i})}{1 + \exp(\Phi_{3,1,i})}$	Sử dụng mô hình Logit.	- Dữ liệu điều tra 1.200 doanh nghiệp năm 2017.
	Trong đó: $\Phi_{3,1} = \varepsilon_0 + \varepsilon_1 * Ownership + \varepsilon_2 * CFO_DUMY + \varepsilon_3 * Firm + \varepsilon_4 * Bank_relationship + \varepsilon_5 * Bank_barrier + \varepsilon_6 * Capital_bar + \varepsilon_7 * Size_firm + \varepsilon_8 * Access + u_{3,1}$		
Mô hình 3.2	$P(Y_{3,2} = 1 / X_i) = p_{3,2} = \frac{\exp(\Phi_{3,2,i})}{1 + \exp(\Phi_{3,2,i})}$	Sử dụng mô hình Logit. Phương pháp hồi quy số liệu mảng.	- Điều tra doanh nghiệp nhỏ và vừa Việt Nam từ 2009 - 2015; - Dữ liệu đánh giá năng lực cạnh tranh cấp tỉnh (VCCI) năm 2017.
	Trong đó: $\Phi_{3,2} = \alpha_0 + \alpha_1 * PCI_{chung} + \alpha_2 * Bi_tu_choinvay + \alpha_3 * Van_con_vay + \alpha_4 * Dau_tu + \alpha_5 * Giay_chung_nhan + \alpha_6 * Gioi_tinh + \alpha_7 * Thoi_chu_DN + \alpha_8 * Hoc_van + \alpha_9 * Kinh_nghiem + \alpha_{10} * Tieu_DN + \alpha_{11} * Log_laodong + \alpha_{12} * DNNN + \alpha_{13} * Log_loinhan + \alpha_{14} * Log_tai_san + \alpha_{15} * Tieu_no + u_{3,2}$		

## II- DỮ LIỆU VÀ BIẾN SỐ

### 1. Nguồn dữ liệu

Dữ liệu về doanh nghiệp dựa trên việc tổng hợp các dữ liệu từ kết quả một số cuộc điều tra bao gồm: Điều tra doanh nghiệp của Tổng cục Thống kê năm 2017; Dữ liệu sơ cấp trích xuất từ bộ số liệu điều tra trực tiếp 1.200 doanh nghiệp thực hiện vào tháng 12 năm 2017; Điều tra doanh nghiệp nhỏ và vừa Việt Nam giai đoạn 2009-2015 (thực hiện bởi Viện Khoa học Lao động và Xã hội; Trường đại học Copenhagen và Viện Nghiên cứu Quản lý Kinh tế Trung ương (CIEM)); Dữ liệu về thể chế kinh tế và môi trường kinh doanh được khai thác từ bộ Dữ liệu đánh giá năng lực cạnh tranh cấp tỉnh được thực hiện bởi Phòng Thương mại và Công nghiệp Việt Nam (VCCI) những năm 2009-2015.

Do hạn chế về dữ liệu không thể xây dựng bộ dữ liệu mang ở tất cả các mô hình nên chúng tôi sẽ xây dựng hai bộ dữ liệu tương ứng để đánh giá các yếu tố tác động đến khả năng tiếp cận tài chính của doanh nghiệp.

*Thứ nhất*, đánh giá tác động của các yếu tố đến khả năng tiếp cận tài chính chính thức (Mô hình 1, 1.1, 1.2 và 2), chúng tôi kết nối các bộ dữ liệu Điều tra doanh nghiệp của Tổng cục Thống kê năm 2017; Dữ liệu sơ cấp trích xuất từ bộ số liệu điều tra trực tiếp 1.200 doanh nghiệp thực hiện vào tháng 12 năm 2017; và Dữ liệu về thể chế kinh tế và môi trường kinh doanh được khai thác từ bộ Dữ liệu đánh giá

năng lực cạnh tranh cấp tỉnh được thực hiện bởi VCCI năm 2017 để thu được bộ dữ liệu chéo. Trên cơ sở đó, xây dựng các biến đo lường đánh giá ảnh hưởng của các yếu tố đến khả năng tiếp cận tài chính chính thức.

*Thứ hai*, nghiên cứu sử dụng Dữ liệu sơ cấp trích xuất từ bộ số liệu điều tra trực tiếp 1.200 doanh nghiệp thực hiện vào tháng 12 năm 2017 để đánh giá các yếu tố tác động đến khả năng tiếp cận tài chính phi chính thức của doanh nghiệp nói chung (Mô hình 3.1).

*Thứ ba*, nghiên cứu sử dụng bộ dữ liệu mảng hoàn chỉnh để nghiên cứu ảnh hưởng của các yếu tố đến khả năng tiếp cận tài chính phi chính thức của doanh nghiệp nhỏ và vừa (Mô hình 3.2), được thiết lập bằng cách kết nối hai bộ số liệu: Điều tra doanh nghiệp nhỏ và vừa Việt Nam từ 2009-2015; Dữ liệu về thể chế kinh tế và môi trường kinh doanh được khai thác từ bộ Dữ liệu đánh giá năng lực cạnh tranh cấp tỉnh được thực hiện bởi Phòng Thương mại và Công nghiệp Việt Nam (VCCI) những năm 2009-2015.

## **2. Biến số và thước đo**

### **2.1. Mô hình 1, 1.1, 1.2, 2**

Biến phụ thuộc trong các mô hình đã được giải thích rõ khi xây dựng mô hình.

Đối với các biến độc lập được sử dụng trong mô hình, việc lựa chọn trên cơ sở tổng quan các nghiên cứu và nguồn dữ liệu sử dụng. Do hạn chế về nguồn dữ liệu nên không thể

đưa hết được các yếu tố tác động từ tổng quan nghiên cứu cũng như phân tích các biến trong phần thực trạng. Đối với mỗi nhóm yếu tố tác động, chỉ sử dụng được một hoặc một số biến đại diện cho từng nhóm.

- *Đối với các rào cản tài chính tiên tệ cấp độ vĩ mô và thể chế:* Chỉ số PCI chung được sử dụng để đánh giá tác động của thể chế và môi trường kinh doanh đến khả năng tiếp cận vốn của doanh nghiệp. Chỉ số này được trích xuất từ dữ liệu đánh giá năng lực cạnh tranh cấp tỉnh được thực hiện bởi VCCI năm 2017. PCI bao gồm nhiều chỉ tiêu đại diện tốt nhất cho môi trường kinh doanh hay thể chế kinh tế hỗ trợ thị trường.

- *Đối với các rào cản tài chính tiên tệ cấp độ vi mô bên ngoài doanh nghiệp:*

Liên quan đến chi phí tài chính chính thức và phi chính thức: Đại diện cho chi phí chính thức mà doanh nghiệp phải bỏ ra khi tiếp cận các khoản vay từ ngân hàng thương mại là biến *Lai\_cao*: = 1 nếu doanh nghiệp cho biết hiện nay đang phải trả lãi vay cao và ngược lại bằng 0; và chi phí phi chính thức là biến *Chi\_phi\_lot\_tay*: = 1 nếu doanh nghiệp có chi lót tay và quà tặng để nhận được món vay từ ngân hàng.

Đối với biến đại diện thủ tục cho vay của các ngân hàng, sử dụng biến giả *Thu\_tuc\_NH*: = 1 nếu doanh nghiệp cho biết hiện thủ tục xin vay vốn ngân hàng là phức tạp và mất thời gian, ngược lại bằng 0.

Về biến đại diện cho tài sản bảo đảm của doanh nghiệp, nghiên cứu sử dụng biến *Log\_tai\_san* (Tổng tài sản tính đến

thời điểm cuối năm (dưới dạng log)). Do hạn chế về dữ liệu nên việc sử dụng biến *Log\_tai\_san* tuy không đánh giá được chính xác nhất tài sản của doanh nghiệp được sử dụng làm tài sản bảo đảm khi vay vốn ngân hàng nhưng khi tính toán các danh mục tài sản được ngân hàng đánh giá là tài sản bảo đảm khi vay vốn đều nằm trong tổng tài sản của doanh nghiệp.

Đánh giá tác động của mạng lưới quan hệ, chúng tôi sử dụng biến giả quan hệ giữa doanh nghiệp và ngân hàng: *Quan\_he\_NH*: = 1 nếu doanh nghiệp cho biết có quan hệ mật thiết với ngân hàng và ngược lại bằng 0.

- Đối với các rào cản tài chính tiên tệ cấp độ vi mô bên trong doanh nghiệp:

Liên quan đến đặc điểm của chủ doanh nghiệp: Về giới tính của chủ doanh nghiệp, sử dụng biến giả *Gioi\_tinh*: = 1 nếu chủ doanh nghiệp có giới tính là nam và ngược lại nhận giá trị bằng 0; biến giả *Giam\_doc\_tai\_chinh*: = 1 nếu doanh nghiệp có giám đốc tài chính và ngược lại bằng 0; biến đại diện cho trình độ học vấn của chủ doanh nghiệp là biến *Hoc\_van*: = 1 nếu doanh nghiệp có giám đốc tài chính có trình độ đại học trở lên chuyên ngành tài chính và ngược lại bằng 0.

Đối với các đặc điểm của doanh nghiệp: sử dụng biến *Log\_dau\_tu* (Log của giá trị đầu tư năm liền trước); biến *Log\_lao\_dong* (Log của tổng số lao động); biến *Ti\_le\_no* (Tỷ lệ nợ/tổng nguồn vốn tính đến thời điểm cuối năm); biến *SME*: = 1 nếu số lao động nhỏ hơn 200 lao động, số vốn nhỏ

hơn 100 tỷ đồng, doanh thu nhỏ hơn 300 tỷ đồng và ngược lại bằng 0; biến hình thức sở hữu của doanh nghiệp:  $DNNN: = 1$  nếu doanh nghiệp có vốn nhà nước lớn hơn 50% và ngược lại nhận giá trị bằng 0,  $DNTN: = 1$  nếu là doanh nghiệp tư nhân và ngược lại nhận giá trị bằng 0; vị trí địa lý của doanh nghiệp được đại diện bởi biến *Khoang\_cach: = 1* nếu doanh nghiệp cho biết hiện nay ngân hàng đang ở quá xa doanh nghiệp và ngược lại bằng 0. Biến đại diện cho tuổi của doanh nghiệp *Nam\_hoat\_dong: Tuổi* của doanh nghiệp được tính từ khi doanh nghiệp chính thức đăng ký hoạt động kinh doanh. Ngoài ra, còn sử dụng thêm các biến kiểm soát liên quan đến ngành, lĩnh vực hoạt động của doanh nghiệp và địa điểm hoạt động của doanh nghiệp (biến giả ngành, tính).

Các yếu tố về kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp đo lường qua hai biến số: *ROA* (Lợi nhuận sau thuế trên tổng tài sản) và *Log\_doanh\_thu* (Doanh thu thuần bán hàng và cung cấp dịch vụ trong năm - dưới dạng log).

Mức độ tin cậy tín dụng của doanh nghiệp được đo lường thông qua các biến sau: Lịch sử vay vốn của doanh nghiệp: *Lich\_su\_TD = 1* nếu doanh nghiệp đã xử lý xong nợ xấu, nợ quá hạn và ngược lại bằng 0; *Thoi\_han\_KV = 1* nếu doanh nghiệp có khoản vay lớn nhất với ngân hàng và tổ chức tín dụng nhiều hơn 1 năm và ngược lại bằng 0; *Niem\_yet = 1* nếu doanh nghiệp đã niêm yết trên thị trường chứng khoán và ngược lại bằng 0. Việc doanh nghiệp có

niêm yết trên thị trường chứng khoán là một thang đo đánh giá mức độ uy tín của doanh nghiệp trên thị trường, cũng là một trong những tiêu chí được các ngân hàng thương mại đánh giá trong xét duyệt các khoản vay đối với các doanh nghiệp.

Nhóm các biến độc lập được xây dựng với kỳ vọng chiểu các biến tác động trong mô hình 1, 1.1, 1.2 và 2 được thể hiện tại Bảng 3.2.

**Bảng 3.2: Ký hiệu, giải thích, cách tính/đo lường và kỳ vọng chiểu các biến tác động trong mô hình 1, 1.1, 1.2, 2**

Ký hiệu	Giải thích	Cách tính/đo lường	Tác động kỳ vọng
<b>Rào cản cấp độ vĩ mô và thể chế</b>			
PCI chung	Chỉ số năng lực cạnh tranh cấp tỉnh PCI		+
<b>Rào cản cấp độ vi mô bên ngoài doanh nghiệp</b>			
<b>Chi phí tài chính chính thức và phi chính thức</b>			
Chi_phi_lot_tay	Chi phí lót tay, quà tặng...	Chi_phi_lot_tay = 1 nếu doanh nghiệp có chi lót tay và quà tặng để nhận được món vay từ ngân hàng và ngược lại bằng 0	+
Lai_cao	Lãi suất các doanh nghiệp phải trả cho món vay cao	Lai_cao = 1 nếu doanh nghiệp cho biết hiện nay đang phải trả lãi vay cao và ngược lại bằng 0	+

Ký hiệu	Giải thích	Cách tính/đo lường	Tác động kỳ vọng
<b>Thủ tục cho vay</b>			
Thu_tuc_NH	Thủ tục tiếp cận tín dụng từ ngân hàng	Thu_tuc_NH = 1 nếu doanh nghiệp cho biết hiện thủ tục xin vay vốn ngân hàng là phức tạp, mất thời gian và ngược lại bằng 0	-
<b>Yêu cầu tài sản bảo đảm</b>			
Log_tai_san		Tổng tài sản tính đến thời điểm cuối năm (dưới dạng log)	+
<b>Mạng lưới quan hệ</b>			
Quan_he_NH	Quan hệ giữa doanh nghiệp và ngân hàng	Quan_he_NH = 1 nếu doanh nghiệp cho biết có quan hệ mật thiết với ngân hàng và ngược lại bằng 0	+
<b>Rào cản cấp độ vi mô trong doanh nghiệp</b>			
<b>Đặc điểm chủ doanh nghiệp</b>			
Gioi_tinh	Giới tính chủ doanh nghiệp	Gioi_tinh = 1 nếu chủ doanh nghiệp có giới tính là nam và ngược lại nhận giá trị bằng 0	+/-
Giam_doc_tai_chinh	Doanh nghiệp có giám đốc tài chính hay không	Giam_doc_tai_chinh = 1 nếu doanh nghiệp có giám đốc tài chính và ngược lại bằng 0	+
Hoc_van	Trình độ học vấn của giám đốc tài chính	Hoc_van = 1 nếu doanh nghiệp có giám đốc tài chính có trình độ đại học trở lên chuyên ngành tài chính và ngược lại bằng 0	+

Ký hiệu	Giải thích	Cách tính/đo lường	Tác động kỳ vọng
<b>Đặc điểm doanh nghiệp</b>			
Log_dau tu		Log của giá trị đầu tư năm liền trước	+
Log_lao dong		Log của tổng số lao động	+
Ti_le_no		Tỷ lệ nợ/tổng nguồn vốn tính đến thời điểm cuối năm	-
SME	Doanh nghiệp nhỏ và vừa	SME = 1 nếu số lao động nhỏ hơn 200 lao động, số vốn nhỏ hơn 100 tỷ đồng, doanh thu nhỏ hơn 300 tỷ đồng và ngược lại bằng 0	-
DNNN	Các doanh nghiệp thuộc sở hữu nhà nước	DNNN = 1 nếu doanh nghiệp có vốn nhà nước lớn hơn 50% và ngược lại nhận giá trị bằng 0	+
DNTN	Các doanh nghiệp thuộc sở hữu tư nhân	DNTN = 1 nếu là doanh nghiệp tư nhân và ngược lại nhận giá trị bằng 0	+
Nam_hoat dong	Tuổi của doanh nghiệp	Tuổi của doanh nghiệp được tính từ khi doanh nghiệp chính thức đăng ký hoạt động kinh doanh	+
Khoang_cach	Khoảng cách không gian từ doanh nghiệp đến ngân hàng	Khoang_cach = 1 nếu doanh nghiệp cho biết hiện nay ngân hàng đang ở quá xa doanh nghiệp và ngược lại bằng 0	-

Ký hiệu	Giải thích	Cách tính/đo lường	Tác động kỳ vọng
<b>Kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp</b>			
ROA		Lợi nhuận sau thuế trên tổng tài sản	+
Log_doanh thu		Doanh thu thuần bán hàng và cung cấp dịch vụ trong năm (dưới dạng log)	+
<b>Mức độ tin cậy tín dụng của doanh nghiệp</b>			
Lich_su_TD	Lịch sử vay vốn của doanh nghiệp	Lich_su_TD = 1 nếu doanh nghiệp đã xử lý xong nợ xấu, nợ quá hạn và ngược lại bằng 0	+
Thoi_han_KV	Thời hạn khoản vay	Thoi_han_KV = 1 nếu doanh nghiệp có khoản vay lớn nhất với ngân hàng và tổ chức tín dụng nhiều hơn 1 năm và ngược lại bằng 0	+
Niem_yet	Niêm yết trên thị trường chứng khoán	Niem_yet = 1 nếu doanh nghiệp đã niêm yết trên thị trường chứng khoán và ngược lại bằng 0	+

## 2.2. Mô hình 3.1

Nhóm các biến độc lập được xây dựng với kỳ vọng chiều các biến tác động trong mô hình như sau:

**Ownership:** = 1 x tỷ lệ % sở hữu tư nhân + 2 x tỷ lệ % sở hữu khác + 3 x tỷ lệ % sở hữu FDI + 4 x tỷ lệ % sở hữu nhà nước. Như vậy, Biến độc lập *Ownership* có giá trị càng thấp

thì sở hữu tư nhân càng lớn. Theo lý thuyết và khảo sát thực tế, biến này giả định có tương quan ngược chiều với xác suất lựa chọn nguồn vốn phi chính thức của doanh nghiệp (hệ số mang dấu -), vì đặc trưng của doanh nghiệp tiếp cận với nguồn vốn phi chính thức đều có sở hữu tư nhân, là doanh nghiệp nhỏ và vừa.

Doanh nghiệp thuộc thành phần sở hữu khác đều mạnh về vốn, công nghệ, và mạng lưới quan hệ; những doanh nghiệp thuộc sở hữu FDI, Nhà nước hoặc nhiều cổ đông (huy động nguồn vốn đa dạng) đều có năng lực tiếp cận vốn tốt ở thị trường tài chính chính thức và không tiếp cận nguồn vốn phi chính thức quy mô nhỏ, nhiều rủi ro.

**CFO\_DUMMY:** = 1 nếu doanh nghiệp có giám đốc tài chính; = 0 nếu doanh nghiệp không có giám đốc tài chính. Việc có hay không có giám đốc tài chính trong doanh nghiệp cũng có thể có tác động vào quyết định lựa chọn nguồn vốn chính thức và phi chính thức. Như phân tích, việc khó tiếp cận nguồn vốn chính thức còn xuất phát từ năng lực tài chính yếu của doanh nghiệp, từ khả năng tiếp cận thiếu chuyên nghiệp của doanh nghiệp với hệ thống tài chính chính thức. Bởi vậy, vị trí giám đốc tài chính có thể bù đắp lại khoảng trống này. Mặt khác, với rủi ro nguồn vốn phi chính thức, sự xuất hiện của vị trí giám đốc tài chính trong doanh nghiệp có thể tác động đến lựa chọn của doanh nghiệp. Tuy nhiên, trên thực tế, các doanh nghiệp quy mô vừa và nhỏ tại Việt Nam hầu hết không có giám đốc tài chính; nguyên nhân có thể do giảm thiểu chi phí hoặc chưa ý

thức được tầm quan trọng của quản trị tài chính (chứ không chỉ là thực hành kế toán doanh nghiệp) của các chủ doanh nghiệp. Mặc dù chưa có nghiên cứu công bố nào về tiếp cận vốn phi chính thức với việc doanh nghiệp có hay không có vị trí giám đốc tài chính, trong nghiên cứu này mô hình hồi quy logit được đưa vào với giả định *CFO\_DUMMY* có mối tương quan ngược chiều (hệ số mang dấu - ) với xác suất doanh nghiệp lựa chọn nguồn vốn phi chính thức.

**Firm:** Đánh giá sự phát triển và năng lực của doanh nghiệp thông qua đánh giá định tính doanh nghiệp về năng lực và hiệu quả kinh doanh, giá trị của biến Firm tính toán như sau:  $Firm = (\text{hiệu quả sản xuất và năng suất lao động tăng lên}) * 0,3 + (\text{kết quả sinh lời của doanh nghiệp tăng lên}) * 0,3 + (\text{doanh nghiệp có lợi thế cạnh tranh tốt hơn so với các đối thủ trên thị trường}) * 0,1 + (\text{doanh thu sản phẩm chính của doanh nghiệp tăng lên}) * 0,1 + (\text{tổng tài sản và đầu tư của doanh nghiệp tăng lên}) * 0,1 + (\text{doanh nghiệp có kế hoạch tăng quy mô kinh doanh}) * 0,1$ . Theo lý thuyết, tiềm năng phát triển của doanh nghiệp là lợi thế khi tiếp cận hệ thống ngân hàng thương mại và công ty tài chính, thị trường vốn. Do vậy, biến *Firm* - đánh giá tiềm năng của doanh nghiệp - được tổng hợp thông qua các đặc điểm triển vọng của doanh nghiệp do doanh nghiệp tự đánh giá (nhân trọng số khác nhau, tổng trọng số = 1). Như vậy, biến *Firm* kỳ vọng sẽ biến thiên ngược chiều với xác suất lựa chọn nguồn tín dụng phi chính thức.

**Access:** Đo lường khả năng tiếp cận vốn trên thị trường tài chính chính thức của doanh nghiệp qua đánh giá định

tính của doanh nghiệp ( thông qua điều tra về khả năng của doanh nghiệp huy động vốn theo các hình thức khác nhau trên thị trường tài chính chính thức).  $Access =$  Phát hành cổ phiếu\*0,2 + Vay ngân hàng thương mại/tổ chức tín dụng\*0,4 + Phát hành trái phiếu\*0,4. Theo lý thuyết đa số doanh nghiệp tiếp cận nguồn vốn phi chính thức khi không tiếp cận được nguồn vốn chính thức. Biến Access kỳ vọng biến thiên ngược chiều (hệ số mang dấu - ) với xác suất lựa chọn nguồn tín dụng phi chính thức.

**Bank\_relationship:** Biến độc lập về mối quan hệ của doanh nghiệp với hệ thống tài chính chính thức. Sử dụng câu trả lời về sự hài lòng của doanh nghiệp khi tiếp cận các dịch vụ tài chính tại ngân hàng thương mại (chia bình quân theo câu trả lời), có thể thấy mối quan hệ với ngân hàng có tác động tới khả năng tiếp cận nguồn vốn chính thức của doanh nghiệp. Khi đã tiếp cận được nguồn vốn chính thức, doanh nghiệp sẽ không tiếp cận vốn phi chính thức. Do vậy, giả định biến *Bank\_relationship* có quan hệ tương quan nghịch chiều với log ( $p/(1-p)$ ).

**Bank\_barrier:** Biến độc lập về rào cản tiếp cận ngân hàng. Giá trị của biến bằng giá trị bình quân về đánh giá mức độ khó khăn của doanh nghiệp khi tiếp cận các dịch vụ tài chính của ngân hàng thương mại và các tổ chức tín dụng. Rào cản ngân hàng càng lớn thì khả năng doanh nghiệp tìm đến vốn phi chính thức càng cao. Biến này có giả định tương quan cùng chiều với xác suất lựa chọn vốn phi chính thức của doanh nghiệp.

**Capital\_bar:** Biến độc lập về rào cản tiếp cận thị trường vốn. Giá trị của biến bằng giá trị bình quân về đánh giá mức độ khó khăn của doanh nghiệp khi huy động vốn từ thị trường vốn. Tương tự như biến *Bank\_barrier*, biến *Capital\_bar* có tương quan cùng chiều với xác suất lựa chọn vốn phi chính thức của doanh nghiệp.

**Sizefirm:** Biến độc lập về quy mô doanh nghiệp.  $Sizefirm = 1$  (nếu quy mô vốn chủ sở hữu dưới 1 tỷ đồng); = 2 nếu vốn chủ sở hữu có giá trị từ 1 - 5 tỷ đồng; = 3 nếu vốn chủ sở hữu có giá trị từ 5 - 10 tỷ đồng; = 4 nếu vốn chủ sở hữu có giá trị từ 10-50 tỷ đồng; = 5 nếu vốn chủ sở hữu có giá trị từ 50-100 tỷ đồng; = 6 nếu vốn chủ sở hữu có giá trị từ 100-200 tỷ đồng; = 7 nếu vốn chủ sở hữu có giá trị từ 200-500 tỷ đồng; = 8 nếu vốn chủ sở hữu có giá trị lớn hơn 500 tỷ đồng. Theo lý thuyết và thực tiễn, chỉ có doanh nghiệp nhỏ và vừa tiếp cận vốn phi chính thức. Do vậy, biến *Sizefirm* có tương quan nghịch chiều (hệ số mang dấu -) với xác suất lựa chọn vốn phi chính thức.

**Bảng 3.3: Ký hiệu, giải thích, cách tính/đo lường và kỳ vọng chiều tác động của các biến trong Mô hình 3.1.**

Ký hiệu	Giải thích	Cách tính/đo lường	Tác động kỳ vọng
<b>Rào cản cấp độ vĩ mô và thể chế</b>			
PCI chung			-
<b>Rào cản vay chính thức</b>			
Bi_tu_choivay	Doanh nghiệp đã từng bị từ chối khi nộp đơn vay tín dụng chính thức	= 1 nếu có và ngược lại	+

Ký hiệu	Giải thích	Cách tính/đo lường	Tác động kỳ vọng
Van_can_vay	Doanh nghiệp vẫn có nhu cầu tín dụng sau khi vay tín dụng chính thức	= 1 nếu có và ngược lại	+
Dau_tu	Doanh nghiệp có hoạt động đầu tư	= 1 nếu có và ngược lại	+
Gay_chung_nhan	Chủ sở hữu của công ty đã có giấy chứng nhận quyền sử dụng đất	= 1 nếu chủ sở hữu của công ty đã có giấy chứng nhận quyền sử dụng đất và ngược lại	+/-
Log_taisan	Tài sản	Tổng giá trị tài sản tại thời điểm cuối năm (dưới dạng log)	+/-
<b>Các yếu tố bên trong doanh nghiệp</b>			
<b>Đặc điểm chủ doanh nghiệp</b>			
Gioi_tinh	Giới tính của chủ doanh nghiệp	= 1 nếu là nam và ngược lại	+/-
Tuoi_chu_DN	Tuổi chủ doanh nghiệp		-
Hoc_van	Trình độ giáo dục cao nhất của chủ sở hữu/ người quản lý	= 0 nếu trình độ cao đẳng, trung cấp, đào tạo nghề; = 1 nếu trình độ đại học trở lên	+/-
Kinh_nghiem	Kinh nghiệm làm việc của chủ doanh nghiệp	Kinh nghiệm = 1 nếu trả lời có	+/-
<b>Đặc điểm doanh nghiệp</b>			
Tuoi_DN	Tuổi của doanh nghiệp	Số năm hoạt động (tính đến năm 2015)	-
Lao_dong	Quy mô doanh nghiệp	Tổng số lao động trong năm i	-

Ký hiệu	Giải thích	Cách tính/đo lường	Tác động kỳ vọng
DNNN	Loại hình doanh nghiệp	= 1 nếu là doanh nghiệp nhà nước và = 0 nếu là loại hình doanh nghiệp khác	
<b>Kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp</b>			
Log_loinhan	Tình hình lợi nhuận	Lợi nhuận đến từ mặt hàng chính (dưới dạng log)	+
Ti_le_laodong	Tốc độ tăng lao động	Tổng số lao động toàn bộ năm i so với i-1	+

### 2.3. Mô hình 3.2

Nhóm các biến độc lập được xây dựng với kỳ vọng chiềut các biến tác động trong Mô hình 3.2 được thể hiện ở Bảng 3.4.

**Bảng 3.4: Ký hiệu, giải thích, cách tính/đo lường và kỳ vọng chiềut các biến tác động trong Mô hình 3.2**

Ký hiệu	Giải thích	Cách tính/đo lường	Tác động kỳ vọng
<b>Rào cản cấp độ vĩ mô và thể chế</b>			
PCI chung			
<b>Rào cản vay chính thức</b>			
Bi_tu_choivay	Doanh nghiệp đã từng bị từ chối khi nộp đơn vay tín dụng chính thức	= 1 nếu có và ngược lại	+
Van_can_vay	Doanh nghiệp vẫn có nhu cầu tín dụng sau khi vay tín dụng chính thức	= 1 nếu có và ngược lại	+

Ký hiệu	Giải thích	Cách tính/đo lường	Tác động kỳ vọng
Dau_tu	Doanh nghiệp có hoạt động đầu tư	= 1 nếu có và ngược lại	+
Giay_chung_nhan	Chủ sở hữu của công ty đã có giấy chứng nhận quyền sử dụng đất	= 1 nếu chủ sở hữu của công ty đã có giấy chứng nhận quyền sử dụng đất và ngược lại	+/-
Log_taisan	Tài sản	Tổng giá trị tài sản tại thời điểm cuối năm (dưới dạng log)	+/-
<b>Các yếu tố bên trong doanh nghiệp</b>			
<b>Đặc điểm chủ doanh nghiệp</b>			
Gioi_tinh	Giới tính của chủ doanh nghiệp	= 1 nếu là nam và ngược lại	+/-
Tuoi_chu_DN	Tuổi chủ doanh nghiệp		-
Hoc_van	Trình độ giáo dục cao nhất của chủ sở hữu/người quản lý	= 0 nếu trình độ cao đẳng, trung cấp, đào tạo nghề; = 1 nếu trình độ đại học trở lên	+/-
Kinh_nghiem	Kinh nghiệm làm việc của chủ doanh nghiệp	Kinh nghiệm = 1 nếu trả lời có	+/-
<b>Đặc điểm doanh nghiệp</b>			
Tuoi_DN	Tuổi của doanh nghiệp	Số năm hoạt động (tính đến năm 2015)	-
Lao_dong	Quy mô doanh nghiệp	Tổng số lao động trong năm i	-

Ký hiệu	Giải thích	Cách tính/đo lường	Tác động kỳ vọng
DNNN	Loại hình doanh nghiệp	= 1 nếu là doanh nghiệp nhà nước và = 0 nếu là loại hình doanh nghiệp khác	
<b>Kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp</b>			
Log_loinhuân	Tình hình lợi nhuận	Lợi nhuận đến từ mặt hàng chính (dưới dạng log)	+
Ti_le_laodong	Tốc độ tăng lao động	Tổng số lao động toàn bộ năm i so với i-1	+

### 3. Mô tả thống kê

Thống kê mô tả các biến trong các mô hình được thể hiện trong Bảng 3.5, 3.6 và 3.7. Bảng 3.5 mô tả các biến trong các mô hình 1, 1.1, 1.2 và 2. Số liệu từ mẫu nghiên cứu cho thấy, số doanh nghiệp nhỏ và vừa chiếm khoảng 56,69% trong tổng số doanh nghiệp trong mẫu điều tra. Số năm trung bình các doanh nghiệp hoạt động trên thị trường tính tới thời điểm điều tra là 10,8 năm. Trong đó, các doanh nghiệp nhỏ và vừa có số năm hoạt động nhỏ hơn 5 năm chiếm khoảng 31,2% và dưới 10 năm khoảng 66,5%. Về mặt cơ sở lý luận, nếu số năm hoạt động trên thị trường càng nhiều thì các doanh nghiệp sẽ được kỳ vọng tiếp cận dễ hơn các nguồn vốn trên thị trường tài chính tiền tệ. Tuy nhiên, thực tế cho thấy, các doanh nghiệp ở Việt Nam có tuổi bình quân khá trẻ, đặc biệt là các doanh nghiệp nhỏ và vừa. Do đó, đây có lẽ cũng sẽ là một khó khăn nhất định đối với các doanh nghiệp nhỏ và vừa khi tiếp cận với các nguồn vốn vay từ thị trường tài chính.

**Bảng 3.5: Mô tả thống kê các biến  
trong mô hình 1, 1.1, 1.2, 2**

Biến số	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
Y <sub>1</sub>	0,280576	0,449604	0	1
Y <sub>2</sub>	0,584173	0,493219	0	1
Y <sub>4</sub>	0,710791	0,453722	0	1
Y <sub>5</sub>	0,3415550	0,1131881	1	5
PCI chung	0,6255991	0,4720557	58,2	70
Chi_phi_lot_tay	0,028777	0,1673	0	1
Lai_cao	0,594245	0,491391	0	1
Thu_tuc_NH	0,395684	0,489349	0	1
Log_tai_san	10,2204	1,84022	0	18,2391
Quan_he_NH	0,467626	0,49931	0	1
Gioi_tinh	0,786392	0,410178	0	1
Giám_doc tai chinh	0,269065	0,443793	0	1
Hoc_van	0,181295	0,38554	0	1
Kinh_nghiem_chu_DN	0,227338	0,483266	0	1
Log_dau_tu	9,24481	2,610274	2,484907	17,22007
Log_lao_dong	3,796892	1,812516	0	10,17892
Ti_le_no	24,21089	2,7084	0	11,918
SME	0,566901	0,32504	0	1
DNNN	0,061871	0,241094	0	1
DNTN	0,591204	0,110785	0	1
Nam_hoat_dong	10,79568	9,122998	0	58
Khoang_cach	0,594245	0,491391	0	1
ROA	0,01823	0,194417	0	0,546296
Log_doanh_thu	10,1310	2,02314	0	16,9921
Lich_su_TD	0,339568	0,473904	0	1
Thoi_han_KV	0,227338	0,419415	0	1
Niem_yet	0,041727	0,200108	0	1

**Bảng 3.6: Mô tả thống kê các biến trong Mô hình 3.1**

Biến số	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
Ownership	1.200	1,458952	0,8557829	1	4
CFO_DUMMY	1.200	0,267525	0,4429855	0	1
Firm	1.200	2,973391	0,9366197	3	5
Bank_relationship	1.200	3,355007	0,81584	1	5
Bank_barrier	1.200	2,504388	0,6906665	1	4,869565
Capital_bar	1.200	2,945852	0,7091038	1	5
Sizefirm	1.200	3,120172	1,621801	1	8
Access	1.200	2,221731	0,8296993	2	5

Đối với các biến trong Mô hình 3.2, sau khi ghép nối dữ liệu về Điều tra doanh nghiệp nhỏ và vừa ở Việt Nam giai đoạn 2009-2015, thu được bộ dữ liệu mảng gồm 5.824 quan sát. Dữ liệu cho thấy, có 46,35% doanh nghiệp nhỏ và vừa trong mẫu bị từ chối khi vay vốn; chỉ có 20,12% các doanh nghiệp được điều tra là doanh nghiệp nhà nước với số năm hoạt động trung bình khoảng 16,16 năm. Chỉ có 24,75% tổng số doanh nghiệp nhỏ và vừa trong mẫu kinh doanh có lãi.

**Bảng 3.7: Mô tả thống kê các biến trong Mô hình 3.2**

Biến số	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
PCI chung	5.824	58,94449	2,949484	51,75	67,12
Bi_tu_choivay	5.824	0,46353	0,243935	0	1
Van_can_vay	5.824	0,381491	0,485838	0	1
Dau_tu	5.824	0,537788	0,498613	0	1
Giay_chung_nhan	5.824	0,707933	0,454752	0	1
Gioi_tinh	5.824	0,41082	0,466599	0	1
Tuoi_chu_DN	5.824	48,628778	15,483173	0	70
Hoc_van	5.824	0,017857	0,132444	0	1
Kinh_nghiem	5.824	0,42891	0,0218	0	20
Tuoi_DN	5.824	0,161607	0,345342	0	71
Lao_dong	5.824	0,861607	0,345342	0	1
DNNN	5.824	0,201236	0,400959	0	1
Log_loinhuan	5.824	0,247573	0,872322	0	21,86667
Log_taisan	5.824	0,644433	0,478726	0	18,21506
Ti_le_no	5.824	13,80227	1,810777	0	20,64098

### III- CÁC KIỂM ĐỊNH

#### 1. Các kiểm định đối với Mô hình 1, 1.1, 1.2, 2

Một số nghiên cứu chỉ ra biến độc lập ROA có thể tác động đến khả năng tiếp cận tài chính và ngược lại. Để khẳng định chắc chắn hơn, ta sử dụng Kiểm định Chi bình phương để kiểm định biến nội sinh trong các mô hình với giả thuyết:  $H_0$ : Mô hình không có yếu tố nội sinh, thu được  $p\_value < 0,05$ . Kết quả bác bỏ giả thuyết  $H_0$ , nghĩa là các mô hình có yếu tố nội sinh.

Để khắc phục vấn đề nội sinh, ta sử dụng phương pháp hồi quy hai giai đoạn 2SLS:

Giai đoạn 1: Hồi quy ROA theo các biến độc lập còn lại, thu được ROA\_mũ.

Giai đoạn 2: Hồi quy biến phụ thuộc theo các biến độc lập, ROA\_mũ.

Kiểm định LR trong các mô hình ở giai đoạn 2 cho kết luận các biến trong mô hình là phù hợp (trong Bảng 3.8, 3.9, 3.10, 3.11), đều cho kết quả giá trị  $P\_value = 0,000 < 0,05$ .

#### 2. Các kiểm định đối với Mô hình 3.1, 3.2

##### 2.1. Kiểm định với Mô hình 3.1

Kiểm định F và Chi bình phương cho từng biến CFO\_DUMMY, Firm, Bank\_relationship và Access. Do vậy, loại bỏ 4 biến độc lập này ra khỏi mô hình hồi quy.

Kiểm định linktest cho mô hình sau khi đã bỏ biến: \_hat có ý nghĩa thống kê trong khi \_hatsq không có ý nghĩa thống kê. Điều này cho thấy mô hình đã chọn được những biến tiên đoán có ý nghĩa và linktest không có ý nghĩa thống kê nên không có sai lệch trong xác định mô hình.

## 2.2. Kiểm định với Mô hình 3.2

Như đã lập luận trong phần phương pháp ước lượng, các mô hình cho kết quả kiểm định nhân tử Lagrange (xttest0) là mô hình POLS không phù hợp. Vì vậy mô hình cần lựa chọn là RE hoặc FE. Dựa trên kiểm định Hausman, mô hình được sử dụng để phân tích là mô hình hiệu ứng ngẫu nhiên (RE) có robust để kiểm soát phương sai sai số thay đổi và tự tương quan.

Thực hiện tương tự như mô hình 1, sử dụng kiểm định biến nội sinh trong mô hình với giả thuyết:  $H_0$ : Mô hình không có yếu tố nội sinh, thu được  $p\_value = 0,223 > 0,05$ . Kết quả cho thấy chấp nhận giả thuyết  $H_0$  nghĩa là mô hình không có yếu tố nội sinh.

# IV- KẾT QUẢ ƯỚC LƯỢNG

## 1. Kết quả ước lượng mô hình 1, 1.1, 1.2, 2

Kết quả trong các mô hình được trình bày trong các bảng dưới đây đều đã được khắc phục vấn đề nội sinh bằng phương pháp hồi quy 2SLS.

Bảng 3.8: Kết quả ước lượng Mô hình 1

Các yếu tố	Biến số	Mô hình 1_1		Mô hình 1_2		Mô hình 1_3		Mô hình 1_4	
		Hệ số	AME	Hệ số	AME	Hệ số	AME	Hệ số	AME
Ráo cản cấp độ vĩ mô và thể chế	PC(chung)	0,179***	0,1471***	0,2352***	0,1293***	0,3020***	0,1660***	0,3880***	0,1405***
Chi phí chính thức và phi chính thức	Chi_phi_btay	0,732*	0,140*	-0,991	-0,894	1,155	0,1690	0,424**	0,1440**
Lai_cao	-0,465***	-0,1547***	-0,502***	-0,1492***	-0,317	-0,153	-0,967	-0,1961	
Thủ tục cho vay	Thu_tuc_NH	-0,232**	-0,1595**	-0,625	-0,373	-0,932	-0,998	-1,126***	-0,125***
Tài sản bảo đảm	Log_tai_san	0,787***	0,2630***	0,445**	0,239**	0,3483*	0,159*	0,219***	0,222***
Mạng lưới quan hệ	Quan_he_NH	0,239*	0,055*	0,774	0,426	1,190	1,117	1,051	1,051
Đặc điểm của chủ doanh nghệp	Gioi_tinh			-0,937***	-0,0290***			-0,220	-0,219
	Giام_doc_tai_chinh			2,335*	0,0726*			1,480*	0,1475*
	Hoc_van			1,444***	0,1358***			1,220**	0,217**
Đặc điểm của doanh nghiệp	Log_dau_tu					0,426***	0,1486***	0,485*	0,1526*
	Log_lao_dong					0,206**	0,221**	0,307	0,308
	Ti_le_no					-0,364*	-0,0448*	-0,422*	-0,0513***
	SME					-1,262***	-0,1345***	-1,085*	-0,189***
	DNNN					0,634*	0,1849*	1,030	0,133

Các yếu tố	Biến số	Mô hình 1_1		Mô hình 1_2		Mô hình 1_3		Mô hình 1_4	
		Hệ số	AME	Hệ số	AME	Hệ số	AME	Hệ số	AME
DNTN					-2806**	-0.154**	-1.930*	-0.0320*	
Nam_hoat_dong					0.634****	0.0324****	0.187	0.0762	
Vị trí địa lý của doanh nghiệp	Khoang_cach	-0.472*	-0.189*	0.0516	0.0576	-0.0104	-0.279	-0.549	-0.549
Kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh	ROA_mù	1.659***	0.618***	1.103*	0.148*	1.738****	0.214****	0.208***	0.225***
Mức độ tin cậy tín dụng	Log doanh thu	0.397*	0.337*	0.238*	0.333*	0.537	0.116	0.885*	0.1750*
	Lich_su_TD	0.485***	0.1470***	0.287*	0.128*	1.258*	0.1876*	1.940*	0.1946*
	Thoi_han_KV	-0.425*	-0.1795*	-0.871***	-0.173***	0.313*	0.1304*	0.257*	0.1259*
	Niêm_yet	0.291***	0.1810***	0.5090*	0.1447*	0.4730*	0.1758*	0.761*	0.1757*
Biến tương tác	SME*Log_tai_san							1.018***	0.109***
	SME*Chi_phi_lottay							0.409*	0.1574*
Constant		-0.842***	2.277***			0.089		3.523***	
Biến giả định		Không		Không		Có		Có	
Biến giả ngành		Không		Không		Có		Có	
Số quan sát		610		610		610		610	
R <sup>2</sup> hiệu chỉnh		0.4568		0.5380		0.5905		0.5216	
Prob > Chi2		0.0000		0.0000		0.0000		0.0000	
Giá trị LR		3736.33		4771.54		5437.19		5781.49	

Ghi chú: \*\*\* p<0,01; \*\* p<0,05; \* p<0,1.

Bảng 3.9: Kết quả ước lượng Mô hình 1.1

Các yếu tố	Biến số	Mô hình 1.1_1		Mô hình 1.1_2		Mô hình 1.1_3		Mô hình 1.1_4	
		Hệ số	AME	Hệ số	AME	Hệ số	AME	Hệ số	AME
Rào cản cấp độ vi mô và thể chế	PCI chung	0,450***	0,1667***	0,3222**	0,1583***	0,1653***	0,1229***	0,3889***	0,1303***
Chi phí chính thức và phi chính thức	Chi_phi_lot_tay	-1,189***	-0,1256***	0,290	0,228	1,870	0,993	0,434	0,661
Thủ tục cho vay	Lai_cao	-0,417	-0,1447	-0,346	-0,1430	-0,209	-0,1506	-0,967	-0,1591
Tài sản đầu tư	Thu_tuc_NH	-2,053***	-0,1283***	-0,442*	-0,1506*	-0,5222**	-0,1633*	-1,126*	-0,030*
Mạng lưới quan hệ	Log_tai_san	2,541***	0,1222***	0,744***	0,1776***	0,684***	0,1937***	0,219***	0,259***
Đặc điểm của chủ doanh nghiệp	Quan_he_NH	1,957***	0,0158***	1,0177*	0,0139*	1,1222**	0,0195**	1,0511***	0,0134***
Giới_tinh				1,341***	0,0140***			0,220	0,1575
Giám đốc tài chính				0,917**	0,1942**			1,480***	0,1623***
Học_yan				1,234*	0,1323*			1,220	0,284
Đặc điểm của doanh nghiệp	Log_dau_tu					0,719***	0,1402***	0,485	0,457
Log_lao_dong						1,617*	0,169*	0,307***	0,1229***
Ti_le_no						-1,740***	-0,1481***	-0,4222***	-0,1387***
SME						-1,189***	-0,170***	-1,005*	-0,1306*

Các yếu tố	Biến số	Mô hình 1.1_1		Mô hình 1.1_2		Mô hình 1.1_3		Mô hình 1.1_4	
		Hệ số	AME	Hệ số	AME	Hệ số	AME	Hệ số	AME
DNNN				0,225***	0,1555***	1,030*	0,1230*		
DNTN				-1,007*	-0,1686*	-1,930**	-0,1923**		
Nam_hoat dong				0,892***	0,160***	0,187	0,0552		
Ví trí địa lý của doanh nghiệp	Khoang_cach	-1,341*	-0,1309*	-1,207	-0,269	-1,552	-0,766	-0,549*	-0,0501*
Kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh	ROA_mü	1,592***	0,248***	1,210*	0,413*	0,515*	0,419*	1,208**	0,3136**
Log_doanh thu	Log_doanh thu	1,332**	0,152**	1,088*	0,044*	1,342***	0,103***	0,885***	0,118***
Mức độ tin cậy tín dụng	Lich_su_TD	1,272*	0,1317*	0,112	0,0381	0,283***	0,0648***	1,940	1,822
Thời_han_kv	0,431***	0,1468***	0,684***	0,802**	4,251	0,799	0,259	0,318	
Niem_yet	1,258*	0,195*	1,103***	0,1263***	1,865*	0,1959*	0,761*	0,1660*	
Biến_tương tác	SME*Log_tai san							2,018***	0,1697***
	SME*Chi_phi_lot_tay							0,409*	0,1442*
Constant		-1,295***		-0,240***		6,437***		-1,579***	
Biến giả_tính		Không		Không		Có		Có	
Biến giả_ngành		Không		Không		Có		Có	

Các yếu tố	Biến số	Mô hình 1.1_1		Mô hình 1.1_2		Mô hình 1.1_3		Mô hình 1.1_4	
		Hệ số	AME						
Số quan sát		610		610		610		610	
R <sup>2</sup> hiệu chỉnh		0,5108		0,5384		0,5874		0,5904	
Prob > Chi2		0,0000		0,0000		0,0000		0,0000	
Giá trị LR		6597,02		7681,06		8913,02		9870,12	

Ghi chú: \*\*\*  $p<0,01$ ; \*\*  $p<0,05$ ; \*  $p<0,1$ .

Bảng 3.10: Kết quả ước lượng Mô hình 1.2

Các yếu tố	Biến số	Mô hình 1.2_1			Mô hình 1.2_2			Mô hình 1.2_3			Mô hình 1.2_4		
		Hệ số	AME	Hệ số	AME	Hệ số	AME	Hệ số	AME	Hệ số	AME	Hệ số	AME
Rao cản cấp độ vi mô và thẻ ché	PCI chung	0,179***	0,1471***	0,2352***	0,1293***	0,3020***	0,1650***	0,3880***	0,1405***				
Chi phí chính thức và phi chính thức	Chi_phi_lot_tay	0,732*	0,140*	0,991	0,894	1,155	0,1690	0,434**	0,1440**				
Lai_cao	-0,455***	-0,1547***	-0,502***	-0,1492***	-0,317	-0,153	-0,967	-0,1961					
Thu_tuc_NH	-0,232**	-0,1595**	-0,625	-0,373	0,932	-0,898	-1,126***	-0,125***					
Tài sản bảo đảm	Log_tai_san	0,787***	0,2630***	0,445**	0,239**	0,3483*	0,159*	0,219***	0,222***				
Mạng lưới quan hệ	Quan_he_NH	0,239*	0,055*	0,774	0,426	1,190	1,117	1,051	1,051				
Đặc điểm của chủ doanh nghiệp	Gioi_tinh			-0,937***	-0,0290***			-0,220	-0,219				
Giám đốc tài chính	Hoc_van			2,335*	0,0726*			1,480*	1,475*				
Đặc điểm của doanh nghiệp	Log_dau_tu			1,444***	0,0358***			1,220**	0,0217**				
Log_lao_dong						0,436***	0,1486***	0,485*	0,1526*				
Tí_le_no						0,206**	0,221**	0,307	0,308				
SME						-0,364*	-0,0448*	-0,422*	-0,0513***				
						-1,262***	-0,1345***	-1,085*	-0,189***				

Các yếu tố	Biến số	Mô hình 1.2_1		Mô hình 1.2_2		Mô hình 1.2_3		Mô hình 1.2_4	
		Hệ số	AME	Hệ số	AME	Hệ số	AME	Hệ số	AME
DNNN						0,634*	0,1849*	1,030	0,133
DNTN						-2,806**	-0,154**	-1,930*	-0,0920*
Nam_hoat_dong						0,634***	0,0324***	0,187	0,0762
Vị trí địa lý của doanh nghiệp	Khoang_cach	-0,472	-0,189	-0,0516	-0,0576	-0,0104	-0,279	-0,549	-0,549
Kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh	ROA_mü	1,659***	0,3618***	1,103*	0,148*	1,788***	0,214***	0,208***	0,225***
Mức độ tin cậy tín dụng	Log_doanh thu	0,397*	0,1337*	0,238*	0,2333*	0,537	0,116	0,885*	0,1750*
Biến tướng tác	Lich_su_TD	0,485***	0,1470***	0,287*	0,128*	1,258*	0,1876*	1,940*	0,1946*
Biến giả định	Thoi_han_KV	0,425*	0,1795*	0,871***	0,173***	0,313*	0,1304*	0,257*	0,1259*
Biến giả ngành	Niem_yet	0,291***	0,1810***	0,5090*	0,1447*	0,4730*	0,1758*	0,761*	0,1757*
Biến giả tài sản	SME*Log_tai_san							1,018***	0,109***
Biến giả phi_lot_tay	SME*Chi_phi_lot_tay							0,409*	0,1574*
Constant			-0,842***		2,277***		0,089		3,523***
Biến giả tinh		Không		Không		Có		Có	
Biến giả ngành		Không		Không		Có		Có	

Các yếu tố	Biến số	Mô hình 1.2_1		Mô hình 1.2_2		Mô hình 1.2_3		Mô hình 1.2_4	
		Hệ số	AME						
Số quan sát		610		610		610		610	
R <sup>2</sup> hiệu chỉnh		0,4568		0,5380		0,5905		0,5216	
Prob > Chi <sup>2</sup>		0,0000		0,0000		0,0000		0,0000	
Giá trị LR		3736,33		4771,54		5437,19		5781,49	

Ghi chú: \*\*\*  $p<0,001$ ; \*\*  $p<0,05$ ; \*  $p<0,1$ .

Bảng 3.11: Kết quả ước lượng Mô hình 2

Các yếu tố	Biến số	Mô hình 2_1		Mô hình 2_2		Mô hình 2_3		Mô hình 2_4	
		Hệ số	AME	Hệ số	AME	Hệ số	AME	Hệ số	AME
Rào cản cấp độ vi mô và thể chế	PCI chung	0,387***	0,1471***	0,393***	0,1498***	0,395***	0,1555***	0,535***	0,1663***
Chi phí chính thức và phi chính thức	Chi_phi_lot_tay	0,825***	0,140***	1,355*	0,182*	0,749***	0,1202***	0,207	0,197
Thủ tục cho vay	Lai_cao	-0,761*	-0,7741*	-0,968***	-0,1336***	-0,1642**	-0,069*	-0,1212*	-0,0919*
Tài sản bảo đảm	Thu_tuc_NH	-1,746*	-0,0595*	-2,094***	-0,091***	-2,879*	-0,140*	-3,331	-0,586
Mạng lưới quan hệ	Log_tai_san	0,889***	0,1630***	0,977***	0,195**	1,095***	0,224***	1,724***	0,1570***
Đặc điểm của chủ doanh nghiệp	Quan_he_NH	2,267*	0,055*	2,440	0,00802	2,838	0,854	2,506	0,0926
Giới tính			-0,413***	-0,1196***			-0,211	-0,224	
Giám đốc tài chính	Giam_doc_tai_chinh		0,1111*	0,1467*			1,039***	0,054***	
Học vấn			1,443***	0,0424***			0,554*	0,0543*	
Đầu tư	Log_dau_tu				0,0405***	0,1826***	0,818*	0,1612*	
Nghiệp	Log_lao_dong					0,243	0,1113	0,0382	0,1213
Tỷ lệ nô	Ti_le_no				-0,310*	-0,0188*	-0,268**	-0,0275**	
SME					-0,388***	-0,1435***	-0,859*	-0,1765*	

Các yếu tố	Biến số	Mô hình 2_1		Mô hình 2_2		Mô hình 2_3		Mô hình 2_4	
		Hệ số	AME	Hệ số	AME	Hệ số	AME	Hệ số	AME
DNNN				1,301*	0,0121*	1,010*	0,0421*		
DNTN				-1,240***	-0,1519***	-1,928**	-0,1628**		
Nam_hoat động				0,0734***	0,0650***	0,0150	0,0179		
Vị trí địa lý của doanh nghiệp	Khoang_cach	-0,733	-0,189	-0,859	-0,1601	-1,003	-0,645	-2,013	-0,771
Kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh	ROA_mứ	1,005***	0,3618***	0,931*	0,264*	0,624**	0,489**	0,997*	0,229*
Mức độ tin cậy tín dụng	Log_doanh thu	0,629*	0,1337*	0,562***	0,1506***	0,561*	0,280*	0,208**	0,206**
	Lich_su_TD	1,049***	0,1470***	0,995*	0,2794*	0,719**	0,2457**	0,721*	0,1113*
	Thoi_han_KV	0,975*	0,1795*	0,932*	0,1914*	1,503	0,598	0,0833	0,261
	Niem_yet	1,939***	0,381**	2,143*	0,0797*	2,508*	0,218*	0,850*	0,1442**
Biến tương tác	SME*Log_tai san							1,693***	0,230***
	SME*Chi_phi_lot tay							0,986*	0,144*
Constant			-1,190***		4,503***		6,347***		3,461***
Biến giá tinh		Không		Không		Có		Có	
Biến giá ngành		Không		Không		Có		Có	

Các yếu tố	Biến số	Mô hình 2_1		Mô hình 2_2		Mô hình 2_3		Mô hình 2_4	
		Hệ số	AME						
Số quan sát		610		610		610		610	
R <sup>2</sup> hiệu chỉnh		0,4416		0,4712		0,5341		0,5568	
Prob > Chi2		0,0000		0,0000		0,0000		0,0000	
Giá trị LR		6809,23		7399,79		8309,78		9973,67	

Ghi chú: \*\*\*  $p<0,01$ ; \*\*  $p<0,05$ ; \*  $p<0,1$ .

Kết quả ước lượng các biến trong các mô hình cho thấy đa phần đều có ý nghĩa thống kê tức là có tác động đến khả năng tiếp cận tài chính chính thức của các doanh nghiệp. Do việc giải thích độ lớn của các hệ số ước lượng trong mô hình Multilogistic và Logistic không giống như mô hình hồi quy tuyến tính hoặc hồi quy OLS, nên việc giải thích tác động của các yếu tố tới xác suất mà các doanh nghiệp có thể tiếp cận tài chính từ ngân hàng thương mại sẽ được giải thích thông qua tác động biên tại giá trị trung bình (Average Marginal Effect at Mean - AME) của các biến độc lập.

Kết quả ước lượng cho thấy:

\* *Về rào cản cấp độ vĩ mô và thể chế*.

- Hệ số của biến *PCI chung* - đại diện cho chất lượng thể chế - có dấu dương và mức ý nghĩa thống kê rất cao (1%) ở tất cả các mô hình. Điều này hàm ý rằng sự cải thiện về chất lượng môi trường kinh doanh có tác động tích cực tới khả năng tiếp cận vốn vay chính thức của doanh nghiệp.

Liên quan đến nhu cầu tiếp cận tài chính chính thức (Mô hình 1), hệ số của biến *PCI chung* cho biết khi *PCI chung* tăng lên 1 đơn vị trong điều kiện các yếu tố khác không thay đổi thì tăng xác suất doanh nghiệp tiếp cận được nguồn vốn tín dụng từ ngân hàng thương mại lên trung bình khoảng 12,93-16,05 điểm phần trăm. Trong đó:

+ Đối với những doanh nghiệp có nhu cầu vay vốn, khi *PCI chung* tăng lên 1 đơn vị thì tăng khả năng thành công cho doanh nghiệp tiếp cận được nguồn vốn này lên nhiều

nhất 16,67 điểm phần trăm trong điều kiện các yếu tố khác không thay đổi (Mô hình 1.1);

+ Đối với những doanh nghiệp đã vay vốn thành công, sẽ tăng khả năng doanh nghiệp dễ dàng tiếp cận được nguồn vốn này lên khoảng 15,2-26,3 điểm phần trăm khi *PCI chung* tăng lên 1 đơn vị trong điều kiện các yếu tố khác không thay đổi (Mô hình 1.2);

Liên quan đến các doanh nghiệp có nhu cầu tiếp cận cả hai nguồn tín dụng chính thức và phi chính thức (Mô hình 2), khi *PCI chung* tăng lên 1 đơn vị trong điều kiện các yếu tố khác không thay đổi thì xác suất doanh nghiệp tiếp cận được đồng thời hai nguồn vốn này lên tối đa 16,63 điểm phần trăm.

Các kết quả này cũng tương tự với nghiên cứu trước đây cho rằng khi môi trường kinh doanh được cải thiện, các thể chế tốt được thực thi thì chi phí giao dịch trên thị trường sẽ thấp hơn. Doanh nghiệp có thể an tâm mở rộng kinh doanh, tích cực đầu tư và điều này gia tăng khả năng tiếp cận tài chính từ các ngân hàng thương mại.

\* *Về rào cản ở cấp độ vi mô bên ngoài doanh nghiệp.*

- *Chi phí tài chính chính thức và phi chính thức:*

Biến phản ánh chi phí chính thức khi doanh nghiệp tiếp cận vốn vay từ ngân hàng thương mại là *Lai\_cao*. Kết quả ước lượng cho thấy: Liên quan đến nhu cầu tiếp cận tài chính chính thức, lãi suất cao sẽ làm giảm nhu cầu tiếp cận vốn vay ngân hàng thương mại xuống nhiều nhất khoảng

15,47 điểm phần trăm trong điều kiện các yếu tố khác không thay đổi (Mô hình 1). Trong đó:

+ Đối với những doanh nghiệp có nhu cầu vay vốn, biến số này không ảnh hưởng đến khả năng thành công khi doanh nghiệp tiếp cận được nguồn vốn này (Mô hình 1.1);

+ Đối với những doanh nghiệp đã vay vốn thành công thì khả năng doanh nghiệp tiếp cận nguồn vốn tín dụng từ ngân hàng thương mại dễ dàng giảm nhiều nhất 14,53 điểm phần trăm khi lãi suất cao trong điều kiện các yếu tố khác không thay đổi (Mô hình 1.2).

+ Đối với nhóm doanh nghiệp có nhu cầu tiếp cận đồng thời cả tín dụng chính thức và phi chính thức thì xác suất này giảm nhiều nhất khoảng 17,41 điểm phần trăm (Mô hình 2).

+ Đối với các doanh nghiệp nhỏ và vừa, các doanh nghiệp tư nhân, khi các nguồn lực tài chính còn rất hạn chế thì việc phải trả lãi suất cao để được tiếp cận với những khoản vay từ ngân hàng thương mại là một rào cản lớn. Kết quả điều tra cũng cho thấy có tới 64,8% các doanh nghiệp nhỏ và vừa có vốn chủ sở hữu nhỏ hơn mức vốn trung bình của các doanh nghiệp nhỏ và vừa trong mẫu nghiên cứu (7,6 tỷ đồng). Cũng với quan điểm này, Trần Thị Thanh Tú và Đinh Thị Thanh Vân (2015) chỉ ra các doanh nghiệp đánh giá việc tiếp cận vốn vay đã dễ dàng hơn rất nhiều<sup>1</sup>. Một trong

---

1. Xem Trần Thị Thanh Tú và Đinh Thị Thanh Vân: “Phát triển nguồn tài chính cho doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Hà Nội”, Tạp chí *Khoa học Đại học quốc gia Hà Nội; Kinh tế và Kinh doanh*, số 3 (2015).

những nguyên nhân mang lại kết quả này có thể là do mức lãi suất cho vay “mềm” hơn. Nhìn chung mức lãi suất trung bình mà doanh nghiệp phải trả cho các khoản vay của mình thấp thì sẽ gây hiệu ứng tốt cho doanh nghiệp khi muốn tiếp cận các khoản vay.

- Biến phản ánh chi phí không chính thức *chi\_phi\_lot\_tay* cho thấy, để tiếp cận được khoản vay cần chi phí như lót tay, mua quà tặng...: kết quả ước lượng được từ mô hình cho dấu đúng kỳ vọng (dấu dương) và có ý nghĩa thống kê.

Liên quan đến nhu cầu tiếp cận tài chính chính thức (Mô hình 1), hệ số của biến *chi\_phi\_lot\_tay* cho biết nếu doanh nghiệp có chi phí lót tay trong điều kiện các yếu tố khác không thay đổi thì tăng xác suất doanh nghiệp tiếp cận được nguồn vốn tín dụng từ ngân hàng thương mại lên trung bình khoảng 14 điểm phần trăm. Trong đó:

+ Đối với những doanh nghiệp có nhu cầu vay vốn, khả năng doanh nghiệp tiếp cận thành công nguồn vốn này tăng lên 12,56 điểm phần trăm trong điều kiện các yếu tố khác không thay đổi (Mô hình 1.1);

+ Đối với những doanh nghiệp đã vay vốn thành công, trong điều kiện các yếu tố khác không thay đổi sẽ tăng khả năng doanh nghiệp dễ dàng tiếp cận được nguồn vốn này lên khoảng 16,8-19,6 điểm phần trăm (Mô hình 1.2).

Liên quan đến các doanh nghiệp có nhu cầu tiếp cận cả hai nguồn tín dụng chính thức và phi chính thức (Mô hình 2), trong điều kiện các yếu tố khác không thay đổi thì xác suất

doanh nghiệp tiếp cận được đồng thời hai nguồn vốn này lên tối đa 18,2 điểm phần trăm.

Kết quả tương tự cũng được tìm thấy trong một số nghiên cứu khi xác suất doanh nghiệp có thể tiếp cận được món vay từ tổ chức tín dụng tăng khi doanh nghiệp có chi các khoản chi phí chính thức.

- *Thu tục tiếp cận vốn vay từ ngân hàng thương mại* (*Thu\_tuc\_NH*) có tác động âm và có ý nghĩa thống kê. Cụ thể, thủ tục tiếp cận vốn vay ngân hàng thương mại khó khăn, phức tạp thì sẽ làm giảm xác suất tiếp cận tài chính đối với các doanh nghiệp có nhu cầu vay vốn xuống nhiều nhất khoảng 15,95 điểm phần trăm trong điều kiện các yếu tố khác không thay đổi (Mô hình 1). Trong đó:

+ Đối với những doanh nghiệp có nhu cầu vay vốn, trong điều kiện các yếu tố khác không thay đổi sẽ làm giảm khả năng doanh nghiệp tiếp cận thành công nguồn vốn này tối đa khoảng 16,3 điểm phần trăm (Mô hình 1.1);

+ Đối với những doanh nghiệp đã vay vốn thành công, thủ tục ngân hàng phức tạp sẽ làm giảm khả năng doanh nghiệp tiếp cận dễ dàng, thuận lợi được với nguồn vốn này khoảng 13,67-15,28 điểm phần trăm trong điều kiện các yếu tố khác không thay đổi (Mô hình 1.2).

Tuy nhiên, đối với nhóm doanh nghiệp có nhu cầu tiếp cận đồng thời cả tín dụng chính thức và phi chính thức thì xác suất này giảm nhiều nhất khoảng 14 điểm phần trăm (Mô hình 2).

- *Về tài sản bảo đảm:* Kết quả ước lượng cho thấy, giá trị log của tài sản có mối quan hệ cùng chiều với xác suất doanh nghiệp tiếp cận tài chính từ ngân hàng thương mại. Theo đó, tài sản thế chấp là một yếu tố quan trọng trong việc tiếp cận tài chính từ ngân hàng thương mại. Doanh nghiệp có lượng tài sản lớn thì sẽ có khả năng bảo đảm yêu cầu về mặt tài sản thế chấp và doanh nghiệp có lượng tài sản càng lớn thì nhu cầu vốn càng lớn. Điều này cũng phù hợp với kết quả thu được từ các mô hình cho thấy doanh nghiệp có giá trị tài sản lớn sẽ có xác suất tiếp cận nguồn tài chính từ tín dụng ngân hàng cao hơn. Cụ thể:

Liên quan đến nhu cầu tiếp cận tài chính chính thức, khi  $\log_{tai\ san}$  tăng lên 1 đơn vị sẽ làm tăng nhu cầu tiếp cận vốn vay ngân hàng thương mại trong khoảng 15,9-26,3 điểm phần trăm trong điều kiện các yếu tố khác không thay đổi (Mô hình 1). Trong đó:

+ Đối với những doanh nghiệp có nhu cầu vay vốn, tăng khả năng doanh nghiệp tiếp cận thành công nguồn vốn này sẽ tăng nhiều nhất khoảng 26,84 điểm phần trăm (Mô hình 1.1);

+ Đối với những doanh nghiệp đã vay vốn thành công, khả năng doanh nghiệp dễ dàng tiếp cận nguồn vốn tín dụng từ ngân hàng thương mại tăng nhiều nhất khoảng 36,64 điểm phần trăm (Mô hình 1.2).

Liên quan đến các doanh nghiệp có nhu cầu tiếp cận cả hai nguồn tín dụng chính thức và phi chính thức, khi  $\log_{tai}$

*san* tăng lên 1 đơn vị trong điều kiện các yếu tố khác không thay đổi thì xác suất này tăng trong khoảng 15,7-22,4 điểm phần trăm (Mô hình 2).

Kết quả này cho thấy rõ ràng sự sẵn có của tài sản thế chấp khi nộp hồ sơ xin vay đóng một vai trò quan trọng tới khả năng tiếp cận nguồn vốn từ ngân hàng thương mại của các doanh nghiệp.

- *Về mạng lưới quan hệ:* Hệ số ước lượng của biến doanh nghiệp có quan hệ với ngân hàng (*quan\_he\_NH*) cho dấu dương nhưng ảnh hưởng biến tại giá trị trung bình là không đáng kể. Cùng quan điểm này, Trần Thọ Đạt và Tô Trung Thành (2018) cũng cho rằng việc doanh nghiệp có quan hệ với ngân hàng chỉ giúp các doanh nghiệp thuận lợi hơn trong các thủ tục tiếp cận các khoản vốn vay từ ngân hàng chứ không phải là yếu tố quyết định.

\* *Về rào cản cấp độ vi mô bên trong doanh nghiệp.*

- *Đặc điểm của chủ doanh nghiệp* hay người quản lý bao gồm giới tính, trình độ học vấn, có giám đốc tài chính... đều có ảnh hưởng đến khả năng tiếp cận tài chính của doanh nghiệp.

Đầu tiên là biến giới tính, kết quả ước lượng cho thấy có sự chênh lệch trong xác suất sử dụng vốn vay giữa chủ sở hữu là nam và chủ sở hữu là nữ. Cụ thể, một doanh nghiệp được điều hành bởi nam giới sẽ có nhiều khả năng sử dụng nguồn tài chính từ ngân hàng thương mại hơn là chủ sở hữu là nữ. Như vậy có thể nói, sự khác biệt về giới tính phần nào

có ảnh hưởng đến việc tiếp cận vốn vay của doanh nghiệp. Cụ thể:

Từ kết quả ước lượng có thể thấy, nếu chủ doanh nghiệp là nam thì xác suất doanh nghiệp có thể dễ dàng tiếp cận được khoản vay thành công từ ngân hàng và tổ chức tín dụng tăng tối đa 10,5 điểm phần trăm trong điều kiện các yếu tố khác không đổi (Mô hình 1.2). Trong các mô hình còn lại biến số này không có ý nghĩa thống kê.

Trên thực tế, số doanh nghiệp có chủ sở hữu là nữ cũng chưa phải nhiều, trong mẫu 1.200 doanh nghiệp thì chỉ có 23% doanh nghiệp được điều hành bởi nữ giới và trong số đó chỉ có 3,8% doanh nghiệp tiếp cận nguồn tài chính từ ngân hàng.

Đặc biệt trong nhóm các biến về đặc điểm của chủ doanh nghiệp, biến trình độ chuyên môn được coi là một trong những biến số quan trọng vì nó phản ánh khả năng quản lý của chủ doanh nghiệp.

Đối với các doanh nghiệp có nhu cầu tiếp cận tài chính chính thức (Mô hình 1), cũng như doanh nghiệp có thành công hay không khi vay vốn (Mô hình 1.1), hay nhóm doanh nghiệp có nhu cầu tiếp cận đồng thời cả tín dụng chính thức và phi chính thức (Mô hình 2) thì biến số này không ảnh hưởng hoặc ảnh hưởng là không đáng kể.

Tuy nhiên, đối với những doanh nghiệp đã vay vốn thành công, nếu chủ sở hữu và người quản lý có trình độ học vấn đại học trở lên và kinh nghiệm làm việc nhiều hơn ba

năm thì sẽ tăng khả năng doanh nghiệp dễ dàng tiếp cận được nguồn vốn này lên nhiều nhất 14,61 điểm phần trăm trong điều kiện các yếu tố khác không thay đổi (Mô hình 1.2).

Võ Trí Thành và cộng sự (2011) chỉ ra rằng, các doanh nghiệp gặp khó khăn về tài chính là những doanh nghiệp có chủ sở hữu chính của doanh nghiệp là những người thiếu kinh nghiệm trong vận hành doanh nghiệp. Thực tế cho thấy, hiện nay mạng lưới các ngân hàng thương mại, các chi nhánh và cơ sở giao dịch trải rộng khắp trên cả nước. So với giai đoạn trước năm 2009, việc tiếp cận và sử dụng nguồn tài chính từ tín dụng ngân hàng của các doanh nghiệp đã trở nên phổ biến hơn rất nhiều. Chính vì vậy, hiện nay, những chủ doanh nghiệp có trình độ chuyên môn cao sẽ thấy được nhiều cơ hội hơn để doanh nghiệp của mình có thể vay được vốn ngân hàng và họ sẽ tận dụng nguồn vốn đó như một đòn bẩy tài chính giúp phát triển doanh nghiệp. Ngoài ra, với việc mở cửa hội nhập, các doanh nghiệp trong nước không chỉ cạnh tranh với nhau mà còn phải cạnh tranh với các doanh nghiệp đến từ các quốc gia khác, nếu chỉ dựa vào mỗi nguồn vốn tự có trong nội bộ doanh nghiệp sẽ là rất khó khăn nên các chủ doanh nghiệp, đặc biệt những người có trình độ, sẽ biết phải sử dụng những nguồn tài chính bên ngoài như vốn ngân hàng để có một cơ cấu vốn hợp lý nhất đối với doanh nghiệp mình.

Kết quả cũng cho thấy, các doanh nghiệp có giám đốc tài chính (*giam\_doc\_tai\_chinh*) thì khả năng tiếp cận vốn của ngân

hàng cũng sẽ tăng lên cũng như quyết định được xác suất doanh nghiệp có thành công khi vay vốn hay không. Cụ thể:

Nếu doanh nghiệp có giám đốc tài chính, xác suất được chấp nhận các hợp đồng vay vốn đối với các doanh nghiệp có nhu cầu tiếp cận tài chính chính thức (Mô hình 1) sẽ tăng nhiều nhất 14,75 điểm phần trăm trong điều kiện các yếu tố khác không thay đổi.

Tương tự, đối với những doanh nghiệp có nhu cầu vay vốn, trong điều kiện các yếu tố khác không thay đổi, nếu doanh nghiệp có giám đốc tài chính thì sẽ tăng khả năng doanh nghiệp tiếp cận thành công nguồn vốn này khoảng 3,23 điểm phần trăm (Mô hình 1.1);

Tỷ lệ này đối với những doanh nghiệp đã vay vốn thành công (Mô hình 1.2) và nhóm doanh nghiệp có nhu cầu tiếp cận đồng thời cả tín dụng chính thức và phi chính thức (Mô hình 2) tăng nhiều nhất lần lượt khoảng 8,91 điểm phần trăm và 15,95 điểm phần trăm.

Theo kết quả điều tra 1.200 doanh nghiệp, chỉ có 21% doanh nghiệp có giám đốc tài chính. Đây cũng là một hạn chế rất lớn, đặc biệt đối với các doanh nghiệp nhỏ và vừa vì trình độ chuyên môn thấp và đa phần là không có giám đốc tài chính dẫn đến năng lực quản trị rất hạn chế. Nguyễn Thị Mùi và cộng sự (2018) cũng cho rằng, các hoạt động quản trị quan trọng và chuyên nghiệp như marketing, chiến lược, rủi ro chưa được đa số doanh nghiệp thực hiện bài bản, hoặc là do chưa hiểu biết nhiều, hoặc do chưa để tâm học hỏi, hoặc là chưa cần thiết đối với doanh nghiệp. Điều này càng khẳng

định rằng, điểm yếu nhất của doanh nghiệp Việt Nam nói chung, đặc biệt là các doanh nghiệp nhỏ và vừa, là khả năng quản trị.

- Về *đặc điểm* của doanh nghiệp, sau khi kiểm soát tất cả các yếu tố khác thì các biến như quy mô lao động, số năm hoạt động, giá trị đầu tư năm liền trước và tỷ lệ nợ có tác động cụ thể như sau:

Doanh nghiệp có khoản đầu tư ở năm trước sẽ có khả năng tiếp cận tài chính chính thức cao hơn. Điều này được khẳng định khá chắc chắn bằng hệ số dương và ý nghĩa ở mức 1% của biến *log giá trị đầu tư* (*log\_dau\_tu*) trong tất cả các mô hình sử dụng để ước lượng. Kết quả này phản ánh rằng, nếu doanh nghiệp có các dự án đầu tư sẽ thúc đẩy nhu cầu tiếp cận tài chính chính thức.

Đối với biến *log\_lao\_dong*, hệ số dương và có ý nghĩa ở mức 1% của biến *log* của lao động (Mô hình 1) thể hiện rằng quy mô doanh nghiệp càng lớn thì xác suất tiếp cận vốn vay chính thức tăng khoảng 22,1 điểm phần trăm trong điều kiện các yếu tố khác không thay đổi. Tỷ lệ này trong mô hình 1.1 và 1.2 lần lượt khoảng 16,9 điểm phần trăm và 13,38 điểm phần trăm. Tuy nhiên, đối với nhóm doanh nghiệp tiếp cận đồng thời cả hai nguồn tài chính chính thức và phi chính thức thì biến số này không có tác động (Mô hình 2).

Hệ số âm và có ý nghĩa ở mức 10% của biến *tỷ lệ nợ* (*ti\_le\_no*) cho thấy, tỷ lệ nợ cao sẽ giảm khả năng có vốn vay chính thức trung bình 5,13 điểm phần trăm đối với các doanh nghiệp có nhu cầu vay chính thức (Mô hình 1). Cụ thể:

+ Đối với những doanh nghiệp có nhu cầu vay vốn thì khả năng doanh nghiệp tiếp cận thành công nguồn vốn này giảm nhiều nhất 14,81 điểm phần trăm khi *ti\_le\_no* tăng lên 1 đơn vị trong điều kiện các yếu tố khác không thay đổi (Mô hình 1.1);

+ Đối với những doanh nghiệp đã vay vốn thành công, khi *ti\_le\_no* tăng lên 1 đơn vị trong điều kiện các yếu tố khác không thay đổi thì sẽ giảm khả năng doanh nghiệp dễ dàng tiếp cận được nguồn vốn này xuống khoảng 15,6-16,1 điểm phần trăm (Mô hình 1.2);

Liên quan đến các doanh nghiệp có nhu cầu tiếp cận cả hai nguồn tín dụng chính thức và phi chính thức (Mô hình 2), biến số này gần như không có ảnh hưởng đến nhu cầu tiếp cận đồng thời cả hai nguồn vốn này.

Đối với biến sở hữu nhà nước (*DNNN*) và sở hữu tư nhân (*DNTN*), kết quả ước lượng từ các mô hình cho biết:

Đối với các doanh nghiệp có nhu cầu vay vốn chính thức, doanh nghiệp thuộc sở hữu nhà nước sẽ tăng khả năng tiếp cận nguồn tài chính từ ngân hàng thương mại lên nhiều nhất khoảng 18,49 điểm phần trăm; giảm nhiều nhất 19,23 điểm phần trăm nếu là doanh nghiệp tư nhân trong điều kiện các yếu tố khác không thay đổi.

+ Đối với những doanh nghiệp có nhu cầu vay vốn, khả năng doanh nghiệp tiếp cận thành công nguồn vốn này tăng khoảng 15,55 điểm phần trăm nếu doanh nghiệp thuộc sở hữu nhà nước; giảm nhiều nhất 15,4 điểm phần trăm nếu là

doanh nghiệp tư nhân trong điều kiện các yếu tố khác không thay đổi (Mô hình 1.1);

+ Đối với những doanh nghiệp đã vay vốn thành công, tỷ lệ này trong khoảng 14,89 điểm phần trăm đến 22,6 điểm phần trăm nếu doanh nghiệp nộp hồ sơ xin vay là doanh nghiệp nhà nước; giảm nhiều nhất khoảng 16,7 điểm phần trăm nếu doanh nghiệp thuộc sở hữu tư nhân (Mô hình 1.2).

Liên quan đến các doanh nghiệp có nhu cầu tiếp cận cả hai nguồn tín dụng chính thức và phi chính thức (Mô hình 2), biến số này có ảnh hưởng rất nhỏ đến nhu cầu tiếp cận đồng thời cả hai nguồn vốn này.

Đối với biến SME, kết quả ước lượng từ Mô hình 1 cho thấy, đối với các doanh nghiệp có nhu cầu vay vốn chính thức thì xác suất doanh nghiệp tiếp cận nguồn vốn vay từ ngân hàng thương mại sẽ giảm nhiều nhất 18,9 điểm phần trăm nếu là doanh nghiệp nhỏ và vừa trong điều kiện các yếu tố khác không thay đổi. Tỷ lệ này ở các mô hình 2, 1.1, 1.2 nhiều nhất lần lượt khoảng 17,65; 17; 16,08 điểm phần trăm.

Về tuổi doanh nghiệp (*Nam\_hoat dong*), không có bằng chứng cho thấy doanh nghiệp nhiều tuổi hơn thì sẽ có xác suất vay vốn chính thức cao hơn như đã giả thuyết. Điều này không nhất thiết hàm ý rằng kinh nghiệm không giúp ích gì cho doanh nghiệp trong việc vay vốn. Lý do khiến tuổi của doanh nghiệp không giải thích cho việc vay vốn có thể bởi các doanh nghiệp có tỷ lệ rút khỏi kinh doanh cao và chuyển đổi chủ sở hữu nhiều lần. Điều này khiến cho các ngân hàng

thương mại không đánh giá cao tuổi kinh nghiệm và không lấy đây làm tiêu chí cho vay vốn.

Liên quan đến vị trí địa lý của doanh nghiệp, hệ số ước lượng được của biến khoảng cách từ doanh nghiệp đến ngân hàng thương mại (*Khoang\_cach*) có tác động âm nhưng không có ý nghĩa thống kê ở tất cả các mô hình. Điều này cho thấy, vị trí địa lý của doanh nghiệp không ảnh hưởng đến xác suất tiếp cận khoản vay từ ngân hàng thương mại. Trên thực tế, trong thời đại công nghệ số hiện nay, việc nắm rõ doanh nghiệp, theo dõi, kiểm soát hoạt động của doanh nghiệp là yếu tố quan trọng trong quyết định cho vay của ngân hàng. Hiện nay mạng lưới các ngân hàng thương mại, các chi nhánh, sở giao dịch tăng lên nhanh chóng trên cả nước. Việc phát triển ngân hàng số hiện nay đã giúp hạ bớt rào cản về khoảng cách giữa ngân hàng và khách hàng, từ đó giúp khả năng tiếp cận tài chính chính thức của doanh nghiệp có xu hướng tăng lên.

- *Về kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp* (phản ánh khả năng thanh toán của doanh nghiệp): Những chỉ số từ báo cáo tài chính là cơ sở để giảm thiểu thông tin bất đối xứng và rủi ro trong lựa chọn nghịch. Về phía ngân hàng, đây là các nhân tố giúp đánh giá khả năng của doanh nghiệp và việc có chấp thuận cho doanh nghiệp vay hay không.

Đầu tiên là ROA hay tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản của doanh nghiệp cho biết hiệu quả sử dụng tài sản của doanh nghiệp trong việc tạo ra lợi nhuận. Tỷ số này cao cho thấy

doanh nghiệp đã đầu tư hợp lý vào lượng tài sản của mình và đây là một tín hiệu tốt để ngân hàng cho vay. Theo nghiên cứu thì lượng vốn ngân hàng được sử dụng có quan hệ thuận chiều với chỉ số ROA của các doanh nghiệp. Kết quả ước lượng trong các mô hình cho thấy:

Liên quan đến nhu cầu tiếp cận tài chính chính thức, khi ROA tăng lên 1 đơn vị sẽ làm tăng nhu cầu tiếp cận vốn vay ngân hàng thương mại nhiều nhất khoảng 36,18 điểm phần trăm trong điều kiện các yếu tố khác không thay đổi (Mô hình 1). Trong đó:

+ Đối với những doanh nghiệp có nhu cầu vay vốn, khi biến số này tăng lên 1 đơn vị trong điều kiện các yếu tố khác không thay đổi thì sẽ tăng khả năng doanh nghiệp tiếp cận thành công nguồn vốn này trong khoảng 24,8-41,9 điểm phần trăm (Mô hình 1.1);

+ Đối với những doanh nghiệp đã vay vốn thành công khả năng doanh nghiệp dễ dàng tiếp cận nguồn vốn tín dụng từ ngân hàng thương mại tăng nhiều nhất khoảng 26 điểm phần trăm khi ROA tăng lên 1 đơn vị trong điều kiện các yếu tố khác không thay đổi (Mô hình 1.2).

Đối với nhóm doanh nghiệp có nhu cầu tiếp cận đồng thời cả tín dụng chính thức và phi chính thức thì xác suất này tăng trong khoảng 22,9-48,9 điểm phần trăm (Mô hình 2).

Điều này cho thấy một doanh nghiệp quản lý tài sản của mình càng hiệu quả thì đường như khả năng tiếp cận các món vay càng trở nên dễ dàng hơn. Thực tế, ROA bình quân

giai đoạn 2011-2017 đối với các doanh nghiệp chỉ đạt khoảng 4,72%, điều này có nghĩa nếu doanh nghiệp bỏ ra 100 đồng vốn thì chỉ thu về trung bình 4,72 đồng lợi nhuận. Do đó, hiệu quả sử dụng tài sản của các doanh nghiệp nói chung, đặc biệt là các doanh nghiệp tư nhân, doanh nghiệp nhỏ và vừa còn rất thấp, điều này xuất phát từ nhiều nguyên nhân và một trong số đó như đã phân tích ở trên là do trình độ quản lý của khu vực này rất hạn chế.

Bên cạnh đó, doanh thu của doanh nghiệp cũng ảnh hưởng đến khả năng tiếp cận tài chính của doanh nghiệp. Trong điều kiện các yếu tố khác không thay đổi, nếu  $\log_{\text{doanh thu}}$  tăng lên 1 đơn vị sẽ tăng xác suất hồ sơ xin vay được chấp nhận lên nhiều nhất 23,33 điểm phần trăm (Mô hình 1). Trong đó:

Tương tự đối với những doanh nghiệp có nhu cầu vay vốn, khả năng doanh nghiệp tiếp cận thành công nguồn vốn này trong khoảng 10,3-15,2 điểm phần trăm trong điều kiện các yếu tố khác không thay đổi khi  $\log_{\text{doanh thu}}$  tăng lên 1 đơn vị (Mô hình 1.1);

Đặc biệt, nhóm doanh nghiệp đã thành công khi vay vốn đánh giá yếu tố này sẽ làm tăng khả năng tiếp cận dễ dàng nguồn vốn từ ngân hàng thương mại tối đa là 24,4 điểm phần trăm (Mô hình 1.2)

Tỷ lệ này đối với những doanh nghiệp có nhu cầu tiếp cận đồng thời cả tín dụng chính thức và phi chính thức (Mô hình 2) tăng nhiều nhất khoảng 28 điểm phần trăm.

Điều này cho thấy kết quả sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp là một trong các yếu tố quyết định doanh nghiệp có vay vốn được hay không.

- *Về mức độ tin cậy tín dụng của doanh nghiệp:* Có thể thấy, đối với các doanh nghiệp có nhu cầu vay vốn chính thức nếu doanh nghiệp đã xử lý xong nợ xấu, nợ quá hạn sẽ tăng khả năng tiếp cận nguồn tài chính từ ngân hàng thương mại lên nhiều nhất khoảng 19,46 điểm phần trăm trong điều kiện các yếu tố khác không thay đổi. Trong đó:

+ Đối với những doanh nghiệp có nhu cầu vay vốn, trong điều kiện các yếu tố khác không thay đổi thì khả năng doanh nghiệp tiếp cận thành công nguồn vốn này tăng tối đa khoảng 13,17 điểm phần trăm nếu doanh nghiệp đã xử lý xong nợ xấu, nợ quá hạn (Mô hình 1.1);

+ Đặc biệt, đối với những doanh nghiệp đã vay vốn thành công thì tỷ lệ này nhiều nhất khoảng 29,48 điểm phần trăm (Mô hình 1.2).

Liên quan đến các doanh nghiệp có nhu cầu tiếp cận cả hai nguồn tín dụng chính thức và phi chính thức (Mô hình 2) thì khả năng tiếp cận đồng thời cả hai nguồn vốn này tăng lên tối đa khoảng 27,94 điểm phần trăm trong điều kiện các yếu tố khác không thay đổi.

Việc doanh nghiệp đã từng có khoản vay trước đó tại ngân hàng và thực hiện đầy đủ nghĩa vụ đối với các khoản vay này có ảnh hưởng tới việc khoản vay sắp tới có được chấp nhận hay không. Nếu doanh nghiệp có hơn một

khoản vay trả quá hạn sẽ gây khó khăn khi tiếp cận các nguồn vốn khác.

Biến thời hạn khoản vay (*thoi\_han\_KV*) có dấu dương ở các mô hình, điều này cho thấy thời hạn vay cũng có ảnh hưởng đến khả năng tiếp cận tài chính của doanh nghiệp.

Liên quan đến các doanh nghiệp có nhu cầu vay vốn chính thức, biến này làm xác suất tiếp cận được khoản vay của các doanh nghiệp từ ngân hàng thương mại tăng trong khoảng 12,59-17,95 điểm phần trăm trong điều kiện các yếu tố khác không thay đổi. Trong đó:

- + Đối với những doanh nghiệp có nhu cầu vay vốn, trong điều kiện các yếu tố khác không thay đổi thì sẽ tăng khả năng doanh nghiệp tiếp cận thành công nguồn vốn này trong khoảng 14,68-18,02 điểm phần trăm (Mô hình 1.1);

- + Tỷ lệ này được đánh giá ở các doanh nghiệp đã vay vốn thành công là rất thấp, có thể coi là gần như không ảnh hưởng (Mô hình 1.2).

Đối với các doanh nghiệp có nhu cầu tiếp cận cả hai nguồn tín dụng chính thức và phi chính thức (Mô hình 2) trong điều kiện các yếu tố khác không thay đổi thì xác suất doanh nghiệp tiếp cận được đồng thời hai nguồn vốn này lên tối đa 19,14 điểm phần trăm.

Các kết quả này cũng tương tự nghiên cứu trước đây cho thấy, nếu thời hạn vay lớn hơn 1 năm thì khả năng trả nợ đối với khoản vay sẽ cao hơn. Tuy nhiên, điều này có vẻ chưa phù hợp với thực tế. Trong bối cảnh hiện nay, những

khoản vay trung, dài hạn khó hơn nhiều so với khoản vay ngắn hạn (do rủi ro hơn). Đặc biệt, đối với doanh nghiệp nhỏ và vừa là các doanh nghiệp có dòng tiền chưa ổn định, quy mô nhỏ, hoạt động thiếu minh bạch, nền tảng tài chính chưa vững chắc thì càng khó có thể tiếp cận khoản vay trung, dài hạn.

Hệ số ước lượng được của biến *Niem\_yet* có dấu dương và có ý nghĩa thống kê mức 1% ở tất cả các mô hình. Việc doanh nghiệp tham gia thị trường chứng khoán được đánh giá cao nhất đối với các doanh nghiệp đang ở giai đoạn nộp hồ sơ vay vốn (Mô hình 1). Nghĩa là đối với các doanh nghiệp có nhu cầu vay vốn chính thức, việc doanh nghiệp đã niêm yết khiến xác suất tiếp cận được khoản vay của các doanh nghiệp từ ngân hàng thương mại tăng trong khoảng 14,47-18,1 điểm phần trăm trong điều kiện các yếu tố khác không thay đổi. Trong đó:

- + Đối với những doanh nghiệp có nhu cầu vay vốn, trong điều kiện các yếu tố khác không thay đổi thì sẽ tăng khả năng doanh nghiệp tiếp cận thành công nguồn vốn này trong khoảng 12,63-19,59 điểm phần trăm (Mô hình 1.1);
- + Tỷ lệ này được đánh giá ở các doanh nghiệp đã vay vốn thành công là 14,3-23,5 phần trăm (Mô hình 1.2).

Đối với các doanh nghiệp có nhu cầu tiếp cận cả hai nguồn tín dụng chính thức và phi chính thức (Mô hình 2), xác suất doanh nghiệp tiếp cận được đồng thời hai nguồn vốn này tăng lên tối đa 38,1 điểm phần trăm.

Điều này hàm ý, thị trường vốn phát triển buộc các doanh nghiệp phải minh bạch hóa tài chính của mình, chính điều này giúp các doanh nghiệp có khả năng tiếp cận với nguồn vốn từ các tổ chức tài chính thuận lợi hơn. Số liệu điều tra trong mẫu nghiên cứu cũng cho thấy, số lượng doanh nghiệp mong muốn được niêm yết trên thị trường chứng khoán cũng có xu hướng tăng nhanh trong vòng 5 năm. Rõ ràng nếu các doanh nghiệp được niêm yết trên thị trường chứng khoán, không những có thể dễ dàng hơn trong tiếp cận nguồn vốn vay từ ngân hàng thương mại mà các doanh nghiệp còn có thể được tài trợ bằng các công cụ nợ trên thị trường tài chính thông qua phát hành trái phiếu doanh nghiệp.

- *Đối với các biến tương tác:* Kết quả ước lượng được của các hệ số tương tác giữa biến SME với các biến kiểm soát *log\_taisan* (đại diện cho tài sản thế chấp) và *chi\_phi\_lot\_tay* (đại diện cho các khoản chi phí phi chính thức) có dấu dương và có ý nghĩa thống kê. Điều này cho thấy có sự phân biệt đối xử giữa các doanh nghiệp nhỏ và vừa và các doanh nghiệp lớn liên quan đến sự sẵn có tài sản thế chấp, chi phí phi chính thức trong quá trình xử lý các món vay của các tổ chức tín dụng. Các hệ số tương tác ước lượng được hàm ý xác suất kỳ vọng nhận được món vay từ các tổ chức tài chính đối với các doanh nghiệp nhỏ và vừa khi các doanh nghiệp này bỏ ra chi phí lót tay cao hơn các doanh nghiệp lớn có cùng đặc trưng từ 8,06-19,3 điểm phần trăm ở các mô hình. Tương tự, trong số các doanh nghiệp có tài sản thế chấp, xác suất kỳ

vọng tiếp cận được tài chính chính thức đối với một doanh nghiệp nhỏ và vừa là 10,9-23,6 điểm phần trăm, cao hơn đối với các doanh nghiệp lớn có cùng đặc trưng ở các mô hình.

## 2. Kết quả ước lượng Mô hình 3.1 và 3.2

### 2.1. Kết quả ước lượng Mô hình 3.1

- Kết quả hồi quy Mô hình logit lần 1

**Bảng 3.12: Kết quả hồi quy Mô hình 3.1 lần 1**

	Biến số	Coef.	SE
Đặc điểm doanh nghiệp	Ownership	-0,65328288***	0,1573263
	CFO_DUMMY	-0,1384037	0,212272
	Firm	0,0188176	0,1016795
	Sizefirm	0,2496012***	0,0734791
Quan hệ của doanh nghiệp với hệ thống tài chính chính thức	Bank_relationship	0,0316545	0,1171977
Rào cản tiếp cận ngân hàng	Bank_barrier	0,5669885***	0,1423011
Rào cản tiếp cận thị trường vốn	Capital_bar	0,3284097**	0,1411215
Khả năng tiếp cận thị trường tài chính chính thức	Access	0,1142839	0,1118054
Constant		-2,133257**	0,70864
Số quan sát			1.200
R <sup>2</sup> hiệu chỉnh			94,66
Prob > Chi2			0,0000
Giá trị LR			0,1128

Ghi chú: \*\*\*  $p<0,01$ ; \*\*  $p<0,05$ ; \*  $p<0,1$ .

Kết quả cho thấy, biến CFO\_DUMMY, Firm, Bank\_relationship và Access không có ý nghĩa thống kê, mặc dù cả mô hình có ý nghĩa về thống kê. Đồng thời dựa trên kiểm định F, Chi2 từng biến cho thấy 4 biến độc lập trên không có nhiều ý nghĩa thống kê với biến phụ thuộc. Do vậy, loại bỏ 4 biến độc lập này ra khỏi mô hình hồi quy logit.

Biến CFO\_DUMMY: Về lý thuyết, sự xuất hiện của vị trí giám đốc tài chính sẽ chuyên nghiệp hóa hoạt động tài chính, giảm rủi ro tài chính cho doanh nghiệp và tăng khả năng tiếp cận vốn chính thức. Tuy nhiên, một đặc trưng của doanh nghiệp nhỏ và vừa Việt Nam (nói chung) là trình độ quản trị còn yếu, chủ doanh nghiệp chỉ quan tâm tới vị trí kế toán trưởng để ứng phó với cơ quan thuế và hợp thức hóa công khai thông tin theo khung khổ pháp luật về quản lý doanh nghiệp. Trình độ quản lý và ý thức về rủi ro tài chính còn thấp có thể giải thích phần nào cho việc biến CFO\_DUMMY không có ý nghĩa thống kê với lựa chọn hay không lựa chọn nguồn vốn phi chính thức của doanh nghiệp trong nước.

Biến Firm: Đánh giá triển vọng của tự thân doanh nghiệp. Biến này cũng không cho ý nghĩa thống kê với xác suất lựa chọn nguồn vốn phi chính thức. Điều này cũng khá phù hợp với thực trạng đánh giá tín nhiệm tín dụng tại các ngân hàng thương mại Việt Nam hiện nay. Các

ngân hàng thương mại đánh giá tín nhiệm tín dụng dựa vào các số liệu quá khứ, các đánh giá triển vọng doanh nghiệp và dự án trong mô hình đánh giá/chấm điểm tín nhiệm tín dụng còn yếu và chưa phản ánh đúng thực tế. Điều này khiến cả doanh nghiệp và ngân hàng mất đi cơ hội kết nối và tiếp cận.

Khác với các nghiên cứu trước đó, mối quan hệ với ngân hàng thương mại (biến *Bank\_relationship*) và khả năng tiếp cận vốn của doanh nghiệp (biến *Access*) cũng không có ý nghĩa thống kê trong mô hình. Có thể yêu cầu về tài sản bảo đảm khiến doanh nghiệp dù từng dễ tiếp cận hoặc từng có quan hệ tốt với ngân hàng cũng khó có thể mở rộng vốn vay từ khu vực này, buộc họ phải tìm đến nguồn vốn phi chính thức. Ngoài ra, trong giai đoạn hiện nay, nhiều doanh nghiệp trong mẫu khảo sát trả lời nguyên nhân khiến họ tìm đến vốn vay từ gia đình, bạn bè, người thân vì chi phí thấp, ở phương diện nào đó an toàn hơn cho hoạt động kinh doanh của họ do e ngại sự biến động lãi suất của ngân hàng thương mại.

- Kết quả hồi quy logit điều chỉnh, loại bỏ 4 biến độc lập *CFO\_DUMMY*, *Bank\_relationship*, *Firm* và *Access*

Kết quả mô hình hồi quy logit cho thấy mô hình có ý nghĩa thống kê, giải thích được cho biến độc lập. Bên cạnh đó, từng biến độc lập đều có ý nghĩa thống kê ở mức 5%.

**Bảng 3.13: Kết quả hồi quy Mô hình 3.1 điều chỉnh**

	Biến số	Coef.	SE
Đặc điểm doanh nghiệp	Ownership	-0,6384023***	0,1560272
	Sizefirm	-0,2498137**	0,1400118
Rào cản tiếp cận ngân hàng	Bank_barrier	0,578658***	0,1400118
Rào cản tiếp cận thị trường vốn	Capital_bar	0,340496**	0,14104749
Constant		-1,837923**	0,5485977
Số quan sát		1200	
R <sup>2</sup> hiệu chỉnh		93,09	
Prob > Chi2		0,0000	
Giá trị LR		0,1109	

Ghi chú: \*\*\*  $p<0,01$ ; \*\*  $p<0,05$ ; \*  $p<0,1$ .

Kết quả cho thấy *Ownership* càng lớn, tức càng thuộc sở hữu của nhà nước, FDI,... thì xác suất doanh nghiệp vay vốn phi chính thức càng giảm. Kết luận này phù hợp với đặc điểm là chủ sở hữu doanh nghiệp nhỏ và vừa ảnh hưởng lớn tới quyết định lựa chọn nguồn vốn (chính thức hay phi chính thức) của doanh nghiệp. Hệ số hồi quy của *Sizefirm* mang dấu âm nghĩa là quy mô doanh nghiệp càng lớn thì xác suất doanh nghiệp sử dụng vốn phi chính thức càng giảm.

Liên quan đến biến *Bank\_barrier* và *Capital\_bar*, biến đánh giá rào cản với doanh nghiệp khi tiếp cận nguồn vốn chính thức từ ngân hàng thương mại/tổ chức tín dụng và từ thị trường vốn, kết quả định lượng cho thấy, rào cản càng lớn thì xác suất doanh nghiệp dùng vốn vay phi chính thức càng cao. Nghiên cứu cũng khẳng định quy mô doanh nghiệp tác động mạnh tới nguồn vốn mà doanh nghiệp lựa chọn, mối quan hệ của doanh nghiệp với ngân hàng cũng tác động lớn tới lựa chọn của doanh nghiệp, giúp doanh nghiệp tiếp cận tốt hơn nguồn vốn chính thức và không phải tìm đến nguồn vốn phi chính thức

## 2.2. Kết quả ước lượng Mô hình 3.2

Kết quả ước lượng được từ Mô hình 3.2 trong Bảng 3.14 cho thấy, các hệ số ước lượng được đa phần đều có ý nghĩa thống kê, tác động đến xác suất tiếp cận thị trường tài chính phi chính thức của các doanh nghiệp nhỏ và vừa.

**Bảng 3.14: Kết quả ước lượng Mô hình 3.2**

	Biến số	Coeff.	SE	AME
Môi trường kinh doanh và thể chế	PCI chung	-0,0448***	(0,00547)	-0,207***
Rào cản vay chính thức	Bi_tu_choivay	0,601**	(0,0378)	0,26**
	Van_can_vay	0,542*	(0,0256)	0,183*
	Dau_tu	1,366***	(0,0341)	0,279**
	Giay_chung_nhan	-0,467	(0,0258)	-0,069

	<b>Biến số</b>	<b>Coef.</b>	<b>SE</b>	<b>AME</b>
Đặc điểm chủ doanh nghiệp	Gioi_tinh	-0,342	(0,0417)	-0,044
	Tuoi_chu_DN	-0,358***	(0,00119)	-0,130***
	Hoc_van	0,069	(0,0359)	0,047
	Kinh_nghiem	0,188	(0,0692)	0,089
Đặc điểm doanh nghiệp	Tuoi_DN	-0,178***	(0,0367)	-0,014***
	Lao_dong	0,525	(0,0308)	0,169
	DNNN	-1,728	(0,0516)	-0,015
Kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh (Khả năng thanh toán)	Log_loinhuhan	-1,088***	(0,0677)	-0,097***
	Log_taisan	-0,0456***	(0,0110)	-0,043***
	Ti_le_no	0,632**	(0,0207)	0,277*
Constant	3,240*	(0,385)		
Số quan sát		2.723		
R <sup>2</sup> hiệu chỉnh		0,6413		
Prob > Chi2		0,000		
Giá trị LR		6790,54		

*Ghi chú:* \*\*\*  $p<0,01$ ; \*\*  $p<0,05$ ; \*  $p<0,1$ .

Kết quả ước lượng cho thấy:

*Biến PCI chung (môi trường kinh doanh) có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 1% và có tác động ngược chiều đến tiếp cận thị trường tín dụng phi chính thức. Nói cách khác, chính quyền tỉnh càng nỗ lực cải thiện các điều kiện của môi trường kinh doanh thì sẽ giảm bớt sự phụ thuộc của các doanh nghiệp nhỏ và vừa vào tín dụng phi chính thức.*

Cụ thể, trong điều kiện các yếu tố khác không đổi, PCI của tỉnh/thành phố tăng lên một đơn vị sẽ làm giảm xác suất tiếp cận tài chính phi chính thức khoảng 20,7 điểm phần trăm. Kết quả này giống với kỳ vọng ban đầu khi xây dựng các biến trong mô hình và cho thấy kết quả, một môi trường kinh doanh tốt thì các doanh nghiệp sẽ ít lệ thuộc vào vốn phi chính thức và tiếp cận dễ dàng hơn với nguồn vốn chính thức.

Đối với nhóm biến phản ánh rào cản vay chính thức, kết quả ước lượng cho thấy, có mối liên hệ tích cực và có ý nghĩa thống kê giữa khả năng tiếp cận tài chính phi chính thức và tất cả các hình thức hạn chế tín dụng chính thức. Những mối quan hệ tích cực này nhấn mạnh rằng, các doanh nghiệp khi không tiếp cận được tín dụng chính thức thì có nhu cầu ở thị trường tín dụng phi chính thức. Cụ thể, nếu doanh nghiệp đã từng bị từ chối (*bi\_tu\_choivay*) khi tiếp cận tài chính chính thức (từ ngân hàng thương mại/tổ chức tín dụng) thì xác suất tiếp cận nguồn tài chính phi chính thức sẽ tăng khoảng 26 điểm phần trăm.

Tuy nhiên, ngay cả các doanh nghiệp đã tiếp cận được các nguồn tài chính chính thức vẫn có thể tiếp cận thêm từ kênh tín dụng phi chính thức (*Biến van\_can\_vay*). Cụ thể, việc doanh nghiệp nhỏ và vừa không thỏa mãn được với nguồn tài chính từ ngân hàng đã làm tăng xác suất lựa chọn tiếp cận tài chính phi chính thức của các doanh nghiệp này khoảng 18,7 điểm phần trăm. Việc tiếp cận tài chính từ tín dụng phi chính thức sẽ tăng cơ hội đầu tư cho các doanh

nghiệp. Điều này thể hiện qua tác động biến tại giá trị trung bình của biến tác động đầu tư (*dau\_tu*) rất cao. Tâm quan trọng cao của biến đầu tư chứng tỏ vai trò của tín dụng phi chính thức đối với sự phát triển của doanh nghiệp. Việc doanh nghiệp có giấy chứng nhận quyền sử dụng đất (*giay\_chung\_nhan*) đại diện cho tài sản bảo đảm của doanh nghiệp không có ý nghĩa khi doanh nghiệp tiếp cận nguồn tài chính phi chính thức.

Đối với ảnh hưởng từ phía chủ doanh nghiệp, biến tuổi chủ doanh nghiệp (*tuoi\_chu\_DN*) có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 1% và mang dấu âm, điều đó cho thấy, chủ sở hữu lớn tuổi sẽ gần như không có nhu cầu về tín dụng phi chính thức. Điều này có thể được giải thích bởi chủ sở hữu lớn tuổi có thể sẽ có nhiều kinh nghiệm và năng lực quản trị tốt hơn so với chủ sở hữu trẻ tuổi. Điều này cho thấy, họ cũng có thể tạo ra một môi trường kinh doanh ổn định hơn cho doanh nghiệp và không còn cần phải vay từ thị trường không chính thức. Cụ thể, khi tuổi của chủ doanh nghiệp tăng thêm 1 thì xác suất tiếp cận tài chính phi chính thức giảm đi 0,3 điểm phần trăm. Có thể nói, chủ doanh nghiệp càng lớn tuổi với càng nhiều kinh nghiệm thì ít dựa vào vốn vay nói chung và vốn phi chính thức nói riêng. Các biến còn lại *gioi\_tinh*, *hoc\_van*, *kinh\_nghiem* đều không có ý nghĩa đối với khả năng tiếp cận tài chính phi chính thức.

Về đặc điểm của doanh nghiệp, biến *tuoi\_DN* mang dấu âm có ý nghĩa thống kê trong mô hình với mức ý nghĩa 1%. Tuy nhiên ảnh hưởng này là rất nhỏ. Các biến còn lại phản

ánh quy mô lao động (*lao\_dong*) và hình thức sở hữu (*DNNN*) đều không có ảnh hưởng đến khả năng tiếp cận tài chính phi chính thức.

Đối với khả năng thanh toán của doanh nghiệp, các biến đều có ý nghĩa thống kê lần lượt tại mức ý nghĩa 5% và 1%. Biến đại diện cho tổng giá trị tài sản tại thời điểm cuối năm (*log\_tai\_san*) có tác động ngược chiều đến khả năng tiếp cận tài chính phi chính thức nhưng ảnh hưởng này không đáng kể.

Biến đại diện cho lợi nhuận từ mặt hàng sản xuất chính của doanh nghiệp (*log\_loinhuat*) có tác động ngược chiều đến khả năng tiếp cận tài chính phi chính thức của doanh nghiệp. Điều này chứng tỏ rằng, khi doanh nghiệp làm ăn có hiệu quả, có lợi nhuận cao thì doanh nghiệp đó sẽ càng ít phụ thuộc vào tài chính phi chính thức. Cụ thể, khi giá trị logarit của lợi nhuận tăng thêm 1 thì xác suất tiếp cận tài chính phi chính thức giảm 9,7% trong điều kiện các yếu tố khác không thay đổi. Điều này cũng khá phù hợp với kết quả các mô hình 1, 1.1, 1.2, 2 đã trình bày ở phần trước. Có thể thấy, nếu lợi nhuận của doanh nghiệp cao thì khả năng thanh toán mạnh, doanh nghiệp có thể hoàn trả mọi khoản nợ đến hạn, do đó doanh nghiệp hoàn toàn có thể sử dụng nguồn tài chính từ ngân hàng nhiều hơn là lựa chọn nguồn tài chính phi chính thức.

Tuy nhiên, biến tỷ lệ nợ phải trả trên tổng nguồn vốn (*ti\_le\_no*) thì lại cho hệ số dương, điều này chứng tỏ khi một doanh nghiệp có tỷ lệ nợ phải trả lớn thì doanh nghiệp ấy sẽ

tăng khả năng lựa chọn vay vốn phi chính thức. Trong điều kiện các yếu khác không thay đổi, khi tỷ lệ nợ của doanh nghiệp tăng 1 đơn vị thì xác suất tiếp cận tài chính phi chính thức tăng 27,7 điểm phần trăm. Như vậy, nếu trong mô hình 1, 1.1, 1.2, 2 đã cho thấy mối quan hệ cùng chiều giữa tỷ lệ nợ và việc tiếp cận tài chính chính thức từ ngân hàng/tổ chức tín dụng thì ở đây ta cũng thấy kết quả tương tự trong mô hình này. Có thể thấy, tỷ lệ nợ càng cao càng khiến các doanh nghiệp vay từ các nguồn phi chính thức nhiều hơn. Có thể khi đã vay được từ nguồn vốn vay ngoài thì doanh nghiệp cũng đã tạo được một mối quan hệ với bên cho vay và họ có thể dùng lợi thế này để tiếp tục vay thêm. Ngoài ra cũng có thể doanh nghiệp dựa vào các nguồn phi chính thức này để chi trả cho các khoản nợ khác của mình khi mà lượng tiền có sẵn trong doanh nghiệp đang không đủ.

Tóm lại, có thể rút ra một số kết luận sau:

*Thứ nhất, đối với các rào cản tài chính tiên tệ có tác động đến khả năng tiếp cận tài chính chính thức:*

Thể chế, môi trường kinh doanh có vai trò quan trọng đối với khả năng tiếp cận tài chính của doanh nghiệp, chất lượng môi trường kinh doanh xấu hơn có thể có tác động tiêu cực tới khả năng tiếp cận vốn vay chính thức của các doanh nghiệp, đồng thời làm tăng sự phụ thuộc vào tài chính phi chính thức. Đối với các rào cản cấp độ vi mô bên ngoài doanh nghiệp, giá trị tài sản bảo đảm thấp, các thủ tục vay vốn từ ngân hàng thương mại phức tạp, mất thời gian sẽ làm giảm khả năng tiếp cận các nguồn vốn tín dụng ngân

hàng của các doanh nghiệp. Chi phí chính thức (lãi suất) và không chính thức (chi phí lót tay, mua quà tặng...) cũng có ảnh hưởng tiêu cực đến khả năng tiếp cận tài chính chính thức của các doanh nghiệp.

Đồng thời, các rào cản bên trong doanh nghiệp cũng có thể là những điểm nghẽn khiến khả năng tiếp cận vốn khó khăn hơn. Những đặc điểm của chủ sở hữu bao gồm giới tính nữ, trình độ học vấn thấp, không có giám đốc tài chính đều cho thấy có ảnh hưởng tiêu cực đến khả năng tiếp cận tài chính của doanh nghiệp. Các đặc điểm của doanh nghiệp như quy mô doanh nghiệp nhỏ, số năm hoạt động ít, tỷ lệ nợ cao, thuộc sở hữu tư nhân là những yếu tố khiến các doanh nghiệp khó tiếp cận được vốn tín dụng ngân hàng. Bên cạnh đó, kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp (phản ánh khả năng thanh toán của doanh nghiệp) như ROA và doanh thu thấp cũng cho thấy ảnh hưởng xấu đến khả năng tiếp cận tài chính của doanh nghiệp. Đối với mức độ tin cậy tín dụng, trong khi lịch sử tín dụng kém và không tham gia niêm yết trên thị trường chứng khoán (thiếu công khai thông tin) của doanh nghiệp có ảnh hưởng tiêu cực đến khả năng tiếp cận vốn thì quan hệ mạng lưới mặc dù có tác động nhưng không đáng kể đến khả năng tiếp cận nguồn vốn tín dụng ngân hàng.

*Thứ hai, đối với các yếu tố liên quan đến quyết định tiếp cận tài chính phi chính thức:*

Biến PCI chung (môi trường kinh doanh) có tác động ngược chiều đến khả năng tiếp cận thị trường tín dụng phi

chính thức. Nếu doanh nghiệp thuộc sở hữu của Nhà nước, FDI,... hay quy mô doanh nghiệp càng lớn thì xác suất doanh nghiệp vay vốn phi chính thức càng giảm. Rào cản của doanh nghiệp khi tiếp cận nguồn vốn chính thức từ ngân hàng thương mại/tổ chức tín dụng và từ thị trường vốn càng lớn thì xác suất doanh nghiệp dùng vốn vay phi chính thức càng cao. Nhóm biến đại diện kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp như biến lợi nhuận có ảnh hưởng đáng kể và có tác động ngược chiều đến khả năng tiếp cận tài chính phi chính thức của doanh nghiệp. Điều này chứng tỏ rằng, khi doanh nghiệp làm ăn có hiệu quả, có lợi nhuận cao thì doanh nghiệp đó sẽ càng ít phụ thuộc vào tài chính phi chính thức.

## **Chương 4**

# **TÁC ĐỘNG CỦA KHẢ NĂNG TIẾP CẬN TÀI CHÍNH ĐẾN SỰ PHÁT TRIỂN CỦA DOANH NGHIỆP**

### **I- PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU**

#### **1. Mô hình nghiên cứu**

Nghiên cứu này sẽ tiếp cận theo phương pháp của Ferrando và Ruggieri trong việc xây dựng chỉ số tổng hợp ràng buộc tài chính tiền tệ, gồm hai bước: (i) Xây dựng biến ràng buộc tài chính tiền tệ dưới dạng một biến chỉ số theo phương pháp bán tham số ở cấp độ doanh nghiệp được Pál và Ferrando phát triển. Chỉ số này được xây dựng dựa trên sự phân loại các doanh nghiệp vào các nhóm ràng buộc tài chính tiền tệ khác nhau khi xem xét các điều kiện tài chính cụ thể của từng doanh nghiệp. Các ràng buộc tài chính sẽ được chia thành ba nhóm là ràng buộc tuyệt đối, ràng buộc tương đối và không bị ràng buộc. Ba nhóm ràng buộc về tài chính tiền tệ này được xác định dựa trên một tập các quan hệ giữa các biến số gồm: tổng đầu tư, lỗ hổng tài chính, sự thay đổi của tổng nợ, lãi suất bình quân doanh nghiệp phải trả

cho các món nợ so với lãi suất bình quân trên thị trường tín dụng. (ii) Xây dựng chỉ số ràng buộc tài chính tiền tệ tổng hợp dựa trên kết quả hồi quy probit/logit thứ bậc (ordered probit/logit model) dự báo xác suất cho từng doanh nghiệp trong mẫu sẽ roi vào nhóm ràng buộc nào. Như vậy, chỉ số tổng hợp sẽ đại diện cho độ ràng buộc tài chính tiền tệ của các doanh nghiệp. Do chỉ số này có tính đến một tập các nhân tố tác động đến khả năng tiếp cận vốn ngoài của doanh nghiệp, bởi vậy rõ ràng cách tiếp cận chỉ số tổng hợp tốt hơn so với cách tiếp cận chỉ số đơn.

Đối với biến đại diện cho sự phát triển của doanh nghiệp, phần lớn các nghiên cứu thực nghiệm lấy các biến như quy mô lao động, tăng trưởng doanh thu. Tuy nhiên, các biến đó chưa phản ánh được đầy đủ sự phát triển của doanh nghiệp nên một số nghiên cứu gần đây đã sử dụng chỉ tiêu năng suất lao động và năng suất nhân tố tổng hợp (TFP) để phản ánh sự phát triển của doanh nghiệp (Musso và Schiavo (2008); Gatti và Love (2008); Butler và Cornaggia (2011); Levine và Warusawitharana (2014); Moreno Badia và Slootmaekers (2009); Nunes và cộng sự (2007); Chen và Guariglia (2013); Li và cộng sự (2018); Jin và cộng sự (2019) - xem thêm Tài liệu tham khảo). Các thước đo này phản ánh tốt hơn sự phát triển của doanh nghiệp, đặc biệt là TFP bởi khi doanh nghiệp có sự gia tăng năng suất thì cũng có nghĩa là sản lượng đầu ra (VA) sẽ được cải thiện, giá trị của doanh nghiệp trên thị trường tăng và đầu tư của doanh nghiệp sẽ tăng. Hơn nữa, TFP không chỉ phản ánh những thay đổi về

tiến bộ công nghệ, cách thức kết hợp các đầu vào sản xuất, những tác động của cấu trúc thị trường và thể chế mà còn phản ánh được cả như những yếu tố khác như sai số trong phép đo và những tác động không quan sát được. Đó là lý do chúng tôi sử dụng biến tăng trưởng năng suất lao động và TFP làm đại diện cho các thước đo phản ánh sự phát triển của các doanh nghiệp trong nghiên cứu này. Đồng thời, để xử lý vấn đề nội sinh trong ước lượng hàm sản xuất ở cấp độ doanh nghiệp, khi có thể xảy ra mối quan hệ nội sinh giữa biến ràng buộc tài chính tiền tệ với năng suất, nghiên cứu sẽ sử dụng phương pháp hồi quy của Levinsohn-Petrin để khắc phục hiện tượng nội sinh này. Cuối cùng, chúng tôi sẽ sử dụng hồi quy động dữ liệu bảng (DPD) được phát triển bởi Arellano và Bond (1991), Blundell và Bond (1998) để xem xét tác động của ràng buộc tài chính tiền tệ đối với sự thay đổi năng suất của doanh nghiệp.

- *Xây dựng chỉ số ràng buộc tài chính tiền tệ.*

Mức độ hạn chế hay ràng buộc tài chính tiền tệ mà các doanh nghiệp phải đối mặt khi tiếp cận các nguồn tài chính bên ngoài ở một góc độ nào đó có thể hiểu là các chi phí doanh nghiệp phải bỏ ra khi tiếp cận nguồn vốn ngoài. Các doanh nghiệp càng ít bị ràng buộc tài chính tiền tệ thì có khả năng tiếp cận nguồn vốn ngoài trên thị trường tài chính tiền tệ với chi phí càng thấp và ngược lại. Tuy nhiên, thước đo này không chỉ hiểu đơn giản như vậy, bởi các ràng buộc tài chính tiền tệ mà các doanh nghiệp đối mặt trên thực tế là một biến không quan sát trực tiếp được và không một khoản

mục nào trên bản cân đối kế toán của doanh nghiệp có thể nói lên được doanh nghiệp có bị ràng buộc về tài chính tiền tệ hay không. Hơn nữa, mức độ ràng buộc tài chính tiền tệ ở các doanh nghiệp khác nhau là khác nhau, bởi các ràng buộc tín dụng/tài chính tiền tệ mà các doanh nghiệp phải đổi mặt còn phụ thuộc nhiều vào các yếu tố khác nhau liên quan đến đặc tính của doanh nghiệp như quy mô, số năm hoạt động của doanh nghiệp, mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính, tiền mặt và các loại tài sản lỏng khác. Các doanh nghiệp lớn thường sẵn có tài sản thế chấp, tăng trưởng lợi nhuận ổn định, đa dạng hóa các hoạt động ở mức độ khá cao, bởi vậy họ dễ dàng trong tiếp cận nguồn vốn từ thị trường tài chính tiền tệ. Trong khi đó, đối với các doanh nghiệp mới hoặc tuổi đời của doanh nghiệp trên thị trường còn ít, thì những doanh nghiệp này sẽ phải đổi mặt với nhiều vấn đề như thiếu thông tin thị trường, danh tiếng, mức độ tín nhiệm của doanh nghiệp thấp và thường là không có hoặc không đủ tài sản thế chấp để bảo đảm các yêu cầu được vay vốn trên thị trường.

Các nghiên cứu trước đây đã lấy một số biến đại diện cho biến ràng buộc tài chính tiền tệ như tốc độ tăng trưởng nợ; đòn bẩy tài chính; phân tích nhạy dòng tiền thực hiện đầu tư; hoặc sử dụng chỉ số KZ, chỉ số CCFS, chỉ số WW và chỉ số SA. Tuy nhiên, biến đại diện cho ràng buộc tài chính tiền tệ được lựa chọn hoặc là biến chỉ tiêu đơn hoặc là chỉ số được xây dựng trên cơ sở các hệ số cố định được giả định không đổi theo thời gian. Bởi vậy khó có thể đại diện

được một cách đúng đắn cho thước đo ràng buộc tài chính mà doanh nghiệp phải đổi mặt.

Chỉ số ràng buộc tài chính tiền tệ trong nghiên cứu này sẽ được xây dựng dựa trên cách tiếp cận phân loại tiên nghiệm (*a-priori classification*), phân loại các ràng buộc tài chính tiền tệ đối với doanh nghiệp dựa trên các thông tin từ bản cân đối kế toán và báo cáo kết quả kinh doanh của doanh nghiệp. Theo cách tiếp cận này, việc phân loại các ràng buộc tài chính tiền tệ sẽ dựa trên một tập các chỉ tiêu tài chính tiền tệ của doanh nghiệp. Đồng thời, dựa trên các cách thức kết hợp khác nhau trong mối quan hệ giữa các biến trong tập chỉ tiêu này để xác định xem một doanh nghiệp đang đổi mặt ở mức độ ràng buộc tài chính tiền tệ là tuyệt đối, tương đối hay không bị ràng buộc. Việc xây dựng chỉ số ràng buộc được tiến hành theo hai bước:

*Buộc thứ nhất*, xác định khả năng tiếp cận vốn ngoài của doanh nghiệp dựa trên các chỉ tiêu như: tổng đầu tư, lỗ hổng tài chính<sup>1</sup>, sự thay đổi của tổng nợ, lãi suất bình quân doanh nghiệp phải trả cho các món nợ so với lãi suất bình quân trên thị trường tín dụng<sup>2</sup>. Dựa trên việc kết hợp 7 trường hợp khác nhau giữa các biến này để phân các doanh nghiệp vào 3 nhóm ràng buộc khác nhau là ràng buộc tuyệt đối, tương đối

---

1. Lỗ hổng tài chính (FG) = Đầu tư tài sản cố định trong năm (FI) + Thay đổi trong vốn lưu động ròng trong năm (WC) – Dòng tiền (CF).

2. Lãi suất bình quân cho vay của các ngân hàng thương mại.

và không bị ràng buộc. Kết quả phân nhóm các ràng buộc tài chính tiền tệ mà các doanh nghiệp phải đổi mới được trình bày tóm tắt ở Bảng 4.1 dưới đây:

**Bảng 4.1: Phân nhóm ràng buộc tài chính tiền tệ  
ở cấp độ doanh nghiệp**

Trạng thái tài chính của doanh nghiệp	Đầu tư của doanh nghiệp (FI)	Lỗ hổng tài chính (FG)	Sự thay đổi trong tổng nợ (dch)	Chi trả lãi (RIP)
<i>Doanh nghiệp không bị ràng buộc</i>				
1	$\geq 0$	$< 0$	$\geq 0$	-
2	$\geq 0$	$\geq 0$	$> 0$	$\leq IR$
<i>Doanh nghiệp bị ràng buộc tương đối</i>				
3	$\geq 0$	$< 0$	$< 0$	-
4	$\geq 0$	$\geq 0$	$> 0$	$\geq IR$
5	$< 0$	-	$> 0$	-
<i>Doanh nghiệp bị ràng buộc tuyệt đối</i>				
6	$\geq 0$	$\geq 0$	$\leq 0$	-
7	$< 0$	-	$\leq 0$	-

*Ghi chú:* IR là lãi suất bình quân cho vay của các ngân hàng thương mại cổ phần.

*Nguồn:* Tác giả tổng hợp từ các nghiên cứu.

Nếu một doanh nghiệp, trong một năm cụ thể, rơi vào trạng thái 1-2 sẽ được xếp vào nhóm doanh nghiệp không bị ràng buộc tài chính tiền tệ. Nếu rơi vào trạng thái 3-5, doanh nghiệp được xếp vào nhóm bị ràng buộc tương đối và rơi vào trạng thái 6-7, doanh nghiệp được coi là bị ràng buộc tuyệt đối. Khi một doanh nghiệp rơi vào nhóm ràng buộc

tuyệt đối có nghĩa là doanh nghiệp đó không thể tiếp cận được nguồn vốn ngoài. Các doanh nghiệp trong nhóm ràng buộc tương đối là các doanh nghiệp có thể tiếp cận được với vốn ngoài nhưng phải chịu chi phí tiếp cận vốn cao hơn. Các doanh nghiệp trong nhóm không bị ràng buộc nhìn chung là các doanh nghiệp có thể tiếp cận được những khoản tín dụng mới (sử dụng đòn bẩy tài chính) với các chi phí tài chính tiếp cận các khoản tín dụng mới này thấp hơn so với thị trường.

*Bước thứ hai*, xây dựng chỉ số ràng buộc tổng hợp. Bảng 4.1 cho thấy thông qua việc sử dụng 7 kịch bản khác nhau để phân loại các doanh nghiệp vào các nhóm ràng buộc khác nhau đã cho phép ta khắc phục được các nhược điểm của cách tiếp cận đơn biến. Hạn chế lớn nhất của cách tiếp cận đơn biến là các tiêu chí được lựa chọn thường bất biến theo thời gian, trong khi đó các doanh nghiệp có thể thay đổi trạng thái ràng buộc hoặc không bị ràng buộc còn tùy thuộc vào các điều kiện tín dụng chung, cơ hội đầu tư của doanh nghiệp và các cú sốc thị trường. Hơn nữa, cách tiếp cận đơn biến không giải quyết được vấn đề mức độ không đồng nhất trong tiếp cận nguồn vốn ngoài của các doanh nghiệp. Trong khi đó chỉ số đơn này lại được sử dụng để phản ánh cho các nguồn thông tin đa chiều và chính điều này có thể tạo ra sai số lớn trong đo lường chỉ tiêu ràng buộc tài chính của doanh nghiệp. Cách tiếp cận chỉ số tổng hợp sẽ cho phép khắc phục được những nhược điểm cơ bản của cách tiếp cận chỉ số đơn và làm sai số trong thước đo mức độ ràng buộc giảm đáng

kết. Dựa trên kết quả Bảng 4.1, hồi quy thứ bậc probit hoặc logit sẽ được thực hiện để tính xác suất có điều kiện mà các doanh nghiệp sẽ rơi vào một trong ba loại ràng buộc. Chỉ định mô hình hồi quy thứ bậc probit/logit viết dưới dạng tổng quát như sau:

$$FCI_{it} = \alpha X_{it} + \varepsilon \quad (4.1)$$

Trong đó:  $FCI_{it}$  là biến không quan sát được đo lường các ràng buộc tài chính tiền tệ của doanh nghiệp thứ  $i$  trong năm  $t$  và  $FCI_{it} \in \{0, 1, 2\}$  tương đương với ba nhóm ràng buộc mà các doanh nghiệp phải đối mặt (không bị ràng buộc, ràng buộc tương đối và ràng buộc tuyệt đối).  $X_{it}$  là tập các biến hồi quy quan sát được có tác động đến mức độ ràng buộc tài chính tiền tệ của các doanh nghiệp gồm các biến như đòn bẩy tài chính (FL), chi phí tài chính (DEBUR), tiền mặt tại doanh nghiệp (Cashholding), các biến đặc trưng của doanh nghiệp như quy mô của doanh nghiệp (doanh nghiệp siêu nhỏ, nhỏ, vừa và lớn) và một số biến tương tác với các biến đặc trưng của doanh nghiệp, biến giả thời gian cũng được đưa vào hồi quy để kiểm soát chu kỳ kinh doanh. Ngoài ra, một số biến kiểm soát khác cũng được đưa thêm vào như biến vùng, biến ngành và loại bỏ các biến bình quân  $\bar{X}_l$  theo thời gian trong mô hình hồi quy.

Dựa trên kết quả hồi quy của phương trình 4.1, chỉ số tổng hợp ràng buộc tài chính tiền tệ ( $FCIf$ ) được tính toán trên cơ sở giá trị xác suất dự báo được cho các kết cục xảy ra từ hồi quy thứ bậc probit/logit và chỉ số này sẽ được sử dụng

để đo mức độ ràng buộc tài chính tiền tệ ở cấp độ doanh nghiệp. Chỉ số  $FCIf$  được tính bằng bình quân trọng số xác suất của biến chỉ số phản ánh mức độ ràng buộc tài chính tiền tệ của các doanh nghiệp như phương trình sau:

$$FCIf_{it} = \sum_{j \in \{0,1,2\}} j \hat{Pr}(FCI_{it} = j), \quad i = 1 \dots N \quad t = 1 \dots T \quad (4.2)$$

Trong đó:  $\hat{Pr}(FCI_{it} = j)$  là các xác suất dự báo được cho từng doanh nghiệp  $i$  biến đổi theo thời gian  $t$  và thuộc một trong ba nhóm ràng buộc tài chính tiền tệ  $j$ .

Ưu điểm của chỉ số tổng hợp  $FCIf$  là nó có thể được gộp lại để đánh giá mức độ các điều kiện tài chính ở cấp độ ngành theo thời gian.

- *Ràng buộc tài chính tiền tệ và sự phát triển của doanh nghiệp.*

Các ràng buộc tài chính tiền tệ trong việc tiếp cận nguồn vốn ngoài của doanh nghiệp có thể là nguyên nhân gây ra tính dễ tổn thương trong cấu trúc tài chính của doanh nghiệp, từ đó dẫn tới làm giảm hiệu quả của các hoạt động đầu tư, giảm khả năng sinh lời trong các hoạt động của doanh nghiệp và ảnh hưởng đến sự phát triển của doanh nghiệp. Tuy nhiên, khi đánh giá sự ràng buộc tài chính tiền tệ đến phát triển của doanh nghiệp, các nghiên cứu không đồng nhất trong việc lựa chọn các biến đại diện phản ánh sự tăng trưởng của doanh nghiệp. Ở đây, lấy tăng trưởng năng suất nhân tố tổng hợp (TFP) làm biến đại diện cho sự phát triển của doanh nghiệp, bởi đây là một biến mang tính tổng hợp hơn các chỉ tiêu như tăng trưởng số lượng lao động hay tổng tài sản.

+ Đo lường năng suất nhân tố tổng hợp (TFP).

Để đánh giá tác động của ràng buộc tài chính tiền tệ đến tăng trưởng TFP, trước hết TFP sẽ được ước lượng thông qua hàm sản xuất. Tuy nhiên, vấn đề này sinh trong việc ước lượng hàm sản xuất là có sự tương quan giữa các cú sốc năng suất không quan sát được với mức độ sử dụng các đầu vào sản xuất của doanh nghiệp. Điều này có nghĩa, với hành vi cực đại hóa lợi nhuận, doanh nghiệp sẽ phản ứng với các cú sốc có lợi từ năng suất bằng việc mở rộng sản xuất, như vậy doanh nghiệp cần sử dụng nhiều đầu vào hơn. Ngược lại, với các cú sốc bất lợi của năng suất, doanh nghiệp sẽ giảm sản xuất và đầu vào được sử dụng ít hơn. Khi điều này là đúng thì các hệ số ước lượng được của hàm sản xuất theo OLS sẽ bị chênh, điều này dẫn đến ước lượng TFP cũng sẽ bị chênh. Để giải quyết vấn đề này, Olley và Pakes (1996) đã đưa ra phương pháp ước lượng mà ở đó sử dụng biến đầu tư là biến đại diện để kiểm soát những cú sốc không quan sát được này. Trên thực tế, không phải doanh nghiệp nào cũng có các hoạt động đầu tư (đầu tư khác không) và các dữ liệu ở cấp độ doanh nghiệp cũng cho thấy đầu tư của doanh nghiệp thường thay đổi chậm so với các cú sốc năng suất, điều đó có nghĩa là các cú sốc năng suất không được phản ánh đầy đủ vào hành vi của doanh nghiệp. Đây là hạn chế cơ bản trong cách tiếp cận của Olley và Pakes (1996). Để khắc phục hạn chế này, Levinsohn và Petrin (2003) đã đưa ra cách tiếp cận ước lượng hàm sản xuất sử dụng biến đầu vào trung gian là biến đại diện để kiểm soát các sốc năng suất

không quan sát được. Cách tiếp cận này đã cho thấy khi sử dụng đầu vào trung gian cũng có thể giải quyết được những vấn đề về tính chêch đồng thời trong ước lượng hàm sản xuất.

Trong nghiên cứu này, việc ước lượng TFP ở cấp độ doanh nghiệp sẽ được tiếp cận theo phương pháp bán tham số của Olley - Pakes và Levinsohn - Petrin. Hàm sản xuất dưới dạng tổng quát có thể được biểu diễn như sau:

$$\gamma_{it} = \beta_0 + \beta_l l_{it} + \beta_k k_{it} + \beta_m m_{it} + \omega_{it} + \eta_{it} \quad (4.3)$$

$$i = 1 \dots N \quad t = 1 \dots T$$

Trong đó:  $it$  là doanh nghiệp  $i$  trong năm  $t$ ;  $\gamma_{it}$  là logarit tự nhiên giá trị VA thực;  $l_{it}$  và  $m_{it}$  là logarit tự nhiên của các đầu vào biến đổi là lao động và đầu vào trung gian;  $k_{it}$  là logarit tự nhiên của vốn hiện vật thực; số hạng sai số  $\varepsilon_{it}$  gồm hai bộ phận là  $\omega_{it}$  và  $\eta_{it}$ , trong đó  $\omega_{it}$  là các biến trạng thái ảnh hưởng đến quy tắc ra quyết định của doanh nghiệp, nói cách khác phản ánh các cú sốc năng suất không quan sát được ảnh hưởng đến quy tắc ra quyết định của doanh nghiệp trong việc lựa chọn các đầu vào sản xuất (tính chêch đồng thời trong ước lượng hàm sản xuất) và  $\eta_{it}$  là các sốc năng suất ngẫu nhiên.

Hàm cầu đầu vào trung gian  $m_{it}$  được giả định phụ thuộc vào các biến  $k_{it}$  và  $\omega_{it}$ , có thể được mô tả như phương trình sau:

$$m_{it} = m_{it} (k_{it}, \omega_{it}) \quad (4.4)$$

Với giả định hàm cầu đầu vào trung gian là hàm tăng đơn điệu với  $\omega_{it}$  thì hàm ngược của hàm đầu vào trung gian có thể được viết lại như sau:

$$\omega_{it} = \omega_{it}(k_{it}, m_{it}) \quad (4.5)$$

Như vậy, sốc năng suất không quan sát được mô tả ở phương trình trên là một hàm của hai biến trong đó có hai biến đầu vào quan sát được là  $k_{it}, m_{it}$ .

Với giả định tính ngoại sinh đồng thời của  $\eta_{it}$ , chúng ta có thể viết lại phương trình hồi quy như sau:

$$E(Y_{it}|k_{it}, m_{it}) = \beta_I E(I_{it}|k_{it}, m_{it}) + \Phi(k_{it}, m_{it}) \quad (4.6)$$

$$i = 1 \dots N \quad t = 1 \dots T$$

Trong đó:

$$\Phi(k_{it}, m_{it}) = \beta_0 + \beta_k k_{it} + \omega_{it}(k_{it}, m_{it}) \quad (4.7)$$

$$i = 1 \dots N \quad t = 1 \dots T$$

Dựa trên kết quả hồi quy hàm sản xuất theo cách tiếp cận Levinsohn - Petrin, TFP sẽ được tính toán và được sử dụng trong bước hồi quy ở phần tiếp theo để đánh giá tác động của ràng buộc tài chính đến tăng trưởng TFP.

+ Tác động của ràng buộc tài chính tiền tệ đến năng suất nhân tố tổng hợp (TFP).

Để đánh giá tác động của ràng buộc tài chính tiền tệ tới sự phát triển của doanh nghiệp thông qua chỉ tiêu năng suất nhân tố tổng hợp (TFP), mô hình hồi quy động dữ liệu bảng (DPD) sẽ được sử dụng. Mô hình sẽ bao gồm cả các trễ của biến chỉ số tổng hợp phản ánh ràng buộc tài chính tiền tệ và trễ của TFP. Việc đưa trễ của TFP vào mô hình DPD hoàn

toàn phù hợp với các giả định về tính động của năng suất theo cách tiếp cận của Olley - Pakes và Levinsohn - Petrin, và điều này là cần thiết để hiệu chỉnh tương quan chuỗi. Mô hình được chỉ định dưới dạng tổng quát như sau:

$$tfp_{it} = \alpha_0 + \alpha_0 FCIf_{it-1} + \delta tfp_{it-1} + D' \gamma + \varepsilon_{it} \quad (4.8)$$

Trong đó:  $tfp = \log(TFP)$ ;  $D' = [D'_j \ D'_s \ D'_o \ D'_t]$  là các véctơ cột của các biến giả đại diện cho ngành, quy mô, hình thức sở hữu, và biến giả thời gian cũng được đưa vào để kiểm soát tính chu kỳ, xu hướng biến động của môi trường vĩ mô;  $\varepsilon_{it}$  là số hạng sai số.

Phương trình 4.8 được ước lượng theo phương pháp GMM, trong đó giá trị logarit của TFP được hồi quy phụ thuộc vào giá trị trễ của nó và giá trị trễ của chỉ số ràng buộc tài chính tiền tệ. Để kiểm soát các đặc trưng của doanh nghiệp bất biến theo thời gian không quan sát được có liên quan đến mức độ ràng buộc tài chính tiền tệ của doanh nghiệp, chỉ định *fixed effects* cũng được chỉ định trong phương trình hồi quy và các biến công cụ được sử dụng bao gồm cả trễ của năng suất nhân tố tổng hợp.

## 2. Số liệu và biến số

### 2.1. Mô tả số liệu

Số liệu được sử dụng trong nghiên cứu được trích xuất từ Số liệu điều tra doanh nghiệp do Tổng cục Thống kê thực hiện. Việc xây dựng chỉ số tổng hợp phản ánh ràng buộc tài chính tiền tệ trong việc tiếp cận nguồn vốn ngoại của các

doanh nghiệp đòi hỏi cần có đầy đủ các thông tin liên quan về tình hình tài chính, tiền tệ của các doanh nghiệp tương tự những thông tin được trích xuất từ bản cân đối kế toán và báo cáo hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp. Tuy nhiên, các thông tin này đối với số liệu điều tra của các doanh nghiệp hàng năm là khá khác nhau. Bởi vậy, để có đủ số liệu và đồng nhất về các chỉ tiêu được thu thập trong điều tra các doanh nghiệp hàng năm, giai đoạn từ năm 2012 đến năm 2017 đã được lựa chọn làm thời kỳ nghiên cứu. Đây cũng là thời kỳ hậu khủng hoảng tài chính toàn cầu và kinh tế Việt Nam có nhiều thay đổi nhờ những thay đổi tích cực trong các chính sách tài chính, tín dụng nhằm hỗ trợ phát triển các doanh nghiệp của khu vực tư nhân.

Sau khi kết nối các dữ liệu điều tra từ năm 2012 đến năm 2017, lọc bỏ các quan sát trùng lặp, các giá trị của các biến lao động, tổng tài sản, tài sản cố định, doanh thu bị âm và chỉ lấy các doanh nghiệp tồn tại trong thời kỳ nghiên cứu 2012-2017 đã có được một bộ số liệu thô dữ liệu bảng ban đầu với 117,432 quan sát bao gồm các doanh nghiệp ở 7 ngành: (1) ngành chế biến, chế tạo; (2) ngành sản xuất điện, khí, nước; (3) ngành xây dựng và bất động sản; (4) ngành thương mại, bán lẻ, bán buôn; (5) ngành vận tải kho bãi; (6) ngành dịch vụ lưu trú và ăn uống; (7) ngành thông tin truyền thông và hoạt động khoa học công nghệ (dựa trên Hệ thống phân ngành kinh tế Việt Nam\_VSIC2007 để gộp thành 7 ngành). Trong đó, số lượng doanh nghiệp trong ngành 1 là lớn nhất và số lượng doanh nghiệp ở ngành 2 là nhỏ nhất. Trong mẫu

nghiên cứu, doanh nghiệp có quy mô lớn chiếm 19%, còn lại chủ yếu là các doanh nghiệp nhỏ và vừa.

**Bảng 4.2: Số lượng doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu**

Phân loại doanh nghiệp					
	Siêu nhỏ	Nhỏ	Vừa	Lớn	Tổng
<b>A. Số doanh nghiệp theo năm</b>					
2012	4.206	8.983	2.583	3.800	19.572
2013	4.683	9.169	2.376	3.344	19.572
2014	4.126	8.969	2.591	3.886	19.572
2015	4.182	8.830	2.635	3.925	19.572
2016	4.407	8.743	2.571	3.851	19.572
2017	4.851	8.506	2.439	3.776	19.572
<b>B. Số doanh nghiệp phân theo ngành</b>					
1	3.933	22.501	7.559	13.934	47.927
2	302	529	95	93	1.019
3	1.736	7.494	2.208	1.894	13.332
4	11.223	11.396	2.514	2.806	27.939
5	1.581	3.303	1.006	1.890	7.780
6	4.698	2.935	602	851	9.086
7	2.982	5.042	1.211	1.114	10.349
<b>Tổng</b>	<b>26,455</b>	<b>53,200</b>	<b>15,195</b>	<b>22,582</b>	<b>117,432</b>
<b>Tỷ trọng (%)</b>					
<b>A. Số doanh nghiệp theo năm</b>					
2012	21	46	13	19	100
2013	24	47	12	17	100

2014	21	46	13	20	100
2015	21	45	13	20	100
2016	23	45	13	20	100
2017	25	43	12	19	100
<b>B. Số doanh nghiệp phân theo ngành</b>					
1	8	47	16	30	100
2	29	52	9	9	100
3	12	56	17	15	100
4	39	41	9	10	100
5	19	43	13	25	100
6	50	33	7	10	100
7	26	49	13	12	100
<b>Tổng</b>	<b>23</b>	<b>45</b>	<b>13</b>	<b>19</b>	<b>100</b>

*Ghi chú:* (1) ngành chế biến, chế tạo; (2) ngành sản xuất điện, khí, nước; (3) ngành xây dựng và bất động sản; (4) ngành thương mại, bán lẻ, bán buôn; (5) ngành vận tải kho bãi; (6) ngành dịch vụ lưu trú và ăn uống; (7) ngành thông tin truyền thông và hoạt động khoa học công nghệ.

*Nguồn:* Tính toán từ số liệu điều tra.

Xét về loại hình sở hữu, Bảng 4.3 cho thấy có tới 81,9% các doanh nghiệp trong mẫu là doanh nghiệp tư nhân, doanh nghiệp nhà nước chiếm 3,7% và doanh nghiệp nước ngoài chiếm 14,4%. Trong ngành 4 và 6, số lượng các doanh nghiệp tư nhân chiếm hơn 90% các doanh nghiệp hoạt động trong ngành.

**Bảng 4.3: Phân loại doanh nghiệp theo hình thức sở hữu**

Loại hình sở hữu (số lượng)				Loại hình sở hữu (tỷ lệ %)			
Doanh nghiệp nhà nước	Doanh nghiệp tư nhân	FDI	Tổng	Doanh nghiệp nhà nước	Doanh nghiệp tư nhân	FDI	Tổng
<b>A. Phân theo quy mô</b>							
Siêu nhỏ	26	25.904	525	26.455	0,1	97,9	2,0
Nhỏ	892	46.777	5.531	53.200	1,7	87,9	10,4
Vừa	1.050	11.119	3.026	15.195	6,9	73,2	19,9
Lớn	2.366	12.425	7.791	22.582	10,5	55,0	34,5
<b>B. Phân theo ngành</b>							
1	1.313	32.919	13.695	47.927	2,7	68,7	28,6
2	169	823	27	1.019	16,6	80,8	2,6
3	751	12.023	558	13.332	5,6	90,2	4,2
4	849	26.412	678	27.939	3,0	94,5	2,4
5	562	6.779	439	7.780	7,2	87,1	5,6
6	302	8.477	307	9.086	3,3	93,3	3,4
7	388	8.792	1.169	10.349	3,7	85,0	11,3
<b>C. Phân theo vùng</b>							
1	406	12.413	525	13.344	3,0	93,0	3,9
2	2.034	32.407	5.519	39.960	5,1	81,1	13,8
3	744	18.582	576	19.902	3,7	93,4	2,9
4	54	2.400	18	2.472	2,2	97,1	0,7
5	716	14.187	9.319	24.222	3,0	58,6	38,5
6	380	16.236	916	17.532	2,2	92,6	5,2
<b>Tổng</b>	<b>4.334</b>	<b>96.225</b>	<b>16.873</b>	<b>117.432</b>	<b>3,7</b>	<b>81,9</b>	<b>14,4</b>
<b>100</b>							

*Ghi chú:* (1) ngành chế biến, chế tạo; (2) ngành sản xuất điện, khí, nước; (3) ngành xây dựng và bất động sản; (4) ngành thương mại, bán lẻ, bán buôn; (5) ngành vận tải kho bãi; (6) ngành dịch vụ lưu trú và ăn uống; (7) ngành thông tin truyền thông và hoạt động khoa học công nghệ.

*Nguồn:* Tính toán từ số liệu điều tra.

Bảng 4.4 cho biết, phân bổ doanh nghiệp trong mẫu phân theo 6 vùng kinh tế - xã hội, theo loại hình doanh nghiệp và các ngành. Số doanh nghiệp được quan sát lớn nhất tập trung ở vùng 2 và vùng 5, chiếm 34% và 20,6% phân bổ doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu và đây cũng là 2 vùng kinh tế trọng điểm của cả nước. Vùng 4 (Tây Nguyên) là vùng số doanh nghiệp được phân bổ trong mẫu nhỏ nhất.

**Bảng 4.4: Phân loại doanh nghiệp theo vùng kinh tế - xã hội**

Các vùng kinh tế - xã hội							
	1	2	3	4	5	6	Tổng
A. Phân theo loại hình doanh nghiệp							
Doanh nghiệp nhà nước	406	2.034	744	54	716	380	4.334
Doanh nghiệp tư nhân	12.413	32.407	18.582	2.400	14.187	16.236	96.225
FDI	525	5.519	576	18	9.319	916	16.873
<b>Tổng</b>	<b>13.344</b>	<b>39.960</b>	<b>19.902</b>	<b>2.472</b>	<b>24.222</b>	<b>17.532</b>	<b>117.432</b>
Tỷ trọng (%)							
Doanh nghiệp nhà nước	9,4	46,9	17,2	1,2	16,5	8,8	100
Doanh nghiệp tư nhân	12,9	33,7	19,3	2,5	14,7	16,9	100
FDI	3,1	32,7	3,4	0,1	55,2	5,4	100
B. Phân theo ngành							
1	3.463	16.898	5.206	430	15.719	6.211	47.927
2	127	215	185	43	58	391	1.019
3	2.474	4.190	3.648	419	1.294	1.307	13.332
4	4.352	8.326	4.825	904	3.372	6.160	27.939
5	999	3.061	1.474	96	1.325	825	7.780

Các vùng kinh tế - xã hội							
	1	2	3	4	5	6	Tổng
6	401	2.787	2.784	189	1.146	1.779	9.086
7	1.528	4.483	1.780	391	1.308	859	10.349
<b>Tổng</b>	<b>13.344</b>	<b>39.960</b>	<b>19.902</b>	<b>2.472</b>	<b>24.222</b>	<b>17.532</b>	<b>117.432</b>
Tỷ trọng (%)							
1	7,2	35,3	10,9	0,9	32,8	13,0	100
2	12,5	21,1	18,2	4,2	5,7	38,4	100
3	18,6	31,4	27,4	3,1	9,7	9,8	100
4	15,6	29,8	17,3	3,2	12,1	22,0	100
5	12,8	39,3	18,9	1,2	17,0	10,6	100
6	4,4	30,7	30,6	2,1	12,6	19,6	100
7	14,8	43,3	17,2	3,8	12,6	8,3	100
<b>Tổng</b>	<b>11,4</b>	<b>34,0</b>	<b>16,9</b>	<b>2,1</b>	<b>20,6</b>	<b>14,9</b>	<b>100</b>

Ghi chú: (1) Trung du miền núi phía Bắc; (2) Đồng bằng sông Hồng; (3) Bắc Trung Bộ, Duyên hải miền Trung; (4) Tây Nguyên; (5) Đồng Nam Bộ; (6) Đồng bằng sông Cửu Long.

Nguồn: Tính toán từ số liệu điều tra.

## 2.2. Định nghĩa biến sử dụng trong xây dựng chỉ số ràng buộc tài chính tiền tệ

Để phân loại một doanh nghiệp sẽ được xếp vào nhóm ràng buộc tài chính tiền tệ tuyệt đối, tương đối hay không bị ràng buộc, căn cứ vào mối quan hệ của 4 biến (FI, FG, dch và RIP) phản ánh các trạng thái tài chính khác nhau của doanh

nghiệp như đã được trình bày ở Bảng 4.1. Các biến này được mô tả tóm tắt ở Bảng 4.5.

**Bảng 4.5: Mô tả các biến được sử dụng để phân nhóm ràng buộc tài chính tiền tệ**

STT	Tên biến	Mô tả cách tính
1	Đầu tư tài sản cố định (FI)	Sự gia tăng của tài sản cố định + Giá trị khấu hao tài sản cố định
2	Dòng tiền (CF)	Lợi nhuận sau thuế + Giá trị khấu hao tài sản cố định
3	Vốn lưu động (WC)	Tài sản lưu động và đầu tư ngắn hạn – Nợ phải trả
4	Lỗ hổng tài chính (FG)	Đầu tư tài sản cố định + Vốn lưu động – Dòng tiền
5	Thay đổi tổng nợ trong năm (dch)	Nợ cuối năm – Nợ đầu năm
6	Lãi suất bình quân phải trả (RIP)	Số tiền lãi phải trả/Tổng nợ

Sau khi đã xác định được ba nhóm ràng buộc về tài chính tiền tệ, bước tiếp theo là xây dựng chỉ số tổng hợp ràng buộc tài chính tiền tệ dựa trên bình quân trọng số xác suất dự báo được từ mô hình hồi quy thứ bậc probit/logit. Các biến được sử dụng để xây dựng chỉ số ràng buộc tài chính tiền tệ tổng hợp được chỉ định ở phương trình 4.1 gồm các biến có tác động đến sự ràng buộc tài chính tiền tệ của doanh nghiệp, các biến tương tác và một số biến kiểm soát khác như các biến giả ngành, vùng, xu hướng thời gian. Các biến này được định nghĩa tóm tắt như ở Bảng 4.6.

**Bảng 4.6: Định nghĩa các biến trong hồi quy probit  
để xây dựng chỉ số FCIIf**

STT	Tên biến	Định nghĩa cách tính
1	FCI	Mức độ ràng buộc tài chính: 0 = không ràng buộc; 1 = ràng buộc tương đối; 2 = ràng buộc tuyệt đối
2	FL	Đòn bẩy tài chính = Nợ/tổng tài sản
3	debur	Gánh nặng chi trả nợ của doanh nghiệp = Chi phí tài chính/Doanh thu
4	cashholding	Tỷ lệ nắm giữ tiền mặt = Tiền mặt và tương đương tiền mặt/Tổng tài sản
5	cashsize	cashsize = fsize × cashholding
6	debursize	debursize = fsize × debur
7	vung	(1) Trung du và miền núi phía Bắc; (2) Đồng bằng sông Hồng; (3) Bắc Trung Bộ và Duyên hải miền Trung; (4) Tây Nguyên; (5) Đồng Nam Bộ; (6) Đồng bằng sông Cửu Long
8	indus	(1) ngành chế biến, chế tạo; (2) ngành sản xuất điện, khí, nước; (3) ngành xây dựng và bất động sản; (4) ngành thương mại, bán lẻ, bán buôn; (5) ngành vận tải kho bãi; (6) ngành dịch vụ lưu trú và ăn uống; (7) ngành thông tin truyền thông và hoạt động khoa học công nghệ
9	firmsize	Quy mô theo lao động <sup>1</sup> : 1 = siêu nhỏ; 2 = nhỏ; 3 = vừa; 4 = lớn.
10	time	Xu hướng thời gian 2012-2017
11	fsize	Quy mô tổng tài sản = logarit của tổng tài sản
12	FCIf	Chỉ số ràng buộc tổng hợp bằng trung bình trọng số xác suất các ràng buộc tài chính tiên tệ ước lượng từ mô hình thứ bậc probit

---

1. *Ngành công nghiệp và xây dựng*: Siêu nhỏ: lao động  $\leq 9$  và tài sản  $< 3$  tỷ. Nhỏ: lao động  $\geq 10$  và vốn  $\geq 3$  tỷ. Vừa: lao động  $\geq 100$  và vốn  $\geq 20$  tỷ. Lớn: lao động  $\geq 200$  và vốn  $\geq 100$  tỷ.  
*Ngành thương mại và dịch vụ*: Siêu nhỏ: lao động  $\leq 9$  và tài sản  $< 3$  tỷ. Nhỏ: lao động  $\geq 10$  và vốn  $\geq 3$  tỷ. Vừa: lao động  $\geq 50$  và vốn  $\geq 50$  tỷ. Lớn: lao động  $\geq 100$  và vốn  $\geq 100$  tỷ.

### **2.3. Định nghĩa các biến sử dụng trong mô hình đánh giá tác động của ràng buộc tài chính tiền tệ đến sự phát triển của doanh nghiệp qua thông qua TFP**

Để tính TFP ở cấp độ doanh nghiệp, sử dụng cách tiếp cận ước lượng hàm sản xuất với các biến đầu vào trung gian để kiểm soát các sốc năng suất không quan sát được nhằm xử lý tính chêch đồng thời khi ước lượng hàm sản xuất theo các phương pháp truyền thống. Các biến được sử dụng trong ước lượng TFP được trình bày tóm tắt ở Bảng 4.7.

**Bảng 4.7: Định nghĩa các biến sử dụng cho trong hồi quy hàm sản xuất để tính TFP**

STT	Tên biến	Định nghĩa cách tính
1	log_VA	Logarit tự nhiên của VA. Giá trị gia tăng tính theo giá so sánh năm 2010: $VA = VAp/def$ ( $VAp$ : giá trị gia tăng tính theo giá thực tế và $def$ : chỉ số giảm phát đầu ra của ngành)
2	log_m	Logarit tự nhiên của m. Đầu vào trung gian tính theo giá so sánh năm 2010: $m = mp/def$ ( $mp$ : giá trị đầu vào trung gian theo giá thực tế và $def$ : chỉ số giảm phát đầu ra của ngành)
3	log_l	Logarit tự nhiên của tổng số lao động của doanh nghiệp ( $l$ )
4	log_k	Logarit tự nhiên của k. Vốn hiện vật tính theo giá so sánh năm 2010: $k = kp/def\_k$ ( $kp$ : giá trị vốn theo giá thực tế và $def\_k$ : chỉ số giảm phát giá vốn)
5	lntfp_lp	Logarit tự nhiên của TFP ước lượng được theo phương pháp của Levinsohn - Petrin

### **3. Các giả thuyết nghiên cứu**

Để đạt mục tiêu của nghiên cứu là xem xét tác động của ràng buộc tài chính tiền tệ về khả năng tiếp cận đến vốn

ngoài đến sự phát triển của các doanh nghiệp ở Việt Nam giai đoạn 2012-2017, trước hết đưa ra một số giả thuyết nhằm kiểm định mối tương quan của ràng buộc tài chính tiền tệ tới năng suất lao động và TFP như sau:

*Giả thuyết 1:* có mối tương quan âm giữa năng suất lao động với các ràng buộc tài chính tiền tệ của các doanh nghiệp trong các ngành.

*Giả thuyết 2:* có mối tương quan âm của TFP với chỉ tiêu tổng hợp về ràng buộc tài chính tiền tệ trong các ngành sản xuất ở Việt Nam.

Nhằm đánh giá mức độ ràng buộc tài chính tiền tệ ảnh hưởng như thế nào đến tăng trưởng năng suất nhân tố tổng hợp (chỉ tiêu đại diện tổng hợp cho sự phát triển của doanh nghiệp) sẽ thực hiện kiểm định giả thuyết 3 là:

*Giả thuyết 3:* ràng buộc tài chính tiền tệ có tác động âm tới tăng trưởng năng suất nhân tố tổng hợp của các doanh nghiệp ở Việt Nam giai đoạn 2012-2017.

## II- KẾT QUẢ ĐỊNH LƯỢNG

### 1. Kết quả ước lượng chỉ số ràng buộc tài chính tiền tệ FCI<sub>f</sub>

Dựa vào cách tiếp cận của Pál - Ferrando và Ferrando - Ruggieri trong việc xác định và phân chia các ràng buộc tài chính tiền tệ thành ba nhóm là không ràng buộc, ràng buộc tương đối và ràng buộc tuyệt đối với các doanh nghiệp như đã chỉ ra ở Bảng 4.1. Bảng 2.5, hồi quy thứ bậc probit tác động

ngẫu nhiên (*random effects ordered probit/logit*) đã được thực hiện nhằm xây dựng chỉ số tổng hợp về ràng buộc tài chính tiền tệ với các doanh nghiệp trong mẫu. Đồng thời, hồi quy logit cũng được thực hiện nhằm làm tham chiếu, so sánh kết quả ước lượng được từ phương pháp hồi quy probit. Trong đó biến phụ thuộc là biến được xếp thứ bậc với ba kết cục là không ràng buộc, ràng buộc tương đối và ràng buộc tuyệt đối, còn các biến độc lập là các biến có ảnh hưởng đến khả năng tiếp cận nguồn tài chính ngoài của doanh nghiệp như biến đòn bẩy tài chính (FL); gánh nặng chi trả nợ của doanh nghiệp (debur); nắm giữ tiền mặt (cashholding); quy mô của doanh nghiệp, được đo lường thông qua tổng tài sản theo giá so sánh năm 2010 (fsize); và một số biến tương tác giữa các biến ở trên với biến quy mô. Đồng thời, các biến giả đại diện cho vùng, ngành, loại doanh nghiệp (phân theo siêu nhỏ, nhỏ, vừa và lớn) và thời gian cũng được đưa vào mô hình. Kết quả hồi quy của mô hình thứ bậc probit (OPM) và logit (OLM) được trình bày tóm tắt ở Bảng 4.8.

**Bảng 4.8: Kết quả hồi quy mô hình OPM và OLM**

	Mô hình OPM	Mô hình OLM
	Coef.	Coef.
FL	0,0981*** (0,01)	0,1587*** (0,02)
debur	0,0344* (0,02)	0,0549* (0,03)
cashholding	-0,0685*** (0,02)	-0,1145*** (0,03)

	Mô hình OPM	Mô hình OLM
	Coef.	Coef.
fsize	-0,0518*** (0,00)	-0,0847*** (0,01)
cashsize	0,0099*** (0,00)	0,0178*** (0,00)
debursize	0,0073*** (0,00)	0,0125*** (0,00)
Vùng	có	có
Ngành	có	có
Loại doanh nghiệp	có	có
Thời gian	có	có
Quan sát	97.860	97.860

Ghi chú: \*  $p\text{-value} < 0,1$ ; \*\*  $p\text{-value} < 0,05$ ; \*\*\*  $p\text{-value} < 0,01$  giá trị trong ngoặc tròn là sai số chuẩn (SE).

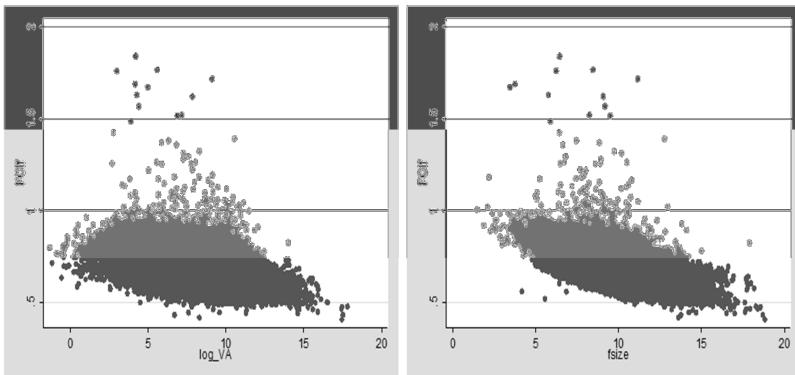
Nguồn: Kết quả ước lượng từ mô hình.

Hệ số ước lượng được của biến đòn bẩy tài chính (FL) trong cả hai phương pháp hồi quy đều cho dấu dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Điều này cho thấy đúng như trong thực tế, các doanh nghiệp có tỷ lệ vay nợ lớn hơn, hầu như sẽ bị đối mặt với ràng buộc tài chính tiền tệ lớn hơn và sẽ khó khăn hoặc mất thêm các chi phí để có thể tiếp cận thêm các khoản vay mới. Kết quả này cũng được hỗ trợ thông qua hệ số ước lượng được của biến gánh nặng chi trả lãi vay (debur). Hệ số ước lượng được của biến tỷ lệ nắm giữ tiền mặt (cashholding) trong cả hai mô hình đều cho thấy có tác động âm và có ý nghĩa thống kê đến khả năng tiếp cận vốn ngoài của doanh nghiệp, hàm ý nếu doanh nghiệp có tỷ lệ nắm giữ tiền mặt nhiều hơn thì sẽ làm giảm ràng buộc tài chính tiền tệ mà doanh

nghiệp đối mặt. Đó là bởi đối với các doanh nghiệp phi tài chính, việc nắm giữ tiền chính là duy trì nguồn nội lực bên trong nhằm đáp ứng động cơ dự phòng. Biến quy mô (fsize) cho thấy có tác động âm và có ý nghĩa thống kê đối với ràng buộc tài chính tiền tệ. Kết quả này cũng tương đồng với các kết quả ở nhiều nghiên cứu trong và ngoài nước. Quy mô tài sản của doanh nghiệp càng lớn, khả năng tiếp cận vốn ngoài của doanh nghiệp cũng sẽ tốt hơn. Tuy nhiên, đối với Việt Nam, khi thị trường vốn chưa phát triển, thông tin không hoàn hảo, điều này đang trở thành những rào cản lớn đối với các doanh nghiệp khi tiếp cận nguồn vốn ngoài, đặc biệt là các doanh nghiệp nhỏ và vừa, các doanh nghiệp mới hoạt động. Cấu trúc tài chính của các doanh nghiệp quy mô nhỏ thường bị các tổ chức tài chính - tín dụng đánh giá thấp phần lớn do thông tin bất đối xứng xảy ra như thiếu thông tin về tín dụng, mức độ tín nhiệm, các ghi chép kế toán liên quan đến các dòng tài chính tiền tệ không đầy đủ đã tạo ra những khó khăn cho các doanh nghiệp khi muốn tiếp cận với các nguồn tài chính khác nhau trên thị trường.

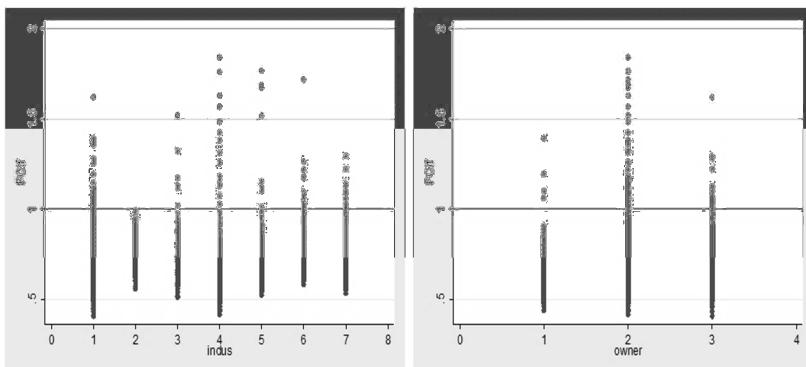
Dựa trên kết quả hồi quy thứ bậc probit và logit, chỉ số tổng hợp ràng buộc tài chính tiền tệ được tính trên cơ sở bình quân trọng số xác suất dự báo được doanh nghiệp sẽ rơi vào trạng thái ràng buộc hay không bị ràng buộc tài chính tiền tệ. Kết quả kiểm định tương quan cho thấy, chỉ số tổng hợp ràng buộc tài chính tiền tệ được tính theo kết quả hồi quy probit và logit tương đương nhau với hệ số tương quan là 0,9994 ở mức ý nghĩa thống kê 1%. Như vậy, chỉ số tổng hợp ràng buộc tài chính tiền tệ ước tính được là đáng tin cậy.

**Hình 4.1: Quan hệ giữa  $CFIf$  với VA (log\_VA) và Tổng tài sản của doanh nghiệp (fsize)**



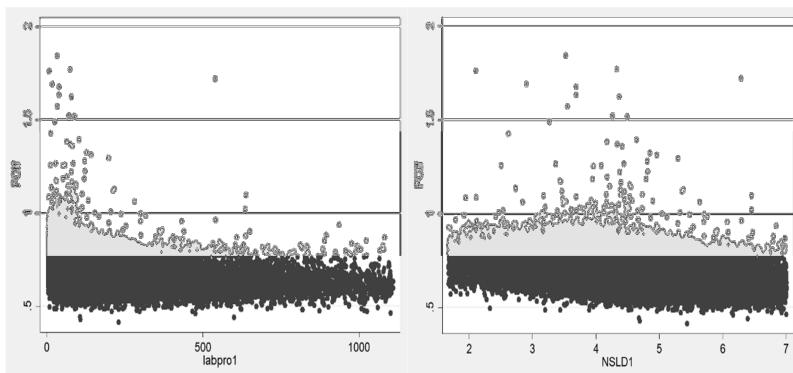
Khi so sánh mỗi quan hệ giữa chỉ số ràng buộc tài chính tiền tệ  $CFIf$  với giá trị gia tăng VA và quy mô tổng tài sản của doanh nghiệp, Hình 4.1 cho thấy các doanh nghiệp có chỉ số  $CFIf$  thấp thì quy mô về VA và tài sản lớn hơn. Như vậy, rõ ràng có ảnh hưởng của ràng buộc tài chính tiền tệ đến hoạt động của doanh nghiệp.

**Hình 4.2:  $CFIf$  theo ngành (indus) và loại hình sở hữu (owner)**



Khi xem xét ở góc độ ngành và loại hình sở hữu, Hình 4.2 cho thấy ngành 4 (thương mại, bán lẻ, bán buôn) và ngành 1 (chế biến, chế tạo), số lượng các doanh nghiệp đổi mới với ràng buộc tài chính tiền tệ khi tiếp cận với nguồn vốn ngoài nhiều hơn so với các ngành khác. Đồng thời, các doanh nghiệp thuộc khu vực tư nhân đổi mới với các ràng buộc tài chính tiền tệ lớn nhất so với các loại hình sở hữu khác.

**Hình 4.3: Mối quan hệ giữa  $CFIf$  với năng suất lao động của các doanh nghiệp**



Hình 4.3 cho thấy có mối quan hệ âm giữa chỉ số ràng buộc tài chính tiền tệ với năng suất lao động của các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu. Điều này hàm ý, nếu các doanh nghiệp đổi mới với các ràng buộc tài chính tiền tệ càng lớn trong việc tiếp cận với nguồn vốn ngoài thì năng suất lao động có xu hướng thấp hơn các doanh nghiệp có mức độ ràng buộc thấp.

Như vậy, sau khi xây dựng được chỉ số ràng buộc tài chính tiền tệ và khảo sát mối quan hệ của chỉ số này đến một số đặc điểm và kết quả hoạt động của các doanh nghiệp trong thời kỳ nghiên cứu, có thể kết luận nếu doanh nghiệp đổi mới với mức độ ràng buộc tài chính tiền tệ càng cao thì khả năng tiếp cận vốn ngoài càng kém, vì vậy ảnh hưởng đến các quyết định đầu tư và mở rộng sản xuất. Để có thể thấy được sự ràng buộc tài chính tiền tệ ảnh hưởng đến sự phát triển của doanh nghiệp như thế nào, phần dưới đây sẽ đi sâu vào phân tích hồi quy nhằm lượng hóa được ảnh hưởng tác động của ràng buộc tài chính tiền tệ đến tăng trưởng năng suất của các doanh nghiệp.

## **2. Kết quả ước lượng mô hình tác động của chỉ số ràng buộc tài chính tiền tệ đến tăng trưởng TFP**

### **2.1. Kết quả ước lượng TFP**

Việc đánh giá chỉ số ràng buộc tài chính tiền tệ tác động như thế nào đến sự phát triển của doanh nghiệp được thực hiện đại diện thông qua chỉ tiêu năng suất nhân tố tổng hợp (TFP). Chỉ tiêu TFP ở cấp độ doanh nghiệp được ước tính theo phương pháp bán tham số của Levinsohn - Petrin. Phương pháp ước lượng hàm sản xuất với biến đầu vào trung gian là biến đại diện để kiểm soát các sốc năng suất không quan sát được, đồng thời khắc phục hiện tượng chêch đồng thời xảy ra khi ước lượng hàm sản xuất. Bên cạnh chỉ tiêu TFP ước lượng được, ta cũng tính toán chỉ tiêu năng suất lao động cho từng doanh nghiệp nhằm kiểm định hai

giả thuyết đã đưa ra ở phần trên về mối quan hệ tương quan của chỉ số ràng buộc tài chính với hai chỉ tiêu năng suất này.

**Bảng 4.9: Hệ số tương quan giữa CFIf với năng suất lao động và TFP**

Ngành	FCIf		
	labpro	NSLD	lntfp_lp
1. Chế biến, chế tạo	-0,4519***	-0,5101***	-0,5613***
2. Sản xuất điện, khí, nước	-0,6497***	-0,6475***	-0,8186***
3. Xây dựng và bất động sản	-0,3700***	-0,4271***	-0,4488***
4. Thương mại, bán lẻ, bán buôn	-0,3197***	-0,3816***	-0,3981***
5. Vận tải, kho bãi	-0,3703***	-0,3840***	-0,4117***
6. Dịch vụ lưu trú và ăn uống	-0,3192***	-0,3339***	-0,2674***
7. Thông tin truyền thông và khoa học công nghệ	-0,3112***	-0,3194***	-0,3342***
labpro	-0,3236***		
NSLD		-0,3899***	
lntfp_lp			-0,5312***

Ghi chú: labpro = VA/số lao động; NSLD = log(labpro), các phần tử ngoại lai (outlier) nhỏ hơn ở phân vị thứ 1 và lớn hơn ở phân vị 99 đã được loại bỏ. lntfp\_lp là logarit của TFP ước tính theo phương pháp Levensohn - Petrin.

\*\*\*  $p$ -value < 0,01.

Nguồn: Tổng hợp từ kết quả tính toán của tác giả.

Kết quả kiểm định tương quan ở Bảng 4.9 cho thấy, hai chỉ tiêu năng suất lao động và TFP đều có tương quan âm ở

mức ý nghĩa thống kê 1% với chỉ số ràng buộc tài chính tiền tệ. Điều này khẳng định lại những nhận định ở phần trên và các giả thuyết đưa ra là đúng, đó là những hạn chế trong rào cản tài chính tiền tệ mà các doanh nghiệp đối mặt có ảnh hưởng đến sự phát triển của doanh nghiệp, đặc biệt có tác động tiêu cực đến tăng năng suất lao động và tăng trưởng năng suất nhân tố tổng hợp (TFP).

## *2.2. Kết quả lượng hóa tác động của CFI<sub>f</sub> đến tăng trưởng năng suất nhân tố tổng hợp (TFP)*

Mặc dù Bảng 4.9 đã đưa ra được bằng chứng về mối quan hệ tương quan âm giữa chỉ số CFI<sub>f</sub> và TFP nhưng chưa đánh giá được mức độ ảnh hưởng của các ràng buộc tài chính tiền tệ đến tăng trưởng TFP của các doanh nghiệp. Trong mục này, ta sử dụng mô hình hồi quy động dữ liệu bảng (DPD) như được chỉ định ở phương trình 4.8 để xem xét mức độ ảnh hưởng của các ràng buộc tài chính tiền tệ đến tăng trưởng năng suất nhân tố tổng hợp của các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu.

**Bảng 4.10: Kết quả hồi quy đánh giá tác động của CFI<sub>f</sub> đến TFP**

<i>Intfp_lp</i>	Coef.	St.Err.	t-value	p-value	95% Conf	Interval	Sig
<i>FCIf(i, t-1)</i>	-0,371	0,145	-2,55	0,011	-0,656	-0,086	**
<i>Intfp_lp(i, t-1)</i>	0,649	0,136	4,79	0,000	0,383	0,914	***
Constant	0,764	0,672	1,14	0,255	-0,553	2,082	

<i>Intfp_lp</i>	Coef.	St.Err.	t-value	p-value	95% Conf	Interval	Sig
Số lượng quan sát	50919						
Số lượng doanh nghiệp	17877						
Thời gian	Có						
Ngành	Có						
Quy mô doanh nghiệp	Có						
Loại hình sở hữu	Có						
Arellano-Bond test for AR(1) in levels:	$z = 1,39$	Pr > z = 0,166					
Arellano-Bond test for AR(2) in levels:	$z = 1,41$	Pr > z = 0,158					
Hansen test of overid. restrictions:	$\chi^2(5) = 8,75$	Prob > $\chi^2 = 0,120$					

\*\*\*  $p < 0,01$ ; \*\*  $p < 0,05$ ; \*  $p < 0,1$ .

Bảng 4.10 trình bày kết quả hồi quy của mô hình DPD theo phương pháp GMM. Trong đó biến phụ thuộc *Intfp\_lp* là giá trị logarit của TFP ước lượng theo phương pháp của Levinsohn - Petrin được hồi quy với giá trị trễ của nó *Intfp\_lp(i, t-1)* và giá trị trễ của chỉ số ràng buộc tài chính tiền tệ *FCIf(i, t-1)*. Các biến giả về thời gian, ngành, quy mô và loại hình sở hữu doanh nghiệp cũng được đưa vào mô hình nhằm kiểm soát tính chu kỳ và xu hướng biến động của môi trường vĩ mô. Các biến công cụ được sử dụng trong mô hình bao gồm cả các giá trị trễ của biến năng suất nhân tố tổng hợp đến trễ 2.

Do chỉ số *FCIf* được xây dựng trên cơ sở bình quân trọng số xác suất của các nhóm ràng buộc tài chính khác nhau như được mô tả ở phương trình 4.2, theo đó về mặt lý thuyết, giá trị của chỉ số *FCIf* có giá trị từ 0 đến 2. Điều này hàm ý, nếu doanh nghiệp có chỉ số ràng buộc tài chính tiền tệ càng nhỏ

(xấp xỉ bằng 0) thì không hoặc ít bị ràng buộc tài chính tiền tệ khi tiếp cận vốn ngoài. Ngược lại chỉ số *FCIf* càng lớn (xấp xỉ bằng 2) thì các doanh nghiệp càng khó hoặc không thể tiếp cận được nguồn vốn ngoài.

Bảng 4.10 cho thấy hệ số ước lượng được của chỉ số ràng buộc tài chính tiền tệ là -0,371 với sai số chuẩn là 0,145, điều này hàm ý nếu chỉ số ràng buộc *FCIf* tăng 0,1 thì tăng trưởng năng suất nhân tố tổng hợp của các doanh nghiệp sẽ bị giảm 3,71%<sup>1</sup>.

Bên cạnh đó, hệ số ước lượng được của biến phụ thuộc trễ 1 (*Intfp\_lp\_{t-1}*) bằng 0,649 và có mức ý nghĩa thống kê 1% cho thấy những thay đổi về TFP (tăng 1%) trong thời kỳ trước có ảnh hưởng tích cực đối với TFP của thời kỳ hiện tại (tăng 0,65%).

Tóm lại, thông qua việc tính toán chỉ số tổng hợp ràng buộc tài chính (*FCIf*) theo cách tiếp cận tiên nghiệm kết hợp với phương pháp hồi quy thứ bậc probit/logit, đo lường sự phát triển của các doanh nghiệp được đánh giá thông qua chỉ tiêu năng suất nhân tố tổng hợp (TFP), ước tính theo phương pháp bán tham số của Levinsohn - Petrin dựa trên bộ dữ liệu ở cấp độ doanh nghiệp gồm 97.860 doanh nghiệp được gộp vào 7 ngành kinh tế cấp 2 trong giai đoạn 2012-2017, kết quả thực nghiệm cho thấy: (i) các doanh nghiệp có chỉ số *FCIf* càng thấp thì quy mô về VA và tài sản càng lớn; (ii) trong ngành thương mại, bán lẻ, bán buôn và

---

1.  $100 \times -0,371 \times 0,1 = -3.71\%$ .

ngành chế biến, chế tạo, các doanh nghiệp đổi mới với các ràng buộc tài chính tiền tệ nhiều hơn so với các ngành còn lại; (iii) so với các loại hình sở hữu khác, các doanh nghiệp thuộc sở hữu tư nhân hiện đang đổi mới với các ràng buộc tài chính tiền tệ là lớn nhất; (iv) có tương quan âm giữa năng suất lao động, tăng trưởng năng suất lao động, tăng trưởng TFP và chỉ số ràng buộc tài chính tiền tệ  $FCIf$ . Kết quả của hồi quy của mô hình động dữ liệu bảng (DPD) theo phương pháp GMM cho thấy, chỉ số  $FCIf$  tăng thêm 0,1 thì năng suất nhân tố tổng hợp của các doanh nghiệp bị giảm đi 3,71% và tăng trưởng TFP của thời kỳ trước có ảnh hưởng tích cực đến tăng trưởng TFP của thời kỳ hiện tại. Doanh nghiệp đổi mới với chỉ số  $FCIf$  càng cao hàm ý khả năng tiếp cận vốn ngoài của doanh nghiệp trên thị trường càng trở nên khó khăn hơn, điều này có tác động xấu đến tăng trưởng năng suất nhân tố tổng hợp của doanh nghiệp, qua đó tạo ra những rào cản hạn chế khả năng phát triển của doanh nghiệp.

## **Chương 5**

# **KHUYẾN NGHỊ CHÍNH SÁCH**

### I- BỐI CẢNH TRONG THỜI GIAN TÓI

Cách mạng công nghiệp 4.0 với nền tảng số hóa đã và đang thay đổi diện mạo thương mại – đầu tư toàn cầu với sự phát triển mạnh mẽ của thương mại điện tử. Cách mạng công nghiệp 4.0 và chuyển đổi số cũng đang tạo điều kiện cho sự phát triển của không ít dịch vụ tài chính, phương thức cấp vốn mới. Dịch vụ cho vay ngang hàng (P2P), hay các công nghệ trong lĩnh vực ngân hàng - tài chính dần nhận được sự quan tâm nhiều hơn. Sự phát triển của nền tảng số và công nghệ viễn thông - thông tin đang và sẽ thúc đẩy sự phát triển của thanh toán không dùng tiền mặt ở Việt Nam. Tư duy đổi mới với các công nghệ trong lĩnh vực tài chính bước đầu có sự điều chỉnh theo hướng thông thoáng và thân thiện hơn, khởi đầu với việc cho phép thí điểm có quản lý dịch vụ cho vay ngang hàng (P2P). Cùng với sự gia tăng thảo luận, hợp tác ở bình diện quốc tế và khu vực, Ngân hàng Nhà nước có thể xem xét, xây dựng chính sách nhằm khuyến

khích sự phát triển của các phương thức cấp vốn mới cho doanh nghiệp.

Việt Nam vẫn nhấn mạnh yêu cầu bảo đảm ổn định kinh tế vĩ mô, giữ các cân đối lớn phát triển bền vững. Việc cải thiện dư địa và hiệu quả điều hành chính sách tiền tệ là một yêu cầu cần thiết. Phương thức điều hành chính sách tiền tệ đang chuyển dần từ điều hành theo mục tiêu khống lưỡng sang điều hành theo lãi suất. Mật bằng tăng trưởng tín dụng hàng năm cũng đã giảm đi đáng kể trong các năm 2017-2018 so với giai đoạn 10 năm trước đó - do tỷ lệ tín dụng so với GDP đã ở mức tương đối cao. Việt Nam cũng lưu tâm hơn đến lành mạnh hóa hệ thống các tổ chức tín dụng, đặc biệt là các ngân hàng thương mại. Yêu cầu xử lý nợ xấu, cải thiện chất lượng tín dụng vẫn được ưu tiên. Việc hoàn thành thực hiện Basel II sẽ được đẩy mạnh ở các ngân hàng thương mại còn lại. Hệ thống các tổ chức tín dụng cơ bản được sắp xếp lại với hàng loạt các thương vụ hợp nhất, sáp nhập, mua lại, nâng cao chất lượng và tăng quy mô ngân hàng, cũng như thanh lọc các ngân hàng yếu kém. Tín dụng ngoại tệ cũng được thắt chặt hơn. Các giải pháp xử lý nợ xấu được thực hiện mạnh mẽ hơn. Cần lưu ý, các giải pháp này được đặt trong khung chính sách chung và nhất quán về cơ cấu lại nền kinh tế, trong đó cơ cấu lại hệ thống ngân hàng thương mại là một lĩnh vực trọng tâm. Những yêu cầu này đều

hàm ý tiếp cận tín dụng sẽ trở nên khó khăn hơn và/hoặc đi kèm với mặt bằng lãi vay cao hơn. Bối cảnh ấy có thể ảnh hưởng đến cả nhu cầu tín dụng cho tiêu dùng, cũng như tín dụng phi chính thức.

Trong năm 2019, Ngân hàng Nhà nước đặt ưu tiên là đẩy lùi tín dụng đen. Điểm tích cực là cách làm không mang nặng tính hành chính, mà đặt yêu cầu đẩy lùi tín dụng đen trong tổng thể các giải pháp mở rộng tín dụng phục vụ sản xuất và tiêu dùng. Tuy nhiên, trong bối cảnh mục tiêu tăng trưởng tín dụng khó có thể được điều chỉnh tăng, việc không phân biệt rõ tín dụng đen với tín dụng phi chính thức có thể khiến các giải pháp mang tính hạn chế quá mức cần thiết. Việc tiêu dùng cuối cùng chỉ tăng 6,2% trong quý I/2019 có thể phản ánh tác động của việc hạn chế tín dụng (kể cả chính thức và phi chính thức) đối với tiêu dùng. Trong khi đó, mặt bằng lãi suất của hệ thống ngân hàng thương mại hiện còn chưa hấp dẫn so với các khoản vay từ gia đình, người thân và bạn bè; do đó, các giải pháp đề ra khó có thể bền vững nếu vượt quá phạm vi của hoạt động “tín dụng đen”.

Bên cạnh đó, chiến lược tài chính toàn diện quốc gia đã được Chính phủ đặt thành ưu tiên và triển khai thực hiện trong những năm qua. Các chiến lược phát triển kinh - tế xã hội, Chiến lược phát triển bền vững Việt Nam 2011-2020, Kế hoạch hành động quốc gia thực hiện chương trình nghị sự 2030 vì sự phát triển bền vững, đều hướng tới việc nâng

cao thu nhập và chất lượng cuộc sống của nhân dân, nhấn mạnh đến tạo cơ hội bình đẳng trong tiếp cận các nguồn lực phát triển và thụ hưởng các dịch vụ cơ bản, các phúc lợi xã hội. Các chính sách hỗ trợ doanh nghiệp xuất khẩu, doanh nghiệp nhỏ và vừa..., mới ban hành đã trực tiếp thúc đẩy các hoạt động tài chính toàn diện. Ngoài ra là các chính sách như: Chính sách tín dụng phục vụ phát triển nông nghiệp, nông thôn được triển khai từ năm 2010 theo Nghị định số 41/2010/NĐ-CP ngày 12/4/2010 và sau đó được thay thế bằng Nghị định số 55/2015/NĐ-CP ngày 09/6/2015 của Chính phủ; ngày 06/12/2011, Thủ tướng Chính phủ phê duyệt Đề án xây dựng và phát triển hệ thống tài chính vi mô tại Việt Nam đến năm 2020 theo Quyết định số 2195/QĐ-TTg; ngày 05/9/2016, Thủ tướng Chính phủ có Quyết định số 1726/QĐ-TTg phê duyệt Đề án nâng cao khả năng tiếp cận dịch vụ ngân hàng cho nền kinh tế, với mục tiêu đến năm 2020 nâng cao khả năng tiếp cận các dịch vụ ngân hàng cơ bản cho người dân và doanh nghiệp; Đề án phát triển thanh toán không dùng tiền mặt tại Việt Nam được bắt đầu thực hiện từ năm 2006 và đến nay đang triển khai cho giai đoạn 2016-2020 theo Quyết định số 2545/QĐ-TTg ngày 30/12/2016 của Thủ tướng Chính phủ; gần đây, Thủ tướng Chính phủ ký Quyết định số 241/QĐ-TTg ngày 23/02/2018 phê duyệt Đề án đẩy mạnh thanh toán qua ngân hàng đối với các dịch vụ công.

## II- ĐỊNH HƯỚNG THÁO GỠ CÁC RÀO CẢN TÀI CHÍNH TIỀN TỆ ĐỐI VỚI SỰ PHÁT TRIỂN CỦA DOANH NGHIỆP VIỆT NAM ĐẾN NĂM 2025

### 1. Trong ngắn hạn

*Thứ nhất*, xác định rõ phạm vi và nội hàm của tín dụng đen, phân biệt cụ thể với tín dụng phi chính thức. Trên cơ sở đó, đề ra lộ trình thực hiện các giải pháp cả trực tiếp và gián tiếp nhằm đẩy lùi tín dụng đen. Đồng thời, đề ra các giải pháp phù hợp và lộ trình tương ứng nhằm lành mạnh hóa hoạt động tín dụng phi chính thức trong ngắn hạn và giám dần tín dụng phi chính thức trong trung và dài hạn.

Với việc đáp ứng các nhu cầu tài chính của một bộ phận người dân, doanh nghiệp hiện nay còn phải từ khu vực phi chính thức (tín dụng đen, hụi họ, v.v.), có thể chia thành hai phần: Một là những nhu cầu không chính đáng, đáp ứng các hành vi không được khuyến khích trong xã hội như tiêu thụ hàng hóa trộm cắp, phục vụ hoạt động cờ bạc, v.v.. Hai là, cũng phải thừa nhận rằng có một phần nhu cầu vay các khoản vay nhanh, các khoản vay quy mô nhỏ, các khoản vay từ các đối tượng như doanh nghiệp nhỏ và vừa... là các nhu cầu vay có thật và cần thiết. Tuy nhiên, vì không thể tiếp cận được dịch vụ từ các tổ chức tín dụng nên họ buộc phải tiếp cận từ khu vực phi chính thức. Việc ngăn cấm một cách hành chính và/hoặc thiếu lộ trình phù hợp mọi hoạt động tín dụng ở khu vực phi chính thức sẽ chỉ làm tăng rủi ro các hoạt

động này biến tướng, vừa không đạt mục tiêu quản lý vừa làm tăng chi phí cho doanh nghiệp.

*Thứ hai*, nghiên cứu, ban hành chiến lược, chính sách kịp thời và khả thi để phát triển tài chính toàn diện. Đánh giá nghiêm túc thực trạng tiếp cận các sản phẩm tài chính - ngân hàng của doanh nghiệp. Nghiên cứu các giải pháp nhằm tận dụng thời cơ từ phát triển công nghệ trong lĩnh vực ngân hàng để cải thiện tài chính toàn diện.

*Thứ ba*, nâng cao kiến thức tài chính cho doanh nghiệp. Đặc biệt lưu tâm đến nâng cao kiến thức cho doanh nghiệp về các điều khoản trong hợp đồng tín dụng. Tuyên truyền, truyền thông trung tính hơn về mặt trái, hệ lụy của tín dụng đen. Làm rõ định hướng đẩy lùi tín dụng đen đồng thời lành mạnh hóa hoạt động tín dụng cho cộng đồng doanh nghiệp.

*Thứ tư*, tăng cường tham vấn, đối thoại với cộng đồng doanh nghiệp về các vấn đề liên quan đến tiếp cận tín dụng cho sản xuất kinh doanh. Tạo dựng cơ hội cho đối thoại cởi mở, thực chất giữa các tổ chức tín dụng và cộng đồng doanh nghiệp nhằm tháo gỡ những khó khăn, khác biệt liên quan đến thủ tục vay vốn, chi phí vay vốn và các điều kiện tiếp cận vốn tín dụng chính thức khác.

## **2. Trong dài hạn**

*Thứ nhất*, hoàn thiện khung pháp lý theo hướng mở hơn với các sản phẩm tài chính, dịch vụ ngân hàng trong bối cảnh mới. Sửa đổi Luật Các tổ chức tín dụng theo cách tiếp cận “chọn bỏ” (tức là chỉ quy định những hoạt động bị cấm

hoặc có điều kiện, còn lại thì tổ chức tín dụng được tự do cung cấp) nhằm tạo điều kiện phát triển các sáng tạo tài chính cũng như các sản phẩm tài chính thân thiện với chuỗi giá trị khu vực và toàn cầu.

*Thứ hai*, cần xây dựng lộ trình phát triển tổng thể, hài hòa hệ thống tài chính và thị trường tài chính trong tổng thể chiến lược phát triển kinh tế - xã hội, cải cách cơ cấu kinh tế và hội nhập kinh tế quốc tế. Đồng thời, nghiên cứu định hướng, lộ trình nhằm tiếp tục tự do hóa lãi suất.

Các lộ trình này phải phù hợp với chiến lược phát triển kinh tế - xã hội, định hướng cơ cấu lại và đổi mới mô hình tăng trưởng kinh tế (nhất là cải cách khu vực doanh nghiệp nhà nước, cơ cấu lại đầu tư công và cấu trúc lại hệ thống ngân hàng). Mặt khác, lộ trình này phải thống nhất với quá trình hội nhập kinh tế quốc tế và thực hiện các cam kết liên quan (nhất là tự do hóa tài chính). Theo đó, cần xây dựng một chiến lược cụ thể hơn về trình tự tự do hóa tài khoản vốn và khả năng chuyển đổi đồng tiền Việt Nam, trên cơ sở ổn định kinh tế vĩ mô, cải cách và lành mạnh hóa hệ thống ngân hàng và tài chính, tự do hóa thương mại và tài khoản vãng lai và cuối cùng là tự do hóa tài khoản vốn. Bên cạnh đó, lộ trình này phải bảo đảm duy trì, củng cố các mối quan hệ nội tại cũng như mức độ phát triển hài hòa giữa các bộ phận cấu thành của thị trường tài chính.

*Thứ ba*, chú trọng hoàn thiện thị trường tiền tệ và cơ cấu lại hệ thống các nhà cung ứng dịch vụ ngân hàng - tài chính (không chỉ là tổ chức tín dụng); đồng thời thúc đẩy

phát triển các thị trường trái phiếu và cổ phiếu (bao gồm cả các thành viên phi ngân hàng trên thị trường) để thị trường tài chính từng bước có được cấu trúc cân đối hơn và có tính khuyến khích cạnh tranh cao hơn. Phát triển thị trường trái phiếu và cổ phiếu cũng giúp đa dạng hóa các nguồn vốn cho doanh nghiệp, qua đó giảm tính chi phối của tín dụng ngân hàng. Để tránh những thất bại thị trường có thể xảy ra, Việt Nam cần kiện toàn hệ thống giám sát tài chính để bảo đảm hệ thống tài chính hoạt động an toàn song không bóp nghẹt tính năng động, những sáng tạo tài chính cũng như xu hướng đa năng hóa của các định chế trên thị trường.

*Thứ tư*, hỗ trợ, tạo thuận lợi cho các tổ chức tài chính vi mô mở rộng hoạt động nhằm bổ sung nguồn tài chính vi mô cho doanh nghiệp. Ngân hàng Nhà nước cần cân nhắc, xây dựng và thực hiện các chương trình hỗ trợ đào tạo nguồn nhân lực quản lý tổ chức tài chính vi mô, hỗ trợ các tổ chức tài chính vi mô trong nước kết nối với các tổ chức tài chính quốc tế, xây dựng cơ sở dữ liệu về tổ chức tài chính vi mô và đẩy mạnh truyền thông về các tổ chức tài chính vi mô. Tạo dựng môi trường cạnh tranh bình đẳng cho thị trường tài chính vi mô. Cần hướng sự hoạt động của Ngân hàng Chính sách xã hội theo hướng giảm dần việc cấp bù lãi suất. Nghiên cứu, chuyển đổi Ngân hàng Chính sách xã hội theo hướng thành tổ chức bán buôn cho các tổ chức tài chính vi mô chính thức, các tổ chức tài chính vi mô khác. Phân chia các đối tượng khách hàng hiện nay theo các hình thức cho

vay chính sách và cho vay theo điều kiện thị trường. Tiến hành đa dạng hóa các sản phẩm dịch vụ cung cấp của Ngân hàng Chính sách xã hội.

### **III- CÁC NHÓM GIẢI PHÁP THÁO GÕ RÀO CẢN TÀI CHÍNH TIỀN TỆ NHẰM THÚC ĐẨY SỰ PHÁT TRIỂN CỦA DOANH NGHIỆP TẠI VIỆT NAM CHO ĐẾN NĂM 2025**

#### **1. Nhóm giải pháp liên quan đến hệ thống pháp lý**

*Thứ nhất*, hoàn thiện hệ thống pháp luật, đặc biệt là luật về cạnh tranh nhằm tạo hành lang pháp lý có hiệu lực và bảo đảm sự bình đẳng cho các chủ thể hoạt động trong lãnh thổ Việt Nam. Ngành ngân hàng là huyết mạch của nền kinh tế nên càng cần được bảo đảm tính minh bạch để cạnh tranh công bằng. Do đó, cần xây dựng các văn bản pháp lý phù hợp với quy định trong lãnh thổ Việt Nam, nhưng cũng cần căn cứ theo tiêu chuẩn quốc tế để dễ dàng hội nhập và đón nhận sự cạnh tranh từ các chủ thể nước ngoài. Mặt khác, thực hiện chức năng và vai trò của Nhà nước trong việc điều tiết, khắc phục các khuyết điểm của thị trường theo hướng tạo môi trường lành mạnh cho các ngân hàng hoạt động theo luật, không bao cấp cho ngân hàng thương mại, nhưng cũng không nên tạo ra những rủi ro cho ngân hàng bằng cơ chế, chính sách hay các mệnh lệnh hành chính; sử dụng cơ chế giám sát, chế tài để bảo đảm cho các ngân hàng tham gia thị trường tuân thủ “luật chơi” đã quy định. Đây là cơ sở quan

trọng nhất bảo đảm cho nền kinh tế và hệ thống ngân hàng phát triển bền vững, hội nhập hiệu quả. Một số bộ luật trong hệ thống pháp luật tài chính - ngân hàng cần được xem xét sửa đổi như: Luật Ngân hàng Nhà nước, Luật Các tổ chức tín dụng, v.v..

*Thứ hai*, cần có sự hỗ trợ từ phía Chính phủ cho các hoạt động vay vốn của doanh nghiệp nhỏ và vừa. Hỗ trợ có thể dưới dạng các khoản cho vay thông thường với lãi suất cơ bản hoặc các khoản vay đặc biệt với những ưu đãi theo các mục tiêu chính sách. Ngoài ra, có thể cung cấp và phát triển nguồn cung tài trợ cho doanh nghiệp nhỏ và vừa bằng các biện pháp như: Chính phủ cho vay trực tiếp, chủ yếu là các khoản vay dài hạn không có lãi hoặc lãi suất rất thấp để nâng cao trình độ công nghệ, phương tiện hiện đại phục vụ sản xuất kinh doanh; Chính phủ cũng có thể khuyến khích các ngân hàng cho doanh nghiệp nhỏ và vừa vay vốn bằng cách điều chỉnh lãi suất; quy định tỷ lệ cung cấp tín dụng cho doanh nghiệp nhỏ và vừa tăng lên hàng năm.

Bảo lãnh tín dụng thông qua các quỹ bảo lãnh với chi phí bảo lãnh hợp lý cũng là một phương án mà Chính phủ có thể cân nhắc. Các quỹ bảo lãnh không nhất thiết phải do Chính phủ trung ương đứng ra thành lập mà có thể được xây dựng bởi chính quyền địa phương. Tuy nhiên, việc các quỹ bảo lãnh này có thể hoạt động đúng mục tiêu và đối tượng hay không còn phụ thuộc vào nhiều yếu tố. Có thể kể đến những yếu tố mang tính quyết định như:

- Xây dựng một khung khổ chính sách đơn giản, ổn định. Điều này có ý nghĩa quan trọng trong việc thu hút vốn đầu tư từ các nhà đầu tư tổ chức và tư nhân.

- Cung cấp thông tin rõ ràng và đầy đủ về các điều kiện cũng như các lĩnh vực tài trợ, loại hình doanh nghiệp được nhận tài trợ.

- Tăng chất lượng của các kênh truyền thông để đưa hoạt động của các quỹ và chương trình đến gần hơn với doanh nghiệp nhỏ và vừa.

- Xây dựng một quy trình thủ tục xét chọn hồ sơ cũng như việc bảo đảm tính khách quan, minh bạch trong việc xét duyệt các doanh nghiệp được nhận hỗ trợ từ quỹ bảo lãnh là tối cần thiết.

- Cần có sự kết hợp giữa nhiều cơ quan và tổ chức khác nhau, từ Chính phủ, các chương trình và quỹ, đến ngân hàng, các địa phương và các hiệp hội doanh nghiệp để hỗ trợ doanh nghiệp nhỏ và vừa trong việc tiếp cận nguồn vốn.

*Thứ ba, Ngân hàng Nhà nước cần tích cực, chủ động giám sát hoạt động của hệ thống theo nguyên tắc, chuẩn mực quốc tế và không can thiệp sâu bằng các mệnh lệnh hành chính. Bên cạnh đó, cần nâng cao năng lực thể chế, rà soát các cơ chế, chính sách theo hướng thị trường, tạo môi trường lành mạnh cho hệ thống ngân hàng như: xây dựng khung pháp lý về thành lập ngân hàng một cách chặt chẽ, hợp lý; sửa đổi, cho phép ngân hàng được phép biên tịch tài sản; nhanh chóng áp dụng các chuẩn mực về phân loại nợ và trích dự phòng rủi ro theo chuẩn quốc tế; rà soát vốn thực có*

của các ngân hàng thương mại để giám sát tỷ lệ an toàn vốn tối thiểu, thực hiện quản trị rủi ro theo Basel II.

*Thứ tư*, Ngân hàng Nhà nước cần xây dựng chiến lược phát triển công nghệ ngân hàng để giảm thiểu chi phí hoạt động cho các ngân hàng. Ngân hàng Nhà nước với vai trò là người quản lý trực tiếp hoạt động của hệ thống ngân hàng nên cần giúp đỡ, tư vấn để các ngân hàng phát triển hệ thống thông tin hiệu quả, minh bạch, chất lượng, uy tín và bền vững.

*Thứ năm*, Ngân hàng Nhà nước cần phải đẩy nhanh quá trình cấu trúc lại hệ thống ngân hàng. Đối với các ngân hàng thương mại yếu kém, cần thực hiện sáp nhập, hợp nhất. Ngân hàng Nhà nước cần tuân theo một lộ trình cụ thể để sau khi cấu trúc lại, các ngân hàng hoạt động hiệu quả. Đối với ngân hàng thương mại nhà nước, cần tiếp tục giảm tỷ trọng phần vốn nhà nước ở mức hợp lý, bằng việc cho phép nhà đầu tư nước ngoài nâng tỷ lệ sở hữu cổ phiếu tại mỗi ngân hàng lên tùy theo quy mô của từng ngân hàng. Tuy nhiên, việc nâng tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài sẽ có thể dẫn đến khả năng bị thâu tóm của các ngân hàng tăng lên. Vì vậy, Ngân hàng Nhà nước cần xây dựng các biện pháp giảm thiểu ảnh hưởng này bằng cách tập trung xây dựng các ngân hàng lớn có đủ năng lực cạnh tranh quốc tế với đầy đủ các tiêu chuẩn quản trị rủi ro quốc tế. Bên cạnh đó, cần giảm sự can thiệp của Ngân hàng Nhà nước vào hoạt động của các ngân hàng, buộc các ngân hàng phải minh bạch

trong kinh doanh, chịu trách nhiệm về sự tồn tại và phát triển của chính ngân hàng mình.

*Thứ sáu*, minh bạch hóa thông tin trên thị trường tài chính, đặc biệt đối với các trung gian tài chính. Trên thực tế, nguyên nhân của tình trạng phát sinh chi phí chìm với các doanh nghiệp được cho là do các khoản vay thường không rõ ràng. Bản thân doanh nghiệp không biết tiếp cận vốn thế nào, trong khi đó các ngân hàng thương mại lại cố tình gây ra tình trạng không cân bằng trong việc đưa ra thông tin về các khoản tín dụng. Do đó, cần phải có một cơ chế phù hợp trong việc giúp các doanh nghiệp tiếp cận được các nguồn thông tin chính yếu trên thị trường. Bên cạnh đó, việc thanh tra, kiểm tra, giám sát của Ngân hàng Nhà nước cũng cần phải thực hiện một cách phù hợp nhằm tránh tình trạng xuất hiện các khoản mục liên quan đến chi phí chìm của các doanh nghiệp.

*Thứ bảy*, yêu cầu các ngân hàng thương mại bảo đảm lộ trình thực hiện Basel II giống như đã cam kết (đã tiến hành với 9 ngân hàng thương mại và năm 2020 là tất cả các ngân hàng tại Việt Nam). Điều này sẽ đáp ứng các vấn đề liên quan đến vốn tự có, CAR hay các quy định về sử dụng vốn ngắn hạn để cấp tín dụng trung và dài hạn; cũng đồng thời đáp ứng được kỳ vọng về sự phát triển ổn định của hệ thống ngân hàng. Việc này cần phải thực hiện một cách quyết liệt, tránh tình trạng đến khi gần thời hạn yêu cầu lại ban hành thêm văn bản mới gia hạn các yêu cầu cũ, sẽ khiến các tổ chức tín dụng “nhòn luật”, đồng thời không

thực hiện được các cam kết của Việt Nam khi gia nhập các tổ chức quốc tế.

*Thứ tám*, chỉ đạo các tổ chức tín dụng đẩy mạnh triển khai các chương trình, chính sách tín dụng theo chỉ đạo của Chính phủ. Tiếp tục thường xuyên phối hợp chặt chẽ với chính quyền các tỉnh, thành phố trong việc triển khai các chương trình cho vay; tích cực triển khai chương trình kết nối ngân hàng - doanh nghiệp để cùng với chính quyền các địa phương trực tiếp tháo gỡ những khó khăn, vướng mắc trong quan hệ tín dụng với khách hàng. Khuyến khích các tổ chức tín dụng phát triển và đa dạng hóa các sản phẩm tín dụng, cũng như các sản phẩm dịch vụ ngân hàng, các sản phẩm phòng ngừa rủi ro lãi suất và tỷ giá nhằm giúp người dân, doanh nghiệp chủ động về vốn, tăng cường khả năng phòng ngừa rủi ro.

## **2. Nhóm giải pháp liên quan đến thị trường tài chính**

\* *Cấu trúc lại thị trường tài chính.*

Cấu trúc lại một thị trường tài chính hiện đại và hài hòa giữa thị trường tiền tệ và thị trường vốn là vấn đề càng trở nên cần thiết hơn bao giờ hết. Cấu trúc lại thị trường tài chính theo hướng chú trọng vào phát triển theo chiều sâu hơn là phát triển theo chiều rộng như những giai đoạn trước đây. Cụ thể:

*Thứ nhất*, phát triển thị trường vốn trở thành kênh cung ứng vốn trung và dài hạn hiệu quả. Duy trì ổn định kinh tế vĩ mô để thu hút vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài; tích cực

đáp ứng các tiêu chí xếp hạng thị trường chứng khoán của MSCI để sớm được nâng hạng lên thị trường mới nổi, đặc biệt các tiêu chí về mức độ tiếp cận thị trường đối với nhà đầu tư nước ngoài.

*Thứ hai*, cần từng bước nói lòng việc quản lý các giao dịch vốn trên cơ sở nâng cao tính chuyển đổi của đồng Việt Nam và cơ chế tỷ giá hối đoái linh hoạt. Ban hành và hoàn thiện khung pháp lý, các quy định hướng dẫn việc triển khai các loại hình quỹ đầu tư chuyên biệt góp phần xã hội hóa nguồn lực đầu tư xã hội như quỹ đầu tư kết cấu hạ tầng, quỹ đầu tư năng lượng, quỹ đầu tư bất động sản, quỹ đầu tư mạo hiểm... Xây dựng cơ chế thuế nhằm khuyến khích đối với các loại hình quỹ đầu tư, đặc biệt với chương trình ưu đãi tự nguyện, quỹ đầu tư kết cấu hạ tầng.

*Thứ ba*, phát triển thị trường phái sinh nhằm bổ sung các công cụ phòng ngừa rủi ro và đa dạng hóa sản phẩm trên thị trường tài chính như: chứng khoán các khoản cho vay có thể chấp bất động sản để hỗ trợ xử lý nợ xấu; phát hành trái phiếu huy động vốn tài trợ dự án hạ tầng, giảm gánh nặng cho ngân sách nhà nước; phát triển các sản phẩm phái sinh như hợp đồng tương lai/quyền chọn đối với các chỉ số, cổ phiếu, trái phiếu và các tài sản khác; cổ phiếu không có quyền biểu quyết, trái phiếu chính phủ lãi suất thả nổi gắn với lạm phát.

*Thứ tư*, quá trình cấu trúc lại thị trường chứng khoán cần dựa trên 5 trụ cột: cấu trúc lại cơ sở hàng hóa, cấu trúc lại thị trường trái phiếu, cấu trúc lại cơ sở nhà đầu tư, cấu trúc lại

tổ chức kinh doanh chứng khoán, cấu trúc lại mô hình thị trường. Về cấu trúc lại cơ sở hàng hóa, cần nâng cao chất lượng và đa dạng hóa sản phẩm đi kèm với quản trị rủi ro tại các tổ chức phát hành (đặc biệt chú ý bảo vệ các nhà đầu tư nhỏ). Về cấu trúc lại thị trường trái phiếu, cần hoàn thiện khung pháp lý và cơ chế giao dịch trái phiếu doanh nghiệp theo hướng tự chịu trách nhiệm huy động vốn, trả nợ và phát triển các tổ chức hỗ trợ. Về cấu trúc lại cơ sở nhà đầu tư, bên cạnh việc đa dạng hóa và phát triển các định chế tài chính chuyên nghiệp, thu hút đầu tư, cần có cơ chế giám sát chặt chẽ và ứng phó với bất ổn rút vốn. Về cấu trúc lại các tổ chức kinh doanh chứng khoán, cần thực hiện phân loại và cơ cấu lại các tổ chức này; áp dụng tiêu chuẩn quản lý, giám sát dựa trên rủi ro (chuẩn CAMELS). Về cấu trúc lại mô hình tổ chức thị trường, cần thực hiện hợp nhất hai sàn giao dịch chứng khoán để quản lý thống nhất, tiết giảm chi phí.

\* *Tăng cường nguồn cung hàng hóa có chất lượng cho thị trường chứng khoán*, thông qua việc nâng cao điều kiện về phát hành, niêm yết, thoái vốn nhà nước tại các doanh nghiệp mà Nhà nước không cần nắm giữ tỷ lệ chi phối. Cụ thể: (1) Thúc đẩy các doanh nghiệp, tập đoàn lớn niêm yết trên sở giao dịch; (2) Nâng cao điều kiện niêm yết thông qua việc sửa đổi quy định niêm yết hiện nay trong luật về chứng khoán; (3) Tạo điều kiện cho tổ chức xếp hạng quốc tế tổ chức và hoạt động trên thị trường chứng khoán Việt Nam để các doanh nghiệp phát hành và nhà đầu tư có cơ sở đánh giá chất lượng trái phiếu, bảo đảm chất lượng các trái phiếu

được niêm yết, giao dịch trên thị trường. Việc xếp hạng này không chỉ xếp hạng doanh nghiệp mà còn xếp hạng từng sản phẩm, từng giao dịch; (4) Tuyên truyền nâng cao nhận thức của doanh nghiệp trong việc huy động vốn thông qua phát hành trái phiếu, nhận thức trong việc đưa cổ phiếu của doanh nghiệp niêm yết trên thị trường giao dịch chính thức.

\* *Tăng cường thông tin và tính minh bạch của thị trường.*

Thứ nhất, tiếp tục hoàn thiện phương thức và cơ chế công bố thông tin theo quy mô (vốn và số lượng cổ đông) của công ty mà không phân biệt là công ty đại chúng niêm yết hay chưa niêm yết nhằm bảo đảm tất cả các công ty đại chúng quy mô vốn lớn đều phải thực hiện công bố thông tin đầy đủ và ở mức cao hơn so với công ty có quy mô vốn nhỏ. Xây dựng lộ trình tiếp tục chuyển từ khuyến khích công bố thông tin bằng tiếng Anh sang yêu cầu các công ty niêm yết có quy mô vốn lớn công bố thông tin bằng cả tiếng Việt và tiếng Anh (bao gồm thông tin tài chính, hoạt động doanh nghiệp, họp đại hội cổ đông).

Thứ hai, tiếp tục hoàn thiện quy định về công bố thông tin cho phù hợp với thông lệ quốc tế và thực tế thị trường. Theo đó, cần bổ sung, hoàn thiện chi tiết danh mục nội dung các vấn đề, sự kiện có ảnh hưởng hoặc liên quan tới hoạt động của doanh nghiệp cần công bố thông tin. Ngoài ra, cần bổ sung quy định chặt chẽ hơn đối với nghĩa vụ của doanh nghiệp trong vấn đề công bố thông tin trọng yếu khác.

Thứ ba, hoàn thiện quy trình và hệ thống công bố thông tin liên tục, tự động đối với các doanh nghiệp để bảo đảm

thông tin được công bố chính xác, đầy đủ, kịp thời. Khuyến khích và tiến tới cụ thể hóa vào các văn bản quy phạm pháp luật yêu cầu các tổ chức phát hành tổ chức đại hội cổ đông trực tuyến vừa thuận lợi và minh bạch cho nhà đầu tư (như kinh nghiệm của Hàn Quốc, Đài Loan...).

*Thứ tư*, tăng cường cơ chế công bố công khai thông tin của doanh nghiệp phát hành để bảo vệ quyền lợi của nhà đầu tư. Cân xây dựng trung tâm thông tin trái phiếu doanh nghiệp tại sở giao dịch, trung tâm này sẽ cung cấp các thông tin liên quan tới doanh nghiệp phát hành, khả năng trả nợ, chất lượng trái phiếu, thông tin về các đợt phát hành theo các phân tầng thông tin cụ thể.

\* Tiếp tục hoàn thiện chuẩn mực kế toán, kiểm toán và nâng cao chất lượng dịch vụ kiểm toán.

Từng bước sửa đổi, bổ sung, ban hành các văn bản hướng dẫn áp dụng các chuẩn mực kế toán quốc tế (IAS), chuẩn mực báo cáo tài chính quốc tế (IFRS) đối với hoạt động kế toán doanh nghiệp, hướng dẫn hoạt động kiểm toán tại các công ty đại chúng nhằm nâng cao chất lượng thông tin công bố ra công chúng; bảo đảm các thông tin công bố là tin cậy, đầy đủ, chính xác và kịp thời, đặc biệt là các thông tin về các vấn đề tài chính trọng yếu của công ty. Đồng thời có lộ trình cụ thể và thúc đẩy nhanh việc xây dựng các văn bản hướng dẫn các công ty đại chúng, công ty niêm yết áp dụng các chuẩn mực kế toán quốc tế (IAS), chuẩn mực báo cáo tài chính quốc tế (IFRS), chuẩn mực kiểm toán. Theo đó cần bảo đảm thống nhất trong việc lập và trình bày báo cáo

tài chính của các công ty đại chúng. Việc hoàn thiện hệ thống chuẩn mực kế toán Việt Nam cần dựa trên chuẩn mực kế toán quốc tế, tuy nhiên chú ý đến việc sử dụng ngôn ngữ dễ hiểu nhằm bảo đảm không chỉ những người hành nghề kế toán, kiểm toán mà các chủ đầu tư, cổ đông, chủ sở hữu doanh nghiệp có thể hiểu để làm cơ sở đánh giá, giám sát tình hình tài chính và kết quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Cần thực hiện trình bày thông tin bổ sung trong báo cáo tài chính, đặc biệt là các nghiệp vụ ngoài bảng cân đối kế toán. Tăng cường sử dụng giá trị hợp lý trong trường hợp có thể nhằm nâng cao tính hữu dụng của thông tin tài chính cho việc ra quyết định cũng như phản ánh sát thực tình hình hoạt động của doanh nghiệp.

\* Tiếp tục có chính sách thu hút nhà đầu tư nước ngoài cũng như có chính sách khuyến khích sự tham gia của các nhà đầu tư chuyên nghiệp khác trong nước như công ty bảo hiểm, quỹ hưu trí, quỹ đầu tư, công ty tài chính vào thị trường chứng khoán để hỗ trợ tăng sức cầu, cải thiện thanh khoản cho thị trường.

\* Hình thành cơ quan giám sát đủ mạnh.

Song song với việc phát triển thị trường tài chính, cần phải nâng cấp vai trò của cơ quan giám sát có đủ năng lực, công cụ, quyền lực và nguồn nhân lực để theo kịp với sự phát triển của thị trường. Xây dựng và thực hiện cơ chế điều phối hoạt động giữa các cơ quan trong mạng lưới an toàn tài chính để bảo đảm sự chia sẻ kịp thời thông tin về tình hình thị trường và phối hợp hoạt động trong quản lý, giám sát thị

trường. Hiệu quả của hệ thống giám sát tài chính quốc gia thể hiện ở khả năng giám sát toàn diện đối với cả hệ thống tài chính và bảo đảm sự phối hợp chặt chẽ, nhất quán của hoạt động giám sát tài chính để đạt được kết quả cuối cùng là bảo đảm sự an toàn của hệ thống tài chính, góp phần vào sự phát triển bền vững của nền kinh tế.

### **3. Nhóm giải pháp liên quan đến các tổ chức tín dụng**

*Thứ nhất*, minh bạch hóa các quy định liên quan đến cấp tín dụng gồm điều kiện, thủ tục và quy trình cấp tín dụng. Các chính sách ưu đãi (ví dụ đối với doanh nghiệp nhỏ và vừa) cần được tuyên truyền rộng rãi tới những đối tượng khách hàng phù hợp qua các kênh đa dạng như website, facebook, băng rôn... để khách hàng có thông tin đầy đủ.

*Thứ hai*, các tổ chức tín dụng nói chung và ngân hàng thương mại nói riêng cần xây dựng lộ trình để áp dụng mô hình định giá khoản vay theo rủi ro (Risk based Pricing). Mô hình định giá khoản vay theo rủi ro là mô hình xác định lãi suất - giá của khoản vay - dựa trên rủi ro tín dụng tương ứng của mỗi khoản vay. Như vậy, khoản vay có mức rủi ro cao hơn sẽ chịu mức lãi suất cao so với khoản vay có mức rủi ro thấp hơn. Đối với khách hàng, những người có lịch sử tín dụng tốt sẽ được hưởng mức lãi suất đặc biệt tốt vì có hành vi tài chính lành mạnh và có trách nhiệm. Mô hình định giá này sẽ giúp cho khách hàng được giảm giá khoản vay theo rủi ro do phản ánh niềm tin của ngân hàng vào khả năng trả nợ của khách hàng, các khách hàng ít rủi ro sẽ không phải

chịu chi phí tín dụng như khách hàng có rủi ro cao. Đối với ngân hàng, mô hình này sẽ giúp ngân hàng xác định được mức giá cần thiết để bù đắp rủi ro của khoản vay. Việc xác định chính xác lãi suất áp dụng cho mỗi khoản vay sẽ giúp ngân hàng lựa chọn đúng khách hàng, qua đó góp phần nâng cao chất lượng tín dụng, đáp ứng các yêu cầu quy định khi mà rủi ro tín dụng đã được đưa vào và bù đắp đầy đủ trong giá.

*Thứ ba*, ban lãnh đạo các ngân hàng cần ban hành chính sách quy định về các chuẩn mực trong mối quan hệ giữa cán bộ ngân hàng và khách hàng nhằm chấm dứt tình trạng “đi đêm” giữa cán bộ ngân hàng và khách hàng. Điều này không chỉ giúp cho khách hàng giảm được các chi phí không cần thiết mà còn cải thiện sự minh bạch của ngân hàng đối với công chúng, giúp ngân hàng tiếp cận được những doanh nghiệp đủ điều kiện, qua đó cải thiện chất lượng tín dụng của ngân hàng.

*Thứ tư*, đơn giản hóa và cải tiến các thủ tục cho vay. Hiện nay, do những hạn chế của cán bộ tín dụng hoặc do e sợ trách nhiệm nên mặc dù có chủ trương mở rộng tín dụng cho các doanh nghiệp tư nhân, cũng như các quỹ hỗ trợ các doanh nghiệp nhỏ và vừa trong và ngoài nước, nhưng tốc độ giải ngân vẫn còn chậm, một phần là do thủ tục thụ lý hồ sơ vay còn phức tạp và mất nhiều thời gian. Để giải quyết vấn đề này, trong thời gian tới cần làm tốt hơn công tác truyền thông giúp các doanh nghiệp biết nguồn vốn mà mình có thể tiếp cận được từ các quỹ hỗ trợ doanh nghiệp được giải ngân

through qua các ngân hàng thương mại và các tổ chức tín dụng. Đồng thời, các tổ chức tín dụng cần tiếp tục cải tiến quy trình, đơn giản hóa thủ tục cho vay, trong đó gồm cả quy định và điều kiện cho vay tín chấp, rút ngắn thời gian thu lý hồ sơ xin vay của doanh nghiệp, đặc biệt là với các khoản vay trung và dài hạn của doanh nghiệp; qua đó giúp doanh nghiệp có thể giảm các chi phí giao dịch cũng như những chi phí phát sinh ngoài chi trả lãi.

*Thứ năm*, thực hiện chính sách lãi suất hợp lý, đồng thời đáp ứng nhiều mục tiêu như bảo đảm lãi suất thực dương cho người gửi tiền tiết kiệm, lãi suất ưu đãi của các chương trình tín dụng trọng điểm... Tuy nhiên, việc cho vay phải bảo đảm tuân thủ các quy định của Ngân hàng Nhà nước và quy định pháp luật liên quan, bảo đảm hiệu quả và an toàn vốn vay.

*Thứ sáu*, chủ động nghiên cứu, đề xuất các chương trình nhằm tạo thuận lợi cho doanh nghiệp tiếp cận vốn và các dịch vụ ngân hàng phục vụ hoạt động sản xuất kinh doanh có hiệu quả. Khuyến khích xây dựng và triển khai những gói sản phẩm hỗ trợ doanh nghiệp, nhất là doanh nghiệp nhỏ và vừa (hỗ trợ về vốn, lãi suất, thời hạn cho vay...). Cung cấp các sản phẩm hỗ trợ trong lĩnh vực thanh toán, tiền tệ...

*Thứ bảy*, các ngân hàng thương mại có thể xem xét bổ sung danh mục tài sản được chấp nhận làm tài sản bảo đảm, tăng tỷ lệ cho vay so với tài sản bảo đảm. Điều này không có nghĩa là bỏ hoàn toàn điều kiện về tài sản bảo đảm, mà tập trung vào việc tăng tỷ lệ cho vay trên tài sản bảo đảm. Các

ngân hàng thương mại cần đặt trọng tâm nhiều hơn vào phương án vay vốn và nâng cao năng lực của mình trong công tác quản trị rủi ro tín dụng. Có như vậy, kênh vốn chính thức này mới được mở rộng cho khu vực doanh nghiệp. Ngoài ra, ở góc độ quản lý vĩ mô, Ngân hàng Nhà nước cần nghiên cứu và bổ sung thêm chỉ tiêu kiểm soát về tỷ lệ cho vay không yêu cầu tài sản bảo đảm vào bộ chỉ tiêu quản lý hoạt động các ngân hàng thương mại, song song với tiêu chí tỷ lệ nợ xấu.

*Thứ tám*, mở rộng các chương trình bảo lãnh tín dụng theo hướng mỗi chương trình được thiết kế trực tiếp vào nhóm nhu cầu vay của doanh nghiệp, nhằm trực tiếp quản trị rủi ro đối với từng loại nhu cầu và thiết kế các sản phẩm bảo lãnh tín dụng tương ứng. Hiệu quả của các chương trình bảo lãnh tín dụng đối với việc cải thiện khả năng tiếp cận vốn của doanh nghiệp đã được chứng minh qua nhiều nghiên cứu thực nghiệm tại nhiều quốc gia. Việt Nam hiện đã có hệ thống các quỹ và tổ chức triển khai các chương trình bảo lãnh tín dụng cho các doanh nghiệp nhỏ và vừa, tuy nhiên hiệu quả chưa cao vì các sản phẩm dịch vụ bảo lãnh còn quá chung chung, tiêu chí thẩm định không có sự phân biệt và không có nhiều tính hỗ trợ khuyến khích so với bộ tiêu chí thẩm định tín dụng của ngân hàng thương mại. Các gói bảo lãnh tín dụng chưa được thiết kế đa dạng và chưa đáp ứng được nhu cầu của doanh nghiệp.

*Thứ chín*, hiện nay chưa có những phân định rõ ràng giữa doanh nghiệp nhỏ và vừa và các khởi nghiệp (start-up).

Tín dụng cho hai dạng hình doanh nghiệp này có tính chất rất khác nhau và cần được phục vụ bởi hai khu vực tài chính khác nhau. Các doanh nghiệp nhỏ và vừa thường là khách hàng tín dụng của các ngân hàng thương mại còn start-up cần được phục vụ bởi các quỹ đầu tư mạo hiểm, các đơn vị cung vốn có khâu vị rủi ro cao hơn và hệ thống quản trị rủi ro đặc thù hơn. Việc đánh đồng giữa hai nhóm này có thể dẫn đến việc đánh đồng các chính sách tín dụng và chính sách khuyến khích, hỗ trợ doanh nghiệp, từ đó tạo áp lực gián tiếp lên các ngân hàng thương mại trong việc cung vốn, có thể để lại hậu quả nợ xấu hàng loạt trong tương lai gần. Cần bổ sung thêm tiêu chí thời gian hoạt động vào bộ tiêu chí phân biệt doanh nghiệp nhỏ và vừa. Cụ thể, doanh nghiệp có thời gian hoạt động trên một năm, đã có báo cáo tài chính đầy đủ thì mới được coi là doanh nghiệp nhỏ và vừa. Ngược lại thì được coi là khởi nghiệp. Tuy nhiên, tiêu chí này không nên áp dụng đối với các doanh nghiệp nhỏ và vừa được chuyển đổi từ hộ kinh doanh. Do trước khi chuyển đổi thành doanh nghiệp, hộ kinh doanh đã đăng ký và hoạt động theo quy định của pháp luật, hoạt động sản xuất và kinh doanh liên tục, ít nhất là một năm tính từ ngày được cấp giấy chứng nhận đăng ký doanh nghiệp lần đầu. Các doanh nghiệp này tuy chưa có báo cáo tài chính nhưng đã có đủ hồ sơ hợp pháp khác để chứng minh năng lực tài chính của mình.

Để tháo gỡ vấn đề này, các tổ chức tín dụng nên cho phép các doanh nghiệp sử dụng các tài sản được hình thành

từ vốn vay để làm tài sản thế chấp cho các khoản vay. Tuy nhiên, để làm được điều này, các tổ chức tín dụng cần nâng cao trình độ của cán bộ thẩm định doanh nghiệp, bảo đảm các dự án được giải ngân là khả thi và hoạt động có hiệu quả. Trong việc xem xét đánh giá quyết định cho vay, các tổ chức tín dụng nói chung và các ngân hàng thương mại nói riêng nên dựa trên phân tích dòng tiền tương lai của doanh nghiệp và khả năng sinh lời của dự án vay vốn, không chỉ đơn thuần xem doanh nghiệp có đủ tài sản bảo đảm hay không, bởi đây mới là nhân tố chính giúp các tổ chức tín dụng thu hồi vốn vay đúng hạn và giảm rủi ro nợ xấu.

*Thứ mười*, mở rộng hình thức cho vay tín chấp thông qua việc chấp nhận sử dụng tài sản vô hình và nhãn hiệu thương mại của doanh nghiệp để bảo đảm cho các khoản vay. Đồng thời, việc định giá các tài sản thế chấp phải sát với giá thị trường và tăng tỷ lệ cho vay so với giá trị tài sản bảo đảm cho món vay. Để tạo điều kiện thuận lợi cho cả phía tổ chức tín dụng và doanh nghiệp, Chính phủ cũng nên hạn chế hình sự hóa các hoạt động tín dụng đối với các hình thức này.

#### **4. Nhóm giải pháp liên quan đến năng lực của chính các doanh nghiệp**

*Thứ nhất*, cần cải thiện năng lực quản lý. Quản trị doanh nghiệp được coi là nội dung quan trọng tác động trực tiếp tới hoạt động tài chính, đầu tư, giúp phân bổ hiệu quả hơn các nguồn lực, thúc đẩy hoạt động của doanh nghiệp và

nâng cao hiệu quả kinh doanh. Chỉ khi doanh nghiệp thực hiện quản trị doanh nghiệp tốt mới có điều kiện giảm thiểu rủi ro, giảm thiểu các hành vi gian lận tài chính, ngăn ngừa các hành vi giao dịch trực lợi cá nhân (lương thưởng phải gắn liền với kết quả hoạt động của doanh nghiệp). Mặt khác, quản trị doanh nghiệp tốt sẽ giảm tình trạng thông tin bất cân xứng, nâng cao lòng tin của các nhà đầu tư, vì thế khả năng tiếp cận tín dụng của các doanh nghiệp không chỉ dễ dàng hơn mà còn có thể tiếp cận vốn trên thị trường vốn trong nước hoặc thị trường vốn quốc tế.

*Thứ hai*, cải thiện năng lực kinh doanh. Các doanh nghiệp cần xây dựng được các kế hoạch kinh doanh hằng năm, cũng như xây dựng chiến lược phát triển trong dài hạn. Đồng thời, hằng năm phải đánh giá mức độ hoàn thành kế hoạch đặt ra. Có như vậy, doanh nghiệp mới đánh giá được năng lực hoạt động của mình, qua đó có những điều chỉnh phù hợp cho hoạt động kinh doanh.

*Thứ ba*, hoàn thiện hệ thống kế toán doanh nghiệp. Một trong những tồn tại hiện nay đối với các doanh nghiệp tư nhân là hầu như chưa chú trọng đến việc xây dựng hệ thống kế toán của doanh nghiệp. Do đó, các doanh nghiệp cũng khó khăn hơn khi muốn tiếp cận với các nguồn vốn vay từ các tổ chức tín dụng vì khó đáp ứng được các giấy tờ minh chứng về tài chính trong yêu cầu của hồ sơ xin vay vốn. Như vậy, các doanh nghiệp cần có nhận thức đúng đắn hơn về việc xây dựng hệ thống kế toán của doanh nghiệp nhằm phục vụ công tác quản trị tài chính và ra quyết định kinh

doanh, không như hiện nay chỉ dừng lại ở mức phục vụ báo cáo thuế là chính.

*Thứ tư*, minh bạch trong hoạt động tài chính. Đối với các doanh nghiệp lớn, doanh nghiệp niêm yết, việc minh bạch hoạt động tài chính là yêu cầu bắt buộc. Bên cạnh đó, có doanh nghiệp minh bạch nhưng không kịp thời, chưa đầy đủ; hoặc có doanh nghiệp (đặc biệt doanh nghiệp nhỏ và siêu nhỏ) có cung cấp thông tin, nhưng số liệu hạch toán nội bộ khác, số liệu cung cấp cho cơ quan thuế khác và số liệu cho tổ chức tín dụng khi cần vay vốn khác. Những doanh nghiệp này sẽ không tạo được mối quan hệ tin cậy với tổ chức tín dụng và chắc chắn sẽ khó khăn khi vay vốn tại các tổ chức tín dụng, nếu có vay được thì phải chịu lãi suất cho vay cao hơn các doanh nghiệp tạo dựng được uy tín với tổ chức tín dụng. Do đó, doanh nghiệp muốn tiếp cận vốn tín dụng, hoặc vay vốn bằng phát hành trái phiếu doanh nghiệp hay gọi vốn góp của các nhà đầu tư trong và ngoài nước, thì điều kiện bắt buộc là phải minh bạch hoạt động tài chính.

Từng bước áp dụng chuẩn mực báo cáo tài chính quốc tế (IFRS), là hệ thống tiêu chuẩn kế toán yêu cầu doanh nghiệp có trách nhiệm giải trình đầy đủ về tình hình tài chính doanh nghiệp. Việc áp dụng IFRS sẽ giảm thiểu sự mất cân bằng về thông tin, giúp nâng cao giá trị doanh nghiệp cũng như giảm chi phí vốn, tạo điều kiện thu hút nguồn vốn đầu tư dài hạn bền vững với chi phí huy động vốn hợp lý.

*Thứ năm*, công bố thông tin là một trong những tiêu chí đánh giá chất lượng quản trị doanh nghiệp và minh bạch tài

chính. Việc làm này giúp doanh nghiệp tiếp cận tín dụng dễ dàng, nhanh chóng hơn. Việc công bố thông tin phải bảo đảm tính kịp thời, đầy đủ và chất lượng của thông tin công bố. Các thông tin công bố bao gồm cả thông tin tài chính và thông tin phi tài chính. Các thông tin cần công bố là: tính kịp thời của báo cáo tài chính; báo cáo thường niên; trách nhiệm giải trình thông tin tài chính; công bố thông tin về thù lao, lương thưởng; về tính độc lập của thành viên Hội đồng quản trị; về sở hữu cổ phần của Hội đồng quản trị và Ban kiểm soát (đối với các doanh nghiệp niêm yết).

*Thứ sáu, tìm hiểu, nắm bắt kịp thời cơ chế, chính sách mới, các thông tin từ Chính Phủ, bộ, ngành, từ các tổ chức tín dụng có liên quan đến hỗ trợ doanh nghiệp.*

- Tạo thói quen tiếp cận thông tin qua phương tiện truyền thông, website của Chính phủ, bộ, ngành, hội thảo/tọa đàm, đào tạo... để nắm bắt kịp thời sự thay đổi của cơ chế, chính sách, các gói ưu đãi/hỗ trợ cho doanh nghiệp trong từng giai đoạn, cũng như các thông tin về thị trường tiêu thụ.

- Tùy từng loại hình, doanh nghiệp nên tiếp cận đa dạng các kênh vay mượn. Bên cạnh kênh truyền thống từ các ngân hàng thương mại, tùy theo tính chất, mục đích và thời hạn sử dụng vốn vay, doanh nghiệp có thể thuê tài chính từ công ty tài chính, phát hành trái phiếu doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán, hay thực hiện tín dụng thương mại.

*Thứ bảy, xây dựng phương án/dự án vay vốn thuyết phục. Doanh nghiệp nhỏ và vừa muốn ngân hàng tin tưởng*

cấp vốn cho mình thì phải học cách xây dựng phương án/dự án vay vốn một cách chân thực, chặt chẽ, chi tiết và phải chứng minh được hiệu quả của phương án/dự án đó. Đây lại chính là một trong những điểm yếu nhất của doanh nghiệp nhỏ và vừa. Đa số doanh nghiệp khi được ngân hàng hỏi về phương án kinh doanh, họ chỉ đưa ra một vài trang giấy với nội dung mang tính giới thiệu, không có những nghiên cứu thị trường về sản phẩm, không phân tích điểm mạnh điểm yếu của doanh nghiệp, không đưa ra được những thách thức và nguy cơ..., hoặc nếu có thì những yếu tố đó không liên kết với nhau, không có tính thuyết phục. Nhiều chủ doanh nghiệp, trưởng phòng kinh doanh hay trưởng phòng tài chính không nắm được việc xây dựng phương án kinh doanh cần những yếu tố gì. Rất nhiều doanh nghiệp, bên dưới chủ doanh nghiệp chỉ có bộ phận kế toán mà thực chất chỉ là “người giúp việc về số liệu”. Họ thường trả lời sai những câu hỏi mà ngân hàng đưa ra, kết quả là phương án vay vốn không được chấp nhận. Hiện có nhiều phương án/dự án vay vốn của doanh nghiệp được các nhân viên tín dụng tư vấn hoặc xây dựng giúp, nhưng nhân viên tín dụng cũng không phải là chuyên gia nên phần lớn các phương án cũng chưa thuyết phục.

## TÀI LIỆU THAM KHẢO

### Tài liệu tham khảo nước ngoài

- Allen, F., & Gale, D: *Comparing financial systems*, MIT press, 2000.
- Allen, F., Qian, J., & Qian, M.: "Law, finance, and economic growth in China", *Journal of financial economics*, 2005, 77(1), pp.57-116.
- Arellano, M., & Bond, S.: "Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations", *The Review of Economic Studies*, 1991, 58(2), pp.277-297.  
<https://doi.org/10.2307/2297968>
- Ayyagari, M., Demirguc-Kunt, A., & Maksimovic, V.: "Formal versus informal finance: Evidence from China", *The Review of Financial Studies*, 2010, 23(8), pp.3048-3097.
- Baydas, M. M., Bahloul, Z., & Adams, D. W.: "Informal finance in Egypt: "banks" within banks", *World Development*, 1995, 23(4), pp.651-661.
- Beck, T., & Demirguc-kunt, A.: "Small and Medium-Size Enterprises: Overcoming Growth Constraints", *Journal of Banking & Finance*, 30(February), pp.1–31, 2005.

- Beck, Thorsten: *Financial structure and economic development: Firm, industry, and country evidence* (Vol. 2423), World Bank Publications, 2000.
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., & Maksimovic, V.: "Financing patterns around the world: Are small firms different?", *Journal of financial economics*, 2008, 89(3), pp.467-487.
- Berger, A., Klapper, L., & Turk-Ariş, R.: "Bank competition and financial stability". *Journal of Financial Services Research*, 2009, 35(2). <https://doi.org/10.1007/s10693-008-0050-7>.
- Berger, A. N., Miller, N. H., Petersen, M. A., Rajan, R. G., & Stein, J. C.: "Does Function Follow Organizational Form? Evidence from the Lending Practices of Large and Small Banks", *Journal of Financial Economics*, 2005, 76(2), pp.237–269.
- Berger, A. N., Rosen, R. J., & Udell, G. F.: "Does Market Size Structure Affect Competition? The Case of Small Business Lending", *Journal of Banking & Finance*, 2007, 31(1), pp.11–33.
- Bhide, A.: "The hidden costs of stock market liquidity", *Journal of Financial Intermediation*, 1993, 34, pp.1–51.
- Blundell, R., & Bond, S.: "Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models:", *Journal of Econometrics*, 1998, 87(1), pp.115–143.
- Bond, S. R., Söderbom, M., & Wu, G.: *Investment and financial constraints: Empirical evidence for firms in Brazil and*

*China*, Mimeo, Department of Economics, University of Oxford, 2007.

Butler, A. W., & Cornaggia, J.: "Does access to external finance improve productivity? Evidence from a natural experiment", *Journal of Financial Economics*, 2011, 99(1), pp.184–203.

Cecchetti, S. G., & Kharroubi, E.: "Why Does Financial Sector Growth Crowd Out Real Economic Growth?", *BIS Working Paper*, 2015, p.490.

Chakraborty, S., & Ray, T.: "Bank-based versus market-based financial systems: A growth-theoretic analysis", *Journal of Monetary Economics*, 2006, 53(2), pp.329–350.

Chen, Minjia, & Guariglia, A.: *Financial constraints and firm productivity in China: Do liquidity and export behavior make a difference?*, 2011.

Claessens, S., & Laeven, L.: "Financial Dependence, Banking Sector Competition, and Economic Growth", *Journal of the European Economic Association*, 2005, 3(1), pp.179–207.

Clarke, G., Cull, R., Martinez Peria, M. S., & Sanchez, S. M.: "Foreign Bank Entry: Experience, Implications for Developing Countries, and Agenda for Further Research", *Working Paper*, 2001, p.2698.

Cole, R. A., L.G., G., & White, L. J.: "Cookie Cutter vs. Character: The Micro Structure of Small Business Lending by Large and Small Banks", *Journal of*

- Financial and Quantitative Analysis*, 2004, 39(2), pp.227–251.
- Demirgüt-Kunt, A.: *Finance and Economic Development: Policy Choices for Developing Countries* (Google eBook), 2006. [http://books.google.com/books?id=4o\\_v5jLH4KUC&pgis=1](http://books.google.com/books?id=4o_v5jLH4KUC&pgis=1)
- Demirguc-Kunt, A., & Vojislav, M.: "Law, Fnance, and Frm growth", *Journal of Finance*, , 1998, 53(6).
- Detragiache, E., Tressel, T., & Gupta, P.: "Foreign Banks in Poor Countries: Theory and Evidence", *Journal of Finance*, 2008, 63(5), pp.2123–2160.
- Doku, J. N., Adjasi, C. K. D. và S.-K., & E.: "Financial market development and capital structure of listed firms – empirical evidence from Ghana", *Sebian Journal of Management*, 2011, 6(2), pp.155–168.
- Fernandes, A. M.: "Trade policy, trade volumes and plant-level productivity in Colombian manufacturing industries", *Journal of International Economics*, 2007, 71(1), pp.52–71.
- Fernando, A., & Ruggieri, A.: "Working Paper Series:Financial constraints and productivity: Evidence from euro area companies", *ECB Working Paper Series*, 2015.
- Gatti, R., & Love, I.: "Does access to credit improve productivity?", *The Economics of Transition*, 2008, 16(3), pp.445–465.

- Hakenes, H., Hasan, I., Molyneux, P., & Xie, R.: "Small Banks and Local Economic Development", *UNEP Inquiry 23 Effects of Financial System Size and Structure on The*, 2015, 19(2), pp.653–683.
- Hàng, Đ. T. T., Vy, P. D., & Bandaralage, J.: "Mergers, Acquisitions and Market Concentration in the Banking Sector: The Case of Vietnam", *Asian Journal of Economics and Empirical Research*, 2016, 3(1), pp.49–58.
- Kokko, H.: *The State and the Private Sector in Vietnam, Working Paper 236, Stockholm School of Economics*, 2007.
- Le, N. V.: *Bank credit to small and Medium enterprises in the Vietnamese unstable macroeconomy*. Finance, 2014.
- Levine, O., & Warusawitharana, M.: "Finance and Productivity Growth: Firm-Level Evidence", *Ssrn*, 2014, p.608.
- Levine, R.: "Bank-Based or Market-Based Financial Systems. Which is Better?", *Journal of Financial Intermediation*, 2002, 11(4), pp.398–428.
- Levinsohn, J., & Petrin, A.: "Estimating production functions using inputs to control for unobservable", *Review of Economic Studies*, 2003, 70(2), pp.317–341.
- Li, H., Meng, L., & Zhang, J.: "Why do entrepreneurs enter politics? Evidence from China", *Economic Inquiry*, 2006, 44(3), pp.559–578.
- Malesky, E. J., & Taussig, M.: "Where is Credit Due? Companies", *Banks, and Locally Differentiated Investment Growth in Vietnam, Paper Presented at International Conference of Asian Scholars*, 2005.

- Minh, D. T., Malesky, E., To, T.-T., & Nguyen, D.-T.: "Effect of Interest Rate Subsidies on Firm Performance and Investment Behavior during Economic Recession: Evidence from Vietnam", *Asian Economic Journal*, 2013, 27(2), pp.185–207.
- Modigliani, F. và M., & M.: "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment", *The American Economic Review*, 1958, 48(3), pp.261–297.
- Moreno Badia, M., & Slootmaekers, V.: *The Missing Link between Financial Constraints and Productivity*, 2009.
- Mundlak, Y.: "On the Pooling of Time Series and Cross Section Data", *Econometrica*, 1978, 46.
- Musso, P., & Schiavo, S.: "The impact of financial constraints on firm survival and growth", *Journal of Evolutionary Economics*, 2008, 18(2), pp.135–149.
- Nguyen, N., Gan, C. và H., & B. (n.d.): "Credit accessibility and small and medium sized enterprises' growth in Vietnam" In *Current Politics and Economics of South, Southeastern, and Central Asia* (Vols. 24, Number 2-3).
- Nguyen, V. T., Le, Q. C., & Tran, T. B.: *Citizen Participation in City Government*, UNDP paper Series, 2013.
- Nguyet, C. T. K.: *Why do Small and Medium Enterprises Need to Access Informal Credit? The Case of Vietnam*, PhD student of Graduate School of Economics, International Finance and Banking (Vol. 1), 2014.
- Nguyễn Thị Nhụng: *Credit Accessibility and Small and Medium Sized Enterprise Growth in Vietnam* (thesis), LincolnUniversity, 2014.

Nguyễn Thị Nhưng: "Determinants of Financing Pattern and Access to Formal -Informal Credit: The Case of Small and Medium Sized Enterprises in Viet Nam", *MPRA Paper*, 09(81868), 2013.

Olley, G. S., & Pakes, A.: "The Dynamics of Productivity in the Telecommunications Equipment Industry", *Econometrica*, 2006, 64(6), p.1263. <https://doi.org/10.2307/2171831>

Pál, R., & Ferrando, A.: "Financing constraints and firms' cash policy in the euro area", *European Journal of Finance*, 2010, 16(2), pp.153–171. <https://doi.org/10.1080/13518470903075748>

Pham Tien Thanh et al.: *Access to Formal Credit and Firm Performance – the Case of Small and Medium-Sized Enterprises in Vietnam*. Faculty of Business Administration, Ton Duc Thang University, 2013.

Phan, N. D.: *The impacts of financial development on economic activities in Vietnam* [Ph.D. thesis], University of Adelaide, School of Economics, 2008.

Phong, N. H.: "Profitability of Vietnamese Banks Under Competitive Pressure". *Emerging Markets Finance and Trade*, 2018. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2018.1511977>

Rahaman, M. M.: "Access to financing and firm growth", *Journal of Banking & Finance*, 2010, 35, pp.709–723.

Rajan, R. G., & Zingales, L.: "Which capitalism? Lessons from the East Asian crisis", *Journal of Applied Corporate Finance*, 1998, 11, pp.40–48.

- Rand, J., & Tarp, F.: *Characteristics of the Vietnamese Business Environment: Evidence from a SME Survey in 2005, A Study Prepared under Component 5 – Business Sector Research of the Danida Funded Business Sector Programme Supporat (BSPS)*, 2007.
- Shen, Y., Shen, M., Xu, Z., & Bai, Y.: "Bank Size and Small-and Medium-sized Enterprise (SME) Lending: Evidence from China", *World Development*, 2009, 37(4), pp.800–811.
- Stiglitz, J. E.: "Credit markets and the control of capital", *Journal of Money, Credit and Banking*, 1985, 17.
- Stulz, R. M.: *Does financial structure matter for economic growth? A corporate finance perspective*, 2000.
- Tháo, N. N., & Stewart, C.: "Concentration and efficiency in the Vietnamese banking system between 1999 and 2009 A structural model approach", *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 2013, 21(3), pp.268–283.
- Vo, T. T., Tran, T. C., Bui, V. D., & Trinh, D. C.: "Small and Medium Enterprises Access to Finance in Vietnam'. In C. Harvie, S. Oum, & D. Narjoko (Eds.)", *Small and Medium Enterprises (SMEs) Access to Finance in Selected East Asian Economies. ERIA Research Project Report 2010-14* (pp. 151–192), ERIA, 2011.
- Volz, U.: "European Financial Integration and the Financing of Local Businesses in the New EU Member States", *EBRD Working Paper*, 2004, 89.

Volz, U.: "An Empirical Examination of Firms' Financing Conditions in Transition Countries", *International Journal of Emerging and Transition Economies*, 2011, 3(1–2), pp.167–193.

Wachtel, P.: "The Evolution of the Finance Growth Nexus", *Comparative Economic Studies*, 2011, 53(3), pp.475–488.

Wu, J., Song, J., & Zeng, C.: "An empirical evidence of small business financing in China", *Management Research News*, 2008, 31(12), pp.959–975.

Zingales, L.: "Does Finance Benefit Society?", *NBER Working Paper*, 2015, 20894.

### Tài liệu tham khảo trong nước

Báo Anh: "Doanh nghiệp nhà nước nợ nghìn tỷ: Những mối lo hiện hữu", Báo điện tử Công luận, 2018.

Bộ Kế hoạch và Đầu tư: *Báo cáo thường niên doanh nghiệp vừa và nhỏ Việt Nam 2008*, 2008

Châu Đình Linh: *Mức độ ảnh hưởng của nợ xấu đến hiệu quả hoạt động của các ngân hàng thương mại Việt Nam*, Luận án Tiến sĩ Kinh tế, Đại học Ngân hàng Thành phố Hồ Chí Minh, 2017.

Đặng Anh Tuấn, Khúc Thế Anh: "Độc quyền nhóm trong lĩnh vực ngân hàng tại Việt Nam và hàm ý một số chính sách", *Tạp chí Ngân hàng*, số tháng 3/2018.

Đoàn Việt Dũng: *Lý thuyết cấu trúc cạnh tranh ngành với việc nâng cao năng lực cạnh tranh của các ngân hàng thương mại ở Việt Nam hiện nay*, Luận án tiến sĩ, Trường Đại học Kinh tế quốc dân, 2015.

Hải Vân: “2018 lại ồ ạt tăng vốn và mở rộng mạng lưới ngân hàng?”, *Tạp chí Trí thức trẻ*, 2018.

Hoàng Công Gia Khánh và cộng sự: *Báo cáo thường niên thị trường tài chính 2017: Tiếp cận tài chính*, Nxb. Đại học quốc gia Thành phố Hồ Chí Minh, 2018.

Hoàng Minh: “Lãi suất tăng, doanh nghiệp lo lắng”, *Vietnam Investment Review*, 2018

Lê Minh Hương: “Thực trạng vốn mỏng tại các doanh nghiệp Việt Nam”, *Thông tin phục vụ Lãnh đạo số 20*, 2016.

Lê Thị Thu Thủy: “Pháp luật Việt Nam về giám sát thị trường tài chính và thực tiễn áp dụng”, *Tạp chí khoa học Đại học quốc gia Hà Nội*, 2012.

Lê Xuân Sang: “Tái cơ cấu hệ thống giám sát thị trường tài chính Việt Nam”, *Tạp chí Quản lý Kinh tế*, số 56, 2013.

Liên Việt Post Bank: *Bức tranh ngành Ngân hàng năm 2017 và xu hướng năm 2018*, 2018.

Liên Việt Post Bank: *Điểm biến lãi suất từ năm 2009 đến 2017, 2018*.

MBI: *Kinh tế tư nhân Việt Nam: năng suất và thịnh vượng*, Mekong Business Initiative, ADB, 2018.

NA: “Cách mạng công nghiệp 4.0: Mở ra nhiều cơ hội mới cho các tổ chức tài chính trung gian”, *Tạp chí Tài chính*, 2018.

Ngân hàng Nhà nước: *Thông kê một số chỉ tiêu cơ bản*, 2018.

Ngân hàng Thế giới và Quỹ Tiền tệ quốc tế: *Báo cáo đánh giá khu vực tài chính Việt Nam*, 2014.

Ngân hàng Thế giới: *Điểm lại cập nhật tình hình phát triển kinh tế Việt Nam*, 2014.

Ngô Hải: “Vì sao doanh nghiệp nhỏ và vừa khó tiếp cận vốn ngân hàng?”, *Báo điện tử VnEconomy*, 2019.

Nguyễn Thắng và cộng sự: “Năng suất và khả năng cạnh tranh của các doanh nghiệp Việt Nam: Phần 1 ngành công nghiệp chế tạo”, Viện hàn lâm Khoa học xã hội Việt Nam, tháng 03/2019.

Nguyễn Thị Diệu Chi: *Hoạt động mua bán và sáp nhập trong hệ thống ngân hàng thương mại Việt Nam*, Luận án tiến sĩ kinh tế, Trường Đại học Kinh tế Quốc dân, 2016.

Nguyễn Trí Hiếu: “Trả lời phỏng vấn của báo Cafef về xu hướng rút khỏi thị trường Việt Nam của các ngân hàng ngoại”, *Báo điện tử CafeF*, 2017 .

Nguyễn Toàn Thắng (chủ nhiệm đề tài): *Lý luận và thực tiễn về tự do hóa giao dịch tài chính và sự ổn định khu vực tài chính Việt Nam: Khuôn khổ chính sách đến năm 2020*, Đề tài cấp nhà nước KX.01.15/06-10, 2010.

Nguyễn Xuân Trình và nhóm đề tài KX.01.08/06-10: *Phát triển Thị trường tài chính Việt Nam đến năm 2020*, Đề tài nghiên cứu cấp Nhà nước, 2010.

Phan Đình Khôi: “Các nhân tố ảnh hưởng đến tiếp cận tín dụng chính thức và phi chính thức của nông hộ ở đồng bằng sông Cửu Long”, *Tạp chí Khoa học - Trường Đại học Cần Thơ*, 2013.

Phạm Đức Trung: “Cải cách thể chế kinh tế để đổi mới doanh nghiệp nhà nước”, *Tạp chí Tài chính*, số 12-2014.

PV: "Ngành ngân hàng năm 2014: 10 sự kiện đáng nhớ", *Tạp chí Tài chính*, 2015.

PV: "Ứng dụng công nghệ trong ngân hàng: Xu hướng tất yếu để tạo sự khác biệt", *Thời báo ngân hàng*, 2018.

PV: "Tăng khả năng tiếp cận vốn cho doanh nghiệp nhỏ và vừa", *Báo Nhân dân điện tử*, 2019.

Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF): *Bộ chỉ số lành mạnh tài chính theo chuẩn IMF*, 2001.

Thanh Thủy: "Bức tranh ngành ngân hàng 2017 qua các con số", cập nhật ngày 08/01/2018 hồi 8h43 tại *Tạp chí Người đồng hành*.

The Leader: "Ngân hàng nào đang huy động được nhiều tiền gửi nhất?", *Báo điện tử The Leader*, 2018.

Tô Trung Thành: "Đầu tư công "lấn át" đầu tư tư nhân?: góc nhìn từ mô hình thực nghiệp VECM", *Tạp chí Tài chính*, số 6 (560), 2011.

Tổng cục Thống kê: *Báo cáo Bộ chỉ tiêu chủ yếu đánh giá mức độ phát triển doanh nghiệp cả nước và các địa phương năm 2017 và giai đoạn 2010-2017*, 2018.

Tổng cục Thống kê: *Thông cáo báo chí về tình hình kinh tế - xã hội quý II và 6 tháng đầu năm 2019*, 2019.

Trần Giang: "Những ngành hàng bị Vinashin quật ngã", *Báo điện tử Bizlive*, 2015.

Trần Thị Thanh Tú, Nguyễn Thị Minh Huệ, Nguyễn Thị Thùy Dung: *Đánh giá phát triển bền vững hệ thống ngân hàng - thông lệ quốc tế và áp dụng cho Việt Nam*, Hội thảo Việt Nam học lần thứ 4, 2012.

Trần Thị Thanh Tú và Đinh Thị Thanh Vân: “Phát triển nguồn tài chính cho doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Hà Nội”, *Tạp chí Khoa học Đại học quốc gia Hà Nội: Kinh tế và Kinh doanh*, t. 31, số 3 năm 2015.

Trần Thọ Đạt và Tô Trung Thành: “Đánh giá an ninh tài chính Việt Nam thông qua các chỉ tiêu an toàn tài chính giai đoạn 2006-2014”, *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, số 216 (II), tháng 6/2015.

Trần Thọ Đạt và Tô Trung Thành: *An ninh tài chính tiền tệ của Việt Nam trong bối cảnh hội nhập quốc tế*, Nxb. Chính trị quốc gia Sự thật, Hà Nội, 2016.

Trần Thọ Đạt: *Kinh tế Việt Nam 2016, Báo cáo thường niên của Trường đại học Kinh tế quốc dân*, Nxb. Đại học Kinh tế quốc dân, 2017.

Trần Thúy: “Hàng loạt ngân hàng ngoại muốn rút vốn khỏi Việt Nam, trùng hợp hay xu hướng?”, *Báo điện tử CafeF*, 2017.

Trần Thúy: “Nhìn lại lợi nhuận ngành ngân hàng năm 2017”, *Báo điện tử CafeF*, 2018.

VCCI: *Báo cáo thường niên doanh nghiệp Việt Nam 2016*, Nxb. Thông tin và truyền thông, 2016.

VCCI: “Doanh nghiệp nhỏ tiếp cận nguồn vốn vay ưu đãi”, *Báo điện tử VnExpress*, 2018.

VELP: “*Dõi bỏ trả ngại thể chế nhằm phục hồi tăng trưởng*”, Chương trình Lãnh đạo Doanh nghiệp Việt Nam, 2013.

Viện Năng suất Việt Nam: *Báo cáo năng suất Việt Nam 2017, 2018*.

Việt Hà: “Ngân hàng lại “chạy đua” lãi suất cao?”, *Báo điện tử CafeF*, 2017.

Võ Trí Thành: *Tự do hóa tài chính: Vấn đề, bài học trong bối cảnh toàn cầu hóa/khủng hoảng tài chính*, Bài viết Kỷ yếu Hội thảo “Cải cách thị trường tài chính Việt Nam đến năm 2020: Tâm nhìn và các biện pháp thúc đẩy thị trường phát triển lành mạnh”, ngày 13/8/2009, Thành phố Hồ Chí Minh.

Võ Trí Thành và Lê Xuân Sang (chủ biên): *Thị trường tài chính Việt Nam - Thực trạng, vấn đề và giải pháp chính sách*, Nxb. Tài chính, Hà Nội, 2004.

Võ Trí Thành và Nguyễn Anh Dương: *Khả năng cạnh tranh xuất khẩu của Việt Nam và vai trò của tỷ giá: Một số phân tích định lượng*, Báo cáo chuyên đề cho Viện Chiến lược Phát triển ngân hàng, 2009.

Võ Trí Thành, Lê Xuân Sang, Đinh Hiền Minh, Trịnh Quang Long: *Hệ thống tài chính Việt Nam - Thực trạng, vấn đề và giải pháp chính sách*, Nxb. Tài chính, 2004.

Võ Trí Thành, Lê Xuân Sang: *Kinh tế Việt Nam năm 2012: Khởi động mạnh mẽ quá trình tái cơ cấu nền kinh tế*, Diễn đàn kinh tế mùa xuân 2012.

Viện Nghiên cứu quản lý kinh tế Trung ương: *Đặc điểm môi trường kinh doanh ở Việt Nam - Kết quả điều tra doanh nghiệp nhỏ và vừa năm 2013*, Nxb. Tài chính, Hà Nội, 2014.

Vũ Thành Tự Anh và cộng sự: “*Sở hữu chéo giữa các tổ chức tín dụng và tập đoàn kinh tế ở Việt Nam*”, 2013.  
Truy cập tại địa chỉ: <https://fsppm.fuv.edu.vn/cache/Cross%20ownership%20> V-2015-01-19-10211932.pdf.

# MỤC LỤC

	Trang
<i>Lời Nhà xuất bản</i>	5
<b>Chương 1</b>	
<b>CƠ SỞ LÝ LUẬN VÀ TỔNG QUAN NGHIÊN CỨU     CÁC RÀO CẢN TÀI CHÍNH TIỀN TỆ ĐỐI VỚI     SỰ PHÁT TRIỂN CỦA DOANH NGHIỆP</b>	<b>9</b>
<b>I- Khái quát về doanh nghiệp và nguồn vốn cho doanh nghiệp</b>	<b>9</b>
1. Doanh nghiệp	9
2. Nguồn vốn cho doanh nghiệp	10
<b>II- Hệ thống tài chính tiền tệ và vai trò đối với doanh nghiệp</b>	<b>16</b>
1. Khái niệm hệ thống tài chính tiền tệ	16
2. Vai trò của hệ thống tài chính tiền tệ	17
<b>III- Tổng quát về các rào cản tài chính tiền tệ đối với sự     phát triển của doanh nghiệp</b>	<b>20</b>
1. Khả năng tiếp cận tài chính	20
2. Rào cản tài chính tiền tệ	23
<b>IV- Các rào cản tài chính tiền tệ và tác động đến khả năng     tiếp cận tài chính của doanh nghiệp</b>	<b>24</b>
1. Rào cản tài chính tiền tệ cấp độ vĩ mô và thể chế	24
2. Rào cản tài chính tiền tệ cấp độ vi mô bên ngoài doanh nghiệp	36

3. Rào cản tài chính tiền tệ cấp độ vi mô bên trong doanh nghiệp	46
<b>V- Các rào cản tài chính tiền tệ và tiếp cận tài chính phi chính thức của doanh nghiệp</b>	<b>57</b>
1. Đặc điểm của thị trường tài chính phi chính thức	57
2. Vai trò của thị trường tài chính phi chính thức	60
3. Các yếu tố tác động đến quyết định tiếp cận tài chính phi chính thức của doanh nghiệp	61
<b>VI- Tác động của các rào cản tài chính tiền tệ đến sự phát triển của doanh nghiệp</b>	<b>66</b>
<b>VII- Khoảng trống nghiên cứu và khung phân tích</b>	<b>75</b>
1. Khoảng trống nghiên cứu	75
2. Khung phân tích	77

## *Chương 2*

<b>THỰC TRẠNG CÁC RÀO CẢN TÀI CHÍNH TIỀN TỆ ĐỐI VỚI SỰ PHÁT TRIỂN CỦA DOANH NGHIỆP</b>	<b>80</b>
<b>I- Thực trạng doanh nghiệp Việt Nam giai đoạn 2008-2017</b>	<b>80</b>
1. Đặc điểm của các doanh nghiệp	80
2. Vai trò của khu vực doanh nghiệp	86
3. Thực trạng sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp	94
<b>II- Thực trạng rào cản tài chính tiền tệ cấp độ vi mô bên ngoài doanh nghiệp</b>	<b>99</b>
1. Rào cản cấp độ vi mô bên ngoài doanh nghiệp tác động đến khả năng tiếp cận vốn tín dụng ngân hàng	99
2. Rào cản cấp độ vi mô bên ngoài doanh nghiệp tác động đến khả năng tiếp cận thị trường tài chính	121

<b>III- Thực trạng rào cản tài chính tiền tệ cấp độ vĩ mô, thể chế</b>	133
1. Rào cản từ thể chế tài chính	133
2. Rào cản từ các thị trường tài chính	142
3. Rào cản từ các trung gian tài chính	160
<b>IV- Thực trạng tiếp cận tài chính phi chính thức của doanh nghiệp</b>	179
1. Đặc điểm các doanh nghiệp tiếp cận tài chính phi chính thức	179
2. Đặc điểm nguồn vốn phi chính thức	185
3. Các yếu tố tác động đến quyết định tiếp cận vốn phi chính thức	191
 <i>Chương 3</i>	
TÁC ĐỘNG CỦA CÁC RÀO CẢN TÀI CHÍNH TIỀN TỆ ĐẾN KHẢ NĂNG TIẾP CẬN TÀI CHÍNH CỦA DOANH NGHIỆP	
	197
<b>I- Mô hình định lượng và phương pháp ước lượng</b>	197
1. Mô hình định lượng	197
2. Các phương pháp ước lượng	199
<b>II- Dữ liệu và biến số</b>	206
1. Nguồn dữ liệu	206
2. Biến số và thước đo	207
3. Mô tả thống kê	222
<b>III- Các kiểm định</b>	226
1. Các kiểm định đối với Mô hình 1, 1.1, 1.2, 2	226
2. Các kiểm định đối với Mô hình 3.1, 3.2	226
<b>IV- Kết quả ước lượng</b>	227
1. Kết quả ước lượng Mô hình 1, 1.1, 1.2, 2	227
2. Kết quả ước lượng Mô hình 3.1 và 3.2	259

## *Chương 4*

TÁC ĐỘNG CỦA KHẢ NĂNG TIẾP CẬN TÀI CHÍNH ĐẾN SỰ PHÁT TRIỂN CỦA DOANH NGHIỆP	271
<b>I- Phương pháp nghiên cứu</b>	271
1. Mô hình nghiên cứu	271
2. Số liệu và biến số	283
3. Các giả thuyết nghiên cứu	292
<b>II- Kết quả định lượng</b>	293
1. Kết quả ước lượng chỉ số ràng buộc tài chính tiền tệ FCI	293
2. Kết quả ước lượng mô hình tác động của chỉ số ràng buộc tài chính tiền tệ đến tăng trưởng TFP	299
 <i>Chương 5</i>	
KHUYẾN NGHỊ CHÍNH SÁCH	305
<b>I- Bối cảnh trong thời gian tới</b>	305
<b>II- Định hướng tháo gỡ các rào cản tài chính tiền tệ đối với sự phát triển của doanh nghiệp Việt Nam đến năm 2025</b>	309
1. Trong ngắn hạn	309
2. Trong dài hạn	310
<b>III- Các nhóm giải pháp tháo gỡ rào cản tài chính tiền tệ nhằm thúc đẩy sự phát triển của doanh nghiệp tại Việt Nam cho đến năm 2025</b>	313
1. Nhóm giải pháp liên quan đến hệ thống pháp lý	313
2. Nhóm giải pháp liên quan đến thị trường tài chính	318
3. Nhóm giải pháp liên quan đến các tổ chức tín dụng	324
4. Nhóm giải pháp liên quan đến năng lực của chính các doanh nghiệp	329
<i>Tài liệu tham khảo</i>	334

NHÀ XUẤT BẢN CHÍNH TRỊ QUỐC GIA SỰ THẬT, Số 6/86 Duy Tân, Cầu Giấy, Hà Nội  
ĐT: 080 49221, Fax: 080 49222, Email: suthat@nxbcqg.vn , Website: www.nxbcqg.vn

**TÌM ĐỌC SÁCH CỦA NHÀ XUẤT BẢN CHÍNH TRỊ QUỐC GIA SỰ THẬT**

**GS.TSKH. LÊ DU PHONG (Chủ biên)**

**CÁC RÀO CẢN VỀ THỂ CHẾ KINH TẾ ĐỐI VỚI  
PHÁT TRIỂN KINH TẾ - XÃ HỘI Ở VIỆT NAM**

**TS. DƯƠNG VĂN AN**

**CHUYỂN GIÁ TRONG DOANH NGHIỆP**

**CÓ VỐN ĐẦU TƯ TRỰC TIẾP NƯỚC NGOÀI - KINH NGHIỆM QUỐC TẾ  
VÀ BÀI HỌC CHO VIỆT NAM**

**P. HOONTRAKUL, C. BALDING, R. MARWAH**

**CHÂU Á CHUYỂN MÌNH: XU HƯỚNG VÀ SỰ PHÁT TRIỂN  
CỦA CÁC ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ**



**Giá: 101.000đ**