

Sức khỏe của doanh nghiệp: Làm gì để vực dậy?

Nguyễn Xuân Thành

Chương trình Giảng dạy Kinh tế Fulbright

24 tháng 9 năm 2012

Bài tham luận tại Hội thảo Quốc gia

“KINH TẾ VIỆT NAM NĂM 2012: TẠO BƯỚC NGOẶT ĐỂ XOAY CHUYỂN TÌNH THẾ”

Sức khỏe doanh nghiệp qua số liệu về giải thể và ngưng sản xuất

Với tình hình bất ổn vĩ mô kéo dài từ giữa năm 2008, tăng trưởng kinh tế suy giảm từ 2009 và sự yếu kém của khu vực ngân hàng hiện rõ từ cuối năm 2011, không có gì ngạc nhiên khi các báo cáo tình hình kinh tế chính thức, bài viết phân tích chính sách độc lập và báo chí đều đưa nhận định về tình trạng suy giảm sức khỏe nghiêm trọng của doanh nghiệp Việt Nam trong năm 2012. Nhưng cũng phải đến hết quý I năm 2012 thì các con số thống kê chính thức mới xuất hiện về tình hình hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp Việt Nam do Tổng cục Thống kê công bố.

Tuy nhiên, những con số này cũng không nói được gì nhiều. Với mẫu 10.120 doanh nghiệp thì trong năm 2011 và 3 tháng đầu năm 2012, số doanh nghiệp thực tế còn hoạt động chiếm 91,6%, số doanh nghiệp phá sản, giải thể và doanh nghiệp ngừng sản xuất kinh doanh, đang hoàn thành thủ tục phá sản, giải thể chiếm 8,4%. Còn xét trên tổng số 647.627 doanh nghiệp đã được thành lập cho đến 30/4/2012, thì 28,4% đã giải thể, hoặc dừng hoạt động.¹ Những tỷ lệ này thực tế là khá quan trọng so với nhiều quốc gia khác.²

Bảng 1 dưới đây cho thấy các con số thống kê có ý nghĩa hơn về số lượng doanh nghiệp giải thể, ngừng hoạt động hàng tháng trong năm 2012, trong đó cho thấy số tuyệt đối đều cao hơn so với cùng kỳ năm 2011.

¹ Tổng cục Thống kê, Theo “kết quả điều tra thực trạng và tình hình khó khăn của doanh nghiệp”, tháng 4 năm 2012.

² Tỷ lệ doanh nghiệp giải thể bình quân hàng năm ở các nước là 10-15%. Tại Anh, tỷ lệ doanh nghiệp còn tồn tại sau 3 năm hoạt động là 70%. Tại Mỹ, tỷ lệ doanh nghiệp tồn tại sau 5 năm hoạt động là dưới 50%.

Bảng 1: Số lượng doanh nghiệp giải thể và ngừng hoạt động, tính lũy tích từ 1/1/2012

Cuối tháng	Số doanh nghiệp	Tăng so với cùng kỳ 2011
T3/2012	11.943	6,0%
T4/2012	17.735	9,5%
T5/2012	21.800	-
T6/2012	26.324	5,4%
T7/2012	30.300	6,4%
T8/2012	35.500	-

Nguồn: Cục Quản lý đăng ký kinh doanh, Bộ Kế hoạch và đầu tư công bố chính thức theo Hệ thống Thông tin đăng ký doanh nghiệp Quốc gia. Bộ Kế hoạch và Đầu tư

Nhưng thực ra, xu hướng doanh nghiệp ngưng hoạt động sản xuất kinh doanh đã xuất hiện từ năm 2011 và tiếp tục trong năm 2012. Trong 9 tháng đầu năm 2011, 48.700 doanh nghiệp đã giải thể hoặc ngưng hoạt động, tăng tới 21,8% so với cùng kỳ 2010.

Sức khỏe doanh nghiệp qua số liệu về sản xuất công nghiệp, doanh số bán và xuất khẩu

Cũng theo kết quả Điều tra thực trạng và tình hình khó khăn của doanh nghiệp của Tổng cục Thống kê, có tới 31,5% số doanh nghiệp dự kiến thu hẹp sản xuất kinh doanh. Lý do được doanh nghiệp đưa ra là mức kỳ vọng kinh doanh không lạc quan này là sức mua thị trường trong nước suy giảm.³

Chỉ số sản xuất công nghiệp chế biến – chế tạo trong năm 2012 đã tăng chậm hẳn lại so với cùng kỳ năm trước. Hơn thế nữa, trong 8 tháng đầu năm 2012, tốc độ tăng tiêu thụ hàng hóa công nghiệp chế biến – chế tạo chỉ ở mức 6,2%, nhưng tồn kho tăng lên 20,8% (Bảng 2).

³ Theo Điều tra thực trạng và tình hình khó khăn của doanh nghiệp trên địa bàn TP.HCM của Cục Thống kê TP với mẫu ngẫu nhiên 1904 doanh nghiệp vào tháng 4 năm 2012, có tới 41,1% số doanh nghiệp dự kiến thu hẹp sản xuất kinh doanh, trong đó nguyên nhân sức mua thị trường trong nước suy giảm chiếm 73,2%..

Bảng 2: Tăng trưởng sản xuất, tiêu thụ và tồn kho công nghiệp chế biến - chế tạo, tổng mức hàng hóa bán lẻ và doanh thu dịch vụ, kim ngạch xuất khẩu

	2008	2009	2010	2011	3T/2012	6T/2012	8T/2012
Tăng chỉ số SXCN chế biến, chế tạo (IIP)	10,5%	5,6%	12,6%	9,5%	3,2%	4,0%	3,9%
Tăng chỉ số tiêu thụ CN chế biến, chế tạo	-	-	12,3%	15,8%	3,5%	5,9%	6,2% ^(*)
Tăng chỉ số tồn kho CN chế biến, chế tạo	-	-	27,9%	23,0%	34,9%	26,0%	20,8%
Tăng tổng mức bán lẻ và doanh thu dịch vụ	6,5%	11,0%	14,0%	4,7%	5,0%	6,5%	6,8%
Kim ngạch xuất khẩu	29,1%	-8,9%	26,4%	33,3%	23,6%	22,2%	17,8%
Kim ngạch xuất khẩu, kinh tế nội địa	35,5%	-5,1%	23,9%	26,1%	0,0%	4,0%	-1,9%

^(*) 7 tháng đầu năm 2012.

Ghi chú: Lạm phát đã được khử khi tính toán tốc độ tăng chỉ số sản xuất, tiêu thụ và tồn kho công nghiệp chế biến – chế tạo, cũng như tổng mức hàng hóa bán lẻ và doanh thu dịch vụ. Tăng trưởng kim ngạch xuất khẩu được tính theo giá USD danh nghĩa.

Nguồn: Tổng cục Thống kê.

Thông thường, chỉ riêng số liệu tồn kho tăng cao thì chưa phản ánh được tình trạng ứ đọng hàng hóa và sức mua yếu. Đó là do tồn kho bao gồm cả đầu ra và đầu vào. Khi sức mua tăng, thì tồn kho cũng tăng, đi cùng với tăng sản xuất và tăng tiêu thụ. Nhưng khi sản xuất tăng chậm, tiêu thụ tăng chậm – tình trạng của năm 2012, thì việc tồn kho tăng nhanh là bằng chứng rõ ràng của sức mua yếu. Hơn thế nữa, việc tốc độ tăng tồn kho chậm lại trong 8 tháng 2012 so với 6 tháng và 3 tháng đầu năm chưa phải là dấu hiệu hoàn toàn khả quan vì thực tế là doanh nghiệp vẫn không tăng mạnh sản xuất mà tập trung vào xử lý tồn kho.

Tổng mức bán lẻ - cũng thể hiện sức mua của thị trường trong nước - có tăng chậm lại, nhưng thực ra là cao hơn so với năm 2011. Kim ngạch xuất khẩu – thể hiện trước mua của thị trường nước ngoài, vẫn tăng mạnh. Nhưng trong cả hai thị trường này, có sự khác biệt lớn giữa doanh nghiệp nội địa và doanh nghiệp FDI. Kết quả sản xuất và kinh doanh của các doanh nghiệp FDI trong năm 2012 là tốt hơn hẳn so với doanh nghiệp nội địa. Xuất khẩu của doanh nghiệp nội địa trong 8 tháng đầu năm đã giảm so với cùng kỳ, trong khi của doanh nghiệp FDI tăng tới 34,1% (xuất khẩu đầu thô có vốn ĐTNN chỉ tăng 9,3%). Về xuất khẩu, thì nguyên nhân có thể là các doanh nghiệp FDI tham gia sâu rộng hơn vào chuỗi giá trị toàn cầu nên vẫn duy trì được thị trường. Như

xét về thị trường trong nước thì tác động của thị trường là không có nhiều khác biệt.⁴ Vấn đề ở đây là các doanh nghiệp nội địa chịu tác động nhiều hơn của những biến động về lãi suất và có cơ cấu vốn bất hợp lý hơn.

Sức khỏe doanh nghiệp nhìn từ cơ cấu vốn

Trong thập niên 2000, doanh nghiệp Việt Nam đã gia tăng nhanh chóng hoạt động tài trợ dựa vào ngân hàng. Quy mô tín dụng ngân hàng so với GDP Việt Nam tăng từ 20% vào cuối thập niên 90 lên đến 136% vào cuối năm 2010, gần bằng với tỷ lệ ở Trung Quốc và Thái Lan và cao hơn hẳn các nước khác trong khu vực. Một đặc điểm đáng chú ý là dư nợ tín dụng của Việt Nam tập trung nhiều vào khu vực doanh nghiệp. Tại thời điểm cuối tháng 4 năm 2012, nợ vay các tổ chức tín dụng của tất cả các doanh nghiệp Việt Nam (không kể dư nợ tín dụng cho nông nghiệp, cá nhân và hộ gia đình)⁵ là 2021 tỷ VNĐ, chiếm 77,2% tổng dư nợ cho nền kinh tế.⁶ Mức nợ vay doanh nghiệp này cũng bằng 79,5% GDP năm 2011. Đây là mức vay nợ tương đối cao, nhưng nếu theo chuẩn quốc tế thì chưa phải là nguy hiểm. Ngưỡng nguy hiểm của nợ doanh nghiệp theo OECD là 90%.⁷ Tuy nhiên, khi doanh nghiệp Việt Nam có vốn chủ sở hữu thấp thì mức nợ vay hiện tại cũng đã là một gánh nặng lớn trên bảng cân đối kế toán.

Tổng hợp báo cáo tài chính quý II năm 2012 của tất cả 647 công ty phi tài chính niêm yết tại Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HSX) và Hà Nội (HNX), tỷ lệ nợ phải trả trên vốn chủ sở hữu (bình quân trọng số theo giá trị sổ sách) bằng 1,53 lần. Đây là tỷ lệ cao so với nhiều nền kinh tế khác, cả phát triển và mới nổi. Con số bình quân đối với các công ty niêm yết tại Hoa Kỳ là 1,20 lần và tại Trung Quốc là 1,06 lần vào cuối năm 2011.⁸

Gánh nặng nợ của doanh nghiệp cũng rất khác nhau giữa các lĩnh vực kinh doanh. Theo Hình 1, xây dựng và bất động sản là nhóm ngành có tỷ lệ vay nợ cao nhất với tổng nợ phải trả gấp 2,07 lần vốn chủ sở hữu. Cho vay bất động sản của các tổ chức tín dụng đạt đỉnh cao vào cuối năm 2010 với tổng mức dư nợ 235,3 nghìn tỷ đồng, chiếm 9,9% tổng dư nợ. Còn vào cuối năm 2008, có đến 20 ngân hàng TMCP có tỷ trọng cho vay BĐS trên 20% tổng dư nợ với ngân hàng có tỷ trọng cao nhất lên tới 67%. Riêng 20 công

⁴ Số liệu điều tra của Tổng cục Thống kê cũng cho thấy là tỷ lệ giải thể và ngưng hoạt động của các doanh nghiệp FDI cũng thấp hơn hẳn các doanh nghiệp trong nước.

⁵ Một phần dư nợ tín dụng cho nông nghiệp cũng là nợ vay của doanh nghiệp nhưng không bóc tách được từ số liệu do Ngân hàng Nhà nước Việt Nam công bố.

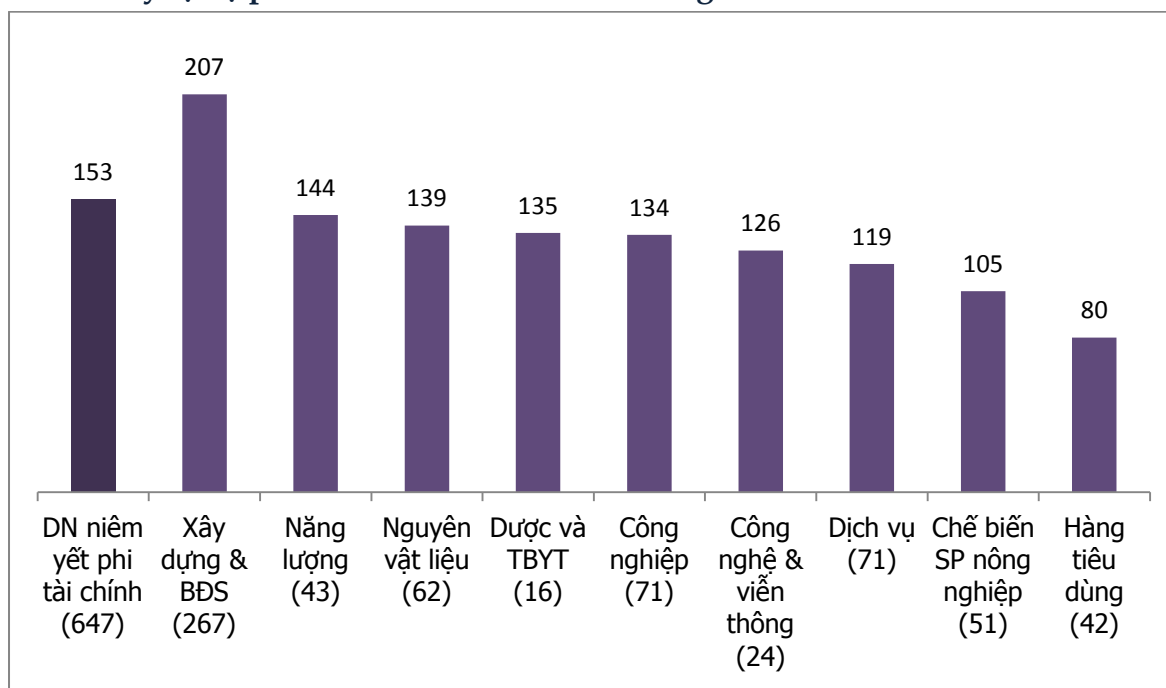
⁶ Tính bình quân 18 nền kinh tế phát triển năm 2009, nợ doanh nghiệp và nợ hộ gia đình có tỷ trọng lần lượt là 62% và 38% (Nguồn: Stephen G Cecchetti, M S Mohanty and Fabrizio Zampolli, The real effects of debt, 9/2011, Bài nghiên cứu của Ngân hàng Thanh toán Quốc tế - BIS).

⁷ Cũng theo Bài nghiên cứu ở chú thích 6, dư nợ tín dụng cho khu vực doanh nghiệp từ 90% trở lên sẽ có tác động tiêu cực đến tăng trưởng kinh tế.

⁸ Richard Bernstein Advisors và Bloomberg.

ty BĐS lớn nhất có niêm yết, tổng nợ phải trả tăng từ 5,1 nghìn tỷ đồng năm 2006 lên 52,3 nghìn tỷ đồng năm 2010.⁹

Hình 1: Tỷ lệ nợ phải trả/vốn chủ sở hữu theo ngành kinh doanh (%)



Ghi chú: Số ở trên cột là tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu (%) và số trong ngoặc ở dưới là số doanh nghiệp niêm yết.

Nợ bao gồm nợ vay và các khoản phải trả; Vốn chủ sở hữu là tổng vốn chủ sở hữu theo sổ sách. Tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu được tính theo giá trị bình quân trọng số.

Nguồn: Tác giả tính toán từ báo cáo tài chính Q2/2012 của tất cả các công ty niêm yết tại HSX và HNX.

Bên cạnh tính ngoại lệ của các doanh nghiệp xây dựng và bất động sản, thì doanh nghiệp trong lĩnh vực kinh doanh năng lượng, sản xuất nguyên vật liệu và công nghiệp nặng cũng có tỷ lệ nợ phải trả cao so với vốn chủ sở hữu. Đây là mức báo động phải giảm nợ, nhưng chưa dẫn tới khốn khó tài chính. Các doanh nghiệp công nghiệp Hàn Quốc vào năm 1996 có tỷ lệ nợ/vốn cổ phần lên tới 3,17 lần.¹⁰

Trong khi tỷ lệ nợ phải trả/vốn chủ sở hữu của các doanh nghiệp niêm yết là 1,53, thì con số bình quân của 79 tập đoàn và tổng công ty nhà nước lên tới 1,71 lần (Bảng 3). Một bức tranh tương tự là các DNNN xây dựng và bất động sản cũng có đòn bẩy nợ vô cùng cao: Tập đoàn Sông Đà là 8,85 lần và HUD là 6,36 lần. Và chỉ có PVN (nhờ giá trị

⁹ Số liệu tổng hợp từ báo cáo tài chính của các công ty bất động sản niêm yết.

¹⁰ Miller, Marcus & Pongsak Luangaram, "Financial Crisis in East Asia: bank run, asset bubbles and antidotes", National Institute Economic Review, No. 165, 1998.

vốn chủ sở hữu bằng tài nguyên cao), Cao su Việt Nam, VNPT, Viettel và Đường sắt là có tỷ lệ nợ phải trả dưới 1.

Bảng 3: Tỷ lệ nợ phải trả/vốn chủ sở hữu của DNNN

	Tổng tài sản (tỷ VNĐ)	Nợ phải trả (tỷ VNĐ)	Vốn CSH (tỷ VNĐ)	Tỷ lệ nợ/VCSH (%)
Vinatex	15,885	9,859	4,184	236
EVN	301,951	239,699	56,220	426
TKV	82,883	56,763	23,528	241
Sông Đà	76,764	61,145	6,908	885
HUD	40,391	32,422	5,101	636
VRG	49,542	21,909	24,551	89
VNPT	111,416	41,392	69,499	60
PVN	466,060	215,114	232,366	93
Vinachem	31,469	18,653	10,627	176
Viettel	55,786	25,779	28,651	90
Vinapaco	5,883	4,840	875	553
Vinataba	11,996	6,949	4,700	148
VNSteel	23,956	15,637	7,156	219
Vietnam Airlines	43,057	33,557	8,981	374
Vinalines	48,344	36,600	8,576	427
Vietnam Railways	21,033	4,927	10,438	47
Vicem	41,218	26,903	12,422	217
Vinacafe	4,299	3,203	809	396
Vinafood 1	11,925	8,505	3,168	268
Vinafood 2	12,728	8,603	3,818	225
Petrolimex	52,149	41,852	6,651	629
58 TCT khác	214,413	129,579	81,239	160
Cộng	1,723,147	1,043,890	610,467	171

Nguồn: Bộ Tài chính.

Xu thế thoái nợ

Kinh nghiệm quốc tế cho thấy các nền kinh tế sau một giai đoạn bùng nổ tín dụng, cho dù bị khủng hoảng tài chính (financial crisis) hay chỉ bị khó khăn về tài chính (financial distress), đều phải trải qua một quá trình thoái nợ (deleveraging).¹¹ Số liệu thống kê tài chính trong năm 2012 cho thấy khu vực doanh nghiệp Việt Nam bắt đầu bước vào quá trình thoái nợ.¹² Trong 8 tháng đầu năm 2012, tổng phương tiện thanh toán tăng 10,3% so với cuối năm 2011. Vậy, tiền mặt và tiền gửi tại ngân hàng vẫn tăng đáng kể. Nhưng

¹¹ Carmen M. Reinhart & Kenneth Rogoff, This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly, NXB ĐH Princeton, 2010.

¹² Thoái nợ của hộ gia đình Việt Nam đã được bắt đầu ngay sau khi thị trường chứng khoán suy giảm vào năm 2008 và thị trường bất động sản suy giảm vào năm 2009. Thoái nợ công nằm trong tầm của Nhà nước, nhưng hiện chưa có động thái về chính sách.

tín dụng cho nền kinh tế chỉ tăng 1,4% trong thời gian này.¹³ Tốc độ tăng trưởng tín dụng đã thấp hơn tốc độ tăng trưởng GDP danh nghĩa trong năm 2011 và sẽ tiếp diễn trong năm 2012. Như vậy, tỷ lệ tín dụng/GDP đã giảm từ đỉnh cao vào năm 2010.

Từ phía các tổ chức tín dụng, nguồn vốn tăng, nhưng cho vay tăng chậm hơn nhiều. Các ngân hàng thương mại hướng đầu tư vào các tài sản tài chính an toàn (trái phiếu chính phủ, giấy tờ có giá ngắn hạn), và hướng vào tái cơ cấu nợ (mà thực tế hiện nay là đảo nợ thể hiện bởi sự gia tăng mạnh hạng mục tài sản khác trong bảng cân đối kế toán). Trong năm 2011, tổng hợp báo cáo tài chính của 37 ngân hàng thương mại trong nước cho thấy ở bên tài sản có, các khoản phải thu tăng lên tới 112,5% và ở bên nợ thì nợ khác tăng lên 116,1% so với 2010, trong khi tổng tài sản chỉ tăng 20,5%.

Từ phía doanh nghiệp, doanh nghiệp có dòng tiền vào tốt lựa chọn giảm vay nợ. Còn các doanh nghiệp gặp khó khăn về dòng tiền muốn vay nợ mới, nhưng hiện tại gánh nặng nợ đã quá lớn nên không vay được.

Xét từ góc độ vĩ mô, thoái nợ giúp củng cố bảng cân đối kế toán của doanh nghiệp và cải thiện các chỉ số tài chính. Đặt trong chiến lược tái cơ cấu, đây là con đường đưa doanh nghiệp trở lại hoạt động kinh doanh nòng cốt mà mình có lợi thế cạnh tranh. Nhưng xét ở góc độ vĩ mô, thoái nợ buộc doanh nghiệp phải cắt giảm đầu tư, từ đó ảnh hưởng tới tăng trưởng kinh tế. Hơn thế nữa, thoái nợ có thể làm tăng tình trạng khốn khó tài chính của doanh nghiệp và dẫn tới đổ vỡ, phá sản.

Vực dậy doanh nghiệp: Thúc đẩy quá trình thoái nợ

Vì những quan ngại về mặt vĩ mô như trên, nên phản ứng chính sách đầu tiên của nhà nước khi nền kinh tế bước vào chu kỳ thoái nợ một cách tự nhiên thường là làm thế nào để *đảo chiều* xu thế này. Giải pháp ở đây là tiếp tục bung tín dụng. Doanh nghiệp được giải quyết khó khăn bằng cách tạo điều kiện tiếp cận các khoản vay mới. Tuy nhiên, về bản chất, cách làm này giúp che dấu những bất hợp lý về cơ cấu vốn của doanh nghiệp, thay vì chữa chạy khiếm khuyết. Xét về quy luật tài chính, tới thời điểm cần thoái nợ thì đòn bẩy nợ hoặc giảm xuống hoặc nếu có can thiệp chính sách thì sẽ tiếp tục tăng lên mạnh nữa. (Tức là vào thời điểm này, con nợ hoặc bị buộc phải trả bớt nợ hoặc được cứu để tăng nợ thêm nữa). Đó là lý do tại sao đảo chiều xu thế thoái nợ trong tình huống khó khăn tài chính có thể dẫn tới sụp đổ tài chính.

Cách tiếp cận thứ hai là chấp nhận thoái nợ, nhưng *đi từ từ*. Để tránh làm trầm trọng thêm tình trạng khốn khó tài chính của doanh nghiệp và giảm nguy cơ đổ vỡ, chính sách đưa ra bao gồm dãn nợ, treo nợ thay vì phá sản và kích cầu. Hai nguồn lực được

¹³ Số liệu do Ngân hàng Nhà nước công bố.

sử dụng cho tiến trình này là: (i) dùng lợi nhuận của doanh nghiệp trong nhiều năm để trả nợ dần thay vì phải thanh lý tài sản ngay lập tức; và (ii) nhà nước hỗ trợ dần nợ bằng cách tăng nợ công thay thế cho giảm nợ tư. Cái giá phải trả là tăng trưởng chậm, thậm chí là đình trệ, trong một thời gian dài với khu vực doanh nghiệp không thực sự khởi bệnh. Thoạt nhìn, kinh nghiệm quốc tế dường như ủng hộ con đường này. Các nền kinh tế có bao nhiêu năm bùng nổ tín dụng mạnh mẽ thì sau đó cũng sẽ mất từng đấy năm để thoái nợ với con số trung vị là 10 năm và tỷ lệ tín dụng/GDP tăng lên 38 điểm phần trăm trước khủng hoảng rồi lại giảm đi một mức tương tự sau đó.¹⁴ Hai trong số những kinh nghiệm thoái nợ thành công nhất là Thụy Điển và Phần Lan trong thập niên 1990 với 1-2 năm đầu tăng trưởng âm, 4-6 năm tiếp theo thoái nợ tư – tăng nợ công, rồi 10 năm sau đó là hồi phục hoàn toàn và thoái nợ công.¹⁵ Tuy nhiên, đây thực ra là kết quả lâu dài của những biện pháp thúc đẩy giảm nợ kiểm quyết và mạnh tay trong việc dọn dẹp sạch sẽ khu vực ngân hàng và thực thi các cải cách cơ cấu.

Cách làm thứ ba là đẩy nhanh tiến trình thoái nợ và chấp nhận tổn thất. Đối với Việt Nam, đây là con đường nhanh nhất để vực dậy khu vực doanh nghiệp, nhưng chính bản thân khu vực doanh nghiệp cũng phải chịu tổn thất và không thể loại bỏ hoàn toàn rủi ro đổ vỡ. Hàn Quốc là một trường hợp điển hình về thoái nợ thành công và vực dậy khu vực doanh nghiệp một cách nhanh chóng sau khủng hoảng 1997-98 bằng cách sử dụng cơ chế xử lý nợ tự nguyện giữa ngân hàng và doanh nghiệp (phương pháp London – the London approach), ép tập đoàn lớn thanh lý tài sản, thoái vốn để có ngân lưu giảm nợ và khuyến khích mua bán, sáp nhập, thu tóm với sự tham gia của các nhà đầu tư nước ngoài.

Tổng kết 45 trường hợp thoái nợ trên thế giới ở đó tỷ lệ nợ trên GDP giảm trong 3 năm liên tiếp và với mức ít nhất là 10 điểm phần trăm, Viện Toàn cầu McKinsey rút ra 6 điều kiện đảm bảo thành công như sau: (i) đưa hệ thống ngân hàng trở về tình trạng ổn định; (ii) áp đặt kỷ luật tài khóa dài hạn; (iii) cải cách cơ cấu quyết liệt; (iv) duy trì tăng trưởng xuất khẩu; (v) duy trì tăng trưởng đầu tư tư nhân; và (vi) ổn định hóa thị trường nhà ở. Đặt Việt Nam vào các điều kiện này thì thuận lợi duy nhất là tăng trưởng xuất khẩu. Điều kiện về đầu tư tư nhân cũng không thật sự đáng quan ngại vì mức đầu tư của Việt Nam hiện đã rất cao so với GDP và nếu có giảm đi trong những năm tới thì cũng không phải là một điều xấu. Ngân hàng, tài khóa và cải cách cơ cấu đều là những lĩnh vực có thể làm được, nhưng chưa được tiến hành quyết liệt. Ổn định thị trường bất động sản nhà ở thì vẫn còn là một dấu hỏi lớn.

¹⁴ Carmen M. Reinhart & Vincent R. Reinhart, *After the Fall*, Bài viết nghiên cứu của Quỹ Dự trữ Liên bang Kansas, 2010.

¹⁵ McKinsey Global Institute, *Debt and deleveraging: Uneven progress on the path to growth*, tháng 1 năm 2012.

Với thực tế là nền kinh tế Việt Nam đã mất đi 4 năm 2009-12, việc chấp nhận rủi ro và tổn thất để thúc đẩy quá trình thoái nợ là cần thiết. Như đã phân tích, với tỷ lệ vay nợ cao nhất tập trung ở các DNNN và nỗ lực thoái nợ phải bắt đầu từ đây thông qua thanh lý tài sản, thoái vốn đầu tư ngoài ngành, cổ phần hoá và lấy nguồn thu bù đắp cho mất mát vốn vay.

Đối với nhóm các công ty BĐS, phương thức thúc đẩy thoái nợ là Nhà nước xét xét mà bước đầu là tiến hành khảo sát việc mua lại đất đã giao hay đã bán. Giá mua lại được căn cứ vào tiền sử dụng đất hay giá bán đấu giá ban đầu với quy định cứng nhắc là không cao hơn. Cách làm này vừa có tính trừng phạt doanh nghiệp BĐS đầu cơ và/hay không có năng lực, vừa tạo dòng tiền cho DN trả nợ và cũng tạo lại quỹ đất công.

Mặc dù số liệu báo cáo tài chính cho thấy không có sự tương quan giữa tỷ lệ nợ/vốn CSH và quy mô DN niêm yết, nhưng cần tập trung vào các doanh nghiệp lớn và thúc đẩy thoái nợ tùy vào từng trường hợp một vì nợ theo giá trị tuyệt đối rất lớn của những doanh nghiệp này.

Sau cùng, đối với khu vực doanh nghiệp vừa và nhỏ, thì thực hiện thoái nợ theo cách làm từ từ lại thích hợp để đảm bảo duy trì việc làm và tăng trưởng.