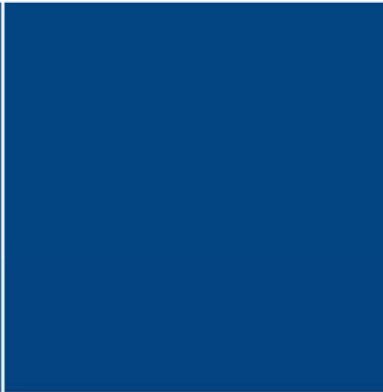


**Ảnh hưởng của chính sách hỗ trợ lãi suất  
đối với hoạt động của các doanh nghiệp**

Đình Tuấn Minh, Tô Trung Thành, Edmund Malesky, Nguyễn Đức Thành

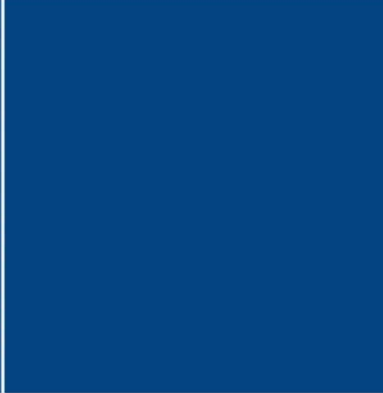
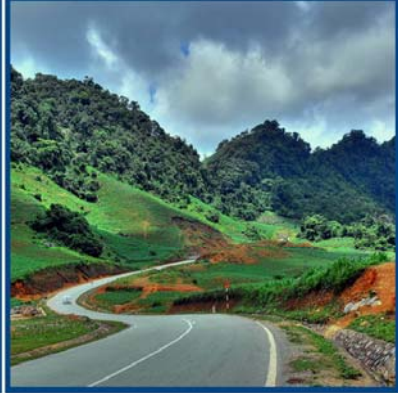
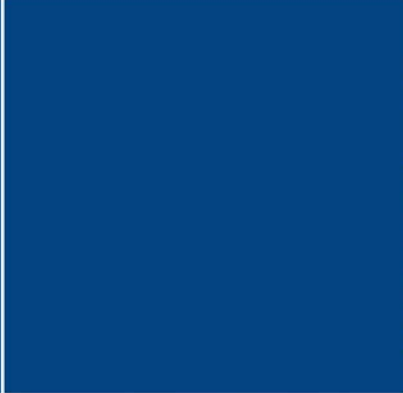


**Vivid**



**Effective**

**Practical**



**Rigorous**

# **Ảnh hưởng của chính sách hỗ trợ lãi suất đối với hoạt động của các doanh nghiệp<sup>1</sup>**

*Đinh Tuấn Minh, Tô Trung Thành,*

*Edmund Malesky, Nguyễn Đức Thành*

## **Tóm tắt**

Gói kích thích kinh tế, đặc biệt là gói hỗ trợ lãi suất 4%, đã giúp các doanh nghiệp giải quyết được sự khan hiếm vốn lưu động, mạnh dạn vay vốn sản xuất, mở rộng đầu tư, và nhờ đó đạt được kết quả kinh doanh khả quan hơn. Phân tích từ nhóm các doanh nghiệp trong bộ điều tra PCI 2009 cho thấy các doanh nghiệp có xu hướng thuê thêm lao động, tăng vốn và có cái nhìn lạc quan về kế hoạch sản xuất kinh doanh trong tương lai. Các doanh nghiệp tư nhân, công ty TNHH và công ty cổ phần có xu hướng sử dụng gói hỗ trợ lãi suất tốt hơn so với các khu vực sở hữu khác. Tuy nhiên, phân tích cũng từ nhóm các doanh nghiệp trong bộ điều tra PCI 2009 cho thấy tác động của gói hỗ trợ kinh tế đối với doanh nghiệp không thực sự lớn. Mức chênh lệch về số lao động được thuê trước và sau khi có chương trình hỗ trợ lãi suất là tương đối nhỏ. Các doanh nghiệp hoạt động khai thác khoáng sản hoặc thuộc loại doanh nghiệp có quy mô vừa thì có xu hướng tăng số lao động hơn là tăng đầu tư cho sản xuất hoặc mua sắm máy móc, thiết bị. Điều này hàm ý rằng gói hỗ trợ lãi suất chỉ giúp các doanh nghiệp trong hoạt động ngắn hạn mà không có tác dụng hỗ trợ trong dài hạn.

Nhận định này được củng cố bởi phân tích từ các công ty niêm yết trên hai sàn chứng khoán Hà Nội và Hồ Chí Minh. Các doanh nghiệp trong mẫu phân tích có xu hướng vay vốn ngắn hạn để tăng vốn lưu động nhằm khai thác cơ sở sản xuất hiện có hơn là đầu tư mở rộng. Vốn dành cho sản xuất có xu hướng tăng chậm dần theo các quý. Trong khi đó, vốn dành cho các tài sản đầu cơ lại có xu hướng tăng dần. Điều này ngụ ý rằng một phần của các khoản vay ưu đãi đã được sử dụng cho các mục đích khác chứ không phải cho đầu tư mới.

---

<sup>1</sup> Một phiên bản của nghiên cứu này đã được xuất bản như là Chương 3 của *Báo cáo Thường niên Kinh tế Việt Nam 2010: Lựa chọn để tăng trưởng bền vững*, Nhà xuất bản Tri thức, Hà Nội, 6/2010

## **Các tác giả**

**TS. Edmund Malesky:** nhận bằng Tiến sỹ Khoa học Chính trị tại Đại học Duke; Trưởng nhóm nghiên cứu của Báo cáo Chỉ số Năng lực cạnh tranh cấp tỉnh do Phòng Thương mại và Công nghiệp Việt Nam (VCCI) và Dự án Sáng kiến cạnh tranh Việt Nam (VNCI) của Cơ quan Hợp tác Phát triển quốc tế Hoa Kỳ (USAID) phối hợp thực hiện.

**ThS., NCS. Đinh Tuấn Minh:** đang trong giai đoạn hoàn thành chương trình Tiến sỹ Kinh tế tại Viện MERIT, Đại học Maastricht, Hà Lan; chuyên gia kinh tế về tổ chức ngành và kinh tế học thể chế; từng tham gia nhóm tư vấn chính sách của Bộ tài chính; nghiên cứu viên cao cấp của VEPR.

**TS. Nguyễn Đức Thành:** nhận bằng Tiến sỹ Kinh tế Phát triển tại Viện Nghiên cứu Chính sách Quốc gia (GRIPS), Nhật Bản; chuyên gia về kinh tế vĩ mô; từng tham gia Nhóm Tư vấn Chính sách của Bộ Tài chính; Giám đốc kiêm Kinh tế trưởng của VEPR.

**TS. Tô Trung Thành:** nhận bằng Tiến sỹ Kinh tế tại Đại học Birmingham, Vương Quốc Anh; giảng viên Khoa Kinh tế học, Đại học Kinh tế Quốc dân; chuyên gia kinh tế học, phân tích kinh tế lượng và các mô hình dự báo; cộng tác viên của VEPR.

*Quan điểm được trình bày trong bài nghiên cứu này là của (các) tác giả và không nhất thiết phản ánh quan điểm của VEPR.*

## Mục lục

Bối cảnh và tình hình thực hiện chính sách hỗ trợ lãi suất .....	6
Nội dung của chính sách hỗ trợ lãi suất .....	8
Tình hình thực hiện chính sách hỗ trợ lãi suất .....	9
Cơ sở lý thuyết và kinh nghiệm thế giới của chính sách hỗ trợ lãi suất .....	10
Bản chất của chính sách hỗ trợ lãi suất trong giai đoạn suy thoái .....	11
Hỗ trợ lãi suất ở thời điểm bình thường .....	11
Hỗ trợ lãi suất trong giai đoạn suy thoái .....	14
Đánh giá ảnh hưởng của chính sách hỗ trợ lãi suất tới khu vực doanh nghiệp thông qua kết quả điều tra PCI 2009 .....	15
Phương pháp nghiên cứu và các biến sử dụng .....	16
Phương pháp nghiên cứu .....	16
Lựa chọn biến số .....	18
Kết quả ước lượng .....	19
Phương pháp hồi quy .....	19
Phương pháp “Điểm xu hướng” .....	21
Nhận xét chung .....	24
Xem xét tác động của chính sách hỗ trợ lãi suất thông qua các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán .....	25
Phương pháp nghiên cứu .....	25
Dưới đây là các chỉ số mà chúng tôi sử dụng để phân tích: .....	26
Kết quả phân tích .....	26
Tác động tới vốn lưu động .....	26
Tác động tới hành động huy động vốn và vay nợ .....	27
Tác động tới hành vi đầu tư .....	30
Nhận xét chung .....	31
Một số nhận định về ảnh hưởng vĩ mô của gói hỗ trợ lãi suất .....	32
Kết luận và hàm ý chính sách .....	34
Tài liệu tham khảo .....	37

## Danh mục bảng

Bảng 1. Các gói kích thích kinh tế của Chính phủ, 2009.....	5
Bảng 2. Dư nợ cho vay hỗ trợ lãi suất tính đến ngày 24/12/2009 .....	10
Bảng 3. Mô tả và đo lường các biến .....	18
Bảng 4. Ước lượng các hệ số của mô hình hồi quy (3.2) .....	20
Bảng 5. Mô hình logit về xác suất tham gia chương trình hỗ trợ lãi suất.....	21
Bảng 6. Tác động của gói hỗ trợ lãi suất lên hoạt động của doanh nghiệp .....	23
Bảng 7. Tác động của chính sách hỗ trợ lãi suất theo đặc điểm của doanh nghiệp.....	24
Bảng 8. Cơ cấu nguồn vốn, QI/2007 đến QIV/2009 .....	28

## Danh mục hình

Hình 1. Dư nợ cho vay hỗ trợ lãi suất theo đối tượng vay vốn, 2009.....	10
Hình 2a. Tác động của chính sách hỗ trợ lãi suất đối với hành vi đầu tư của doanh nghiệp trong điều kiện bình thường.....	12
Hình 2b. Tác động của chính sách hỗ trợ lãi suất đối với hành vi đầu tư của doanh nghiệp trong điều kiện suy thoái.....	13
Hình 3. Tỷ lệ tiền mặt trên nợ ngắn hạn, QI/2007 đến QIV/2009 .....	27
Hình 4. Một số chỉ tiêu đánh giá kết quả kinh doanh, QI/2007 đến QIV/2009.....	28
Hình 5. Chỉ số biến động huy động vốn và vay nợ, QI/2007 đến QIV/2009 (QIV/2008 = 100) .....	29
Hình 6. Cơ cấu các loại tài sản, QI/2007 đến QIV/2009 .....	30
Hình 7. Chỉ số biến động các loại tài sản (QIV/2008 = 100).....	31

## Dẫn nhập

Trong năm 2009, Chính phủ đã thực hiện gói kích thích kinh tế có quy mô tổng thể khoảng gần 8 tỉ USD để hỗ trợ nền kinh tế và khu vực doanh nghiệp chống chọi lại cuộc khủng hoảng kinh tế tài chính toàn cầu. Gói kích thích kinh tế bao gồm các chính sách như bảo lãnh tín dụng cho các doanh nghiệp vừa và nhỏ (SME), giãn và miễn giảm thuế thu nhập doanh nghiệp và VAT, hỗ trợ 4% lãi suất cho vay ngắn hạn và trung hạn, và nhiều chính sách khác. Theo tính toán của Giesecke và Trần Hoàng Nhị (2009), thành phần các khoản hỗ trợ có quy mô như được trình bày trong Bảng 1.

Trong số các loại hình hỗ trợ thì hỗ trợ lãi suất chiếm một vị trí đặc biệt quan trọng. Mặc dù quy mô ngân sách để thực hiện chính sách này chỉ giới hạn trong khoảng 1 tỉ USD (17.000 tỉ VND), nhưng ảnh hưởng của nó được cho là rất đáng kể do hiệu ứng đòn bẩy lớn. Bản chất của chính sách này là giúp các doanh nghiệp là đối tượng của chính sách được tiếp cận vốn với chi phí thấp hơn, đồng thời khuyến khích các ngân hàng cho vay. Do đó, có thể nói đây là cách hỗ trợ vốn một cách gián tiếp cho nền kinh tế. Nếu giả định toàn bộ số vốn hỗ trợ lãi suất được giải ngân, thì tổng lượng vốn hỗ trợ sẽ lên tới 425.000 tỉ đồng (25 tỉ USD), tương đương 25% GDP năm 2008, và 70% tổng tích lũy tài sản của toàn bộ nền kinh tế cùng năm đó.

**Bảng 1. Các gói kích thích kinh tế của Chính phủ, 2009**

	<i>Giá trị (tỉ VND)</i>	<i>Tỉ trọng</i>
Bảo lãnh tín dụng cho SMEs	29.750	29,2%
4% hỗ trợ lãi suất trung hạn	9.191	9,0%
4% hỗ trợ lãi suất ngắn hạn	17.000	16,7%
Giãn CIT 9 tháng	21.586	21,2%
Giảm 30% CIT cho SMEs	6.172	6,1%
Giảm 50% VAT năm 2009	5.740	5,6%
Các chính sách khác	12.560	12,3%
<b>Tổng</b>	<b>102.000</b>	<b>100%</b>

Nguồn: Giesecke và Trần Hoàng Nhị (2009)

Do tính chất đặc thù của chính sách hỗ trợ lãi suất, ngay trong quá trình thảo luận chuẩn bị ban hành, chính sách này đã trở thành đối tượng của nhiều cuộc tranh luận sôi nổi. Trong khi các gói chính sách khác như giảm và giãn thuế hầu như không gặp phải tranh cãi nào đáng kể, thì cuộc thảo luận về chính sách hỗ trợ lãi suất đã hầu như chi phối toàn bộ mối quan tâm của giới hoạch định và phân tích chính sách, công chúng và doanh nghiệp, liên quan tới chính sách

kích thích kinh tế. Kết quả là, trong rất nhiều tình huống, chính sách kích thích kinh tế của năm 2009 thậm chí còn được đồng nhất với chính sách hỗ trợ lãi suất.

Tuy nhiên, có một điều đáng ngạc nhiên là trong trào lưu thảo luận và tranh cãi sôi nổi ấy, có rất ít các bài nghiên cứu đầy đủ về ảnh hưởng của chính sách này. Chủ yếu các ý kiến thảo luận được đưa ra dưới dạng các bài phát biểu hay nhận định ngắn của các cá nhân, thường chỉ phản ánh được một số khía cạnh và đều là những suy luận định tính. Cho tới nay, mới chỉ thấy một số nghiên cứu của Nguyễn Đức Thành et al., (2008); Nguyễn Thị Nhung và Hạ Thị Hiếu Dao (2009), và Giesecke và Trần Hoàng Nhị (2009) thể hiện rõ nỗ lực lượng hóa các ảnh hưởng của chính sách kích cầu. Tuy nhiên, các nghiên cứu này, được thực hiện trước và ngay sau khi gói chính sách được thi hành, nên chủ yếu chỉ sử dụng các phương pháp mô phỏng để ước lượng ảnh hưởng của chính sách. Chúng ta gần như vẫn chưa có bằng chứng định lượng, một cách hậu nghiệm, về tác động thực sự của gói kích thích kinh tế đến hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp và toàn bộ nền kinh tế.

Do đó, mục đích của bài nghiên cứu này là thực hiện một số đánh giá định lượng ảnh hưởng của gói hỗ trợ lãi suất dựa trên những bộ số liệu mới nhất hiện nay. Trong điều kiện chưa có một cuộc điều tra tổng thể về kết quả kinh doanh của những doanh nghiệp nhận hỗ trợ lãi suất, chúng tôi tận dụng những bộ số liệu cho nhiều thông tin nhất có thể. Thứ nhất là bộ dữ liệu bao gồm thông tin của 9.890 doanh nghiệp, rút ra từ cuộc điều tra chỉ số PCI do VCCI và VNCI tiến hành. Thứ hai là bộ dữ liệu rút từ báo cáo tài chính của 165 doanh nghiệp niêm yết trên hai sàn chứng khoán Hà Nội và Tp. Hồ Chí Minh.

Với mục đích như vậy, bài nghiên cứu này gồm năm nội dung chính. Phần một xem xét bối cảnh ra đời của gói hỗ trợ lãi suất và việc thực thi nó trong năm 2009. Phần hai khảo sát cơ sở lý thuyết của chính sách hỗ trợ lãi suất và ảnh hưởng của nó tới hành vi đầu tư của doanh nghiệp. Phần ba đánh giá sơ bộ ảnh hưởng của chính sách này tới hành vi và hoạt động của các doanh nghiệp trên cơ sở khai thác kết quả cuộc điều tra PCI 2009. Phần bốn xem xét sự thay đổi hành vi của các doanh nghiệp trên cơ sở khai thác thông tin từ các doanh nghiệp niêm yết. Phần năm là những kết luận rút ra từ kết quả nghiên cứu và hàm ý chính sách.

## **Bối cảnh và tình hình thực hiện chính sách hỗ trợ lãi suất**

### **Bối cảnh ra đời của gói hỗ trợ lãi suất**

Như đã biết, bối cảnh kinh tế của những tháng đầu năm 2009 là suy giảm kinh tế nghiêm

trọng ở trong nước do ảnh hưởng của những khó khăn tích tụ trong nội bộ nền kinh tế từ giai đoạn 2007-2008, cộng với những ảnh hưởng tiêu cực bị khuếch đại do cuộc khủng hoảng kinh tế thế giới. Trên thực tế, những khó khăn trong đầu năm 2009 là sự tiếp diễn của sự suy giảm kinh tế đã rõ nét từ đầu Quý IV năm 2008.

Những khó khăn chủ yếu của nền kinh tế Việt Nam lúc này là sự suy giảm các thành phần của tổng cầu, đặc biệt là xuất khẩu ròng và đầu tư. Thành phần tiêu dùng cá nhân có thể cũng suy giảm mạnh do tâm lí bi quan và phòng bị, dẫn tới thắt chặt chi tiêu. Thêm vào đó, việc lo ngại các dòng vốn vào trong nước sẽ chững lại khiến nguồn cung ngoại hối giảm mạnh là nguyên nhân dẫn tới kỳ vọng đồng tiền Việt sẽ mất giá. Sự sụt giảm mạnh các chỉ số chứng khoán cộng với nỗi lo sợ về rủi ro khiến các ngân hàng thương mại có xu hướng hạn chế cho vay, làm cho chi phí vốn của nền kinh tế tăng cao. Các doanh nghiệp hạn chế đầu tư, thậm chí thu hẹp quy mô sản xuất để hạn chế thua lỗ.

Để đối phó với việc tổng cầu suy giảm, chính sách phù hợp là kích thích kinh tế thông qua mở rộng đồng thời chính sách tài khóa và tiền tệ. Việc nới lỏng tài khóa sẽ được thực hiện thông qua hàng loạt các biện pháp như giảm thuế và tăng chi tiêu. Trong khi đó, chính sách tiền tệ thông qua việc giảm lãi suất cơ bản vấp phải một khó khăn cơ bản. Đó là việc giảm lãi suất đồng loạt, trong đó có lãi suất tiền gửi, có thể khiến đồng tiền Việt bị mất giá mạnh hơn nữa so với đồng USD. Có thể đồng thời giảm lãi suất đồng USD, như Chính phủ sẽ cố gắng làm sau này, nhưng ngay cả khi lãi suất đồng USD tiến tới zero, thì việc giá trị của USD tăng lên so với VND vẫn khiến việc nắm giữ USD trở nên hấp dẫn hơn khi lãi suất VND không đủ cao. Việt Nam là một nước có mức độ đôla hóa cao, vì vậy, việc giảm lãi suất để kích thích kinh tế có thể gây những hậu quả tai hại cho đồng nội tệ.

Đây có lẽ là lí do chính để thực thi chính sách hỗ trợ lãi suất. Một mặt, việc hỗ trợ lãi suất giúp các doanh nghiệp có thể tiếp cận vốn vay với lãi suất thấp hơn, và hệ thống ngân hàng cũng sẵn sàng tăng tín dụng cho nền kinh tế. Chi phí vốn của nền kinh tế vì thế sẽ giảm xuống. Mặt khác, lãi suất huy động vẫn được giữ ở mức cao tương đối, giúp cho tiền gửi không bị rút khỏi hệ thống ngân hàng và tránh sự mất giá nhanh chóng của VND.

Tóm lại, việc kích thích một thành phần của tổng cầu là đầu tư của doanh nghiệp có thể đạt được kết quả lớn, trong khi Chính phủ chỉ cần sử dụng một ngân sách tương đối hạn chế làm đòn bẩy. Thêm vào đó, không cần mở rộng tiền tệ tới mức làm suy yếu quá mức VND. Kết quả là chính sách hỗ trợ lãi suất đã ra đời như một công cụ phối kết hợp giữa chính sách tài khóa và tiền tệ.



## Nội dung của chính sách hỗ trợ lãi suất

Ngày 23/01/2009, Thủ tướng Chính phủ ra Quyết định 131/QĐ/TTg quy định việc thực hiện gói hỗ trợ lãi suất cho vay ngắn hạn. Thời hạn vay được hỗ trợ lãi suất tối đa là 08 tháng kể từ ngày giải ngân, áp dụng trong năm 2009 đối với các khoản vay theo hợp đồng tín dụng được kí kết và giải ngân trong khoảng thời gian từ ngày 01 tháng 2 đến 31 tháng 12 năm 2009. Các khoản vay có thời hạn vay vượt quá năm 2009, thì chỉ được hỗ trợ lãi suất trong năm 2009. Ngoài ra, các khoản vay quá hạn trả nợ, được gia hạn nợ vay thì không được tính hỗ trợ lãi suất đối với khoảng thời gian quá hạn trả nợ và gia hạn nợ vay. Mức lãi suất hỗ trợ cho khách hàng vay là 4%/năm, tính trên số dư nợ vay và thời hạn cho vay thực tế nằm trong khoảng thời gian từ ngày 01 tháng 2 đến 31 tháng 12 năm 2009.

Tiếp đó, ngày 04/04/2009, Thủ tướng Chính phủ ra Quyết định 443/QĐ/TTg quy định việc thực hiện gói hỗ trợ lãi suất đối với các khoản vay trung và dài hạn của các tổ chức, cá nhân thực hiện đầu tư mới để phát triển sản xuất – kinh doanh, kết cấu hạ tầng. Thời gian vay được hỗ trợ lãi suất tối đa là 24 tháng. Việc hỗ trợ lãi suất được thực hiện từ ngày 01/04/2009 đến hết ngày 31/12/2011. Mức hỗ trợ lãi suất tiền vay là 4%/năm, tính trên số tiền vay và thời hạn cho vay thực tế.

Như vậy, đến thời điểm này, gói hỗ trợ lãi suất đã hình thành đầy đủ. Quy mô hỗ trợ từ Ngân sách dự tính khoảng 17.000 tỉ đồng (1 tỉ USD). Với hạn mức hỗ trợ như vậy, tổng dư nợ vốn vay hỗ trợ lãi suất có thể lên tới hơn 400.000 tỉ đồng.

Thứ tự ưu tiên cho các dự án được vay hỗ trợ lãi suất như sau:

50% dành cho phát triển cơ sở hạ tầng

25% cho nông nghiệp và nông thôn

5% cho phát triển nhà ở và xã hội

20% cho các doanh nghiệp vừa và nhỏ.

Vào cuối năm 2009, khi gói hỗ trợ lãi suất nêu trên chuẩn bị hết hiệu lực, thì Thủ tướng Chính phủ ban hành Quyết định 2072/QĐ-TTg (ngày 12/12/2009) quy định việc thực hiện gói hỗ trợ lãi suất 2% đối với các khoản vay trung và dài hạn để thực hiện đầu tư mới phát triển sản xuất - kinh doanh. Chính sách hỗ trợ lãi suất được áp dụng theo cơ chế đã quy định tại Quyết định 443/QĐ-TTg ngày 04/04/2009. Thời hạn hỗ trợ lãi suất tối đa là 24 tháng, kể từ khi giải ngân khoản vay trong năm 2010.

Về đối tượng, Chính phủ chủ trương tập trung hỗ trợ cho các ngành và lĩnh vực kinh tế như nông nghiệp, lâm nghiệp, thủy sản, công nghiệp chế biến, hoạt động khoa học công nghệ, thu mua và kinh doanh các mặt hàng nông sản, lâm sản, thủy sản, muối... Nhiệm vụ cho vay sẽ tiếp tục do Quỹ tín dụng nhân dân trung ương, hệ thống ngân hàng thương mại và các công ty tài chính thực hiện.

### Tình hình thực hiện chính sách hỗ trợ lãi suất

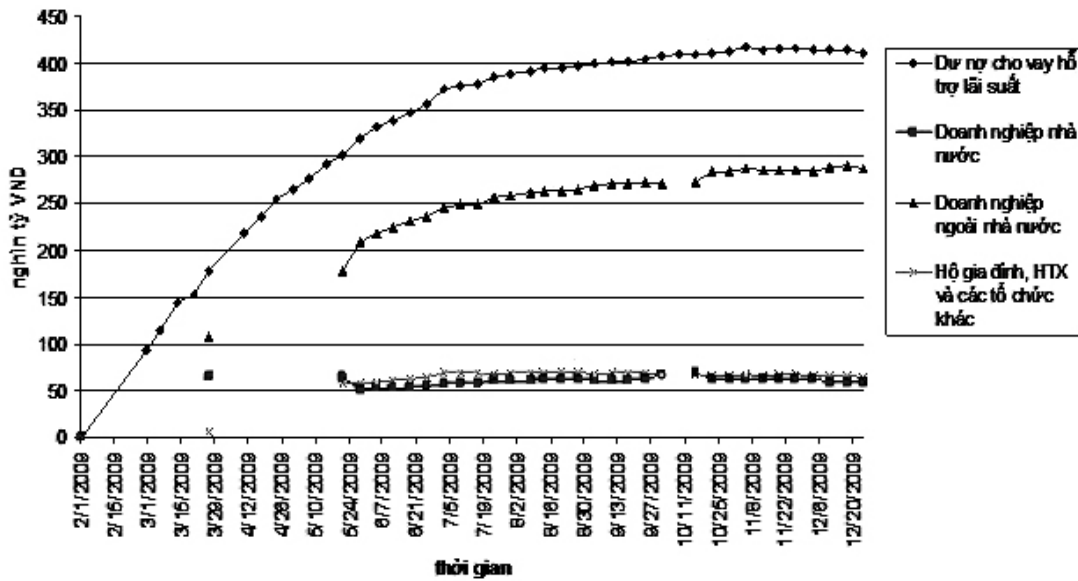
Hình 1 cho thấy thay đổi của dư nợ cho vay hỗ trợ lãi suất theo tuần trong giai đoạn cuối tháng 2/2009 đến hết năm 2009. Đồng thời, hình này cũng phản ánh mức dư nợ phân theo đối tượng đi vay, bao gồm các doanh nghiệp nhà nước, doanh nghiệp ngoài nhà nước và các hộ sản xuất, hợp tác xã, v.v...

Hình 1 cho thấy tổng dư nợ tăng nhanh từ sau khi ban hành chính sách vào cuối tháng 1/2009 đến khoảng tháng 7/2009. Sau đó tốc độ tăng dư nợ chậm dần, và đến khoảng giữa tháng 11/2009 thì gần như bão hòa, vì tổng dư nợ có lúc giảm hoặc tăng, hầu như ổn định ở mức gần 415.000 tỉ đồng, chứ không giữ vững nhịp tăng như trước nữa.

Tính đến ngày 24/12, Ngân hàng Nhà nước cho biết dư nợ cho vay hỗ trợ lãi suất bằng VND đạt 412.179,83 tỉ đồng. Trong đó, tỉ trọng cho vay của các loại hình tổ chức tín dụng và tỉ trọng đi vay phân theo loại hình doanh nghiệp được phản ánh chi tiết trong Bảng 2.

Có thể thấy, các khoản vay hỗ trợ lãi suất chủ yếu do các ngân hàng thương mại quốc doanh thực hiện (chiếm trung bình khoảng 70%). Trong khi đó, đối tượng nhận khoản vay hỗ trợ lãi suất chủ yếu là các doanh nghiệp ngoài quốc doanh, cũng chiếm khoảng 70% tổng dư nợ.

**Hình 1. Dự nợ cho vay hỗ trợ lãi suất theo đối tượng vay vốn, 2009**



Nguồn: Tác giả tổng hợp từ thông tin trên VnEconomy, tháng 3-12/2010

**Bảng 2. Dự nợ cho vay hỗ trợ lãi suất tính đến ngày 24/12/2009**

Tổng số		Cho vay				Đi vay		
		NHTM quốc doanh	NHTM CP	NHTM nước ngoài	CT Tài chính	DNNN	DN ngoài NN	Hộ SX và HTX
<b>Dư nợ</b> (nghìn tỉ VND)	412,180	274,884	108,085	20,747	8,463	59,378	287,972	64,828
<b>Tỉ trọng</b> (%)	100,0	66,7	26,2	5,0	2,1	14,4	69,9	15,7

Nguồn: VnEconomy (2010)

Các thống kê chi tiết cho thấy vào giai đoạn đầu, dư nợ cho các doanh nghiệp quốc doanh chiếm tới gần 40%, nhưng tỉ trọng này nhanh chóng giảm xuống và ổn định ở mức trung bình khoảng 15%. Dư nợ của doanh nghiệp ngoài quốc doanh tăng dần từ mức 60% lên 70% trong suốt giai đoạn gói hỗ trợ lãi suất có hiệu lực.

Cơ sở lý thuyết và kinh nghiệm thế giới của chính sách hỗ trợ lãi suất

Chính sách hỗ trợ lãi suất đã được các chính phủ sử dụng từ lâu. Ở các nước phát triển, chính sách hỗ trợ lãi suất thường hướng vào những đối tượng cụ thể như trợ giúp cho sinh viên

học tập, nông dân sản xuất nông sản, người dân mua nhà, hay cho các doanh nghiệp xuất khẩu, các doanh nghiệp vừa và nhỏ hoặc các doanh nghiệp lớn gặp khó khăn về tài chính. Chẳng hạn trong giai đoạn 1980-1987 Mỹ đã dành ra 1.200 tỉ USD cho các chương trình trợ cấp tín dụng; Cộng đồng chung châu Âu dành 12,7 tỉ Euro trong giai đoạn 1995-1999 để hỗ trợ 55.000 doanh nghiệp vừa và nhỏ (Patacchini và Rapisarda, 2003). Với các nước đang phát triển, chính sách hỗ trợ lãi suất còn được áp dụng để khuyến khích đầu tư và thúc đẩy quá trình công nghiệp hóa. Các hoạt động đầu tư vào một số ngành trọng điểm sẽ được ưu đãi tín dụng hoặc bảo lãnh tín dụng.

## **Bản chất của chính sách hỗ trợ lãi suất trong giai đoạn suy thoái**

### **Hỗ trợ lãi suất ở thời điểm bình thường**

Hỗ trợ lãi suất là chính sách theo đó nhà nước thiết lập một quỹ tín dụng để cung ứng tín dụng với mức lãi suất thấp hơn mức lãi suất thị trường. Ngoài ra, chính sách hỗ trợ lãi suất còn thể hiện dưới các hình thức khác như thiết lập trần lãi suất, trần bảo lãnh tín dụng (ceilings on loan guarantee fees), hay hỗ trợ tài chính trực tiếp cho các doanh nghiệp gặp khó khăn về tài chính (Dailami và Kim, 1991).

Có hai lập luận ủng hộ các chính hỗ trợ lãi suất ở các nước đang phát triển. Thứ nhất, theo những người cổ vũ chính sách hỗ trợ lãi suất, các nước đang phát triển phải đối mặt với nhiều khiếm khuyết của thị trường, với sự yếu kém của các thị trường vốn và trái phiếu, và sự bất đối xứng thông tin đáng kể trong thị trường tín dụng. Chính sách hỗ trợ lãi suất sẽ giúp cho dòng vốn của thị trường đổ vào những ngành trọng điểm để thúc đẩy nhanh quá trình công nghiệp hóa. Và thứ hai, việc hỗ trợ tín dụng sẽ giúp cho các doanh nghiệp của các nước đang phát triển có thể mở rộng đầu tư vào máy móc, nhà xưởng nhiều hơn, nhờ đó công ăn việc làm sẽ được tạo ra nhiều hơn, và cuối cùng, thúc đẩy nền kinh tế tăng trưởng mạnh hơn (ibid.).

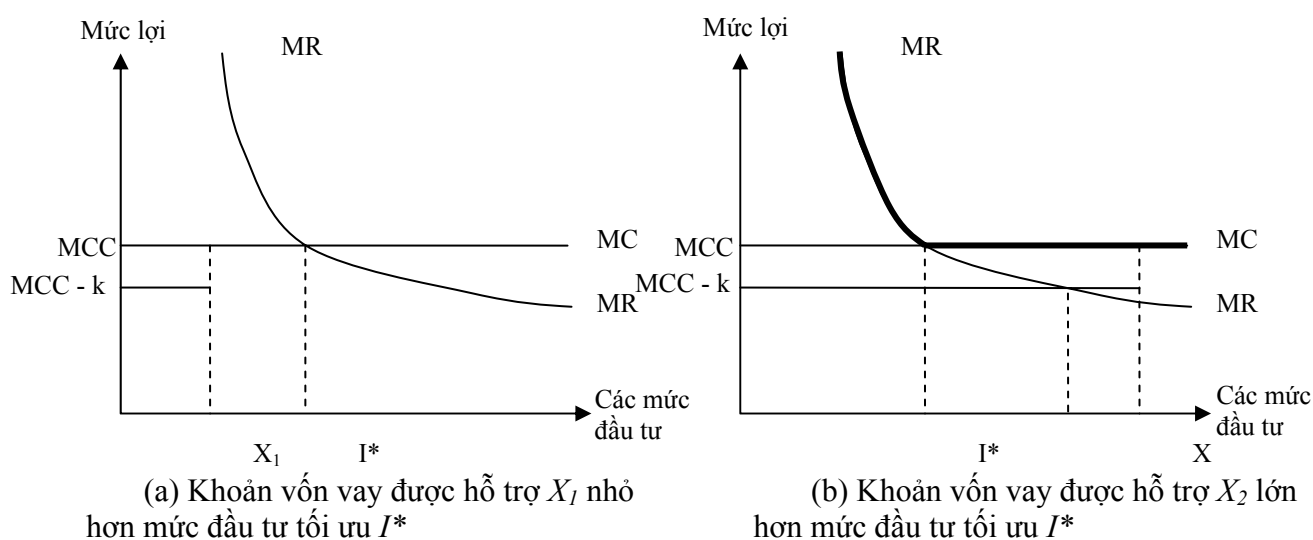
Tuy nhiên, những lập luận này chỉ đúng trong trường hợp chính phủ có khả năng kiểm soát hiệu quả được đích đến của dòng vốn ưu đãi. Nếu chính phủ không có khả năng kiểm soát, dòng vốn này, thay vì sẽ được đem vào đầu tư mở rộng sản xuất, sẽ chảy vào các kênh đầu tư rủi ro như chứng khoán hay bất động sản.

Hình 2a minh họa tác động của chính sách hỗ trợ lãi suất đối với hành vi đầu tư của doanh nghiệp trong điều kiện bình thường của nền kinh tế theo mô hình kinh tế tân cổ điển truyền thống. Theo mô hình này, cơ hội đầu tư sản xuất của doanh nghiệp được biểu diễn bằng

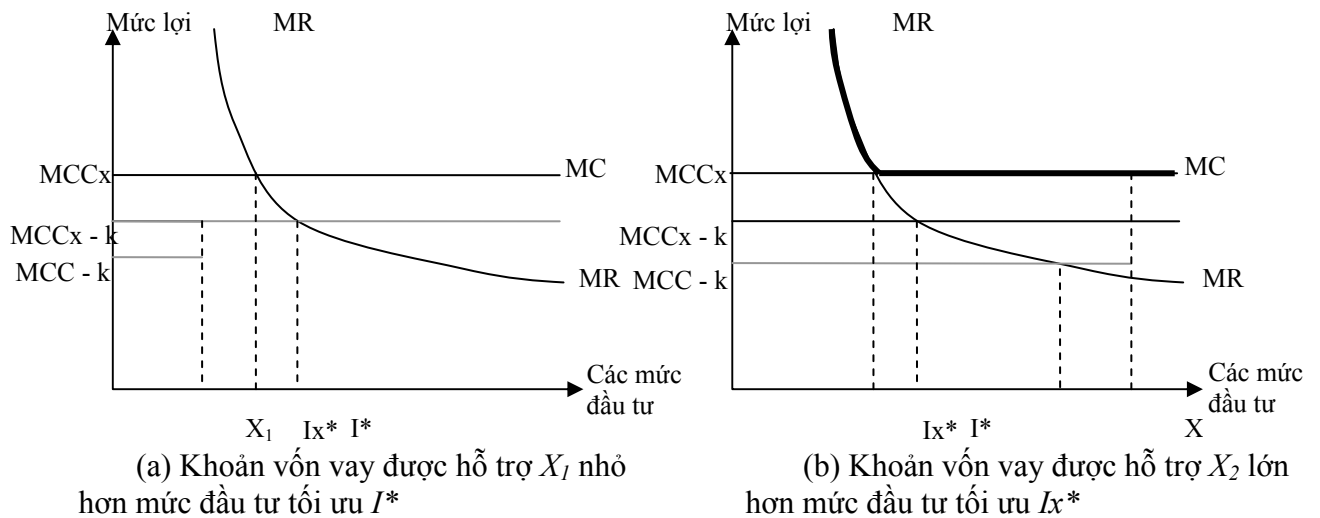
đường cong MRR, thể hiện mức lợi suất giảm dần của các dự án đầu tư sản xuất. Trong một thị trường vốn cạnh tranh, đường chi phí vốn cận biên MCC sẽ là một đường nằm ngang. Với một ngân quỹ đầu tư nhất định doanh nghiệp sẽ ưu tiên đầu tư cho các dự án với MRR lớn nhất. Nếu không có hỗ trợ lãi suất, doanh nghiệp sẽ dừng đầu tư ở dự án có  $MRR = MCC$ , với MCC là chi phí vốn cận biên. Khi đó tổng vốn đầu tư của doanh nghiệp sẽ là  $I^*$ .

Dailami và Kim (1991) đã tiến hành một nghiên cứu thực nghiệm ảnh hưởng của chính sách hỗ trợ vay vốn đến hành vi đầu tư của doanh nghiệp Hàn Quốc trong giai đoạn 1984-1988. Nghiên cứu được tiến hành trên các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Hàn Quốc. Kết quả nghiên cứu của họ đã củng cố nhận định trên, rằng có sự tương quan giữa đầu tư của doanh nghiệp vào các loại hình tài sản đầu cơ với vốn vay được hỗ trợ. Khoảng 1/5 trong tổng số vốn vay được hỗ trợ được dùng cho các khoản đầu cơ. Phần còn lại được dùng cho đầu tư vào tài sản cố định và vốn lưu động. Nghiên cứu này cũng chỉ ra rằng có đến 86,5% bất động sản của các doanh nghiệp niêm yết là các khoản đầu tư mang tính chất đầu cơ. Chúng không có quan hệ gì với mục đích sản xuất.

**Hình 2a. Tác động của chính sách hỗ trợ lãi suất đối với hành vi đầu tư của doanh nghiệp trong điều kiện bình thường**



**Hình 2b. Tác động của chính sách hỗ trợ lãi suất đối với hành vi đầu tư của doanh nghiệp trong điều kiện suy thoái**



Nguồn: Mô phỏng từ Dailami và Kim (1991)

Khi có chính sách hỗ trợ lãi suất ở mức  $k$ , có hai trường hợp xảy ra đối với doanh nghiệp. Nếu doanh nghiệp nhận được khoản vay  $X_1$  có hỗ trợ lãi suất với  $X_1 < I^*$  thì khoản hỗ trợ này rõ ràng không ảnh hưởng gì đến chi phí vốn cận biên ở điểm  $I^*$  và do vậy không làm tăng mức đầu tư của doanh nghiệp. Khoản hỗ trợ lãi suất chỉ có tác dụng làm cho doanh nghiệp được hưởng lợi một khoản tiền  $kX_1$  mà không hề khiến công ty tăng đầu tư vào các dự án sản xuất.

Nếu doanh nghiệp nhận được khoản vay  $X_2$  có hỗ trợ lãi suất với  $X_2 > I^*$  thì nếu để doanh nghiệp tự do quyết định, doanh nghiệp cũng vẫn sẽ không mở rộng đầu tư ở mức lớn hơn  $I^*$ . Lưu ý rằng, chi phí vốn là chi phí cơ hội mà doanh nghiệp chấp nhận hi sinh do không đầu tư ở nơi khác. Theo nghĩa này, đường chi phí vốn cũng chính là đường thể hiện cơ hội đầu tư của doanh nghiệp vào các loại tài sản 'đầu cơ' (speculative assets) khác như đầu tư tài chính (chứng khoán và ngoại tệ) hay bất động sản. Kết quả là, nếu như doanh nghiệp nhận được khoản vốn  $X_2 > I^*$  thì doanh nghiệp chỉ đầu tư cho sản xuất ở mức  $I^*$ , phần còn lại doanh nghiệp sẽ sử dụng để đầu tư vào các loại tài sản đầu cơ khác.

Để doanh nghiệp mở rộng vốn đầu tư sản xuất lớn hơn  $I^*$  (chẳng hạn ở mức  $X_2$  hoặc  $I'$  trong Hình 2a) thì Chính phủ phải có một chương trình giám sát hiệu quả nhằm ngăn chặn doanh nghiệp đầu tư các khoản vốn tín dụng ưu đãi sang các loại hình tài sản rủi ro. Điều này

đòi hỏi (i) phải có sự giám sát đầu tư của Chính phủ ở mọi giai đoạn, từ khi bắt đầu cho đến khi kết thúc, và (ii) cần phải đảm bảo là không có sự thông đồng giữa cơ quan giám sát và doanh nghiệp. Đây là điều rất khó thực hiện trên thực tế. Nếu như chấp nhận rằng sự thông đồng luôn tồn tại thì doanh nghiệp sẽ cân đong khoản tổn thất giữa mức phạt có thể cộng với chi phí hối lộ cho cơ quan giám sát và với mức lợi suất chênh lệch có thể có giữa việc đầu tư vào hai loại tài sản sản xuất và tài sản đầu cơ. Về cơ bản, tác động của việc trợ giá đối với hành vi đầu tư sản xuất của công ty phụ thuộc vào chất lượng giám sát của ủy ban giám sát.

### Hỗ trợ lãi suất trong giai đoạn suy thoái

Với trường hợp của Việt Nam năm 2009, gói hỗ trợ lãi suất được đưa ra trong bối cảnh kinh tế toàn cầu bị khủng hoảng. Khi khủng hoảng xảy ra, chi phí vốn cận biên có xu hướng tăng do lãi suất ngân hàng tăng, lợi suất trái phiếu của doanh nghiệp tăng, và giá cổ phiếu sụt giảm. Nếu giá sử chi phí vốn trong trường hợp này là  $MCC_x$  thì, như thể hiện ở Hình 2b, mức đầu tư sản xuất tối ưu của doanh nghiệp sẽ giảm xuống còn  $I_x^* < I^*$ .

Một vấn đề khác trong giai đoạn khủng hoảng là, vấn đề thanh khoản các ngân hàng có xu hướng đẩy lãi suất ngắn hạn tăng cao làm gia tăng chi phí vốn lưu động của các doanh nghiệp khiến chi phí cho các hoạt động sản xuất hiện tại tăng. Trong khi đó doanh nghiệp lại phải đối mặt với việc thị trường tiêu thụ thế giới sụt giảm. Kết hợp cả hai điều này có thể dẫn đến việc doanh nghiệp không những thu hẹp đầu tư mà còn thu hẹp luôn các hoạt động sản xuất hiện có.

Như vậy, khi đường chi phí vốn bị đẩy lên cao do khủng hoảng, hỗ trợ lãi suất ngắn hạn sẽ giúp cho doanh nghiệp duy trì được các hoạt động sản xuất hiện tại. Tuy nhiên, việc hỗ trợ này, như phân tích ở trên, sẽ không ảnh hưởng nhiều đến quyết định đầu tư sản xuất của doanh nghiệp. Khi đường chi phí vốn bị đẩy lên mức  $MCC_x$ , doanh nghiệp vẫn có xu hướng đầu tư ở mức nhỏ hơn hoặc bằng  $I_x^*$  bất kể đó là khoản vốn được hỗ trợ lãi suất hay không. Phần vốn vay ưu đãi lớn hơn mức  $I_x^*$  sẽ được doanh nghiệp sử dụng vào các mục đích đầu cơ khác. Muốn doanh nghiệp đầu tư cho sản xuất lớn hơn mức  $I_x^*$  thì Chính phủ buộc phải có những chương trình giám sát hiệu quả.

Tuy nhiên, khi thị trường vốn hoạt động bình thường trở lại đường chi phí vốn được hạ thấp về mức bình thường  $MCC$ . Lúc này doanh nghiệp sẽ tự động mở rộng đầu tư sản xuất. Khi đó, việc hỗ trợ lãi suất sẽ khiến cho doanh nghiệp thu được lợi nhuận từ nguồn vốn lưu động cũng như nguồn vốn đầu tư được vay với lãi suất thấp. Và nếu như doanh nghiệp nhận được khoản vốn  $X_2 > I^*$  thì doanh nghiệp chỉ đầu tư cho sản xuất ở mức  $I^*$ , phần còn lại

doanh nghiệp sẽ sử dụng để đầu tư vào các loại tài sản đầu cơ khác.

Tóm lại, chúng tôi cho rằng chính sách hỗ trợ lãi suất của Việt Nam năm 2009 sẽ có các tác dụng sau:

- Hỗ trợ lãi suất ngắn hạn giúp doanh nghiệp tăng vốn lưu động, nhờ đó duy trì được hoạt động sản xuất và lợi nhuận;

- Hỗ trợ lãi suất không có tác động nhiều đến việc đầu tư mở rộng sản xuất, nếu có thì là do thị trường vốn bình ổn trở lại, đẩy đường chi phí vốn xuống thấp hơn;

- Hỗ trợ lãi suất khiến các doanh nghiệp đầu tư vào các loại tài sản đầu cơ nhiều hơn.

Hai phần tiếp theo sẽ thực hiện đánh giá ảnh hưởng của chính sách hỗ trợ lãi suất đến khu vực doanh nghiệp nhằm kiểm định những giả thuyết trên. Mỗi phần dựa trên những bộ số liệu khác nhau, do đó trong mỗi phần chúng tôi sử dụng cách tiếp cận khác nhau để phân tích, tương ứng với đặc điểm của từng bộ số liệu.

### **Đánh giá ảnh hưởng của chính sách hỗ trợ lãi suất tới khu vực doanh nghiệp thông qua kết quả điều tra PCI 2009**

Theo cuộc điều tra PCI 2009, trong số 9.890 doanh nghiệp được khảo sát trên toàn quốc, thì có 3.225 doanh nghiệp được hưởng chương trình hỗ trợ lãi suất 4%. Có thể nói đây là bộ số liệu tốt nhất cho tới thời điểm này có thông tin về các doanh nghiệp được nhận hỗ trợ lãi suất trong năm 2009. Tuy nhiên, do chỉ là một phần trong điều tra tổng thể liên quan đến mục đích rộng lớn hơn là năng lực cạnh tranh cấp tỉnh, bộ số liệu này không cho chúng ta biết nhiều chi tiết về hoạt động và kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp. Thông tin chủ yếu chỉ liên quan đến thay đổi trong số lượng lao động và tổng vốn sử dụng. Tuy nhiên, thông qua hai tiêu chí quan trọng này, việc đánh giá tác động của gói kích cầu lên hoạt động của các doanh nghiệp sẽ khả thi và những kết luận về tác động của chính sách lên đầu tư tư nhân, hoạt động kinh doanh và tăng trưởng sẽ mang tính thuyết phục cao hơn. Đây cũng chính là mục tiêu của phần này. Phần này gồm ba mục chính: phần đầu mô tả phương pháp luận và các biến được sử dụng, phần tiếp theo là kết quả ước lượng và những nhận xét đánh giá, phần cuối cùng là kết luận và hàm ý chính sách.



## Phương pháp nghiên cứu và các biến sử dụng

### Phương pháp nghiên cứu

Nếu  $G$  là biến cho biết lợi ích kì vọng mà các doanh nghiệp nhận được từ chương trình hỗ trợ lãi suất, thì:

$$G = E(R_{1i} - R_{0i} | P_i = 1) \quad (3.1)$$

Trong đó  $P_i$  là doanh nghiệp thứ  $i$  tiếp cận với chương trình hỗ trợ lãi suất,  $P_i$  nhận giá trị là 1 nếu doanh nghiệp tham gia vào chương trình và nhận giá trị 0 nếu doanh nghiệp không tham gia.  $R_{1i}$  ( $R_{0i}$ ) là kết quả hoạt động của doanh nghiệp thứ  $i$  nếu doanh nghiệp đó có (hoặc không) tham gia vào chương trình hỗ trợ lãi suất.  $G$  là tác động bình quân có điều kiện, với điều kiện là có tham gia vào chương trình hỗ trợ lãi suất. Để ước lượng  $G$  chúng tôi sử dụng hai phương pháp:

*Phương pháp thứ nhất:* ước lượng phương trình hồi quy:

$$R_i = a + bP_i + cX_i + e_i \quad (3.2)$$

trong đó  $X_i$  là những đặc điểm có thể quan sát được của doanh nghiệp thứ  $i$  có khả năng ảnh hưởng đến kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh. Bản thân phương trình hồi quy này đã kiểm soát được những yếu tố khác biệt giữa các doanh nghiệp và hệ số  $b$  ước lượng được được hiểu là tác động của chương trình hỗ trợ lãi suất lên hoạt động của các doanh nghiệp. Tuy nhiên, phương trình hồi quy trên có thể có vấn đề *biến nội sinh*, khi đó, nên sử dụng kỹ thuật *biến công cụ (instrumental variables)* để thay thế cho kỹ thuật OLS thông thường. Biến công cụ là những biến ảnh hưởng đến khả năng tham gia vào chương trình hỗ trợ, nhưng không ảnh hưởng đến kết quả sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp. Theo đó, các biến này rất khó xác định, thậm chí khi xác định được, thì bộ số liệu hiện có không thể cung cấp dữ liệu về các biến này. Ngoài ra, phương pháp này còn giả định mạnh về dạng hàm hồi quy. Do đó, bên cạnh phương pháp này, chúng tôi còn sử dụng phương pháp thứ hai để thu được kết quả ước lượng tốt hơn.

*Phương pháp thứ hai* được dùng để đánh giá tác động của chương trình hỗ trợ lãi suất là xác định chênh lệch trong kết quả hoạt động giữa nhóm các doanh nghiệp tham gia chương trình (*treatment group*) với các doanh nghiệp thuộc nhóm so sánh (*comparison group*). Bởi vì chúng ta không thể biết được hoạt động của các doanh nghiệp đã tham gia chương trình hỗ

trợ trong tình huống giả định là nếu họ không thể tiếp cận được với khoản hỗ trợ lãi suất, nên nhóm so sánh sẽ được lọc ra từ các doanh nghiệp thực tế không tham gia chương trình hỗ trợ. Các doanh nghiệp thuộc nhóm so sánh phải có những đặc điểm tương tự các doanh nghiệp tham gia vào chương trình hỗ trợ để điểm khác biệt duy nhất giữa hai nhóm này là họ có hay không tham gia vào gói hỗ trợ.

Tuy nhiên, việc xác định các doanh nghiệp thuộc nhóm so sánh không dễ dàng do các sai lệch có thể xảy ra. *Dạng sai lệch thứ nhất* xảy ra do những khác biệt trong các đặc điểm không thể quan sát được của các doanh nghiệp. Với các biến quan sát được ( $X_j$ ), có thể tồn tại mối quan hệ mang tính hệ thống giữa việc tham gia vào chương trình và kết quả thu được nếu không có chương trình hỗ trợ. Hay nói cách khác, có thể có các biến không quan sát được mà đồng thời tác động lên kết quả sản xuất kinh doanh và khả năng tham gia vào gói hỗ trợ. Trong trường hợp này nên áp dụng phương pháp chênh lệch kép (“double difference”)<sup>2</sup> để so sánh giữa nhóm tham gia gói hỗ trợ và nhóm so sánh (chênh lệch thứ nhất) trước và sau khi có gói hỗ trợ (chênh lệch thứ hai). Để áp dụng phương pháp này thì cần có số liệu dạng bảng bao gồm các kết quả hoạt động và các yếu tố quyết định đến việc tham gia gói hỗ trợ cả trước và sau khi chương trình hỗ trợ công bố. Với số liệu hạn chế sẵn có chúng tôi không thể sử dụng phương pháp này.

*Dạng sai lệch thứ hai* xuất phát từ các biến quan sát được, khi các biến kiểm soát cho kết quả hoạt động và sự tham gia gói hỗ trợ của các doanh nghiệp khác nhau giữa nhóm được hưởng hỗ trợ và nhóm so sánh. Sai lệch này có thể loại bỏ được nếu như có thể tìm ra một mẫu các doanh nghiệp không tham gia chương trình hỗ trợ mà có các đặc điểm ( $X_j$ ) giống hệt như các doanh nghiệp thuộc nhóm được hưởng hỗ trợ. Với nhiều biến kiểm soát được đưa ra thì dường như không thể tìm được doanh nghiệp nào không tham gia chương trình hỗ trợ có những đặc điểm giống hoàn toàn với các doanh nghiệp tham gia. Để giải quyết vấn đề này thì thay vì kết hợp tất cả các biến ( $X_j$ ) để đảm bảo rằng chúng giống nhau cho cả các doanh nghiệp tham gia và không tham gia, chúng tôi sử dụng sử dụng xác suất tham gia vào chương trình để tìm nhóm doanh nghiệp so sánh. Phương pháp này được gọi là “điểm xu hướng”<sup>3</sup> (propensity score) và được thực hiện theo các bước sau:

- Sử dụng mô hình *logit* để tính toán xác suất tham gia vào chương trình hỗ trợ lãi suất

---

<sup>2</sup> Xem thêm Imbens & Wooldridge (2008).

<sup>3</sup> Xem Rosenbaum & Rubin (1983) và Imbens & Wooldridge (2008).

của các doanh nghiệp.

- Với mỗi doanh nghiệp trong mẫu các doanh nghiệp tham gia gói hỗ trợ, tìm ra năm doanh nghiệp trong mẫu không tham gia mà có xác suất tham gia gần với doanh nghiệp đó nhất.

- Tính kết quả hoạt động bình quân của năm doanh nghiệp có xác suất tham gia gần nhất tìm được ở trên và chênh lệch giữa giá trị trung bình với kết quả hoạt động thực tế của doanh nghiệp được hưởng hỗ trợ lãi suất chính là lợi ích thu được từ việc tham gia hỗ trợ lãi suất. Giá trị trung bình của các lợi ích mà mỗi doanh nghiệp nhận được từ hỗ trợ lãi suất có thể đại diện cho tác động tổng hợp của gói kích cầu lên hoạt động của các doanh nghiệp.

### Lựa chọn biến số

Hai bộ số liệu được sử dụng cho phân tích gồm bộ số liệu về năng lực cạnh tranh PCI cấp doanh nghiệp và PCI cấp tỉnh với mục đích chính là đánh giá về môi trường kinh doanh của các doanh nghiệp. Do đó, bộ số liệu này không cung cấp những số liệu chi tiết về đặc điểm và kết quả hoạt động của doanh nghiệp một cách đầy đủ. Bảng 3 mô tả về các biến và cách đo lường, bao gồm các biến quan sát được của các doanh nghiệp ( $X_i$ ) và kết quả hoạt động ( $R_i$ ) được dùng trong cả hai phương pháp nêu trên.

**Bảng 3. Mô tả và đo lường các biến**

Nhóm biến	Tên biến	Mô tả và đo lường
$X_i$	Số năm hoạt động	Số năm hoạt động tính từ khi thành lập
	Loại hình doanh nghiệp	Gồm bốn biến giả: i) doanh nghiệp tư nhân, ii) công ty TNHH, iii) công ty cổ phần, iv) các loại hình khác
	Ngành	Gồm bốn biến giả: i) công nghiệp/chế biến/xây dựng, ii) dịch vụ/thương mại, iii) nông nghiệp/lâm nghiệp/thủy sản, iv) công nghiệp khai khoáng và các ngành khác
	Quy mô doanh nghiệp	Gồm bốn biến giả: i) siêu nhỏ, ii) nhỏ, iii) vừa và iv) lớn. Các tiêu chuẩn xác định quy mô doanh nghiệp được quy định trong Nghị định 56/2009/NĐ-CP <sup>4</sup>
	Thị trường hướng đến	Gồm hai biến giả: i) hướng vào nội địa nếu tỉ trọng của doanh số bán trong nước cao hơn 50% và ii) ngược lại là hướng vào xuất khẩu.
	Đặc điểm vùng	Tất cả chỉ số phụ PCI giải thích cho sự khác nhau về đặc điểm giữa các tỉnh. Những số liệu này có thể kiểm soát

<sup>4</sup> Chúng tôi phân loại quy mô doanh nghiệp dựa trên tiêu chí số lao động do các biến về vốn trong bộ số liệu không phù hợp với cách phân loại trong Nghị định này.

	được những đặc điểm vùng mà có tác động tới hoạt động của các doanh nghiệp.
Thay đổi về lao động	Thay đổi trong mục xếp hạng về số lao động <sup>5</sup> của năm 2008 (trước khi có gói kích cầu) và tại thời điểm điều tra (sau khi có gói kích cầu).
R <sub>i</sub> Thay đổi trong số lượng lao động	Thay đổi về số lượng lao động từ năm 2008 (trước khi có gói kích cầu) và tại thời điểm điều tra (sau khi có gói kích cầu).
Thay đổi về vốn	Thay đổi trong mục xếp hạng về số vốn <sup>6</sup> của năm 2008 (trước khi có gói kích cầu) và tại thời điểm điều tra (sau khi có gói kích cầu).
Kế hoạch kinh doanh trong 2 năm tới.	Gồm bốn biến giả: i) tăng quy mô sản xuất, ii) giảm quy mô sản xuất, iii) giữ nguyên quy mô sản xuất, iv) đóng cửa sản xuất.

## Kết quả ước lượng

### Phương pháp hồi quy

Bảng 4 thể hiện kết quả hồi quy về sự thay đổi trong số lượng lao động sử dụng phương trình hồi quy (3.2) với nhiều dạng khác nhau để kiểm tra sự chính xác.

Tất cả các dạng hồi quy đều cho thấy một số biến đặc điểm có tác động thực sự lên hoạt động của các doanh nghiệp. Các doanh nghiệp vừa và nhỏ có xu hướng kinh doanh tốt hơn các doanh nghiệp có quy mô lớn. Các doanh nghiệp sản xuất hướng vào thị trường nội địa thuê nhiều lao động hơn các doanh nghiệp sản xuất hướng vào xuất khẩu, có thể do các doanh nghiệp xuất khẩu chịu tác động của khủng hoảng mạnh hơn là các doanh nghiệp sản xuất cho thị trường trong nước. Những doanh nghiệp thuộc các tỉnh không có thành kiến với sở hữu tư nhân có kết quả hoạt động tốt hơn, cho thấy tầm quan trọng của một môi trường kinh doanh thuận lợi đối với khu vực tư nhân. Trong khi đó, các đặc điểm về số năm hoạt động, hình thức sở hữu và ngành lại không có tác động gì tới sự thay đổi về số lượng lao động của các doanh nghiệp trong giai đoạn 2008-2009.

Với tất cả các biến được kiểm soát thì hệ số của biến có tham gia vào chương trình hỗ trợ lãi suất mang dấu dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 5%. Điều này hàm ý rằng gói hỗ trợ lãi suất có tác động tích cực tới hoạt động của các doanh nghiệp xét về mặt thay đổi trong số lượng

<sup>5</sup> Trong cuộc điều tra thì số lao động của các doanh nghiệp được xếp theo mục từ 1 đến 8, tương ứng là (<5), (5-8), (10-48), (50-188), (200-288), (300-488), (500-1000) và (>1000) lao động.

<sup>6</sup> Trong cuộc điều tra thì số lao động của các doanh nghiệp được xếp theo mục từ 1 đến 8, tương ứng là (<0.5), (0.5-1), (1-5), (5-10), (10-50), (50-200), (200-500), và (>500) tỉ đồng.

lao động. Tuy nhiên, mức độ tác động còn tương đối nhỏ. Theo kết quả ước lượng từ tất cả các hàm hồi quy thì bình quân mỗi doanh nghiệp tham gia vào chương trình hỗ trợ lãi suất chỉ tăng thêm được bốn lao động so với các doanh nghiệp không tham gia. Do một số vấn đề còn tồn tại trong phương pháp này như đã được nêu ở phần trước, chúng tôi sử dụng phương pháp tiếp theo đây để thu được kết luận thuyết phục hơn.

**Bảng 4. Ước lượng các hệ số của mô hình hồi quy (3.2)**

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Có tiếp cận với chương trình hỗ trợ	3.74**	3.96**	3.96**	3.94**	3.96**	3.96**
Số năm hoạt động	-0.01	-0.01	-0.46	-0.44		
Hình thức sở hữu						
<i>Doanh nghiệp tư nhân</i>	4.09	4.14	0.92		4.15	
<i>Công ty TNHH</i>	4.43	4.45	1.00		4.47	
<i>Công ty cổ phần</i>	6.52	6.61	1.42		6.62	
Ngành						
<i>Công nghiệp/chế biến/xây dựng</i>	0.24	0.32		0.28	0.33	
<i>Dịch vụ/thương mại</i>	1.52	1.50		0.98	1.51	
<i>Nông nghiệp/lâm nghiệp/thủy sản</i>	-0.55	-0.35		-0.19	-0.34	
Quy mô doanh nghiệp						
<i>Siêu nhỏ</i>	6.77**	6.95**	2.50**	2.05**	7.03**	6.08**
<i>Nhỏ</i>	7.18**	7.46**	2.67**	2.44**	7.53**	6.65**
<i>Vừa</i>	9.62**	9.79**	3.29**	3.03**	9.83**	9.94**
Sản xuất hướng vào thị trường nội địa	12.47**	12.73**	6.13**	5.99**	12.72**	13.31**
Đặc điểm vùng						
<i>Phí gia nhập</i>	-0.11					
<i>Sở hữu đất</i>	1.08					
<i>Sự minh bạch</i>	-0.28					
<i>Chi phí thời gian</i>	-0.20					
<i>Các loại chi phí không chính thức</i>	0.51					
<i>Không có thành kiến đối với khu vực tư nhân</i>	1.10**					
<i>Pro-activity</i>	-0.37					
<i>Dịch vụ hỗ trợ kinh doanh</i>	0.68					
<i>Chính sách lao động</i>	0.10					
<i>Các cơ quan pháp lí</i>	0.23					
<i>Cơ sở hạ tầng</i>	-0.03					
Hằng số	-38.41**	-25.55**	-4.74**	-6.20**	-25.70**	-19.73**
R-squared	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01

Ghi chú: \*\*: hệ số có ý nghĩa thống kê ở mức 5%.

**Bảng 5. Mô hình logit về xác suất tham gia chương trình hỗ trợ lãi suất**

	Có tham gia vào chương trình hỗ trợ lãi suất	Hệ số	Độ lệch chuẩn	z	P>z	
Số năm hoạt động		0.0009	0.0007	1.2200	0.2210	
Loại hình	Doanh nghiệp tư nhân	0.8421***	0.2555	3.3000	0.0010	
	Công ty TNHH	0.7827***	0.2547	3.0700	0.0020	
	Công ty cổ phần	0.8428***	0.2576	3.2700	0.0010	
Ngành	Công nghiệp/chế biến/xây dựng	0.1417**	0.0679	2.0900	0.0370	
	Dịch vụ/thương mại	0.2277***	0.0689	3.3100	0.0010	
	Nông nghiệp/lâm nghiệp/thủy sản	0.2301**	0.0927	2.4800	0.0130	
Quy mô	Siêu nhỏ	-0.5021***	0.0790	-6.3500	0.0000	
	Nhỏ	0.2877***	0.0719	4.0000	0.0000	
	Vừa	0.8175***	0.1067	7.6600	0.0000	
Sản xuất hướng vào thị trường nội địa		-0.5696***	0.0976	-5.8400	0.0000	
Đặc điểm vùng	Phí gia nhập	-0.1015**	0.0450	-2.2600	0.0240	
	Sở hữu đất	0.1397***	0.0343	4.0800	0.0000	
	Sự minh bạch	0.0490	0.0318	1.5400	0.1230	
	Chi phí thời gian	0.0239	0.0293	0.8200	0.4140	
	Các chi phí không chính thức	-0.0786*	0.0452	-1.7400	0.0820	
	Không có thành kiến với khu vực tư nhân	0.1246***	0.0254	4.9000	0.0000	
	Pro-activity	-0.0739***	0.0222	-3.3300	0.0010	
	Các dịch vụ hỗ trợ hoạt động kinh doanh	-0.1616***	0.0307	-5.2600	0.0000	
	Chính sách lao động	-0.0053	0.0420	-0.1300	0.8990	
	Các cơ quan pháp lí	0.0392	0.0344	1.1400	0.2560	
	Cơ sở hạ tầng	-0.0064	0.0043	-1.5100	0.1300	
	Hằng số		-0.4534	0.5578	-0.8100	0.4160

Ghi chú:  $Pseudo R^2 = 0.0465$ : \*\*\*, \*\*, \*: hệ số có ý nghĩa thống kê ở mức 1%, 5% và 10%.

### Phương pháp “Điểm xu hướng”

Kết quả thực hiện bước thứ nhất của phương pháp này là ước lượng mô hình logit được thể hiện ở Bảng 5, trong đó đã xác định các nhân tố tác động đến việc tham gia vào chương trình hỗ trợ lãi suất. Kết quả cho thấy, các nhân tố như số năm hoạt động và một vài đặc điểm vùng dường như không có tác động đến xác suất tham gia vào chương trình hỗ trợ lãi suất của các doanh nghiệp, trong khi các yếu tố về loại hình sở hữu, ngành, quy mô, thị trường hướng đến và một vài chỉ số phụ trong PCI lại có ý nghĩa quyết định đối với việc tham gia vào chương

trình hỗ trợ.

Cụ thể là, các doanh nghiệp tư nhân, công ty TNHH và công ty cổ phần lại có xu hướng tham gia vào chương trình hỗ trợ lãi suất cao hơn các loại hình doanh nghiệp khác. Điều này phù hợp với kết quả thống kê dư nợ theo thành phần vay vốn như đã trình bày trong phần trên. Các doanh nghiệp thuộc lĩnh vực nông nghiệp, lâm nghiệp và thủy sản có xác suất tham gia vào chương trình hỗ trợ cao nhất, có thể do khu vực này nằm trong số những mục tiêu hướng tới của gói hỗ trợ, trong khi đó các doanh nghiệp khai thác khoáng sản lại có xác suất tham gia thấp hơn các doanh nghiệp thuộc lĩnh vực khác. Doanh nghiệp siêu nhỏ với quy mô dưới 10 lao động dường như gặp khó khăn trong việc tiếp cận với gói hỗ trợ, trong khi các doanh nghiệp vừa (50-200 lao động đối với ngành thương mại và 200-300 lao động đối với các ngành khác) lại có xác suất nhận được các khoản vay ưu đãi cao nhất. Kết quả cũng cho thấy các doanh nghiệp sản xuất hướng vào xuất khẩu có xác suất tham gia cao hơn các doanh nghiệp sản xuất hướng vào thị trường nội địa, có thể do các doanh nghiệp đó có nhiều cơ hội tham gia vào chương trình hỗ trợ vì chịu tác động tiêu cực từ khủng hoảng. Xét về các yếu tố thuộc đặc điểm vùng, những doanh nghiệp nào thuộc các tỉnh có các chỉ số phí gia nhập thấp hơn, chỉ số về sở hữu đất cao hơn, chỉ số về chi phí không chính thức thấp hơn, chỉ số về không có thành kiến với khu vực tư nhân cao hơn, chỉ số pro-activity thấp hơn và chỉ số về các dịch vụ hỗ trợ hoạt động kinh doanh thấp hơn, thì đều có xác suất nhận được hỗ trợ lãi suất cao hơn.

Bảng 6 tổng kết những đánh giá về chính sách hỗ trợ dựa trên kết quả của phương pháp “điểm xu hướng”. Tất cả các con số trong bảng được hiểu là chênh lệch kết quả hoạt động bình quân giữa các doanh nghiệp nhận được hỗ trợ và doanh nghiệp trong nhóm so sánh, đó chính là tác động của chương trình hỗ trợ lãi suất. Cần lưu ý rằng, trừ sự thay đổi trong số lao động thì tất cả các biến khác đều ở dạng xếp hạng hoặc là các biến giả, do đó giá trị thay đổi bình quân của các biến này trong giai đoạn 2008-2009 cũng như đánh giá tác động của chính sách hỗ trợ sẽ được hiểu là dựa trên dấu của tác động chứ không phải là thay đổi về giá trị.

Kết quả ở Bảng 6 cho thấy, chính sách có tác động tích cực đến lao động và vốn, hàm ý là các doanh nghiệp nhận được hỗ trợ lãi suất sẽ thuê thêm lao động và đầu tư thêm vốn vào hoạt động sản xuất kinh doanh. Kết quả ước lượng cho thấy tác động của chính sách lên số lượng lao động là 3,27, có nghĩa là, bình quân mỗi doanh nghiệp nhận được hỗ trợ lãi suất có xu hướng thuê thêm 3-4 lao động và kết quả này tương đương với kết quả thu được từ phương pháp hồi quy ở trên. Ngoài ra, các doanh nghiệp tham gia vào chương trình hỗ trợ lãi suất có cái nhìn lạc quan hơn về kế hoạch sản xuất trong tương lai. Trong số các doanh nghiệp nhận

được hỗ trợ thì số lượng các doanh nghiệp có ý định mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh nhiều hơn so với số lượng các doanh nghiệp có ý định giảm quy mô sản xuất hoặc giữ nguyên quy mô hiện tại hoặc cắt giảm sản xuất.

**Bảng 6. Tác động của gói hỗ trợ lãi suất lên hoạt động của doanh nghiệp**

		<b>Trung bình</b>	<b>Độ lệch chuẩn</b>
Tác động lên hoạt động của doanh nghiệp	Tác động lên lao động	0.04	0.42
	Tác động lên số lượng lao động	3.27	41.5
	Tác động lên vốn	0.04	0.49
Tác động lên kế hoạch sản xuất trong hai năm tới	Tăng quy mô sản xuất	0.05	0.51
	Giảm quy mô sản xuất	-0.03	0.50
	Giữ nguyên quy mô hiện tại	-0.01	0.17
	Đóng cửa sản xuất	-0.01	0.14

Bảng 7 cho thấy tác động cụ thể hơn của chính sách tới các loại hình doanh nghiệp khác nhau. Về lao động, hầu hết các loại hình doanh nghiệp đều thuê thêm lao động do nhận được các khoản vay ưu đãi, trừ các doanh nghiệp thuộc loại hình sở hữu khác ngoài DNTN, Công ty TNHH và công ty cổ phần (như hộ gia đình, hợp tác xã), và các doanh nghiệp trong ngành nông nghiệp, lâm nghiệp và thủy sản. Các doanh nghiệp thuộc loại hình sở hữu khác có kết quả kém hơn không chỉ về mặt lao động mà còn cả về sự thay đổi về vốn. Điều này càng làm tăng thêm những nghi ngờ về việc liệu các doanh nghiệp này có được hưởng lợi từ các khoản vay hỗ trợ lãi suất không. Trong khi đó, các doanh nghiệp thuộc ngành nông nghiệp, lâm nghiệp và thủy sản mặc dù thuê ít lao động hơn nhưng lại nhận được những thay đổi tích cực trong vốn và thay đổi về vốn này thậm chí còn cao nhất so với các doanh nghiệp thuộc các ngành khác. Thực tế này đã phản ánh một mục tiêu của gói kích cầu, đó là đưa ra những khoản hỗ trợ cho các doanh nghiệp thuộc ngành này để hỗ trợ việc mua máy móc và thiết bị. Kết quả ở Bảng 7 cũng cho thấy các doanh nghiệp hoạt động dưới 10 năm, thuộc loại hình công ty cổ phần, hoạt động trong ngành khai thác khoáng sản, quy mô lớn, sản xuất hướng vào thị trường trong nước hoặc nằm ở nửa sau trong bảng xếp hạng năng lực cạnh tranh cấp tỉnh lại là những doanh nghiệp có thay đổi nhiều nhất về lao động do tác động của hỗ trợ lãi suất.

Về quy mô vốn, kết quả ở Bảng 7 cho thấy một vài tác động tiêu cực của chính sách hỗ trợ lên sự thay đổi vốn của các doanh nghiệp. Theo đó, doanh nghiệp khai thác khoáng sản dường như thuê thêm lao động nhưng xếp hạng về vốn của họ lại giảm. Kết quả tác động được tìm



thấy tương tự đối với các doanh nghiệp quy mô vừa, các doanh nghiệp quy mô lớn và các doanh nghiệp hướng về xuất khẩu. Biến về vốn trong bộ số liệu điều tra không đưa ra những thông tin về việc các doanh nghiệp sử dụng bao nhiêu cho vốn lưu động và bao nhiêu cho vốn cố định, nhưng nếu các doanh nghiệp này mở rộng quy mô lao động, thì có thể đầu tư của họ cho máy móc thiết bị giảm xuống.

**Bảng 7. Tác động của chính sách hỗ trợ lãi suất theo đặc điểm của doanh nghiệp**

		Tác động lên lao động	Tác động lên số lượng lao động	Tác động lên vốn
<i>Số năm hoạt động</i>	>10 năm	0.03	0.56	0.03
	<=10 năm	0.05	3.76	0.04
<i>Loại hình</i>	Doanh nghiệp tư nhân	0.01	1.38	0.05
	Công ty TNHH	0.06	3.65	0.04
	Công ty cổ phần	0.08	5.4	0.01
	Loại hình khác	<b>-0.23</b>	<b>-0.12</b>	<b>-0.11</b>
<i>Ngành</i>	Công nghiệp/chế biến/xây dựng	0.09	5.09	0.02
	Thương mại.dịch vụ	0.03	3.6	0.04
	Nông nghiệp/lâm nghiệp/thủy sản	0.07	<b>-1.87</b>	0.13
	Khai khoáng và các ngành khác	0.01	9.22	<b>-0.06</b>
<i>Quy mô</i>	Siêu nhỏ	0.05	0.61	0.07
	Nhỏ	0.04	2.79	0.04
	Trung bình	0.06	7.38	<b>-0.02</b>
	Lớn	0.03	11.15	<b>-0.002</b>
<i>Thị trường hướng tới</i>	Hướng đến thị trường nội địa	0.04	3.42	0.04
	Hướng đến xuất khẩu	0.07	1.53	<b>-0.003</b>
<i>Xếp hạng chỉ số PCI</i>	Nhóm 25% đầu	0.04	1.64	0.05
<i>cấp tỉnh</i>	Nhóm 25% thứ hai	0.01	2.63	0.02
	Nhóm 25% thứ ba	0.07	4.84	0.06
	Nhóm 25% cuối	0.06	4.01	0.01

*Ghi chú: Các số in đậm thể hiện tác động theo hướng tiêu cực.*

## Nhận xét chung

Cả hai phương pháp phân tích nêu trên đều đi tới kết luận là gói hỗ trợ lãi suất 4% có tác động tích cực lên thay đổi về lao động và vốn của các doanh nghiệp. Nói chung, do nhận được khoản vay ưu đãi nên các doanh nghiệp có xu hướng thuê thêm lao động, tăng vốn và có cái nhìn lạc quan về kế hoạch sản xuất kinh doanh trong tương lai. Bài nghiên cứu không thể đánh giá được quy mô tác động của gói hỗ trợ lên vốn và đầu tư do các biến số về vốn trong bộ số liệu điều tra đều ở dạng xếp loại chứ không phải là các giá trị tuyệt đối. Trong khi đó, mức

chênh lệch về số lao động được thuê trước và sau khi có chương trình hỗ trợ lãi suất được chúng tôi là dương, nhưng tương đối nhỏ. Tuy vậy, những kết quả tìm được ít nhất cũng cho thấy mặt tích cực của gói kích cầu, giúp lao động làm việc trong khu vực tư nhân không bị giảm đi trong giai đoạn suy thoái kinh tế.

Theo loại hình sở hữu, các doanh nghiệp khác ngoài doanh nghiệp tư nhân, công ty TNHH và công ty cổ phần dường như không nhận được tác động tích cực từ gói hỗ trợ lãi suất. Nguyên nhân có thể do thiếu sự kiểm soát của các cơ quan chức năng đối với loại hình doanh nghiệp này nên một phần khoản vay ưu đãi đã không được sử dụng để đầu tư cho sản xuất, mà lại để đầu tư vào thị trường chứng khoán hay bất động sản. Do đó, với gói kích cầu tiếp theo, cần phải xác định rõ loại hình doanh nghiệp nào có đủ điều kiện hưởng hỗ trợ để đảm bảo rằng số tiền hỗ trợ đến đúng đối tượng và được sử dụng hợp lý nhất.

Các doanh nghiệp hoạt động khai thác khoáng sản hoặc thuộc loại doanh nghiệp có quy mô vừa thì có xu hướng tăng số lao động hơn là tăng đầu tư cho sản xuất hoặc mua sắm máy móc, thiết bị. Điều này hàm ý rằng gói hỗ trợ lãi suất chỉ giúp các doanh nghiệp trong hoạt động ngắn hạn mà không có tác dụng hỗ trợ trong dài hạn. Do những tác động tiêu cực của chương trình hỗ trợ này đến đầu tư vốn của các doanh nghiệp, chúng tôi không loại trừ khả năng một phần của các khoản vay ưu đãi đã được sử dụng cho các mục đích khác chứ không phải cho đầu tư mới. Do đó, để gói kích cầu tiếp theo có được thành công thì cần có các quy định đối với các doanh nghiệp về việc sử dụng khoản vay ưu đãi như thế nào và tăng cường quản lý đối với các khoản vay của các loại hình doanh nghiệp đã nêu.

## **Xem xét tác động của chính sách hỗ trợ lãi suất thông qua các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán**

### **Phương pháp nghiên cứu**

Phần này xem xét ảnh hưởng chính sách kích thích kinh tế, trong đó quan trọng nhất là chính sách hỗ trợ lãi suất, đối với hoạt động kinh doanh của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán.

Chúng tôi xem xét 165 công ty trên tổng số 490 công ty niêm yết trên hai sàn chứng khoán Hà Nội và Hồ Chí Minh đến cuối 2009. Đây là toàn bộ những công ty phi tài chính (không bao gồm các ngân hàng, quỹ đầu tư, các công ty chứng khoán) và có báo cáo kết quả kinh doanh đầy đủ từ Quý I/2007.

Mặc dù chúng tôi không có được thông tin cụ thể về việc các công ty niêm yết trong mẫu phân tích được hưởng lợi trực tiếp từ các gói kích thích kinh tế như thế nào nhưng chúng tôi ngầm giả định rằng khi gói kích thích kinh tế được đưa ra thì có thể không phải toàn bộ nhưng chỉ ít một số nhất định những công ty này sẽ được hưởng lợi trực tiếp. Chính vì lẽ đó chúng tôi sẽ phân tích diễn biến các chỉ số tài chính tổng hợp của tất cả các công ty trong mẫu thay vì xem xét từng công ty đơn lẻ. Diễn biến của các chỉ số tổng hợp của các công ty trong mẫu trước và sau khi gói kích thích được đưa ra sẽ cung cấp cho chúng ta những cái nhìn nhất định về tác dụng của gói kích thích này tới kết quả kinh doanh của cộng đồng doanh nghiệp Việt Nam.

Dưới đây là các chỉ số mà chúng tôi sử dụng để phân tích:

- *Tỉ lệ tiền mặt trên nợ ngắn hạn*: dùng để đánh giá tính thanh khoản ngắn hạn của doanh nghiệp.
- *Các chỉ số đánh giá kết quả kinh doanh*:
  - o AT (Asset turnover): Tỉ lệ doanh thu thuần trên tổng tài sản.
  - o ROA: Tỉ lệ lợi nhuận gộp trên tổng tài sản.
  - o ROE: Tỉ lệ lợi nhuận gộp trên vốn chủ sở hữu.
- *Chỉ số đánh giá hành vi huy động vốn và vay nợ*: tỉ trọng vốn chủ sở hữu và vốn vay; tỉ trọng vốn vay ngắn hạn và vốn vay dài hạn.
- *Chỉ số đánh giá hành vi đầu tư*: Tỉ trọng giữa ba loại vốn: vốn lưu động, vốn sản xuất, và vốn đầu cơ (được định nghĩa theo Dailami và Kim (1991) như dưới đây).
  - o Vốn lưu động: Tiền mặt + các khoản phải thu (ngắn hạn và dài hạn) + các tài sản ngắn hạn khác.
  - o Vốn sản xuất: Tài sản cố định + tồn kho + phần đầu tư bất động sản vì mục đích sản xuất.
  - o Vốn đầu cơ: Đầu tư tài chính (ngắn hạn và dài hạn) + tài sản dài hạn khác + phần đầu tư bất động sản vì mục đích đầu cơ.

## **Kết quả phân tích**

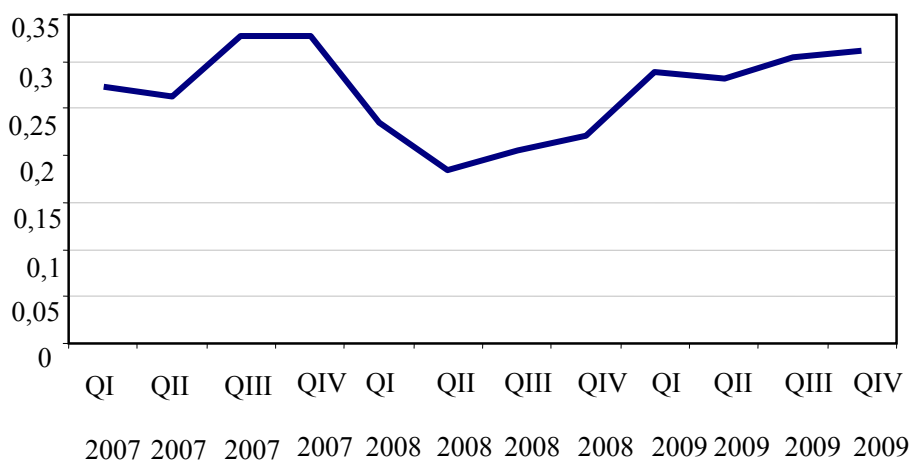
Tác động tới vốn lưu động

Hình 3 cho thấy gói hỗ trợ kinh tế đã có tác động tích cực tới nguồn vốn lưu động của các doanh nghiệp. Các doanh nghiệp đã rơi vào tình trạng căng thẳng vốn lưu động bắt đầu từ Quý I/2008 khi chính sách thắt chặt tiền tệ nhằm kiểm chế lạm phát được đưa ra. Tỷ lệ tiền mặt trên nợ ngắn hạn đã giảm mạnh từ mức 0,327 vào Quý IV/2007 xuống mức 0,184 vào Quý II/2008. Khi gói kích thích kinh tế được đưa ra, các tỷ lệ này đã được cải thiện và tăng từ mức 0,221 vào Quý IV/2008 lên mức 0,289 vào Quý I/2009 và 0,312 vào Quý IV/2009. Đây là những mức tương đương với thời kỳ năm 2007.

### Tác động tới hành động huy động vốn và vay nợ

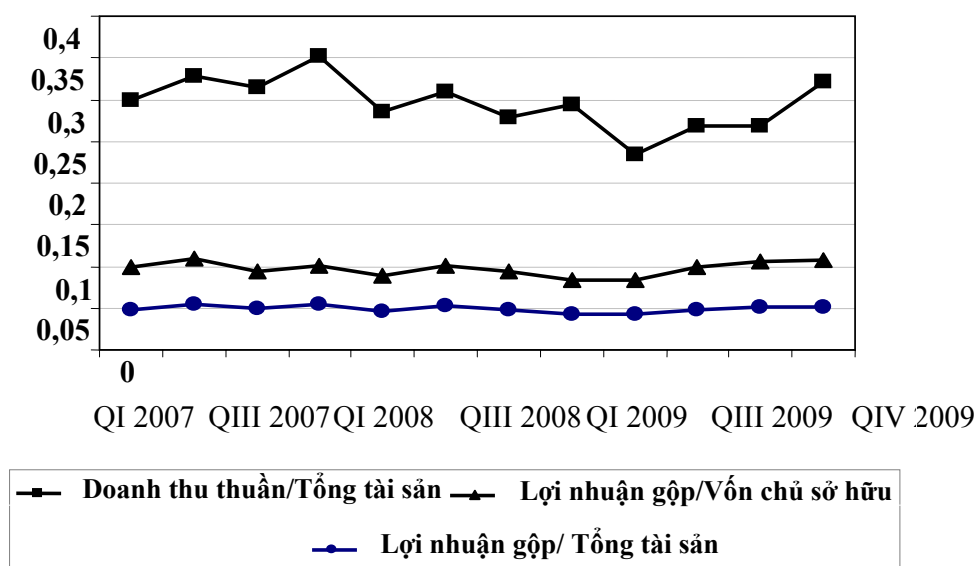
Các doanh nghiệp trong mẫu khảo sát có cơ cấu vốn khá lành mạnh. Vốn vay và vốn chủ sở hữu thường được duy trì ở mức tương đương nhau. Đối với vốn vay, các doanh nghiệp trong mẫu khảo sát có thiên hướng vay ngắn hạn nhiều hơn vay dài hạn. Số dư vốn vay ngắn hạn thường được duy trì ở mức trên dưới 60%. Vào thời điểm nguồn vốn vay căng thẳng, lãi suất cao, từ Quý IV/2007 đến Quý III/2008, tỷ lệ của vốn chủ sở hữu được duy trì ở mức cao hơn so với giai đoạn trước và sau đó. Trong thời gian này, doanh nghiệp cũng có xu hướng giảm tỷ lệ vay dài hạn trên tổng số nợ, ở mức 35% - 36% so với mức trên 40% trong các thời kỳ trước và sau đó (xem Bảng 8).

**Hình 3. Tỷ lệ tiền mặt trên nợ ngắn hạn, QI/2007 đến QIV/2009**



*Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả*

**Hình 4. Một số chỉ tiêu đánh giá kết quả kinh doanh, QI/2007 đến QIV/2009**



*Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả*

**Bảng 8. Cơ cấu nguồn vốn, QI/2007 đến QIV/2009**

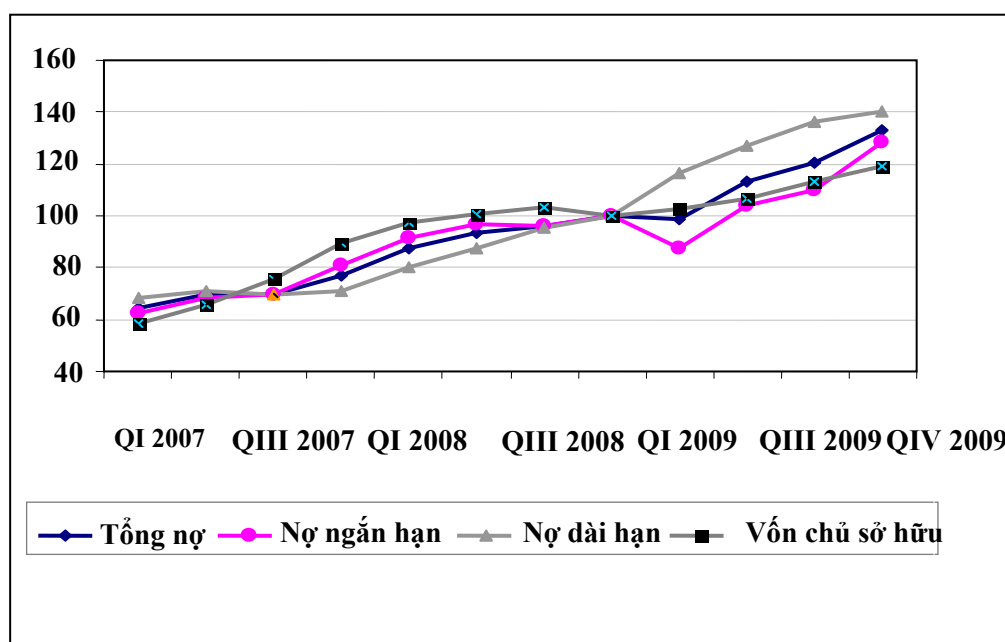
	Cơ cấu nguồn vốn (%)		Cơ cấu vốn vay (%)	
	Vốn vay	Vốn chủ sở hữu	Vay ngắn hạn	Vay dài hạn
QI/2007	0,52	0,48	0,59	0,41
QII/2007	0,51	0,49	0,61	0,39
QIII/2007	0,47	0,53	0,61	0,39
QIV/2007	0,46	0,54	0,65	0,35
QI/2008	0,46	0,54	0,65	0,35
QII/2008	0,47	0,53	0,64	0,36
QIII/2008	0,47	0,53	0,62	0,38
QIV/2008	0,49	0,51	0,61	0,39
QI/2009	0,48	0,52	0,55	0,45
QII/2009	0,51	0,49	0,57	0,43
QIII/2009	0,51	0,49	0,56	0,44
QIV/2009	0,52	0,48	0,59	0,41

*Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả*

Chính sách kích thích kinh tế của Chính phủ đã có những tác động nhất định tới cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp. Các doanh nghiệp vay vốn nhiều hơn, đặc biệt là vốn vay ngắn hạn. Các doanh nghiệp cũng huy động được nhiều vốn hơn qua kênh phát hành qua thị trường chứng khoán.

Hình 5 thể hiện tình hình huy động vốn và vay nợ của doanh nghiệp trong mẫu xem xét trong giai đoạn Quý I/2007 đến Quý IV/2009. Thời điểm Quý IV/2008 được chọn làm mốc tham chiếu với giá trị bằng 100 cho tất cả các chỉ số. Trong giai đoạn nền kinh tế Việt Nam gặp khó khăn từ Quý I/2008 đến Quý IV/2008, tốc độ huy động vốn từ nguồn vốn chủ sở hữu lẫn vay vốn đều chững lại. Cụ thể, trong thời kì này tổng vốn vay chỉ tăng 14,7% và vốn chủ sở hữu chỉ tăng 0,3%. Trong khi đó, những con số này trong cùng thời kì năm trước lần lượt là 19,6% và 53%. Đây là một bằng chứng cho thấy chi phí vốn trong giai đoạn năm 2008 ở mức rất cao. Nhưng khi chính sách kích thích kinh tế được đưa ra vào Quý I/2009, doanh nghiệp bắt đầu tăng huy động vốn cả qua kênh vay lẫn qua kênh phát hành cổ phiếu. Tổng vốn vay của doanh nghiệp trong Quý IV/2009 tăng 34,5% so với Quý I/2009. Tương tự, vốn chủ sở hữu đã tăng 16,3% trong cùng thời kì. Tốc độ vay nợ ngắn hạn tăng nhanh nhất lên tới 46,2% trong giai đoạn này, so với mức tăng 0,9% trong cùng thời kì năm 2008.

**Hình 5. Chỉ số biến động huy động vốn và vay nợ, QI/2007 đến QIV/2009  
(QIV/2008 = 100)**



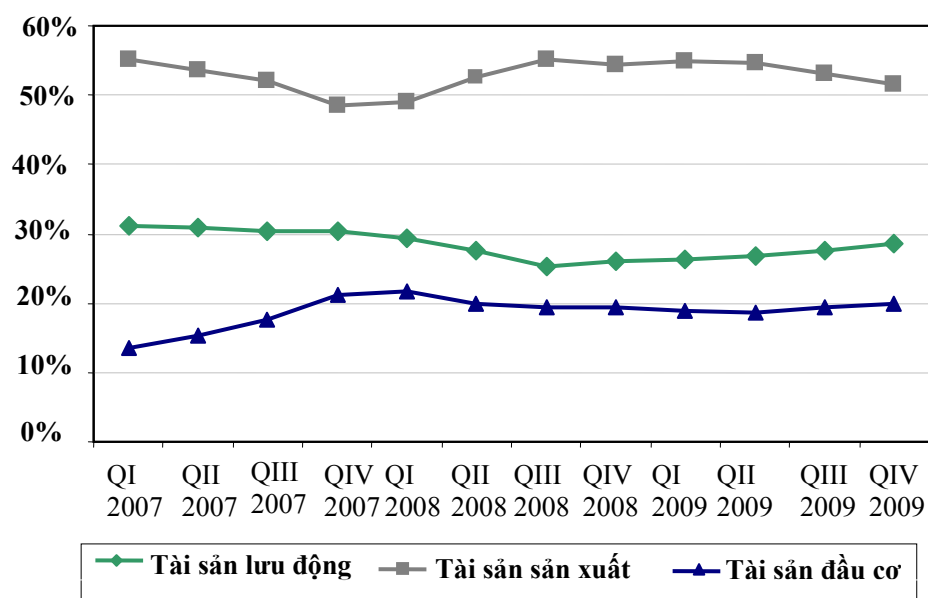
*Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả*

## Tác động tới hành vi đầu tư

Trước hết, để tính được tài sản sản xuất và tài sản đầu cơ chúng ta cần xác định được phần vốn bất động sản dùng cho hai mục đích này. Dựa trên số liệu về tỉ trọng đầu tư bất động sản mang tính đầu cơ lên đến 86,5% ở Hàn Quốc giai đoạn 1984-1988 (Dailami và Kim, 1991), chúng tôi lấy tỉ lệ 80% cho bối cảnh kinh tế của Việt Nam hiện nay. Sự thay đổi tỉ lệ này thực ra không ảnh hưởng nhiều đến cơ cấu của các loại tài sản vì tính trung bình trong giai đoạn Quý I/2007 đến Quý IV/2009, phần tài sản trong mục ‘đầu tư bất động sản’ chỉ chiếm 0,66% tổng tài sản của các doanh nghiệp trong mẫu.

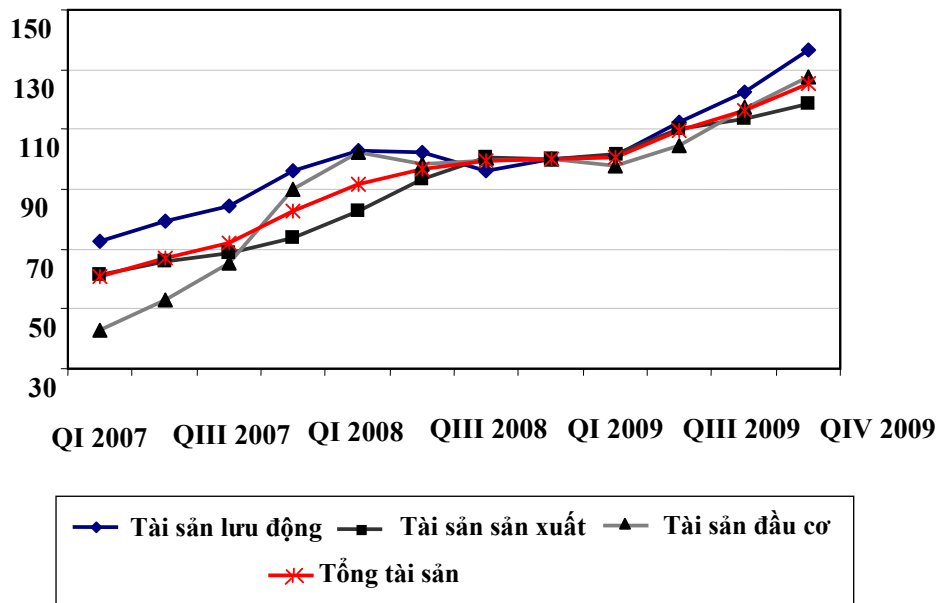
Cơ cấu tài sản trung bình trong giai đoạn Quý I/2007 đến Quý IV/2009 cho ba loại tài sản lưu động, tài sản sản xuất, và tài sản đầu cơ lần lượt là 28,3%, 52,9% và 18,7%. Hình 6 cho thấy, trong năm 2007, cơ cấu tài sản đầu cơ có xu hướng tăng mạnh, từ mức 13,6% tổng tài sản trong Quý I/2007, lên mức 21,7% vào Quý IV/2007. Sự tăng trưởng mạnh này được phản ánh trong Hình 7. Tài sản đầu cơ vào Quý IV/2007 đã gấp 2,1 lần Quý I/2007. Đây là điều làm cho tỉ trọng tài sản sản xuất đã giảm xuống dưới 50% vào Quý IV/2007 trong khi tỉ trọng tài sản lưu động chỉ giảm rất nhẹ, từ mức 31,2% xuống mức 29,3%.

**Hình 6. Cơ cấu các loại tài sản, QI/2007 đến QIV/2009**



*Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả*

Hình 7. Chỉ số biến động các loại tài sản (QIV/2008 = 100)



Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

Khi nền kinh tế gặp khó khăn năm 2008, tỉ trọng tài sản đầu cơ và tài sản lưu động đều giảm, gián tiếp làm cho tỉ trọng tài sản sản xuất tăng. Cụ thể, giá trị tài sản đầu cơ đã giảm từ mức 102,6 điểm vào Quý I/2008 xuống mức 97,7 điểm vào Quý I/2009; và giá trị tài sản lưu động cũng đã giảm nhẹ từ mức 103,1 điểm xuống mức 101 điểm trong cùng thời kì.

Năm 2009, với sự hỗ trợ của gói kích thích kinh tế, tỉ trọng giữa ba loại tài sản đã quay trở về mức như cuối năm 2007. Mặc dù giá trị của ba loại tài sản đều tăng trong thời kì này nhưng giá trị của tài sản lưu động tăng mạnh nhất (36,7% từ Quý IV/1008 đến Quý IV/2009), tiếp đến là tài sản đầu cơ (27,7%), và cuối cùng là tài sản sản xuất (18,8%). Giá trị tài sản có tính đầu cơ lại có xu hướng tăng trở lại.

## Nhận xét chung

Số liệu phân tích tổng hợp từ 165 doanh nghiệp niêm yết trên hai sàn chứng khoán cho thấy gói kích thích kinh tế Chính phủ đưa ra đầu năm 2009 đã có những tác động tích cực đến hoạt động của các doanh nghiệp. Các doanh nghiệp đã không còn rơi vào tình trạng thiếu vốn lưu động và mạnh dạn vay vốn đầu tư cho sản xuất. Kết quả là các doanh nghiệp đã có doanh thu tăng và lợi nhuận tăng.

Sự gia tăng mạnh của nguồn tài sản lưu động phản ánh doanh nghiệp đã tranh thủ sự



phục hồi sức mua của nền kinh tế để tăng sản lượng sản xuất. Điều này trùng với sự gia tăng nợ ngắn hạn như phân tích ở trên. Gói hỗ trợ lãi suất của doanh nghiệp đã giúp doanh nghiệp có được phần lợi nhuận đáng kể nhờ vào nguồn tín dụng có lãi suất thấp.

Đối với phần tài sản sản xuất, thời điểm tăng tốc đầu tư đáng kể nhất rơi vào Quý II/2009. Có được sự gia tăng này, một phần là nhờ gói hỗ trợ lãi suất nhưng phần nhiều là nhờ môi trường vĩ mô trong hai quý đầu năm 2009 tương đối ổn định, giúp chi phí vốn nói chung của nền kinh tế giảm đáng kể. Lãi suất huy động của ngân hàng đã giảm mạnh từ mức đỉnh 20% vào giữa năm 2008 xuống mức 8% vào nửa đầu năm 2009. Thêm vào đó, thị trường chứng khoán bắt đầu khởi sắc kể từ cuối Quý I/2009, các doanh nghiệp đã bắt đầu có thể huy động được vốn thông qua thị trường chứng khoán. Đây chính là những yếu tố quyết định khiến các doanh nghiệp tăng đầu tư cho sản xuất. Trong khi đó, tốc độ tăng vốn sản xuất trong Quý III và Quý IV/2009 chậm lại chứng tỏ ngay cả khi gói hỗ trợ lãi suất vẫn tiếp tục được triển khai thì doanh nghiệp cũng không đầu tư tiếp cho sản xuất, một phần vì chi phí vốn nói chung ở thời điểm nửa cuối năm 2009 đã tăng cao hơn trước, và một phần vì việc tìm kiếm được các dự án mới có mức lợi suất lớn hơn chi phí vốn ngày càng khó khăn hơn.

Tuy nhiên, phần vốn dành cho đầu cơ đã có dấu hiệu tăng mạnh trở lại trong hai quý cuối của năm 2009. Điều này chứng tỏ doanh nghiệp đã tìm đến các kênh đầu tư rủi ro khi nguồn vốn rẻ vẫn còn trong khi cơ hội đầu tư cho sản xuất ít đi. Đây là mặt trái của chính sách kích thích kinh tế do việc kiểm soát nguồn vốn vay ưu đãi vào các kênh đầu tư sản xuất luôn khó khăn, đặc biệt là lại được triển khai trên một diện rộng, trong một thời gian ngắn như trong năm 2009.

### Một số nhận định về ảnh hưởng vĩ mô của gói hỗ trợ lãi suất

Mặc dù việc khảo sát những tác động của gói hỗ trợ lãi suất lên nền kinh tế vĩ mô của Việt Nam không phải là mục đích chính của bài nghiên cứu này, nhưng những gì diễn ra trong năm 2009 đã khiến việc thảo luận về vấn đề này là không thể bỏ qua.

Như chúng ta đã biết, bất chấp sự suy giảm kinh tế trong nước và trên thế giới, thị trường tài sản của Việt Nam trong năm 2009 có sự tăng trưởng tương đối rõ ràng. Với thị trường chứng khoán, chỉ số VN Index đã tăng vững chắc trong giai đoạn từ đầu Quý II cho tới giữa Quý IV. Trong khi đó, giá bất động sản mặc dù tương đối trầm lắng ở Tp. Hồ Chí Minh, lại tăng trưởng mạnh mẽ ở Hà Nội từ Quý IV. Ngoài ra, tỷ giá VND/USD cũng liên tục chịu áp

lực tăng trong suốt năm 2009, khiến Ngân hàng Nhà nước đã phải điều chỉnh tỷ giá chính thức hai lần vào cuối Tháng 3 và Tháng 11.

Việc nền kinh tế đang trong giai đoạn đáy của một cuộc khủng hoảng, mà giá tài sản lại có khuynh hướng tăng, khiến nhiều người cho rằng chính sách kích thích kinh tế nói chung, chính sách hỗ trợ lãi suất nói riêng là nguyên nhân của hiện tượng này. Cho tới nay, chưa có con số điều tra hay thống kê chính thức về lượng tín dụng “rò rỉ” từ các khoản vay để dài để bình ổn kinh tế sang các thị trường tài sản. Tuy nhiên, có một số lí do cho thấy hiện tượng này có thể đã diễn ra trong năm 2009.

Thứ nhất, bên cạnh những doanh nghiệp có nhu cầu thực sự vay vốn hỗ trợ lãi suất để chống đỡ với tình hình kinh tế khó khăn, một số doanh nghiệp có điều kiện tiếp cận khoản vốn này lại không có nhu cầu thực sự vì bản thân họ đã có đủ lượng vốn cần thiết. Trong trường hợp sau, nếu doanh nghiệp muốn huy động vốn cho một hoạt động phi sản xuất, họ có thể sử dụng vốn hỗ trợ lãi suất để kinh doanh (và do đó bảo đảm các tiêu chí hợp lệ khi thực hiện khoản vay), đồng thời chuyển phần vốn tự có của mình vào mục đích đầu cơ tài sản ngắn hạn. Hoặc trong một số trường hợp, doanh nghiệp có thể đứng tên để vay hỗ trợ lãi suất, nhưng khoản vay sẽ được chuyển cho một đối tượng khác có quan hệ thân thiết với doanh nghiệp (ví dụ như người nhà, bạn thân). Với cơ chế như vậy, một phần vốn sẽ chảy vào thị trường tài sản, nhờ sự hỗ trợ của các khoản tín dụng hỗ trợ lãi suất. Điều này có thể là một nguyên nhân khiến thị trường chứng khoán tăng tương đối vững chắc trong năm 2009. Đồng thời, thị trường bất động sản của Hà Nội cũng tăng mạnh về cuối năm, có thể bắt nguồn một phần từ thực tế là các doanh nghiệp hưởng hỗ trợ lãi suất tập trung khá nhiều ở địa bàn này.

Thứ hai, gói hỗ trợ lãi suất được thực hiện trong một điều kiện đặc biệt, đó là sự suy giảm của kinh tế thế giới. Trong trường hợp Việt Nam, điều này có một hàm ý đặc biệt quan trọng đối với giá trị của đồng tiền Việt. Việc kinh tế thế giới suy giảm khiến lo ngại về việc suy giảm kim ngạch xuất khẩu trở nên hiện hữu, và hệ quả có thể dễ dàng dự báo được là sự khan hiếm ngoại tệ ở trong nước. Trước tình huống này, nhiều doanh nghiệp Việt Nam có thể đã lựa chọn phương án sử dụng tín dụng bằng tiền Việt được hỗ trợ lãi suất để thu mua và tích trữ ngoại tệ. Nếu giả sử một doanh nghiệp có thể thực hiện được điều này, thì họ có thể vay với lãi suất ưu đãi bằng tiền Việt khoảng 6-8%, sau đó chuyển sang mua USD và gửi lại ngân hàng với lãi suất khoảng 2-3%. Nếu ước tính đến cuối năm, USD tăng giá khoảng 8-10%, thì lợi suất kì vọng của hoạt động này tương đối hấp dẫn, đặc biệt là trong điều kiện khủng hoảng kinh tế. Trên thực tế, các hoạt động đầu cơ USD sẽ không diễn ra trực tiếp như mô tả ở trên. Nhưng nó có

thể diễn ra một cách gián tiếp, chẳng hạn đối với các doanh nghiệp xuất khẩu, thay vì bán lượng ngoại tệ thu được từ xuất khẩu để có tiền Việt nhằm trang trải hoạt động kinh doanh trong nước, họ ngừng bán USD và thực hiện vay với lãi suất ưu đãi để có vốn hoạt động. Như vậy, vô hình trung, các doanh nghiệp này đã thực hiện việc sử dụng vốn vay ưu đãi để đầu cơ USD trên chính tài khoản của mình.

Trên thực tế, diễn biến tăng giá của đồng USD trên thị trường trong nước có thể nói là một tình huống đem lại nhiều bài học điều hành chính sách bậc nhất trong năm 2009. Chính vì kì vọng đồng USD tăng giá do USD có khả năng khan hiếm vì xuất khẩu suy giảm đã khiến tạo nên một tâm lí đầu cơ USD trên diện rộng. Hoạt động này, đến lượt nó, hiện thực hóa việc đồng USD tăng giá nhanh và nghiêm trọng hơn mức vốn có. Ví dụ, dựa trên những tính toán về sự mất cân đối của cán cân thanh toán tổng thể, lượng ngoại tệ thâm hụt trong năm có thể lên tới gần 3 tỉ USD. Nhưng trên thực tế, trong năm 2009, Ngân hàng Nhà nước đã phải giảm dự trữ ngoại tệ một lượng lớn hơn gấp đôi như vậy để bình ổn thị trường, mà cũng không đem lại nhiều kết quả. Như vậy, có thể tính sơ bộ một lượng lớn ngoại tệ, lên tới nhiều tỷ USD, đã bị hấp thu vào nền kinh tế (trong khu vực dân cư và doanh nghiệp) vì lí do đầu cơ.

Đặc điểm của nền kinh tế Việt Nam là mức độ "đôla hóa" cao, và USD thường được lưu giữ như một loại tài sản quan trọng. Do đó, những biến động trong tâm lí người dân có thể ảnh hưởng lớn đến diễn biến của tỉ giá, thông qua đó ảnh hưởng trực tiếp đến toàn bộ hoạt động thương mại quốc tế. Sự dao động của một khối lượng lớn USD lưu giữ trong nền kinh tế với tư cách tài sản, cũng khiến cho hiệu quả của chính sách tiền tệ bị suy giảm.

Như vậy, có thể nói, bên cạnh những tác động tích cực, nhanh chóng của chính sách hỗ trợ lãi suất tới khu vực doanh nghiệp, và do đó góp phần bồi đắp nền móng cho nền kinh tế trong khủng hoảng, thì cũng có những tác động tiêu cực làm tăng rủi ro vĩ mô của nền kinh tế, như sự hình thành bong bóng tài sản, áp lực giảm giá đồng tiền Việt, qua đó lan tỏa rủi ro vào hệ thống tài chính và thương mại nói chung.

## **Kết luận và hàm ý chính sách**

Có thể nói việc gói hỗ trợ lãi suất được thực hiện với quy mô lớn, triển khai nhanh chóng, triệt để và dứt điểm trong năm 2009 là một đặc trưng chính sách quan trọng nhất trong năm của Việt Nam. Hơn 400.000 tỉ đồng vốn vay hỗ trợ lãi suất cả ngắn và trung hạn, với mức hỗ trợ 4%, đã được đẩy vào nền kinh tế từ tháng 2/2009 đến hết tháng 12/2009. Chính

sách này đã có ảnh hưởng mạnh mẽ đến đời sống kinh tế, đồng thời làm giàu thêm kinh nghiệm điều hành chính sách ở Việt Nam. Việc đúc kết tác động của chính sách không những có ý nghĩa thực tiễn quan trọng, mà còn có giá trị về mặt lí luận cao. Kết quả nghiên cứu trong bài nghiên cứu này là những đóng góp đầu tiên trong việc lượng hóa tác động của chính sách này trong điều kiện thực tiễn của Việt Nam.

Những cách tiếp cận khác nhau, dựa trên hai bộ số liệu khác nhau, đều cho thấy một kết quả tương đối thống nhất: gói hỗ trợ lãi suất đã giúp doanh nghiệp tăng thêm vốn lưu động và giúp doanh nghiệp duy trì và mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh, thu hút thêm lao động. Trong bối cảnh suy thoái kinh tế, điều này có ý nghĩa kinh tế và xã hội đặc biệt quan trọng. Xét trên khía cạnh hỗ trợ hệ thống doanh nghiệp và duy trì ổn định xã hội, chính sách này đã đạt được những mục tiêu quan trọng nhất của nó. Tính toán trong bài nghiên cứu này cho thấy gói hỗ trợ lãi suất đã được triển khai cho khoảng 30% số doanh nghiệp hiện có ở Việt Nam, và trung bình mỗi doanh nghiệp được tiếp cận nguồn vốn vay hỗ trợ lãi suất đã tăng thêm khoảng 3,27 nhân công lao động nhờ có nguồn vốn này.

Tuy nhiên, trong nửa sau năm 2009, có những dấu hiệu cho thấy phần vốn đưa vào sản xuất tăng chậm lại trong khi vốn cho hoạt động đầu cơ có xu hướng tăng nhanh. Điều này cho thấy, chi phí vốn cận biên của nền kinh tế quyết định lượng vốn được đưa vào sản xuất. Chi phí vốn cận biên đã giảm mạnh vào Quý I/2009 so với thời điểm trước đó của nền kinh tế đã kích thích các doanh nghiệp bỏ vốn vào sản xuất. Nhưng khi chi phí vốn cận biên có dấu hiệu tăng trở lại từ Quý III/2009, bất chấp gói hỗ trợ lãi suất vẫn đang được triển khai, các doanh nghiệp có xu hướng hạn chế đầu tư cho sản xuất. Thay vào đó, họ sử dụng phần vốn vay được hỗ trợ lãi suất để thực hiện các hành vi đầu cơ. Việc đầu cơ đã dẫn tới những vấn đề như tạo sự tăng giá trên các thị trường tài sản (bất động sản, chứng khoán, vàng và ngoại hối), làm gia tăng sức ép lạm phát trong năm. Có thể nói, đây là những yếu tố làm tích tụ thêm những mất cân đối vĩ mô, gia tăng rủi ro tài chính cho toàn bộ hệ thống kinh tế. Vì vậy, việc ngừng tiếp tục gói hỗ trợ lãi suất vào cuối năm 2009 là phù hợp và kịp thời.

Kinh nghiệm thực hiện gói hỗ trợ lãi suất cho thấy vai trò quan trọng của việc giám sát thực hiện đúng mục đích của các khoản vay được hỗ trợ. Do cơ sở hạ tầng thông tin giám sát trong hệ thống ngân hàng cũng như hệ thống doanh nghiệp ở nước ta chưa phát triển, rất khó có thể đáp ứng được yêu cầu của việc giám sát, nhất là trong bối cảnh thực hiện một gói chính sách lớn và ồ ạt nhằm phản ứng tức thời trước hoàn cảnh.

Thời gian thực hiện hỗ trợ lãi suất cũng quan trọng. Như nghiên cứu trong bài này cho

thấy, gói hỗ trợ lãi suất thực sự hữu ích chỉ trong khoảng sáu tháng đầu tiên; vốn vay được đưa trực tiếp vào trong quá trình sản xuất. Sau thời gian kể trên, các doanh nghiệp có xu hướng sử dụng vốn vay rẻ vào mục đích đầu cơ, gây bất ổn cho môi trường kinh tế vĩ mô.

Nghiên cứu trong bài này chưa phân định được những chi phí khác liên quan tới chính sách hỗ trợ lãi suất, ví dụ như chi phí bình ổn thị trường ngoại hối nếu một phần tăng giá USD trong năm đến từ gói chính sách này. Do đó, cần có những nghiên cứu sâu và rộng hơn nữa liên quan đến ảnh hưởng của chính sách trên nhiều khía cạnh khác nhau của nền kinh tế để đúc kết những bài học hữu hiệu hơn cho tương lai.

## Tài liệu tham khảo

- Dailami. M. và E. H. Kim, 1994, “The effects of debt subsidies on corporate investment behavior: the Korean experience”, *Pacific-Basin Finance Journal*, 2 (1): 1-21.
- Dehejia, Rajeev H., và Sadek Wahba, 1999, “Causal Effects in Non-Experimental Studies: Re-Evaluating the Evaluation of Training Programs.” *Journal of the American Statistical Association*, 94:1053-62.
- Giesecke, J.A. và Tran Hoang Nhi, 2009, “An Economic Analysis of Vietnam’s Fiscal Stimulus Package”, Tạp chí Phát triển Kinh tế-xã hội Việt Nam, Số 58 tháng 6/ 2009.
- Grossman, Jean Baldwin, 1994, “Evaluating Social Policies: Principles and U.S. Experience.” *World Bank Research Observer*, 9(2):159-80.
- Heckman, James, 1997, “Instrumental Variables. A Study of Implicit behavioral Assumption Used in Making Program Evaluations”. *Journal of Human Resources*, 32(3):441-61.
- Imbens, G. và J. Wooldridge, 2008, “Recent Developments in the Econometrics of Program Evaluation”. IZA DP No. 3640.
- Moffitt, Robert, 1991, “Program Evaluation with Nonexperimental Data.” *Evaluation Review*, 15 (3):291-314.
- Nguyễn Đức Thành, Bùi Trinh, Phạm Thế Anh, Đinh Tuấn Minh, Bùi Bá Cường, Dương Mạnh Hùng, 2008, “Về chính sách chống suy thoái ở Việt Nam hiện nay: Nghiên cứu số 1: Chính sách kích cầu”, Bài thảo luận chính sách VEPR CS-04/2008.
- Nguyễn Thị Nhung và Hạ Thị Hiền Dao, 2009, “Đánh giá hiệu quả của chính sách kích cầu chống suy giảm kinh tế ở Việt Nam”, *Tạp chí Ngân hàng*, số 24 Tháng 12 - 2009.
- Patacchini, G. và E. Rapisarda, 2003, “A Study of the Effectiveness of Credit Subsidies: Evidence from a Panel of Italian Firms,” University of Oxford, Department of Economics Working Paper Series, ref: 153.
- Rosenbaum, P., và D. Rubin, 1983, “The Central Role of the Propensity Score in Observational Studies for Causal Effects,” *Biometrika*, 70:41-55.
- VnEconomy, 2010, <http://vneconomy.vn>, ngày truy cập: 04/04/2010.



TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU KINH TẾ VÀ CHÍNH SÁCH



TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ  
ĐẠI HỌC QUỐC GIA HÀ NỘI

## LIÊN HỆ

**Trung tâm Nghiên cứu Kinh tế và Chính sách (VEPR)**

Trường Đại học Kinh tế, Đại học Quốc Gia Hà Nội

Địa chỉ: Phòng 704, nhà E4  
144 Xuân Thủy, Cầu Giấy  
Hà Nội, Việt Nam

Tel: (84-4) 3 754 7506 (704)

Fax: (84-4) 3 754 9921

Email: [info@vepr.org.vn](mailto:info@vepr.org.vn)

Website: [www.vepr.org.vn](http://www.vepr.org.vn)

© 2010 Trung tâm Nghiên cứu Kinh tế và Chính sách

Trường Đại học Kinh tế, Đại học Quốc Gia Hà Nội