

*Tài chính cho tăng  
trưởng*



# Lời nói đầu

**T**Ừ LÂU, NGÂN HÀNG THẾ GIỚI ĐÃ NHẬN THỨC được rằng, xoá đói giảm nghèo và tăng trưởng phụ thuộc vào sự hữu hiệu của hệ thống tài chính quốc gia. Chỉ riêng việc tìm hiểu tài chính đóng góp như thế nào cho tăng trưởng – và một chính sách tốt có thể giúp cho việc đảm bảo sự đóng góp của tài chính ra sao - đã là trọng tâm của một nỗ lực nghiên cứu lớn của Ngân hàng trong những năm qua. Nghiên cứu này bao gồm những phân tích tình huống hệ thống về kinh nghiệm của một số nước cụ thể, cũng như những phân tích kinh tế lượng mới đây đối với các bộ số liệu phong phú của các nước. *Tài chính cho Tăng trưởng* dựa trên nghiên cứu này, và sử dụng nó để có được một cái nhìn tổng hợp về việc chính sách cho khu vực tài chính được sử dụng như thế nào trong thế kỷ mới để thúc đẩy tăng trưởng và góp phần xoá đói giảm nghèo.

Khi mọi việc tốt đẹp, tài chính sẽ hoạt động âm thầm đằng sau; nhưng khi mọi thứ xấu đi, thì thất bại của khu vực tài chính lại hiện lên một cách đau đớn. Cả thành công và thất bại đều chủ yếu bắt nguồn từ môi trường chính sách. Chính sách cần phải tạo ra và duy trì một cơ sở hạ tầng thể chế – trong những lĩnh vực như thông tin, luật pháp, và điều tiết – tức là những điều thiết yếu để vận hành suôn sẻ các hợp đồng tài chính. Trên hết, các nhà hoạch định chính sách cần làm việc cùng với thị trường để gắn động cơ khuyến khích tư nhân với lợi ích chung. Khi tình trạng chi phí công nghệ thông tin liên lạc hạ thấp chưa từng có, dẫn đến sự hội nhập

lớn hơn của thị trường tài chính toàn cầu, thì các nhà hoạch định chính sách đứng trước một thách thức mới để đảm bảo sự gắn bó này. Chính phủ cần chuẩn bị sẵn sàng để xây dựng lại các chính sách của mình nhằm tranh thủ những cơ hội nảy sinh từ quá trình hội nhập toàn cầu, và cũng để đề phòng trước những rủi ro có liên quan.

Cuốn sách này dựa trên những nghiên cứu mới nhất để khẳng định một số quan điểm đã được bảo lưu từ lâu, và chất vấn những quan điểm khác. Một số nhà bình luận, từ lâu đã coi tài chính là một bộ phận gần như không có liên quan gì với phong trào xoá đói giảm nghèo; nhưng bằng chứng ở đây đã cho thấy rõ ràng rằng, phát triển tài chính có vai trò độc lập và mạnh mẽ trong việc tăng thêm sự thịnh vượng nói chung. Nước nào xây dựng được một môi trường thể chế an toàn cho các hợp đồng tài chính, giúp cho ngân hàng và thị trường chứng khoán có tổ chức hưng thịnh hơn, thì nước đó sẽ được chứng kiến những nỗ lực của mình gặt hái được nhiều thành quả trong cuộc chiến chống đói nghèo.

Điều tiết hợp lý các công ty tài chính là một phần thiết yếu trong câu chuyện này. Nhưng việc điều tiết cũng ngày càng trở nên phức tạp, và cuốn sách này đưa ra một số hướng dẫn để đàm phán về sự phức tạp ấy. Các nhà hoạch định chính sách phải đặc biệt chú ý đến những động cơ khuyến khích do hệ thống điều tiết tạo ra: phải gắn các khuyến khích tư nhân với lợi ích công cộng theo một cách nào đó để cho sự theo dõi chặt chẽ các thể chế tài chính của cơ quan giám sát chính thức được củng cố vững chắc thêm bằng sự giám sát của các đối tượng tham gia thị trường. Cuốn sách này sẽ làm rõ một điều là, cái gì có tác dụng tốt nhất sẽ phụ thuộc vào hoàn cảnh của từng nước – thí dụ, ở một số nước, việc ban hành chương trình bảo hiểm tiền gửi công khai có thể cần phải chờ việc tăng cường thể chế để hỗ trợ.

Mặc dù còn rất nhiều việc chính phủ phải làm, nhưng cũng còn những lĩnh vực khác mà khu vực công dường như không có được lợi thế so sánh, trong đó đáng lưu ý nhất là việc sở hữu các công ty tài chính. Một lần nữa, vấn đề lại là

các động cơ khuyến khích và những mối quan tâm về mặt chính trị. Ngoài các vấn đề khác, các quyết định thường không dựa trên tiêu chí hiệu quả, mà lại dựa trên mong muốn được ban thưởng cho các nhóm lợi ích đặc biệt. Vì lý do đó, chương trình tư nhân hoá được thiết kế kỹ càng có thể mang lại những lợi ích xã hội to lớn. Trong điều kiện khủng hoảng, ngay cả khi chính phủ thấy có lợi nếu đứng ra kiểm soát ngân hàng, thì mục đích của chính phủ cũng chỉ là để lại rút khỏi càng sớm càng tốt – và luôn cảnh giác với nguy cơ phá sản và bòn rút của những người trong cuộc, nếu quá trình tư nhân hoá diễn ra quá nhanh trong một môi trường thể chế yếu.

Nhiều nước đang ngày càng lệ thuộc nhiều hơn vào các công ty nước ngoài để cung cấp một số dịch vụ tài chính. Xu thế này sẽ tiếp diễn là điều không thể tránh khỏi. Trước hết, vì hệ thống tài chính của hầu hết các nền kinh tế đều quá nhỏ so với nền tài chính toàn thế giới. Thứ nữa, Internet và các công nghệ có liên quan đã làm tăng tính linh hoạt của các giới hạn tài chính quốc gia. Mặc dù chính phủ có thể áp dụng biện pháp kiểm soát vốn đối với các luồng vốn vào trong một vài trường hợp, nhưng họ sẽ thật khôn ngoan nếu biết sử dụng để đặt các chính sách bảo hộ công ty tài chính trong nước trước sự cạnh tranh của nước ngoài. Bằng chứng đã chứng tỏ rõ ràng là, tăng trưởng và sự ổn định nền kinh tế quốc dân sẽ được thực hiện tốt nhất bằng cách đảm bảo khả năng tiếp cận những người cung ứng dịch vụ tài chính có hiệu quả và có uy tín cao nhất. Mặc dù độ mở cửa về tài chính thực sự đã tạo ra nhiều kênh mới để nhập khẩu sự rối loạn kinh tế từ bên ngoài vào nhưng những rủi ro này đã bị lợi ích của việc mở cửa lấn át hoàn toàn.

Sự phát triển mới trong công nghệ thông tin liên lạc cũng là một người cầm lái quan trọng cho tài chính. Chúng không những giúp cho tài chính có tính chất quốc tế hơn, mà còn giúp cho việc mở rộng phạm vi vượt rộng của tài chính, nhờ đó đã làm tăng mạnh khả năng tiếp cận của các doanh nghiệp nhỏ và các doanh nghiệp khác, mà hiện nay, trên thực tế, đã bị gạt khỏi hệ thống tài chính chính thức. Tài chính phi chính

thức vẫn tiếp tục đóng vai trò quan trọng và là một chủ đề sẽ được đề cập tới trong tài liệu sắp xuất bản của năm nay - *Báo cáo Phát triển Thế giới 2001/2002: Xây dựng thể chế cho các thị trường*, một tài liệu bổ sung cho cuốn sách này.

Nếu được thực hiện, các cải cách tài chính đề xuất trong cuốn sách có thể sẽ có ảnh hưởng sâu rộng – và thường mang tính vô hình – đến việc tăng cường sự thịnh vượng kinh tế. Đồng thời, nhiều cải cách trong số này đã bị các nhóm lợi ích đặc biệt đẩy quyền thế chống đối. Tiền đặt cược trong cuộc đua này khá lớn. Ngân hàng Thế giới cam kết sẽ tiếp tục sát cánh cùng các quốc gia thành viên để triển khai và thực hiện cải cách bằng cách giúp đỡ các nước này hoạch định các chính sách quốc gia dựa trên các bằng chứng thực nghiệm rút ra từ những thực tiễn tốt đẹp của các nước khác.

Nicholas Stern  
Phó Chủ tịch Cao cấp  
và Nhà Kinh tế trưởng  
Ngân hàng Thế giới  
Tháng 3 năm 2001



# Nhóm Báo cáo

**B**ÁO CÁO NGHIÊN CỨU CHÍNH SÁCH NÀY DO Gerard Caprio (Nhóm Nghiên cứu Phát triển và Ban Chiến lược và Chính sách Khu vực Tài chính) và Patrick Honohan (Nhóm Nghiên cứu Phát triển) chấp bút, với sự hỗ trợ về mặt biên tập của Mark Feige. Báo cáo này đã tích lũy và tổng hợp kết quả cho tới nay từ một chương trình nghiên cứu về các vấn đề của khu vực tài chính do Paul Collier và Lyn Squire giám sát. Các nghiên cứu gốc làm tài liệu cơ sở cho báo cáo này bao gồm công trình của các tác giả và của Thorsten Beck, Craig Burnside, Robert Cull, Ash Demirgüç-Kunt, David Dollar, James Hanson, Philip Keefer, Leora Klapper, Aart Kraay, Ross Levine (hiện đang ở trường đại học Minnesota), Millard Long, Giovanni Majnoni, Maria Soledad Martinez-Peria và Sergio Schmukler.

Các tác giả đã được hưởng lợi từ những cuộc đối thoại và nhận xét của Ban Khu vực Tài chính và của Amar Bhattacharya, Biagio Bossone, Craig Burnside, Constantijn Claessens, Paul Collier, Simeon Djankov, Bill Easterly, Alan Gelb, Thomas Glaessner, James Hanson, Daniel Kaufmann, Hiro Kawai, Michael Klein, Daniela Klingebiel, Luc laeven, Carl-Johan Lindgren (IMF), Millard Long, Giovanni Majnoni, Donald Mathieson (IMF), Frederic Mishkin (Đại học Columbia), Ashoka Mody, Jo Ann Paulson, Larry Promisel, Jo Ritzen, Luis Servén và Mary Shirley. Nhiều người trong số họ còn đóng góp vào những nghiên cứu cơ sở. Một phần quan trọng trong những nghiên cứu này bắt

nguồn từ hai dự án nghiên cứu lớn của Ngân hàng Thế giới: Cấu trúc Tài chính (do Asli Demirgüç-Kunt và Ross Levine chỉ đạo) và Cấu trúc Tiền gửi (cũng do Asli chỉ đạo), và số liệu được thu thập trong dự án Điều tiết và Giám sát gần đây hơn của Ngân hàng Thế giới (do James Barth, Ross Levine và Gerard Caprio đứng đầu) cũng đã xuất hiện đúng lúc để góp phần vào báo cáo này. Thành viên của Nhóm Công tác vì Diễn đàn ổn định Tài chính về Bảo hiểm Tiền gửi cũng đã có những đề xuất quan trọng cho Chương 2. Các tác giả cũng rất trân trọng ghi nhận sự hỗ trợ nghiên cứu tuyệt vời của Anqing Shi, Iffath Sharif, và Ying Lin, và sự trợ giúp hành chính xuất sắc của Agnes Yaptenco. Polly Means đã có những đóng góp to lớn về hình vẽ và đồ thị. Việc thiết kế sách, biên tập, sản xuất và truyền bá do nhóm Xuất bản của Ngân hàng Thế giới điều phối.

Nhận định trong báo cáo nghiên cứu chính sách này không nhất thiết phản ánh quan điểm của Ban Giám đốc Ngân hàng Thế giới hay của chính phủ mà những nhận định ấy đề cập tới.



# Các từ viết tắt

ADR	Chứng chỉ tiền gửi Mỹ
AMC	Công ty quản lý tài sản
DIS	Hệ thống bảo hiểm tiền gửi
DR	Chứng chỉ tiền gửi
EU	Liên minh châu Âu
FDI	Đầu tư trực tiếp nước ngoài
GCB	Ngân hàng Thương mại Ghana
GDP	Tổng sản phẩm quốc nội
GDR	Chứng chỉ tiền gửi toàn cầu
GNP	Tổng sản phẩm quốc dân
IAS	Tiêu chuẩn hạch toán quốc tế
IPO	Chào bán công khai lần đầu
LOLR	Cứu cánh - cho vay - cuối - cùng
LTCM	Quản lý vốn dài hạn
M2	Tiền rộng
NAFTA	Hiệp định Thương mại Tự do Bắc Mỹ
NBC	Ngân hàng Thương mại Quốc gia
NPL	Nợ khê đọng
OECD	Tổ chức Hợp tác và Phát triển Kinh tế
PPP	Ngang giá sức mua
RFC	Công ty Tài chính Tái thiết Mỹ
SEC	Ủy ban Chứng khoán và Giao dịch
SME	Doanh nghiệp vừa và nhỏ
SOE	Doanh nghiệp nhà nước
UCB	Ngân hàng Thương mại Uganda





# Tổng quan và Tóm tắt

**K**HI BỤI BẶM TỪ CUỘC KHỦNG HOẢNG tài chính lớn năm 1997-98 lắng xuống, những hậu quả có nguy cơ trở thành thảm họa của các thị trường tài chính yếu kém hiện rõ. Nhưng ngay cả khi không có khủng hoảng thì việc có được một hệ thống tài chính thực hiện cung ứng các dịch vụ thiết yếu cũng có thể tạo ra những khác biệt lớn cho sự phát triển kinh tế của một nước. Những kết quả nghiên cứu gần đây đã liên tục cho thấy, đảm bảo sự phát triển bền vững của khu vực tài chính với ít khủng hoảng nhất là điều cần thiết cho tăng trưởng và xoá đói giảm nghèo. Toàn cầu hoá làm tăng thêm những thách thức cho toàn bộ kiến trúc của khu vực tài chính, nó có thể thay thế dần các nhà cung ứng trong nước bằng các nhà cung ứng nước ngoài trong một số dịch vụ, và hạn chế vai trò mà chính phủ có thể đảm nhiệm – trong khi làm cho những nhiệm vụ còn lại của chính phủ trở nên khó khăn hơn nhiều.

Vì vậy, vấn đề quan trọng: có được những quyết sách tài chính lớn đúng đắn, đã nổi lên như một trong những thách thức chính yếu đối với sự phát triển trong thế kỷ mới. Tuy nhiên, cuộc tranh cãi do cuộc khủng hoảng khơi lên đã chỉ ra những nhược điểm trong quan điểm chính sách giáo điều về cách thức đạt được mục tiêu này. Các nhà hoạch định chính sách tài chính sẽ tự đặt mình vào vị trí như thế nào? Cuốn sách này cố gắng đưa ra một cách tiếp cận mạch lạc về việc hoạch định chính sách tài chính – một cách tiếp cận giúp các quan chức đưa ra được các lựa chọn chính sách khôn ngoan, thích ứng với hoàn cảnh trong nước và tranh thủ được những

**Hoạch định chính sách tài chính lâu dài trong những vấn đề phát triển then chốt**

cơ hội mà môi trường quốc tế tạo ra. Với những lựa chọn chính sách được thông tin đầy đủ, tài chính có thể trở thành một lực lượng hùng mạnh thúc đẩy tăng trưởng.

**Báo cáo này là sự phân tích các bằng chứng thực tế từ**

Đây không phải là cuốn sách dựa trên việc vận dụng một số nguyên tắc trừu tượng; trái lại, kết luận của chúng tôi dựa trên việc phân tích các bằng chứng cụ thể. Mặc dù còn nhiều điều phải tìm hiểu thêm, nhưng cuốn sách đã thực hiện được một khối lượng lớn các phân tích thực nghiệm, dựa trên các số liệu thống kê phong phú về những vấn đề này trong một vài năm qua. Kết luận nghiên cứu này đã hỗ trợ đắc lực cho việc làm rõ các phương án lựa chọn có liên quan. Lần đầu tiên, nhiều niềm tin đã có từ lâu được khẳng định bằng thực nghiệm chi tiết; và một số phát hiện mới, có lẽ còn gây ngạc nhiên hơn, đã được tìm thấy.

Nói cách khác, chúng ta đang đòi hỏi các nhà hoạch định chính sách phải đối mặt với những thực tế về tài chính. Đến đây, có thể vững tin mà xác định nhu cầu phải định hướng lại và làm cho nội dung chính sách dành cho khu vực tài chính sâu sắc hơn. Trong nghiên cứu này, chúng tôi nhận diện và tổng hợp những gì mà mình cho là những phát hiện then chốt trong các nghiên cứu về khu vực tài chính gần đây, bao gồm cả nghiên cứu do Ngân hàng Thế giới hay tổ chức khác tiến hành, nhấn mạnh những lựa chọn chính sách có thể tối đa hoá sự tăng trưởng và khôi phục lại khu vực tài chính, coi đây là lĩnh vực then chốt để kiềm chế – chứ không phải phóng đại – sự bất ổn định. Một vài thông điệp chính sẽ được rút ra từ nghiên cứu đó.

**Tài chính góp phần vào sự thịnh vượng lâu dài**

Rõ ràng các nền kinh tế tiên tiến đều có một cơ cấu tài chính tinh vi. Điều chưa rõ ràng, nhưng lại được các bằng chứng xác nhận, là dịch vụ do những hệ thống tài chính này cung ứng đã góp phần quan trọng vào sự thịnh vượng của các nền kinh tế này. Chúng thúc đẩy tăng trưởng và giảm bớt sự bất ổn định, và giúp đỡ người nghèo. Làm cho hệ thống tài chính của các nước đang phát triển vận hành hữu hiệu hơn trong việc cung cấp đầy đủ tất cả các dạng dịch vụ tài chính – kể cả việc giám sát các nhà quản lý và giảm bớt rủi ro – là

một nhiệm vụ sẽ nhận được phần thưởng xứng đáng: sự tăng trưởng kinh tế.

Tình trạng chính phủ tiếp tục sở hữu hệ thống ngân hàng lan tràn, sẽ làm suy yếu hệ thống tài chính chứ không phải ngược lại. Từ thực tế này có thể thấy rằng, cần phải giảm bớt, ngay cả nếu như không nhất thiết phải xoá bỏ hoàn toàn, hình thức sở hữu nhà nước trong các nước có thu nhập thấp và trung bình, nơi mà hình thức này tồn tại phổ biến nhất. Tuy nhiên, tư nhân hoá cần được thiết kế thận trọng, nếu muốn thu được thành quả và giảm thiểu nguy cơ sớm bị đổ vỡ.

Ngay cả những chính phủ không thích nắm quyền sở hữu trong hệ thống ngân hàng cũng nhận thấy, họ buộc phải ngậm ngậm làm điều đó trong khung hoảng. Vì thế, trọng tâm của các nhà cầm quyền là phải thoát ra khỏi nó càng sớm càng tốt, phải sử dụng thị trường – chứ không phải các cơ quan chính phủ – để phân định kẻ thắng người thua. Dùng ngân sách nhà nước để tái cấp vốn cho một vài ngân hàng có thể là điều không tránh khỏi trong một cuộc khủng hoảng toàn diện thực sự, nhưng chúng phải được sử dụng một cách tiết kiệm để làm đòn bẩy cho các nguồn ngân quỹ tư nhân và động cơ khuyến khích tư nhân. Sự chần chừ hay những biện pháp nửa vời – như đã thấy trong các chính sách lỏng lẻo do trì hoãn chưa muốn điều tiết, tái cấp vốn hết lần này đến lần khác, hay những hành động tương tự – sẽ phải trả một cái giá rất đắt, ảnh hưởng đến hệ thống tài chính và nền kinh tế trong những năm trước mắt.

Để có được một môi trường tăng trưởng tài chính có hiệu quả và an toàn, đòi hỏi phải có một cơ sở hạ tầng của các quy tắc và thông lệ pháp lý, và những thông tin kịp thời, chính xác, được hỗ trợ bằng việc tổ chức điều tiết và giám sát, nhằm duy trì những khuyến khích mang tính chất tích cực đối với các đối tượng tham gia thị trường tài chính. Thành công ở đây sẽ thúc đẩy tăng trưởng theo hướng thiên về giúp đỡ người nghèo và sẽ ổn định hoá nền kinh tế theo hướng tăng trưởng cao; khả năng tiếp cận trực tiếp tài chính của những người hiện đang bị loại trừ cũng sẽ được mở rộng.

**Chính phủ không phải  
vấn đề nung nấu  
dịch vụ chính**

**ngay cả khi khung  
tên công**

**Nhưng ngay cả khi các  
thị trường và hành vi  
cũng cần mô hình  
pháp lý và tài**

**vaâmōā chíi ē lúúā dūā  
trī n cú súākhai thaé caé  
àōāg cú khuyī ē khich**

**Maāg lúúān sinh tōē àoā  
hoācaé thī íchī đōē**

Khuyến khích là một yếu tố then chốt để hạn chế việc chấp nhận rủi ro quá đáng và những hành vi gian lận trong quản lý và giám sát các trung gian tài chính – nhất là các ngân hàng đang có nguy cơ phải chịu sự thất bại quá đỗi. Bất ổn định và đổ vỡ là nét đặc trưng của thị trường tài chính, nhưng không nhất thiết phải trả giá quá đỗi như những năm vừa qua. Chúng phản ánh hậu quả của việc chấp nhận rủi ro vượt quá mức rủi ro mà xã hội chấp nhận. Cái giá phải trả này rất hiện thực: chúng là một loại thuế có thể tồn tại dai dẳng đánh vào tăng trưởng. Điều đó có thể làm tăng đói nghèo trong thời gian trước mắt, và có ảnh hưởng lâu dài hơn đến người nghèo, thông qua việc kìm hãm tăng trưởng lẫn cắt giảm chi tiêu vào những lĩnh vực như giáo dục, y tế.

Hệ thống bảo hiểm tiền gửi, một phần quan trọng trong mạng lưới an sinh để hậu thuẫn ngân hàng, vẫn còn đang trên đường hình thành ở các nước đang phát triển. Không khó gì để biết tại sao nó không chỉ là một hệ thống đáng tin cậy để phòng ngừa hiện tượng đổ xô đến rút tiền gửi, mà còn phổ biến về chính trị, đặc biệt đối với chủ sở hữu các ngân hàng nhỏ trong nước. Tuy nhiên, thực tế gần đây cho thấy, chúng cũng làm giảm việc theo dõi thị trường của các ngân hàng. Mặc dù điều này có thể không làm suy yếu hệ thống ngân hàng ở các thị trường phát triển, với điều kiện các thị trường này vốn sẵn chịu sự điều tiết và giám sát tương đối hữu hiệu, nhưng nó cũng có thể làm tăng nguy cơ khủng hoảng và giảm sự phát triển thị trường tài chính ở những nơi mà thể chế còn yếu. Vì thế, các nhà cầm quyền khi xem xét vấn đề bảo hiểm tiền gửi, trước hết cần rà soát lại khuôn khổ thể chế của mình trong quá trình ra quyết định. Việc xây dựng một mạng lưới an sinh tốt không chỉ dừng lại ở việc rập khuôn những thị trường đã trưởng thành, và các bằng chứng thực nghiệm ủng hộ mạnh mẽ việc tận dụng những lực lượng thị trường đã biết để hạn chế những nguy cơ gắn liền với việc áp dụng bảo hiểm tiền gửi.

Ngân hàng, thị trường chứng khoán và vô số các loại trung gian khác, và các công ty tài chính phụ thuộc, tất cả đều góp

phần vào sự phát triển tài chính cân đối. Mọi sự thiên vị hoàn toàn nghiêng về phía thị trường hay ngân hàng đều không thể lý giải được bằng vô số những bằng chứng hiện có. Trái lại, sự phát triển của các phân đoạn khác nhau trong hệ thống tài chính đều gây áp lực buộc các phân đoạn khác phải đổi mới, nâng cao chất lượng và hiệu quả, và giảm giá. Chúng cũng phát triển theo kiểu cộng sinh, trong đó phân đoạn này mở rộng thường yêu cầu các phân đoạn khác cũng phải nâng cấp. Tương lai của khu vực phi ngân hàng, trong đó đáng kể nhất là các tổ chức trả lương hưu tư nhân, sẽ phụ thuộc rất lớn vào các chính sách có liên quan của chính phủ, vì vậy, việc hoạch định các chính sách này cần được suy tính thận trọng.

Hầu hết các nước đang phát triển đều quá nhỏ, không đủ sức trang trải, nếu không được lợi từ việc tiếp cận tài chính toàn cầu, bao gồm việc tiếp cận dịch vụ tài chính của các công ty tài chính nước ngoài hoặc do nước ngoài sở hữu. Tạo điều kiện thuận lợi để các công ty tài chính nước ngoài có uy tín tham gia vào thị trường nội địa cũng đã được hoan nghênh: họ sẽ mang vào sự cạnh tranh, cải thiện tính hiệu quả, và nâng cao chất lượng của cơ sở hạ tầng tài chính. Như vậy, chúng là chất xúc tác quan trọng cho hình thức phát triển tài chính thúc đẩy tăng trưởng. Mở cửa cũng sẽ kèm theo một số hạn chế, trong đó có việc tăng độ rủi ro trên một số phương diện, cần được giám sát chặt chẽ. Nó cũng sẽ dẫn đến việc các công ty tài chính trong nước mất vị thế kinh doanh, nhưng khả năng tiếp cận các dịch vụ tài chính mới thực sự là vấn đề của phát triển, chứ không phải là ai sẽ cung cấp chúng.

Khu vực tài chính, từ lâu đã là nơi sớm biết ứng dụng sự đổi mới trong công nghệ thông tin và liên lạc. Quốc tế hoá tài chính (bất chấp những cố gắng nhằm ngăn chặn chúng) là một thành quả của điều này. Nó đã giúp giảm chi phí vốn vay và vốn cổ phần nói chung, mặc dù nó cũng làm tăng nguy cơ dễ bị tổn thương của các luồng vốn. Khó có thể đoán trước được vai trò đích xác trong tương lai của tài chính điện tử trong việc đẩy nhanh quá trình quốc tế hoá, nhưng chắc chắn nó sẽ rất to lớn. Nếu sự bất ổn định có thể sẽ tăng lên, thì công

**Àa dađg hoảcốảũả cho  
sũởn ãnh vaởphaả trũĩ n**

**Mũcũả thũ trũũảg coảthũĩ  
kũch thũch sũảphaả trũĩ n**

**vũ công nghi ãcỏảthũĩ**

nghệ quản lý rủi ro và các công cụ tài chính có liên quan khác cũng sẽ được cải tiến theo.

**đi idaâng tii p ceh̄ aũũũ**

Một số kỹ thuật thông tin tín dụng có liên quan, gồm cả cơ chế cho điểm, hứa hẹn sẽ có đóng góp quan trọng vào việc mở rộng điều mà hiện nay vẫn còn là khả năng tiếp cận rất hạn chế của những người đi vay nhỏ đến tín dụng của khu vực tài chính chính thức. Điều này sẽ đạt được bằng cách hạ thấp các rào cản do chi phí thông tin cao. Đồng thời, một mức trợ cấp nhất định cho phần chi phí chung vẫn còn thích hợp để góp phần làm cho các tổ chức tín dụng vì mô phục vụ người nghèo và rất nghèo có thể đứng vững.

*Trong phần tổng quan này, sau khi tóm lược những ý chính của bốn chương chính trong cuốn sách, chúng tôi phân tích những bài học chính sách chủ yếu, trình bày một cách vận dụng điển hình có tính chất minh họa vào những hoàn cảnh đất nước trái ngược nhau. Phần tổng quan được khép lại với triển vọng của những nghiên cứu trong tương lai.*

**Toán tửt**

**M**ỤC NÀY CỦA PHẦN TỔNG QUAN TÓM TẮT những lập luận chính của các chương còn lại trong báo cáo. Chúng tôi tập trung vào những phát hiện chính rút ra từ nghiên cứu thực nghiệm và ý nghĩa cơ bản của những phát hiện đó. Những lập luận chi tiết và những lưu ý có thể xem trong các chương tiếp theo cùng với phần tham khảo với khối lượng lớn những nghiên cứu chứa đựng trong công trình này.

**Chúung 1: Ài ícho taẽchinh cođhĩ à quaā**

**Phaã trĩĩ ñ taẽchinh theo  
chĩĩ ù sêu taõ ra tũng  
trũũũg**

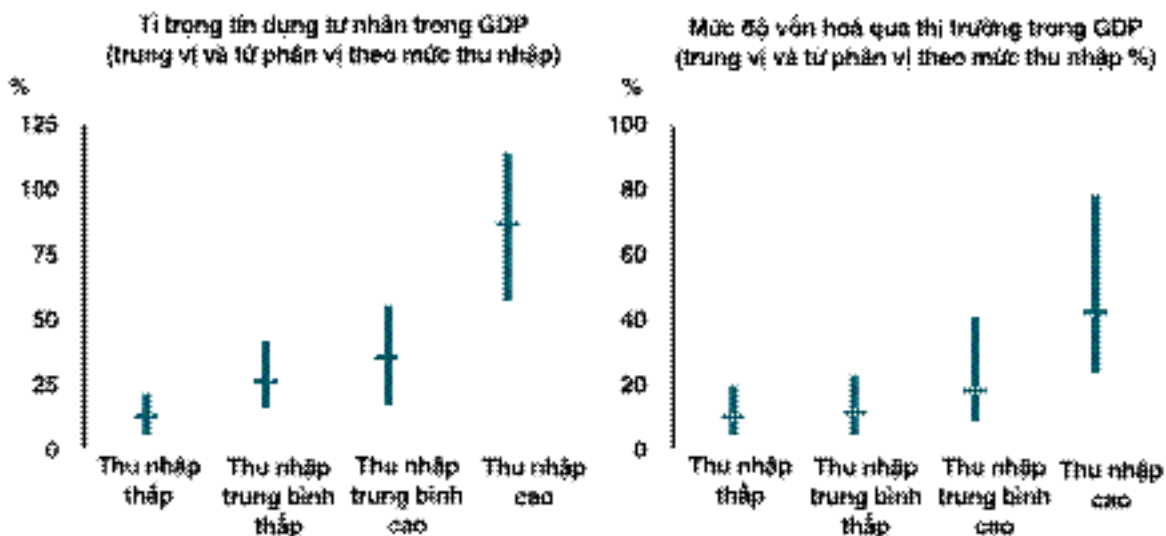
Hiện nay có rất nhiều công trình nghiên cứu khẳng định mạnh mẽ rằng, cải tiến phương thức tổ chức tài chính sẽ thúc đẩy và đóng góp vào thành tích hoạt động kinh tế. Nói cách khác, niềm mong muốn chung được nhìn thấy một hệ thống

tài chính vận hành hữu hiệu xuất phát từ mối quan hệ nhân quả rõ rệt giữa nó với tăng trưởng, ổn định kinh tế vĩ mô và xoá đói giảm nghèo. Hầu như chúng ta đo lường sự phát triển tài chính theo bất cứ cách nào thì cũng vẫn thấy có mối liên hệ, ở nhiều nước, giữa nó và mức thu nhập bình quân đầu người (Hình 1). Mối quan hệ này không nhất thiết phải mang tính nhân quả, và nhiều yếu tố khác cũng có thể góp phần, nhất là sự ổn định của các chính sách kinh tế vĩ mô. Tuy nhiên, trong một vài năm qua, giả thuyết cho rằng mối quan hệ này mang tính nhân quả (Hình 2) đã luôn luôn đứng vững trong bất kỳ cuộc kiểm định thử nghiệm kinh tế lượng nào.

Mặc dù chưa rõ ràng lắm, nhưng người ta vẫn cho lý do để tài chính có vai trò quan trọng đối với tăng trưởng nằm ở những chức năng cơ bản then chốt mà các thể chế tài chính đảm trách. Ở một cấp độ, tài chính rõ ràng liên quan đến việc chuyển tiền để đổi lấy hàng hoá, dịch vụ, hoặc hứa hẹn một mức lợi tức trong tương lai, nhưng ở cấp độ sâu hơn thì hệ thống thể chế cấu thành nên các hình thức tổ chức tài chính

**Thanh toán cho bất kỳ ai nào giữ các tài khoản ví - mức đầu phát triển sâu tài chính trong 50% số nước ở mỗi giai đoạn phát triển nằm trong bất kỳ nào nay. Trung và dưới bất kỳ ai nào dưới đây thanh ngang.**

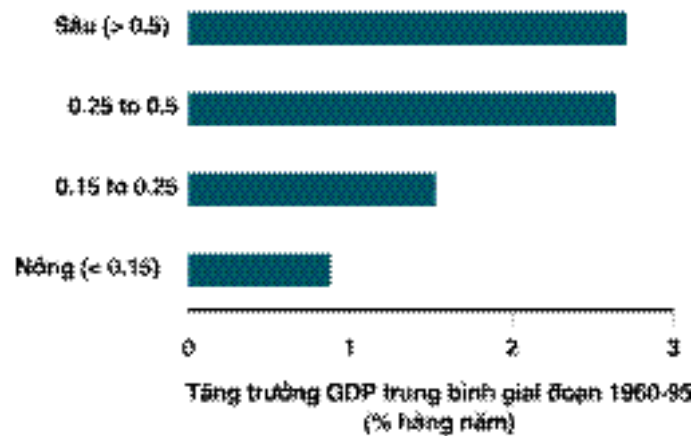
Hình 1: Độ phát triển sâu tài chính và thu nhập trên đầu người



Chú thích: Hình vẽ này biểu diễn giá trị trung bình của những thời điểm sẵn có trong thập kỷ 90 cho từng nước trong 87 nước.  
 Nguồn: Cơ sở dữ liệu của Beck, Demirgüç-Kunt, và Levine (BID).

Hình 2: Độ phát triển sâu tài chính và tăng trưởng

Tỷ lệ nợ thanh khoản so với GDP năm 1960



Nguồn: Sở hội Ngân hàng Thế giới

của nền kinh tế phải được coi như đang thực hiện những chức năng kinh tế cơ bản sau đây:

- Huy động tiền tiết kiệm (nếu không có nó thì các cơ sở huy động sẽ hạn chế hơn nhiều).
- Phân bổ vốn đầu tư (nhất là để tài trợ cho những dự án đầu tư hiệu quả).
- Giám sát các nhà quản lý (sao cho kinh phí đã phân bổ được chi tiêu đúng kế hoạch).
- Chuyển dịch rủi ro (giảm bớt rủi ro thông qua sự tích tụ và cho phép những người sẵn sàng chấp nhận rủi ro hơn được gánh chịu).

Các bằng chứng kinh tế lượng chính xác và đa dạng cho thấy, sự đóng góp của tài chính vào tăng trưởng dài hạn chủ yếu bằng cách nâng cao năng suất nhân tố tổng hợp của nền kinh tế, chứ không phải bằng tốc độ tích lũy vốn.

Thông qua việc hỗ trợ cho tăng trưởng, sự phát triển tài chính có ảnh hưởng mạnh nhất đến việc nâng cao mức sống của người nghèo. Mặc dù một số người cho rằng dịch vụ của hệ thống tài chính chính thức chỉ có lợi cho người giàu, nhưng



số liệu lại cho thấy điều ngược lại. Hơn nữa, các nước có hệ thống tài chính sâu lớn mạnh đã thấy rằng, suy cho cùng, nó đã cách ly được họ khỏi những biến động vĩ mô.

Bằng chứng về tầm quan trọng của mỗi loại trong hai thành phần thể chế chính của tài chính – ngân hàng và thị trường chứng khoán có tổ chức – cũng rất rõ rệt. Không có bằng chứng thực nghiệm nào hậu thuẫn cho những chính sách trói buộc một cách giả tạo khu vực này để ưu đãi khu vực kia. Trên thực tế, sự phát triển của mỗi khu vực dường như đã củng cố thêm thành tích hoạt động của khu vực kia bằng cách duy trì khoảng cách cạnh tranh giữa các công ty tài chính riêng biệt. Mặc dù các nền kinh tế đang phát triển dựa nhiều vào ngân hàng hơn là thị trường chứng khoán và khu vực phi ngân hàng khác (Hình 3), nhưng nhiều thách thức nổi cộm đã đặt ra trước các nhà hoạch định chính sách vốn đang cố đảm bảo rằng, cả ngân hàng và thị trường đều đạt được đầy đủ tiềm năng hoạt động của chúng. Tất nhiên, ổn định kinh tế vĩ mô là điều chủ chốt, nhưng các khía cạnh khác lại có liên quan chặt chẽ hơn đến nền tảng kinh tế vĩ mô của tài chính.

Với khối lượng vốn rất lớn mà các doanh nghiệp vay từ ngân hàng, chi phí đi vay sẽ phụ thuộc vào hiệu quả hoạt động và tính cạnh tranh của thị trường ngân hàng. Về mặt này, kết quả hoạt động của các nền kinh tế đang phát triển cũng bị tụt hậu. Tự do hoá không chỉ gắn với lãi suất bán buôn cao hơn, mà nó còn khơi rộng thêm khoảng cách giữa các trung gian (tài chính) - điều này ít ra đã phản ánh được phần nào việc các ngân hàng ngày càng có nhiều quyền lực thị trường.

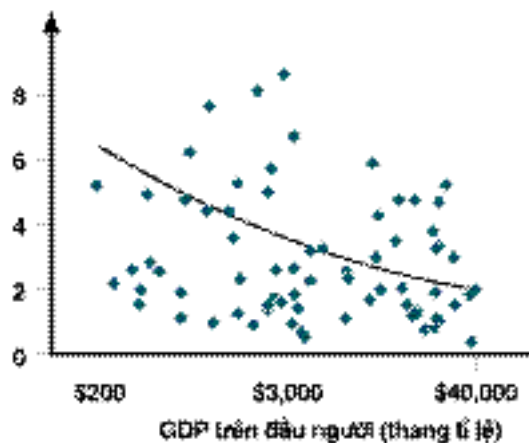
Phát triển hình thức tài trợ bằng vốn cổ phần là một cách để hạ thấp chi phí tài trợ thông qua cạnh tranh trên thị trường tài chính. Ở đây, thách thức là, làm sao có thể xoá bỏ được vấn đề về thông tin không đối xứng. Sự phức tạp của phần lớn các hoạt động kinh tế và kinh doanh hiện đại đã làm tăng đáng kể tính chất đa dạng của các thủ đoạn mà những người bên trong có thể sử dụng để che giấu kết quả hoạt động của

**Tài trợ qua ngân hàng và  
tài trợ bằng vốn cổ phần  
bổ sung chứ không thay  
thế echo nhau**

doanh nghiệp. Tuy những tiến bộ trong công nghệ, kế toán và thực tiễn pháp lý đã giúp cho việc hoàn thiện các công cụ khám phá, nhưng suy cho cùng, sự không đối xứng về thông tin giữa người sử dụng và người cung cấp vốn trong các nước đang phát triển không giảm được nhiều như trong các nền kinh tế tiên tiến – và thực tế còn tồi tệ đi.

Hình 3: Tỷ lệ ngân hàng so với thị trường và GDP trên đầu người

Tỷ lệ giữ tài sản trong nước của ngân hàng so với mức độ vốn hoá qua thị trường chứng khoán



Nguồn: Số liệu Ngân hàng Thế giới.

**Ưu thế thu nhập từ đầu người thấp hơn, giá trị tài sản ngân hàng có xu hướng luôn gắn liền với mức độ vốn hoá qua thị trường chứng khoán khi so với các nước có thu nhập cao.**

**Tài chính cần mở cú sấm sét: luật pháp và thông tin**

Làn sóng nghiên cứu chính sách gần đây đã chỉ ra sự cần thiết phải có các biện pháp chính sách đẩy mạnh sản xuất và trao đổi thông tin; hạn chế việc thực hành quyền lực thị trường, dù là trong ngân hàng hay do nội bộ bên trong, làm phương hại đến cổ đông; và đảm bảo sự vận hành hiệu quả của thị trường chứng khoán có tổ chức. Những chính sách này dường như sẽ có tác dụng hơn nếu chúng nhằm vào cơ sở hạ tầng chứ không phải trực tiếp vào bản thân cơ cấu tài chính. Những nghiên cứu gần đây về cơ sở hạ tầng hữu hiệu đạt được nhiều tiến bộ nhất trong lĩnh vực tư pháp, và trong những lĩnh vực vượt ra ngoài những yêu cầu hiển nhiên và thiết yếu nhằm đảm bảo người cho vay có thể thực hiện được những quyền của mình một cách mau lẹ và ít tốn kém, trong

trường hợp xảy ra tình trạng vỡ nợ. Đương nhiên, chính phủ có lợi thế so sánh trong việc soạn thảo và thực hiện luật pháp, và chính phủ phải toàn tâm toàn ý vào việc cập nhật và điều chỉnh luật pháp, và các thông lệ pháp lý vì chúng liên quan đến các hợp đồng tài chính. Cho nên, để tăng cường – hoặc bổ khuyết cho sự thiếu vắng – các hành động của chính phủ, còn có những cơ hội rõ ràng và thực tế để các đối tượng tham gia thị trường khuyến khích đại cơ cấu điều tiết khi cần thiết. Thực tiễn khá thành công ở một số thị trường chứng khoán có tổ chức là những thí dụ rất tốt về những sáng kiến tư nhân như thế. Điều này phản ánh một hướng đi tới đây hứa hẹn, nhất là khi việc triển khai các đạo luật của nhà nước gặp nhiều khó khăn.

Hiện đang có một cuộc tranh luận lớn trong giới học giả: liệu việc soạn thảo luật pháp chính xác có phải là vấn đề chính hay không. Những nghiên cứu gần đây đang tập trung vào những kết quả hoạt động trái ngược nhau của hệ thống tài chính với những cơ cấu pháp lý có nguồn gốc khác nhau. Những khác biệt này đã được chứng minh là có tác động đến sự phát triển tương đối của thị trường nợ và cổ phiếu, trong điều kiện các công ty do nhiều người nắm giữ, hoặc khái quát hơn, là các công ty đó được tài trợ từ bên ngoài, và do đó, những khác biệt này có ảnh hưởng đến sự phát triển của toàn bộ khu vực tài chính. Và thông điệp chính sách từ các kết quả kinh tế lượng đều khẳng định theo cùng một hướng: việc bảo vệ có hiệu quả hơn quyền về tài sản của các nhà tài trợ bên ngoài chẳng những không gây trở ngại cho tăng trưởng, mà còn tạo điều kiện thuận lợi cho sự phát triển của thị trường tài chính và đầu tư.

Sự tăng trưởng của hình thức tiết kiệm tập thể – bao gồm cả việc thông qua các công ty đầu tư và quỹ tương hỗ, cũng như quỹ lương hưu và các công ty bảo hiểm nhân thọ – có thể thúc đẩy mạnh phía cầu của thị trường cổ phiếu, cũng như mở rộng các loại hình trung gian tài chính sẵn có cho những người trung lưu, đồng thời tạo áp lực cạnh tranh với tiền gửi

**Caé phúnđ thúá tíi ê  
kíi ăi tếp thí ígiúp tủng  
cúúăđ vaânêng cêp híi ả  
thoăđ**

ngân hàng. Tác động của nó không chỉ gói gọn trong thị trường chứng khoán: trong những thị trường trưởng thành và mới nổi, các tổ chức tiết kiệm theo hợp đồng có vị trí trung tâm để hỗ trợ những phát kiến về tài chính dựa vào thị trường, như chứng khoán có bảo đảm bằng tài sản, việc sử dụng tài chính cơ cấu và các sản phẩm phát sinh, bao gồm quỹ theo dõi chỉ số và các sản phẩm tổng hợp để bảo vệ nhà đầu tư trước sự suy giảm của thị trường. Những kinh nghiệm đúc rút được và thông tin về việc tạo vốn con người, một khi được trang bị cho những người quản lý quỹ sử dụng, sẽ giúp cho việc nâng cao chất lượng quản lý rủi ro trên phạm vi toàn bộ nền kinh tế. Sự tăng trưởng của những quỹ này có thể đảm bảo tài trợ nhanh và ổn định cho những phân đoạn thích hợp chủ yếu của thị trường tài chính, như các công ty thuê mua hay công ty huy động vốn rủi ro. Chúng cũng có thể tạo cầu về đầu tư dài hạn, qua đó đưa ra giải pháp dựa vào thị trường cho những lỗ hổng thấy được mà chính phủ nhiều nước đang cố gắng lấp đầy trong nhiều năm bằng các giải pháp hành chính tốn kém và bóp méo. Điều tiết khu vực này, đó là việc mà nhiều nước cần lưu ý.

**Các lựa chọn chính sách  
và công nghệ bảo hiểm  
mở rộng khả năng tiếp  
cận tài chính ¾**

Các biện pháp thành công trong việc phát triển sâu thị trường tài chính và hạn chế việc sử dụng méo mó quyền lực thị trường, đã khiến có nhiều công ty và cá nhân có thể tiếp cận được tín dụng với chi phí phải chăng. Tuy nhiên, còn người nghèo, các doanh nghiệp nhỏ và doanh nghiệp vi mô thì sao? Những khía cạnh nào cần đặc biệt chú ý để đảm bảo họ không bị bỏ qua, cho dù đã có những cải thiện chung trong kết quả hoạt động của hệ thống tài chính? Không có gì phải dối mình rằng, vấn đề khả năng tiếp cận là dễ giải quyết. Kinh nghiệm cho thấy, các thể chế tài chính chính thức rất chậm chạp trong việc chấp nhận chi phí thiết lập phát sinh khi muốn vươn tới những đối tượng khách hàng phân tán và nghèo (cho dù chỉ là dịch vụ kiểu gửi tiền tối thiểu). Tuy nhiên, khi tìm cách cải thiện điều này, cần chú trọng hai khía cạnh rất thiết yếu là thông tin và chi phí cố định tương đối cao

của việc cho vay qui mô nhỏ. Những nghiên cứu gần đây quan tâm đến tiến bộ công nghệ và chính sách đã cho thấy có thể hạ thấp những rào cản đó bằng cách nào.

Rất nhiều tổ chức tài chính vi mô chuyên môn hoá và đầy sáng tạo, phần lớn được bao cấp, đã được thiết lập và thu được những thành công to lớn. Tỷ lệ trả nợ không đúng kỳ hạn thấp - thấp hơn nhiều so với các chương trình cho vay được bao cấp thuộc thể hệ trước đã từng hoạt động ở các nước đang phát triển - và phạm vi phục vụ của những tổ chức này, xét cả về số tuyệt đối lẫn những nhóm người trước kia hầu như bị quên lãng như phụ nữ và những người rất nghèo, đều rất rộng. Thành công này là do đã biết dựa vào sự đổi mới, chẳng hạn như việc sử dụng các hợp đồng cho vay theo nhóm để khai thác tất cả các tiềm năng về vốn xã hội và áp lực của nhóm để giảm bớt hiện tượng cố tình chây nờ, tạo ra những khuyến khích động bằng cách áp dụng các lịch trình trả nợ đều đặn và những khoản vay tiếp theo theo hình thức "cho vay lũy tiến", và một cơ cấu quản lý phân tán gọn nhẹ hơn để giảm chi phí và cho phép người cho vay có thể định lãi suất vốn vay thấp ở mức phải chăng.

Cho dù không được bao cấp thì một số trong những kỹ thuật đó vẫn có thể áp dụng vào việc cho vay nhỏ đối với những người không nghèo. Hơn nữa, việc sử dụng hiệu quả thông tin tín dụng có thể làm giảm qui mô tối thiểu để khu vực tài chính chính thức và không được bao cấp có thể cho vay mà vẫn đạt hiệu quả về chi phí. Công nghệ thông tin đã giúp cho việc làm giảm mạnh đơn giá thu thập thông tin về quá trình vay vốn và các đặc điểm có liên quan khác, cũng như làm tăng mức độ tinh vi mà các số liệu này có thể được dùng để đánh giá uy tín trả nợ. Mặc dù tác động của việc có được những thông tin này đã làm thay đổi các khuyến khích và quyền lực thị trường theo một cách rất tinh tế - nhưng không phải lúc nào cũng có lợi - nhưng tăng khả năng tiếp cận thông tin tín dụng vẫn nâng cao được khả năng sẵn có của vốn vay và hạ thấp chi phí trung gian.

#### **¾ ààáá lúu yáãã trong lính vùã táã chính vi mô**

## Chương 2: Nguyên nhân và giải pháp cho khủng hoảng

### Tài chính luôn luôn chủ động

Tài chính vốn là dễ đổ vỡ, chủ yếu là do những hành động mạo hiểm liên quan từ thời kỳ này sang thời kỳ khác mà nhiều giao dịch tài chính chứa đựng. Việc cho vay tiền hôm nay không chỉ vì những hứa hẹn hoặc kỳ vọng thu được tiền trong tương lai, mà người ta còn làm điều đó bất chấp cả những khó khăn do thông tin hạn chế hoặc không đồng đều, một phần là do đặc điểm của phía đi vay (lựa chọn ngược) và phần khác là do hành vi sau đó của họ (lợi dụng bảo lãnh, cố ý làm liều). Tài chính không thể có tác dụng nếu không có tín dụng, mà tín dụng lại đồng nghĩa với đòn bẩy, còn đòn bẩy có nghĩa là có rủi ro thất bại, đôi khi nó lan rộng thành phản ứng dây chuyền. Trong hoàn cảnh đó, kỳ vọng có thể thay đổi rất nhanh, làm cho giá tài sản dao động mạnh, và đến lượt mình, điều này lại có thể bị hành vi của đám đông làm cho trầm trọng thêm.

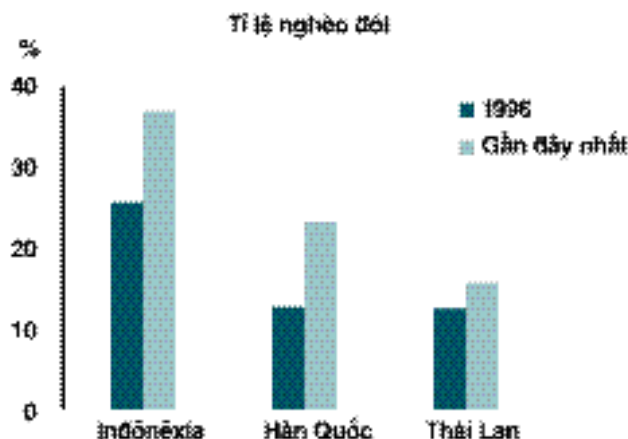
Thị trường tài chính thuộc dạng kinh doanh sử dụng hiệu quả các luồng thông tin, nhưng có khi cũng có sự sai lệch lớn, thậm chí ngày một nhiều hơn, so với mức giá cân bằng, điều đó tự nó đã chứng tỏ nó như những bong bóng, hay tình trạng bùng phát và đổ vỡ mang tính đầu cơ. Nếu vô số những thí dụ trong lịch sử về sự sụp đổ giá tài sản còn chưa đủ để chứng minh cho điều đó, thì lý thuyết cũng đã giải thích được vì sao khi việc thu thập thông tin và ký kết hợp đồng đều rất tốn kém thì thị trường tài chính sẽ không bao giờ có đầy đủ hiệu quả hoặc hoàn toàn điều hoà được sự chênh lệch giá. Kiểm định đối chứng thận trọng đã khẳng định rằng, cá nhân không hoàn toàn hợp lý khi đánh giá rủi ro: họ quá coi trọng những diễn biến gần đây (thể hiện sự thiếu cận), họ buôn bán theo phong trào hơn là dựa vào những yếu tố nền tảng, và họ luôn có những phản ứng cùng chiều (hay tạo xung lượng) bằng cách mua vào khi giá đang tăng. Cùng với việc làm cho giá tài sản dao động mạnh hơn và góp phần vào trào lưu cho vay dễ dãi của ngân hàng – được tiếp nối bằng sự thay đổi tâm lý đột ngột và việc tổn thất tín dụng tai hại – các đặc

điểm hành vi này đã trở thành mảnh đất màu mỡ cho những ý đồ gian lận kiểu Ponzi.

Nếu tài chính là dễ đổ vỡ, thì ngân hàng lại là bộ phận dễ đổ vỡ nhất. Các ngân hàng phải phụ thuộc rất nhiều vào giá trị tin cậy của những tài sản mà họ sở hữu (kể cả uy tín trả nợ của người đi vay), nhưng ngân hàng cũng gây thêm những phức tạp không chỉ trong việc chuyển đổi kỳ hạn thanh toán mà còn cả trong các khoản nợ không kỳ hạn, tức là tài trợ bằng cách cho vay có bảo đảm bằng những tài sản nợ theo mệnh giá dưới dạng tiền gửi ngân hàng. Tính chất đặc biệt dễ đổ vỡ của tài chính, trong đó có ngân hàng, diễn ra trong tất cả các nước, bất kể mức thu nhập của nước đó như thế nào, như đã được chứng minh qua sự bùng nổ khủng hoảng ngân hàng ở nhiều nền kinh tế công nghiệp trong thập niên 80 và 90. Nhưng hệ thống ngân hàng nằm ngoài thế giới công nghiệp còn nguy hại hơn, vì ở những nước này khủng hoảng là cực kỳ tốn kém - xét cả về chi phí ngân sách trực tiếp, kìm hãm tăng trưởng, làm chệch hướng các chương trình ổn định hoá, và trầm trọng thêm tình trạng đói nghèo (Hình 4).

Các nước đang phát triển đang phải đương đầu thêm với một số nguyên nhân gây ra nguy cơ đổ vỡ. Không chỉ những vấn đề về thông tin nói chung nghiêm trọng hơn, mà nền kinh tế của các nước đang phát triển cũng nhỏ hơn, và tập trung hơn vào một số ngành kinh tế nhất định, hoặc phải lệ thuộc vào một số sản phẩm xuất khẩu nhất định, do vậy, ít có khả năng hấp thụ được các cú sốc hay cùng gánh chịu những nguy cơ rủi ro tách biệt. Hơn nữa, các thị trường mới nổi còn đang chứng kiến hàng loạt sự chuyển đổi chế độ làm thay đổi cơ cấu rủi ro của môi trường hoạt động theo cách rất khó đánh giá, trong đó điển hình là sự giảm dần điều tiết tài chính. Ngoài ra, vì ngân hàng có xu hướng là lực lượng chủ đạo trong các thị trường tài chính mới nổi nên nhu cầu vay nợ sẽ nhiều hơn, và khả năng tiếp cận vốn cổ phần bên ngoài cho công ty sẽ ít hơn. Do đó, sẽ có nguy cơ đổ vỡ cao hơn. Việc giá cổ phiếu suy giảm không phải là vô hại, nhưng rõ ràng là ít gây tổn thất hơn sự thất bại của ngân hàng, điều đó giải thích

Hình 4. Đói nghèo ở Đông Á trước và sau khủng hoảng tài chính



Chú thích: Chỉ "Gần đây nhất" là năm 1998 đối với Indonesia và Thái Lan, và là năm 1998 đối với Hàn Quốc; các năm khác là năm nghiên cứu. Nguồn: nghiên cứu của tác giả dựa trên nguồn gốc các năm năm 1996; trừ trường hợp Hàn Quốc là nước có khởi điểm về ngưỡng nghèo quốc gia là khoảng 8\$/ngày. Nguồn: Ngân hàng Thế giới.

Ô nhiễm từng va vấp tới phần leo thang mô hình thu nhập sau khủng hoảng

vì sao phải chú trọng hơn đến khu vực ngân hàng.

Điều tiết và giám sát khu vực tài chính – về luật chơi trong khu vực tài chính và phương thức đảm bảo hiệu lực thực thi chúng – đều cần thiết để hạn chế hành vi lợi dụng bảo lãnh, cố ý làm liều, cũng như để đảm bảo các trung gian tài chính có động cơ phân bổ nguồn lực và thực hiện chức năng của mình một cách thận trọng. Mặc dù những năm gần đây, trên sách báo đã có rất nhiều quan điểm thống nhất với nhau nhưng vẫn còn những khác biệt rõ rệt trong môi trường điều tiết trên khắp thế giới, và yếu kém trong lĩnh vực này là nguyên nhân tiềm ẩn gây thêm nguy cơ dễ bị tổn thương cho các thị trường mới nổi.

Sự điều tiết sâu rộng có thể là cần thiết, nhưng bài học rõ ràng từ những nghiên cứu mới đây và trước kia là, sự điều tiết đó cần được bổ sung bằng việc sử dụng các đòn bẩy khuyến khích và thông tin để tăng cường đến mức tối đa số lượng các đối tượng được thông tin đầy đủ và có động lực mạnh mẽ để theo dõi các trung gian tài chính. Đa dạng hoá hệ thống các đối tượng theo dõi ngân hàng là điều nên có, không phải chỉ



vì những cơ quan này có thể có các nguồn thông tin khác nhau, mà còn vì động cơ của chúng không giống nhau và có thể còn không minh bạch nữa. Nhưng ai có thể theo dõi ngân hàng? Có ba loại đối tượng chính:

- Chủ sở hữu, bao gồm ban giám đốc và các nhà quản lý cấp cao của ngân hàng, những người mà tài sản ròng của họ phụ thuộc vào kết quả hoạt động thận trọng của thể chế này.
- Thị trường, hay tất cả những người cho vay bên ngoài phi chính thức, và các bên đối tác, những người tự biết mình không thuộc diện được “cứu trợ”.
- Những người giám sát chính thức, đó là những đối tượng hoạt động trong một cơ cấu khuyến khích được xây dựng kỹ càng.

Những yếu tố đã nêu trên, góp phần làm tăng nguy cơ đổ vỡ trong các thị trường mới nổi, có nghĩa là chúng cần phải đảm bảo sao cho tất cả ba đối tượng theo dõi này đều thực hiện nghiêm túc chức năng của mình. Thông tin cần nhiều hơn, và những vấn đề về động cơ khuyến khích cho thấy một điều hiển nhiên là, sẽ không khôn ngoan nếu chỉ tập trung vào một trong các nhóm đối tượng này. Và việc các thị trường này biến động nhiều hơn có nghĩa là, ngay cả việc áp dụng một mô hình “thành công nhất” nào từ các nền kinh tế công nghiệp cũng có thể không đạt được mục tiêu đã định.

Báo cáo này khẩn thiết đề nghị các cơ quan chức năng không nên dừng lại ở các nguyên tắc Basel hiện có. Đảm bảo cho các ngân hàng được đa dạng hoá mạnh; điều này có nghĩa là trong nhiều nền kinh tế nhỏ việc có mặt các ngân hàng vùng hoặc ngân hàng nước ngoài là vấn đề quan trọng. Động viên được người cho vay, chẳng hạn như bắt buộc các ngân hàng phải phát hành những khoản vay phụ không được bảo lãnh, là một phần giải pháp đầy triển vọng, nhưng nó đòi hỏi các cơ quan chức năng phải chú trọng tăng cường cung cấp thông tin cho các đối tượng theo dõi này, và phải tập trung vào một nhiệm vụ khó khăn là làm thế nào để các

**Sũđluãg caé khuyĩ ã  
khích dũa vaô thị trúúãg  
ãĩ ãbõisung cho caé quy  
ãĩnh ãĩĩ ù tĩĩ ã**

**Cẽn phaã ãĩ xa hún taã  
lĩĩ ã hũúãg ãĩnh Basel**

đối tượng này không có quan hệ thân thiết với ngân hàng phát hành nợ. Đồng thời, cũng cần đảm bảo duy trì động cơ khuyến khích đối với những người giám sát. Để họ có thể thực hiện hữu hiệu công việc của mình, việc trả thù lao cao hôm nay, và đặc biệt là trong tương lai (thông qua các khoản tiền thưởng hoặc những khoản lương hưu hào phóng) cần đi đôi với việc bảo vệ không để họ bị truy cứu pháp luật tại thời điểm hiện nay.

Trước nguy cơ đổ vỡ tài chính, nhiều chính phủ đã xây dựng các loại mạng lưới an sinh, mà về cơ bản đều thông qua phương thức cứu cánh - cho vay - cuối cùng và ngày càng phổ biến là thông qua chương trình bảo hiểm tiền gửi công khai. Bảo hiểm tiền gửi ngày càng thông dụng ở các thị trường mới nổi, vì xem ra chúng là một cách hữu hiệu để kiểm chế tình trạng đua nhau rút tiền ở ngân hàng, ít ra là ở các nước có thu nhập cao, và giúp nuôi dưỡng các ngân hàng bản địa. Tuy nhiên, sự tồn tại của các chương trình này thực tế có thể làm xấu đi môi trường khuyến khích và thông tin, làm tăng mức độ và tần suất của các cuộc khủng hoảng. Trong một chừng mực nào đó, việc thành lập các chương trình bảo hiểm tiền gửi chính thức có thể xui khiến việc chấp nhận độ rủi ro cao hơn – tâm lý lợi dụng bảo lãnh, cố ý làm lieo truyền thông, vốn có xu hướng đi liền với hầu hết các hình thức bảo hiểm. Sẽ có ý kiến phản đối việc xây dựng các chương trình chính thức, nhưng cần thừa nhận rằng, thiếu một chương trình chính thức có thể tương đương với sự xuất hiện một dạng bảo hiểm tiền gửi ngầm – có thể không hạn chế phạm vi bảo hiểm và cũng có nguy cơ gây ra tâm lý lợi dụng bảo lãnh, cố ý làm lieo. Vì thế, có nên áp dụng một hệ thống công khai hay không, và nếu có, thì nên áp dụng kiểu hệ thống nào, vẫn còn là vấn đề thực nghiệm.

Dung lượng các bằng chứng từ những nghiên cứu gần đây cho thấy, trong thực tế, thay vì giảm bớt khả năng xảy ra khủng hoảng, việc áp dụng một chương trình bảo hiểm tiền gửi công khai nói chung lại kéo theo tình trạng bất ổn định hơn của khu vực ngân hàng, và kết quả này dường như không

diễn ra theo chiều ngược lại. Ở đây, từ nói chung rất quan trọng: bảo hiểm tiền gửi không có hiệu ứng đáng kể ở những nước có thể chế mạnh, nhưng trong một môi trường thể chế yếu thì nó có nguy cơ gây bất ổn định. Kết quả đó được củng cố thêm bằng kết luận cho rằng, khi khai thác sự sẵn có của các khoản tiền gửi đã được bảo hiểm thì các ngân hàng đã chấp nhận mức độ rủi ro lớn hơn.

Bảo hiểm làm giảm hoạt động giám sát của người gửi tiền, và điều này lại không được bù lại đầy đủ bằng sự giám sát chính thức, khi các thể chế còn yếu. Hơn nữa, trong môi trường thể chế yếu, sự tồn tại của bảo hiểm tiền gửi lại đi kèm với sự phát triển thấp hơn của khu vực tài chính, đồng thời làm tăng thêm nguy cơ xảy ra khủng hoảng. Mặc dù có thể tồn tại một nghịch lý là, cung cấp bảo hiểm lại đưa đến ít hoạt động hơn, nhưng cũng có thể, khi người đóng thuế ở các nước yếu kém về thể chế nhận thấy chính quyền nước họ công khai đứng ra bảo lãnh, thì họ hiểu rằng, môi trường sẽ không nghiêng theo hướng kiềm chế chi phí của sự bảo lãnh đó. Kết quả là, có thể những người bảo hiểm thực thụ, hay bản thân những người trả thuế, sẽ chọn cách giấu tài sản của mình ngoài hệ thống ngân hàng, thậm chí có thể ở ngoài nước, để tránh bị đánh thuế để lấy tiền chi trả bảo hiểm. Phát hiện này tương phản mạnh mẽ với học thuyết phổ biến cho rằng, bảo hiểm tiền gửi sẽ thúc đẩy quá trình phát triển tài chính theo chiều sâu – và do đó, thúc đẩy tăng trưởng – ở các nước nghèo.

Vai trò của thể chế hợp lý – mà trong nghiên cứu này được đo bằng các chỉ số về pháp quyền, quản trị quốc gia có hiệu quả (một biến số thay thế cho việc điều tiết và giám sát hữu hiệu), và nạn tham nhũng ít – có lẽ là những điều kiện cơ bản để giảm bớt cơ hội chấp nhận rủi ro. Bảo hiểm tiền gửi, nếu được thiết kế tốt, cũng có thể đưa đến những kết cục tốt hơn, nhưng trong điều kiện đang có sự trì hoãn trong việc hoàn thiện điều tiết, giám sát, pháp quyền và các thể chế cơ bản khác, thì các nhà đương cục đang xem xét việc ban hành bảo hiểm tiền gửi, trước hết cần tập trung giải quyết các thể chế

có liên quan này để giảm bớt nguy cơ chấp nhận rủi ro quá mức. Còn với những nước đã có sẵn bảo hiểm tiền gửi công khai thì không có nghĩa là họ phải chấm dứt ngay lập tức những chương trình này – làm như vậy có khi còn dẫn đến khủng hoảng – mà thay vào đó nên xem xét lại thiết kế của hệ thống bảo hiểm, theo hướng của những bằng chứng được trình bày ở đây. Để quyết định tính chất của thiết kế (chương trình bảo hiểm), báo cáo này cho rằng, các nhà đương cục cần rút kinh nghiệm từ thực tế, đặc biệt cần tận dụng các lực lượng thị trường, đảm bảo hết sức thận trọng, chứ không chỉ đơn giản là gặng sao chép thực tế đã có sẵn – mà bản thân chúng đã rất đa dạng – từ các nước có thu nhập cao. Vấn đề cực kỳ quan trọng là, các chính phủ không được cung cấp cho các ngân hàng một mạng lưới an sinh quá hào phóng, vì điều này sẽ gây trở ngại cho sự phát triển của các bộ phận khác trong khu vực này, cũng như có nguy cơ nó sẽ trở thành sự bảo lãnh cho hành vi chấp nhận rủi ro quá mức.

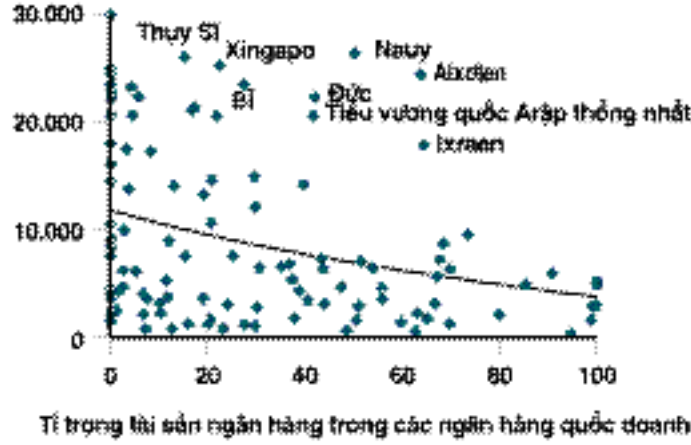
### Chú ý 3: Thế hệ của chính phủ trong lĩnh vực tài chính

#### Số nhà nước ở nước ngân hàng tư nhân nghe phổ biến ở

Hơn 40% dân số thế giới hiện vẫn đang sống ở những nước mà đa số tài sản ngân hàng đều nằm trong những ngân hàng do nhà nước nắm quyền sở hữu chi phối. Hình thức sở hữu của chính phủ dường như phổ biến hơn ở các nước đang phát triển (Hình 5). Sở hữu nhà nước trong hệ thống ngân hàng vẫn tiếp tục phổ biến ở nhiều nước là do một số nguyên nhân. Thứ nhất, những người ủng hộ sự kiểm soát của nhà nước cho rằng, chính phủ có thể phân bổ tốt hơn nguồn vốn cho các dự án đầu tư có hiệu quả cao. Thứ hai, cũng có người e ngại rằng, với hình thức sở hữu tư nhân, sự tập trung quá mức vào lĩnh vực ngân hàng có thể khiến nhiều bộ phận trong xã hội chỉ có khả năng tiếp cận hạn chế đến tín dụng. Thứ ba, một cảm nhận chung có liên quan – lại được củng cố bởi sự lạm dụng và những vướng mắc trong vấn đề quản trị tại các ngân hàng tư nhân ở nhiều nước – cho rằng, ngân hàng tư nhân có nguy

**Hình 5. Sở hữu tài sản ngân hàng của chính phủ và thu nhập bình quân đầu người**

GDP trên đầu người năm 1997 tính theo đồng Đôla quốc tế



Nguồn: Điều tra của Ngân hàng Thế giới về năng lực điều tiết và giám sát tiền tệ, La Prete, López de Silanes, và Schäfer (2000).

Ngân hàng quốc doanh lãnhii à t   ng ph  ibii   u  ca  n   c    a thu nh  p th  p

cơ lâm vào khủng hoảng nhiều hơn.

Mặc dù những mục đích cao quý thường được những người ủng hộ sở hữu nhà nước tán thành – và cho dù cũng đã có một vài thành công lẻ tẻ – nhưng việc đạt được những mục đích này, nêu phát biểu khiêm tốn nhất, thì nói chung vẫn còn rất mờ nhạt.

Thất bại của chính phủ với tư cách là chủ sở hữu, là do những động cơ khuyến khích mà quá trình chính trị đã áp đặt, và một vài trường hợp ngân hàng quốc doanh thành công hơn dường như cũng có mối quan hệ với một môi trường thể chế mạnh hơn và một quyền lực chính trị phân tán hơn. Bằng chứng thống kê mới, quan trọng, được tóm tắt trong Chương 3 khẳng định rằng, sở hữu nhà nước nói chung là điều không tốt đối với sự phát triển của khu vực tài chính và tăng trưởng. Hình thức nhà nước sở hữu ngân hàng phổ biến hơn gắn liền với biên độ lãi suất cao hơn, ít tín dụng tư nhân hơn, ít hoạt động trao đổi chứng khoán hơn, và ít tín dụng ngoài ngân hàng hơn, ngay cả sau khi đã giữ cố định nhiều yếu tố khác. Không chỉ có sự phát triển tài chính chịu ảnh hưởng: một

**   ng c   chnh tr   khii   chnh ph  a nh  ng ch  a ng  n ha ng kiến   **

nghiên cứu đã cho thấy, các nước có sở hữu nhà nước trong ngân hàng nhiều hơn trong năm 1970 có xu hướng tăng trưởng chậm hơn, vì năng suất thấp hơn, nhất là trong các nước nghèo, nơi mà việc bảo vệ quyền sở hữu tài sản còn rất non yếu. Phân bổ tín dụng cũng có tính tập trung hơn, với 20 doanh nghiệp lớn nhất – thường bao gồm các doanh nghiệp nhà nước phi hiệu quả – được hưởng nhiều tín dụng hơn khi hình thức sở hữu nhà nước phổ biến hơn. Ngoài ra, còn có bằng chứng chứng tỏ sở hữu nhà nước lớn hơn gắn liền với sự bất ổn định về tài chính.

Thực ra, cũng có những ngoại lệ: Thí dụ, Đức có rất ít sở hữu nhà nước trong khu vực doanh nghiệp (ngoài giao thông và tài chính), điều đó đã làm giảm xu hướng phân bổ tín dụng cho các ngành công nghiệp của chính phủ. Hơn nữa, những quy định trừng phạt khắt khe đối với sự vỡ nợ hay phá sản đã khiến phần lớn các ngân hàng cảm thấy dễ thở hơn, ngay cả những ngân hàng do nhà nước điều hành. Mặc dù các nước đang phát triển vẫn có khả năng tìm được cách hạn chế những tổn hại do sở hữu nhà nước gây ra, nhưng hạn chế sở hữu nhà nước dường như vẫn dễ thực hiện hơn so với những cải cách thể chế và chính trị khác vốn rất cần thiết để tránh tình trạng lạm dụng hay phi hiệu quả trong khu vực ngân hàng quốc doanh.

Qui mô tiềm tàng của lợi ích do tư nhân hoá ngân hàng đã được chứng minh qua kết quả điều tra chi tiết trong một nghiên cứu của Ngân hàng Thế giới về một quốc gia có số liệu đầy đủ và có nhiều kinh nghiệm trong việc tư nhân hoá, đó là Argentina. Nghiên cứu này cho thấy, trong một môi trường các khuyến khích có tính tương thích, việc điều hành các ngân hàng được tư nhân hoá – phản ánh qua bảng tổng kết tài sản và báo cáo thu nhập của ngân hàng – qua thời gian đã bắt đầu mang đường nét của các ngân hàng tư nhân khác. Điều này đặc biệt đúng khi xét về tỉ lệ giữa chi phí hành chính so với thu nhập của các ngân hàng này, và quan trọng nhất là xét về việc mở rộng tín dụng đến cho các doanh nghiệp công cộng, một điều nhất quán với bằng chứng nêu trên về việc cải

**Tư nhân hoá các ngân hàng  
ở khu vực ngân hàng  
và qua**

tiền phân bổ nguồn lực. Là một phần trong quá trình tư nhân hoá, việc tinh giản hay sử dụng có hiệu quả hơn đội ngũ nhân viên cũng đã chuyển biến theo cùng xu hướng đó, cho dù ít có ý nghĩa hơn đối với tổng thể nền kinh tế.

Cũng như trường hợp sở hữu của khu vực tư nhân trong ngành ngân hàng, việc chuyển đổi sang sở hữu tư nhân trong một môi trường điều tiết yếu kém có thể gây ra khủng hoảng – như đã chứng kiến trong trường hợp Mécicô đầu thập niên 90, Chilê cuối thập niên 70, và rất nhiều các nền kinh tế chuyển đổi khác. Tuy tư nhân hoá đột ngột và chưa chín muồi có thể rất nguy hiểm, nhưng chiến lược để mặc cho sở hữu nhà nước cũng tai hại không kém. Không những đã có bằng chứng cho thấy nó kiềm chế tăng trưởng, mà như trường hợp của Séc đã cho thấy, việc tiếp tục để khu vực nhà nước kiểm soát hệ thống ngân hàng dường như đã tạo thuận lợi cho tệ “bòn rút”, – tình trạng các doanh nghiệp tiếp tục vay mà không cần lo việc trả nợ.

Với hầu hết các nước, việc tư nhân hoá đột ngột và toàn diện là không nên. Trước hết vì nhiều nước đã đạt đến trình độ phát triển tiên tiến với hình thức sở hữu nhà nước rất khiêm tốn. Đồng thời, việc chuyển đổi đột ngột từ một thời gian dài thuộc về sở hữu nhà nước sang hình thức sở hữu tư nhân là cực kỳ nguy hiểm. Nhà đương cục, hoặc phải rất tự tin về trình độ phát triển thể chế của mình, hoặc phải bán cho ngân hàng nước ngoài những tên tuổi hoàn hảo – và phải sẵn sàng đánh bạc trong cuộc chơi đó. Trái lại, chuyển đổi từ từ, thận trọng quá trình tư nhân hoá ngân hàng – trong khi vẫn chuẩn bị phát mại các ngân hàng quốc doanh và khắc phục những yếu kém trong môi trường khuyến khích nói chung – dường như là một chiến lược khôn ngoan hơn. Bên cạnh việc cải tiến cơ sở hạ tầng, quá trình chuẩn bị có thể có mối liên hệ nhất định với việc đền bù cho các nhà quản lý lâu năm trong ngân hàng quốc doanh theo giá trị hậu tư nhân hoá trong tương lai của ngân hàng – chẳng hạn như qua các quyền mua chứng khoán, một cách làm đã từng có tác dụng ở Ba Lan. Trên thực tế, cách làm này chỉ thành công khi quá trình đó đáng tin cậy,

**những quá trình này cần  
điều tiết để tránh  
trở ngại**

nếu không thì việc đền bù được trả chậm đó sẽ bị chiết khấu quá đáng đến mức chẳng còn chút giá trị nào. Như sẽ đề cập dưới đây, việc bán ngân hàng quốc doanh cho các ngân hàng nước ngoài mạnh có thể là một cách để đưa những kỹ năng, sản phẩm và năng lực tốt về đào tạo cho các cán bộ ngân hàng trong nước, và thậm chí còn tạo điều kiện thuận lợi cho quá trình tăng cường môi trường điều tiết. Chừng nào ngân hàng nước ngoài còn có động cơ bảo vệ uy tín của họ để hành xử phù hợp với các tiêu chuẩn tín dụng cao nhất, thì chừng đó cách tiếp cận này còn đẩy nhanh tốc độ ra các quyết định phân bổ theo nguyên tắc thị trường, trong khi giảm thiểu được nguy cơ khủng hoảng.

**Chính phủ có nên can thiệp khi cuộc khủng hoảng mang tính toàn diện?**

Làm thế nào để có thể quyết định xem khủng hoảng đã đạt đến tình trạng sâu rộng hay chưa, và khi nào chính phủ nên can thiệp cùng với những sự trợ giúp khác? Thực ra không thể chỉ ra được cơ chế cơ học cho kiểu nhận định này. Trước hết, vì các số liệu liên quan thường đến muộn, hoặc các thước đo khủng hoảng rất không hoàn hảo. Ngoài ra, khi nền kinh tế đạt đến mức ngưỡng đã biết, thì tâm lý lợi dụng bảo lãnh, cố ý làm liều sẽ tăng lên, ngân hàng và các đối tượng tham gia thị trường khác sẽ chấp nhận rủi ro quá mức. Chính phủ sẽ chẳng có mấy lựa chọn để tiếp tục đẩy mạnh sự can thiệp của mình, mặc dù chưa đến mức phát nổ. Do vấn đề này, mà hầu hết các nhà đương cục về tài chính đều quyết định coi sự mờ hồ ngầm hiểu là giải pháp chính.

**3.4. Vai trò của chính phủ trong việc giảm thiểu rủi ro toàn diện**

Khi đưa ra quyết định can thiệp, chính phủ có nhiều mục tiêu. Trước hết, duy trì hoặc khôi phục hoạt động của hệ thống tài chính. Mục tiêu này khó mà tranh cãi được, mặc dù phương tiện tốt nhất để đạt mục tiêu đó không phải lúc nào cũng rõ ràng. Thứ hai, chính phủ phải gánh chịu chi phí tài chính cho sự can thiệp của mình. Cần rất thận trọng khi hoạch định các kế hoạch tái cơ cấu, chẳng hạn cần quan tâm sao cho việc tiết kiệm tối đa chi phí tiền mặt ngắn hạn không chuyển thành những món nợ ngân sách dài hạn lớn hơn. Và thứ ba, chính phủ cần đảm bảo việc tái cơ cấu sẽ giúp giảm thiểu



nguy cơ gây ra những cuộc khủng hoảng kế tiếp – nhất là khi xét về cơ cấu khuyến khích ngầm.

Tiếp thay, như đã thực hiện ở nhiều nước, các chương trình tái cấp vốn cho ngân hàng do nhà nước tài trợ – rót vốn vào, thường dưới hình thức trái phiếu cho ngân hàng – thường đều bỏ lỡ cơ hội tạo ra những động cơ khuyến khích mạnh mẽ đối với hành vi thận trọng trong tương lai. Sau đó, điều này đã bùng phát một thông điệp: hoạt động yếu kém sẽ rất tốn kém. Tái cấp vốn mà không đi kèm với những yêu cầu về tài chính tương ứng cho ngân hàng – và sau đó là thực hiện những yêu cầu này – sẽ chỉ là sự chuyển giao nguồn lực từ người trả thuế sang cho các cổ đông, nhóm người đang sở hữu những giá trị còn lại của ngân hàng không hơn không kém.

Vì thế, nếu cần rót vốn từ ngân sách của chính phủ thì chính phủ cần phải có sự tham gia nhất định. Chính phủ rót phần vốn của mình vào với mong muốn đảm bảo nguồn vốn đó chỉ được dùng khi cần thiết để lấp đầy những lỗ hổng do mất khả năng trả nợ, và nhất là chúng không bị cướp đi. Nhưng họ phải thấy rằng không nên thực hiện chức năng người sở hữu ngân hàng; và tương ứng, phần vốn cổ phần của chính phủ trong ngân hàng cũng chỉ nên tồn tại trong một thời gian có hạn. Một cách để đạt được cả hai mục tiêu này là để nhà đương cục được cấp một phần ngân quỹ để tái cấp vốn cho ngân hàng, nhưng chỉ cho những ngân hàng nào:

- Đảm bảo tài trợ song song từ nguồn ngân quỹ của khu vực tư nhân theo tỉ lệ nhất định.
- Đồng ý hạn chế cổ tức và các hình thức rút vốn khác của những người trong cuộc trong một thời gian (cũng như vậy, việc thoả thuận với các nhà quản lý lâu năm cũng cần được dàn xếp sao cho nhân mạnh đến việc đền bù bằng cách trả chậm tùy theo kết quả hoạt động của ngân hàng).
- Tuân thủ nghiêm ngặt các qui định về tính minh bạch.

Bản chất của cách làm này là để chính phủ hoặc các cơ

**Sûđuang thi trûuâg ài í  
nhêã dii à ngên haâng cên  
“cũá giúp”**

quan do chính phủ tài trợ không tham gia vào quá trình chọn “kẻ thắng”, một quá trình đầy rẫy sự lạm dụng. Bằng cách tuyên bố công khai các điều khoản mà chính phủ sẽ hỗ trợ ngân hàng và các cổ đông mới của nó, và đảm bảo rằng những điều khoản này sẽ tạo động lực để các ngân hàng đã tái cơ cấu tiếp tục tiến lên, chính phủ có thể sử dụng tốt nhất các lực lượng thị trường trong khi vẫn giảm thiểu được việc tự mình đứng ra trực tiếp sở hữu.

#### Chúng 4: Tài chính không bị n giữ

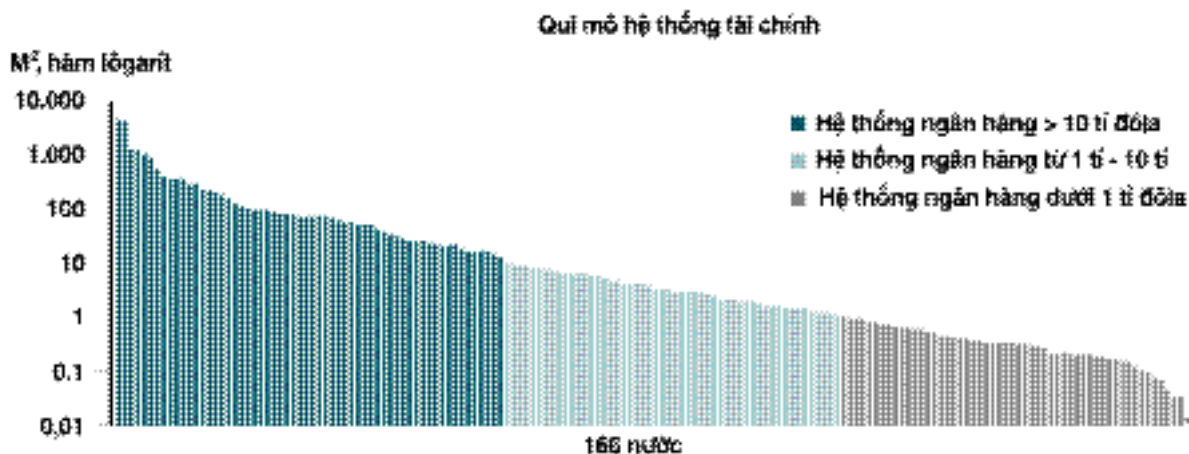
Cùng với việc mở rộng nhanh chóng – tuy không đều – các món nợ quốc tế và các luồng vốn cổ phần, kể cả đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI), gần đây còn có sự tăng lên mạnh mẽ của các dịch vụ tài chính trong nhiều nước đang phát triển do các công ty tài chính sở hữu nước ngoài cung cấp. Toàn cầu hoá tài chính đang làm gia tăng tiềm năng có được tăng trưởng và các lợi ích khác từ tài chính, nhưng đồng thời nó cũng làm tăng rủi ro.

Trong một thế giới, nơi mà ngay cả các nước đang phát triển lớn nhất cũng có một hệ thống tài chính với qui mô rất nhỏ so với qui mô và tính lưu động của tài chính toàn cầu, thì tư duy chính sách cần phải được định hướng lại, tập trung vào những phạm vi có hạn nhưng quan trọng của các hành động chính sách trong nước, nhằm tối đa hoá năng lực của một nước để đảm bảo cung cấp tốt nhất các dịch vụ tài chính, cho dù chúng bắt nguồn từ đâu, và hạn chế nguy cơ nhập khẩu sự bất ổn định.

Ngoài Trung Quốc, Braxin là nước đang phát triển duy nhất chiếm 1% hệ thống tài chính thế giới, hệ thống tài chính của các nước đang phát triển là nhỏ bé, và cần được quản lý với nhận định này (Hình 6). Hệ thống tài chính nhỏ hoạt động yếu kém. Chúng phải chịu sự tập trung của nhiều loại rủi ro: hệ thống tài chính càng nhỏ, càng có nhiều nguy cơ bị tổn thương trước các cú sốc bên ngoài, và càng có ít khả năng cách

#### Hệ quả của tình thế nhỏ bé

Hình 6. Hệ thống tài chính quốc gia, xếp hạng theo quy mô



Nguồn: Thống kê tài chính quốc gia

ly hay tự bảo hiểm các hệ thống tài chính đó trước những cú sốc này – trừ phi bản thân hệ thống tài chính đó đã hội nhập một cách an toàn vào hệ thống tài chính thế giới, thông qua các hình thức sở hữu và các mối liên kết cơ cấu đầu tư. Hệ thống tài chính nhỏ cung cấp được ít dịch vụ với đơn giá cao, một phần, là do chúng không tận dụng được lợi thế kinh tế nhờ qui mô, và một phần khác, là do thiếu tính cạnh tranh. Điều tiết và giám sát các hệ thống nhỏ tốn kém hơn, và ngay cả khi cấp đủ kinh phí cũng khó có thể đảm bảo sự ổn định, nếu tài chính chỉ hạn chế trong những thể chế nội địa hoạt động trong nước. Nhiều hệ thống tài chính đã không đạt được qui mô hiệu quả tối thiểu, và do đó, không tranh thủ được nhiều lợi ích từ việc các công ty nước ngoài chuyển dịch vụ tài chính sang nước khác.

Chắc chắn rằng, nếu động cơ khuyến khích sai thì nó sẽ trở thành mối đe dọa. Cũng có những lợi ích hiển nhiên từ việc tự do hoá ở bên ngoài, và trên hết là tính tất yếu của việc phải mở cửa hơn nữa cho thị trường vốn và các thể chế tài chính nước ngoài. Tuy đã có nhiều công trình nghiên cứu nhưng cho đến nay vẫn chưa tiến đến được một sự nhất trí về mặt

Tổng tài sản trong hệ thống ngân hàng trong khoảng 1/3 số nước chưa đạt tới 1 tỉ \$; 1/3 số nước khác có hệ thống ngân hàng chưa đạt 10 tỷ đôla

chuyên môn xem liệu tác động thuần của việc tự do hoá hoàn toàn tài khoản vốn đến tăng trưởng, đói nghèo và sự bất ổn định là có lợi hay không.

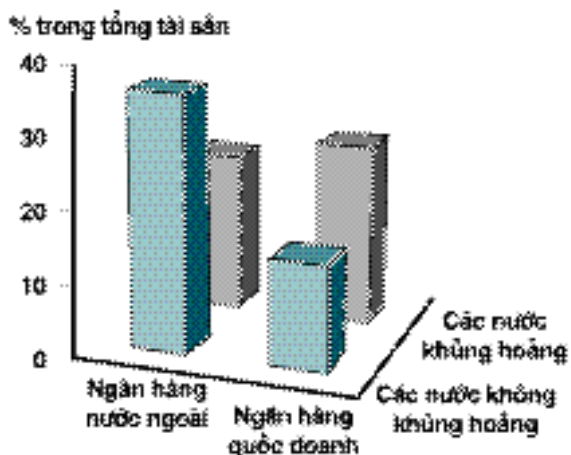
Chính phủ không thể tiếp tục hy vọng duy trì một khoảng cách rộng, thường xuyên, giữa tỉ giá trong thực tế và tỉ giá cân bằng thị trường với lãi suất thực bán buôn nếu không có được sự kiểm soát hoàn toàn về mặt hành chính đối với thương mại quốc tế, cũng như đối với hoạt động thanh toán, với điều kiện nó gây thiệt hại rõ ràng đến tăng trưởng và mức sống. Định đề này bản thân nó không phủ nhận những hình thức kiểm soát ôn hoà hơn, như thuế, hay việc hạn chế cho phép các công ty dịch vụ tài chính do nước ngoài sở hữu (như ngân hàng chẳng hạn) được hoạt động, hạn chế việc người nước ngoài mua cổ phần trong nước, hay hạn chế sự chu chuyển vốn quốc tế. Tuy nhiên, bằng chứng cho thấy, những hạn chế như thế cần được sử dụng rất thận trọng.

Quốc tế hoá việc cung cấp dịch vụ tài chính, bao gồm cả việc các ngân hàng nổi tiếng của nước ngoài hay các công ty tài chính khác cùng tham gia, có thể là một động lực mạnh mẽ để nâng cao hiệu quả hoạt động và tính cạnh tranh, và cuối cùng, nó cũng chứng tỏ là một lực lượng ổn định hoá (Hình 7).

Một số nước vẫn còn rất chậm trong việc cho phép các doanh nghiệp tài chính do nước ngoài sở hữu tham gia thị trường trong nước, vì sợ rằng, chúng sẽ làm cho hệ thống tài chính nội địa mất ổn định, và đẩy các công ty tài chính trong nước ra khỏi kinh doanh. Kết quả cuối cùng là, những ngành cụ thể và nhu cầu cụ thể của quốc gia được phục vụ kém. Tuy nhiên, không có bằng chứng thuyết phục cho thấy sự xuất hiện trong nước của ngân hàng nước ngoài đã làm mất ổn định luồng tín dụng, hoặc hạn chế khả năng tiếp cận của các doanh nghiệp nhỏ. Trái lại, sự tham gia của những ngân hàng này đi liền với sự cải thiện đáng kể chất lượng của sự điều tiết và công khai. Mối đe dọa đích thực của sự tham gia này thường đủ lớn để khiến các ngân hàng nội địa phải xem xét lại toàn bộ cơ cấu chi phí của mình, cũng như loại hình và

**Sự xâm nhập của Ngân  
hàng nước ngoài có thể  
lành cho hệ thống tài  
chính**

**Hình 7. So sánh tỉ trọng sở hữu nước ngoài và sở hữu nhà nước trong các nước khủng hoảng và không khủng hoảng**



Nguồn: Barro, Caprio, và Levine (2001)

Cú cễ sủ hủ coá vai troáquan troág ào ề vủ vủi à phoág traáh khuág hoág

chất lượng của các dịch vụ của mình, với kết quả là, sự tham gia của nước ngoài thường được chứng tỏ là không sinh lời nhiều cho những tổ chức nước ngoài tham gia như người ta vẫn nghĩ.

Có thể có sự thu hẹp qui mô: áp lực cạnh tranh nước ngoài đối với các ngân hàng nội địa có thể là một nguy cơ về tính thận trọng, nếu nó làm xói mòn giá trị đặc quyền kinh doanh của những ngân hàng có chi phí cao đến mức những ngân hàng này phải đánh bạc để tồn tại. Đồng thời, cũng có nguy cơ một số ngân hàng nước ngoài ít uy tín tham gia vào thị trường có dấu hiệu không lành mạnh. Rõ ràng những quan ngại này đã làm tăng thêm tính cấp thiết phải tăng cường những quy định về tính thận trọng. Thực ra, sự gia nhập của các ngân hàng nước ngoài có uy tín thường đi kèm với sự cải thiện về tính minh bạch trong cả hệ thống (nhất là nếu những ngân hàng này mang theo họ những phương pháp kế toán tiên tiến).

Sự phát triển cơ cấu mạnh mẽ nhất trong tài chính quốc tế dành cho các nước đang phát triển trong thập kỷ vừa qua là

**Mức đầu tư nước ngoài  
thực tế**

sự tăng trưởng của các luồng đầu tư bằng cổ phiếu từ nước này sang nước khác, dù dưới hình thức đầu tư trực tiếp nước ngoài (nơi các nhà đầu tư nắm quyền kiểm soát) hay đầu tư gián tiếp qua cổ phiếu niêm yết hoặc không niêm yết. Sự sụp đổ nhanh chóng của thị trường chứng khoán ở Đông Á trong năm 1997 và 1998 đã làm lu mờ thành tích được xem như sự tự do hoá gần như không gây phiền toái gì cho hàng tá thị trường cổ phiếu trong hai thập kỷ trước đó, một thành tựu đã đặt ra nhiều câu hỏi về hậu quả, lợi ích và chi phí của việc tự do hoá thị trường cổ phiếu.

Đối với những nước có một thị trường cổ phiếu tích cực, thì việc mở cửa thị trường đó cho các nhà đầu tư nước ngoài là một bước đi quyết đoán với dự kiến sẽ có ảnh hưởng đến mức độ và động thái của việc định giá tài sản. Hơn ba mươi sở giao dịch chứng khoán tầm cỡ trong các nền kinh tế mới nổi đã tiến hành tự do hoá mạnh mẽ hầu như chỉ tập trung trong giai đoạn 10 năm, từ giữa thập niên 80 đến giữa thập niên 90. Vì thế, lẽ tự nhiên các câu hỏi được đặt ra là: liệu hiệu ứng kỳ vọng có xảy ra trong thực tế hay không? Liệu giá chứng khoán nói chung có cao hơn mức lẽ ra đã có hay không? Sự bất ổn định của thị trường chứng khoán tăng hay giảm?

**những tác động  
của việc mở cửa  
thị trường chứng  
khốn chi phí vốn  
không làm tăng mức  
bê bối kinh**

Trên thực tế, những câu hỏi này khó trả lời hơn so với ta tưởng lúc đầu. Mặc dù vậy, nói chung qua các kết luận nghiên cứu, dường như giá cổ phiếu đã tăng, do đó làm giảm chi phí vốn, mà không làm tăng quá mức sự biến động của thị trường. Mở cửa cũng đã đẩy nhanh quá trình tăng cường tính công khai và hiệu quả của thị trường chứng khoán trong nước, mặc dù một số cổ phần của chúng trong những doanh nghiệp đang làm ăn khấm khá đã bị thất lạc trong quá trình niêm yết và buôn bán cổ phiếu trong nước.

Trước khi đầu tư cổ phiếu quốc tế bùng nổ, hình thức tài chính quốc tế cổ điển là các dòng nợ: cho vay và đi vay quốc tế. Tuy những biện pháp tương tự như thuế đã được thiết kế cẩn thận đôi khi cũng có tác dụng trong việc hạn chế bớt các dòng nợ ngắn hạn, nhưng mở cửa cho các dòng vốn quốc tế hiển nhiên sẽ tác động đến lãi suất nội địa và tỉ giá hối đoái.

Đây là lúc mà rủi ro tăng lên, và là nơi các chính sách kinh tế vĩ mô, tài khoá và tiền tệ liên tục được hướng vào việc kiềm chế những rủi ro này. Sự cọ xát của các trung gian tài chính và các tổ chức khác với rủi ro tỉ giá, cả trực tiếp lẫn gián tiếp, đều có thể là những nguyên nhân đặc biệt nghiêm trọng gây ra những khó khăn.

Tự do hoá tài chính nội địa vẫn có thể thực hiện được, cho dù không mở cửa nền kinh tế cho các chuyển dịch vốn quốc tế; còn khi đã mở cửa thì nó là điều không thể tránh khỏi. Tự do hoá tài khoản vốn đã làm suy yếu và bóp méo khu vực tài chính nội địa đang bị kiềm chế, và suy cho cùng, nó cũng buộc phải tự do hoá trong nước. Nếu quá trình này bị kéo dài thì việc tự do hoá tài chính nửa vời trong và ngoài nước có thể gây ra tình trạng cực kỳ nguy hiểm và không lành mạnh.

Tự do hoá cả tài chính trong nước và quốc tế có thể dẫn đến sự hội tụ của sự chuyển dịch lãi suất, mặc dù các nước đang phát triển hiện nay đang phải trải qua một sự bất ổn định nhất định ngày một tăng về lãi suất và chênh lệch lãi suất do rủi ro cơ cấu, một tình trạng phần nào phản ánh rủi ro tỉ giá và các rủi ro chính sách khác.

Sự phát triển liên tục trong công nghệ máy tính và thông tin liên lạc dường như chắc chắn sẽ định hình lại con đường phát triển của dịch vụ tài chính trên toàn thế giới. Ở một chừng mực nhất định, tác động đến các nền kinh tế đang phát triển sẽ là sự lớn mạnh của các xu thế trong những năm gần đây, và cả sự thay đổi định tính. Hiệu quả kinh tế nhờ qui mô trong một số dịch vụ tài chính sẽ giảm, nhưng trong một số khác lại tăng lên, trong khi sự đan xen giữa dịch vụ tài chính và các dịch vụ kinh tế khác lại thay đổi, và cũng ngày càng tăng lên. Điều này sẽ làm thay đổi tổ chức ngành, với sự sáp nhập trong lĩnh vực này và sự phân tách trong lĩnh vực kia.

Quá trình này thể hiện một số cơ hội cho những người cung cấp dịch vụ tài chính trong các nền kinh tế nhỏ, nhất là khi không có nhiều sản phẩm tài chính để lại các sản phẩm phụ có thể sản xuất được một cách hiệu quả với chi phí chìm thấp, và tận dụng được lợi thế về vị trí chứ không phải về qui

**Ngay cả thế giới rộng rãi  
nước có thể ích cho loài  
dịch vụ tài chính nào thì  
mua và loài dịch vụ tài  
chính nào thì n xê dủng**

mô. Tuy nhiên, lợi ích tiềm năng lớn hơn trong tương lai đối với các nền kinh tế đang phát triển sẽ dành cho những người sử dụng dịch vụ tài chính, kể cả những dịch vụ thường chưa được phát triển mạnh – như quỹ hưu trí hay các hình thức tiết kiệm tập thể khác – và thanh toán quốc tế. Công nghệ cũng cho phép các nước này tiếp cận được các dịch vụ đó với một thời hạn tương đương với người tiêu dùng ở các nước tiên tiến, nhất là khi khoảng cách địa lý đến người cung cấp dịch vụ bắt đầu mất dần ý nghĩa như hiện nay. Không còn nghi ngờ gì nữa, sự góp mặt nhanh chóng của Internet sẽ bắt đầu giúp cho các giao dịch tài chính quốc tế trực tiếp đến được với cả những doanh nghiệp nhỏ và từng cá nhân.

Tốc độ của những phát triển này, và mức độ mà chúng thay thế được cho sự cần thiết phải có mặt các công ty dịch vụ tài chính ở từng nước, vẫn còn chưa rõ ràng. Một câu hỏi sẽ ngày càng được nhiều người nêu lên là, các nước đang phát triển nhỏ bé có cần phải có thị trường chứng khoán và vay nợ trong nước theo nghĩa truyền thống hay không, và ngay cả bao nhiêu phần hoạt động ngân hàng phải mang tính nội địa. Đối với các nhà hoạch định chính sách ở các nước đang phát triển, câu hỏi sẽ chuyển sang việc xem xét khả năng ổn định của các thể chế tài chính trong nước khi đứng trước sự cạnh tranh quốc tế. Khả năng tiếp cận các dịch vụ tài chính nước ngoài ngày một dễ dàng hơn sẽ làm phát sinh nhu cầu sử dụng ngoại tệ nhiều hơn, và điều này sẽ làm nổi bật thêm rủi ro tỉ giá và sự bất ổn định lãi suất cho những nước chọn cách duy trì đồng bản tệ của mình. Một lần nữa, cần cảnh giác cao độ về tính thận trọng.

### **Ý nghĩa chính sách và các ứng dụng khác**

Cách tiếp cận chung nổi bật từ nghiên cứu này rất rõ ràng. Bằng chứng về vai trò của cơ sở hạ tầng tài chính hợp lý quan trọng hơn những gì ta tưởng. Một hệ thống tài chính phi điều tiết sẽ thất bại, thường là rất tàn khốc, nhưng hình thức điều tiết sai cũng phản hiệu quả. Hình thức



điều tiết đúng là “có các khuyến khích tương thích” – tức là, nó phải được xây dựng với quan điểm đảm bảo động cơ khuyến khích mà nó tạo ra cho những đối tượng tham gia thị trường sẽ giúp đạt được mục đích của nó, chứ không phải ngăn cản. Nói cụ thể hơn, kiểu điều tiết đúng là:

- Hợp tác với thị trường, chứ không phải phó mặc cho thị trường.
- Để các nhà đương cục không dính dáng gì đến các giao dịch, hạn chế cơ hội gây ra mâu thuẫn về lợi ích hoặc tham nhũng.
- Khuyến khích việc chấp nhận rủi ro một cách thận trọng, có nghĩa là rủi ro phải do những người có khả năng gánh chịu nhất đứng ra gánh chịu, thí dụ bằng cách dỡ bỏ những méo mó khiến cho có quá ít đầu tư trực tiếp, quá ít tài chính qua cổ phiếu, quá ít tài chính dài hạn, và cho các doanh nghiệp nhỏ và người nghèo vay quá hạn chế.

Nói tóm lại, đây là một chính sách tài chính cảnh giác với thị trường.

Kiểu điều tiết sai là kiểm chế tài chính – duy trì lãi suất thực thấp hơn mức cân bằng thị trường và thường là âm, và phân bổ tín dụng bắt buộc. Các chính sách kiểm chế, trong nhiều trường hợp, là sự phản ứng sai trước một vòng khủng hoảng xảy ra từ trước, sẽ gây thêm nhiều vấn đề mà chúng ta đã chứng kiến ngày nay, bao gồm việc đầu tư quá ít vào kỹ năng và cơ sở hạ tầng, vốn là những yếu tố cần thiết để hỗ trợ một hệ thống tài chính dựa vào thị trường. Phải hết sức lưu ý đến thiết kế của mạng lưới an sinh tài chính nếu không muốn nó trở thành một dạng điều tiết không đúng chỗ.

Một giải pháp sai lầm nữa là, phụ thuộc quá nhiều vào một kiểu theo dõi hoặc giám sát các trung gian tài chính. Giám sát thận trọng hiện đang là một tính chất phổ cập của chính sách tài chính, nhưng đối tượng giám sát lại chịu áp lực lớn là phải theo kịp công nghệ tài chính và tốc độ thay đổi của cơ cấu rủi ro trong ngân hàng. Tranh thủ sự giúp đỡ của những đối tác

## **Chính sách tài chính cảnh giác với thị trường**

tham gia trong khu vực tư nhân bằng cách dàn xếp để những nhà đầu tư nhiều vốn có một quyền lợi nào đó gắn chặt với khả năng tiếp tục đứng vững của ngân hàng, và vì thế có động cơ theo dõi chúng, sẽ là sự hỗ trợ ngày một quan trọng cho công tác giám sát trực tiếp chính thức. Tạo dựng những khuyến khích thích hợp cho bản thân những người giám sát – như đã được ghi nhận trong một vài trường hợp ở thế kỷ 19 – cũng sẽ giúp ích, và đó là một ý tưởng mà lợi ích của nó đã mang về từ lâu. Cơ cấu chính trị làm tăng nguy cơ khiến những cải cách như thế có thể bị trì hoãn phải được khắc phục; theo quan điểm của một số học giả, đây có thể là những nguyên nhân sâu xa nhất gây ra làn sóng khủng hoảng trong hai thập kỷ vừa qua.

Các khuyến nghị của báo cáo này hỗ trợ lẫn nhau theo một vài cách rõ rệt. Thí dụ, hệ thống tài chính không được hỗ trợ bằng một cơ sở hạ tầng và một hệ thống khuyến khích hữu hiệu, sẽ không đáng tin cậy đối với hầu hết những khoản tiết kiệm của xã hội. Mỗi liên hệ khác kém rõ nét hơn là, những nước bao cấp nặng nề cho bảo hiểm tiền gửi hay có các khung điều tiết lỏng lẻo, sẽ bỏ lỡ lợi ích của một hệ thống tài chính đa dạng hoá, vì sự phát triển của khu vực ngoài ngân hàng, và thị trường vốn, sẽ phải chịu thiệt thòi. Tương tự, duy trì quá nhiều hình thức sở hữu nhà nước rõ ràng là điều bất lợi cho cạnh tranh và thường là nét đặc trưng cho sự phản khuyến khích chủ động hoặc thụ động đối với ngân hàng nước ngoài.

Tình hình hiện nay của hệ thống tài chính trong nhiều nước còn lâu mới đạt mức lý tưởng, và việc đạt được các mục tiêu đề ra ở đây dường như còn rất xa vời. Nhưng lại có những bài học thực tiễn cho tất cả các kiểu nước và các kiểu điều kiện ban đầu. Không cần phải cố đưa ra một thiết kế mang tính chiến thuật cho cải cách trong mỗi trường hợp, cũng không cần làm ra vẻ biết đánh giá đúng tính chất đa dạng thực sự trong hoàn cảnh các nước, chúng ta vẫn thấy đáng giá nếu phác thảo được ngắn gọn những ý nghĩa chính sách có thể rút ra cho các nhà hoạch định chính sách trong bốn kịch bản điển hình tương phản nhau. Mặc dù điều kiện

ban đầu các nhà hoạch định chính sách gặp phải khác nhau một trời một vực, nhưng những nguyên tắc cho một chính sách hợp lý nổi lên từ các kết quả nghiên cứu này vẫn có khả năng ứng dụng rộng lớn.

(a) Một nước nghèo thu nhập thấp, thời kỳ tái chỉnh sửa hữu nhân nước làm chuẩn

Ở đây, chúng ta mô tả một nước có thu nhập thấp, như nhiều nước ở châu Phi – cũng như ở nơi nào khác – nơi mà di chứng của sự kiểm chế tài chính và sở hữu nhà nước đang ngăn cản sự phát triển của một hệ thống tài chính tư nhân vững chắc. Bài học trong Chương 3 phù hợp trực tiếp nhất với các nước này. Sở hữu của nhà nước khiến cho tín dụng được chỉ định rót vào những cơ sở nhà nước hoạt động kém cỏi; khuyến khích và năng lực chuyên môn thấp kém trong hệ thống ngân hàng, và có thể vẫn còn những tàn dư lẫn khuất của các khoản nợ khó đòi. Vấn đề cần được ưu tiên của nhà nước là nhà nước tự mình từ bỏ quyền nắm giữ các ngân hàng và xây dựng một lập trường chính sách đáng tin cậy, đủ sức thu hút các ngân hàng quốc tế có uy tín.

Cơ sở hạ tầng pháp lý cũng cần được nâng cấp, như sẽ bàn đến trong Chương 1, mặc dù xem ra thì hiệu lực thực thi pháp luật là điểm yếu cần khắc phục hơn. Trong việc điều tiết tài chính, sự độc lập về mặt chính trị của người giám sát là một vấn đề quan trọng (Chương 2). Sự bảo đảm pháp lý rõ ràng cho những người này là điều cấp thiết. Dưới góc độ hiệu ứng lợi dụng bảo lãnh, cố ý làm liều đã được trình bày, cần chống khuynh hướng trợ giúp các ngân hàng tư nhân mới nổi bằng hệ thống bảo hiểm tiền gửi chính thức.

Mặc dù nước này cần các dịch vụ tài chính phi ngân hàng, như những dịch vụ trên thị trường chứng khoán, nhưng chúng dường như quá nghèo hoặc quá nhỏ để có thể duy trì một thị trường chứng khoán thanh khoản của riêng mình (Chương 4). Nhà đương cục cần đặt mục tiêu tháo gỡ những rào cản đang ngăn trở những người đi vay và người cho vay tiếp cận được thị trường vốn quốc tế. Rõ ràng điều này cần được sự hỗ trợ của các chính sách kinh tế vĩ mô ổn định và bền vững, bởi vì tính chất ổn định kinh tế vĩ mô do các chính sách tạo ra có thể được khuếch đại bằng việc mở cửa

thị trường vốn này. đạt được qui mô hiệu quả tối thiểu – cả trong cơ sở hạ tầng thị trường lẫn trong những khía cạnh khác như hệ thống thanh toán - đều đang là thách thức. Khai thác khả năng hợp tác khu vực trên những mặt trận này sẽ rất có lợi. Nếu nền dân chủ còn yếu và mâu thuẫn sắc tộc cao, thì có nhiều khả năng nước đó sẽ có mức độ bất ổn định lớn, điều này sẽ cản trở sự gia nhập về mặt vật chất của các ngân hàng nước ngoài tốt, do mật độ dân cư thưa thớt. Tài chính điện tử hoặc gia nhập hệ thống tài chính khu vực có thể là hy vọng tốt lành nhất để có thể tiếp cận các dịch vụ tài chính chất lượng cao.

#### (b) Một nước có nền kinh tế chuyển đổi, pháp chế yếu

Khi pháp chế yếu kém thì không thể trông chờ khu vực tài chính hoạt động tốt. Khắc phục tình trạng này sẽ là thách thức đầu tiên. Thông điệp từ Chương 1 là các đối tượng tham gia thị trường có thể phải cần một đạo luật chính thức bổ sung với các thoả thuận tư nhân, trong đó có các qui tắc rõ ràng, có thể dễ dàng chứng minh và thực thi, và có khả năng dùng quyền tài phán từ bên ngoài để đảm bảo hiệu lực.

Vì uy tín của các thể chế trong nước yếu nên rất khó làm cho các khuyến khích tư nhân phù hợp với mục đích xã hội. Chắc chắn việc đưa ra hệ thống bảo hiểm tiền gửi là không nên có, như sẽ thấy trong Chương 2, mặc dù có thể khó rút bảo hiểm ra khỏi các ngân hàng hiện nay do nhà nước kiểm soát, là nơi đang giữ một khối lượng quan trọng tiền tiết kiệm của hộ gia đình trong nhiều nền kinh tế chuyển đổi. Làm tăng thêm độ tin cậy bằng cách cho phép các tổ chức nước ngoài tham gia và cạnh tranh trên thị trường bán lẻ là một giải pháp được ưa chuộng, và với giải pháp đó, đã có đủ lý do để tư nhân hoá các ngân hàng như vậy càng nhanh càng tốt (như đã đề xuất trong Chương 3). Tuy vậy, cần thận trọng để đảm bảo rằng, những chủ nhân mới có một lượng vốn lớn trong tay.

Nền kinh tế này có nhiều khả năng sẽ mở cửa không chính thức tài khoản vốn, với các đối tượng tham gia thị trường đã tiếp cận được các dịch vụ tài chính từ hệ thống nước ngoài (Chương 4). Sẽ tốt hơn nếu nhận được điều này thông qua việc tự do hoá chính thức, sao cho những khả năng tiếp cận như thế không trở thành hoạt động ngầm hay phi pháp.

(c) Một nước có thu nhập trung bình thấp, ngân hàng là chủ yếu, mức nợ lớn và khung khổ

Hầu hết các nước có thu nhập trung bình và có ngân hàng là chủ đạo đang phải trải qua cuộc khủng hoảng ngân hàng đi kèm với một gánh nặng nợ nần quá lớn. Khi những nước này tìm cách phục hồi từ khủng hoảng thì thông điệp chính sách thật rõ ràng. Tách nhà nước khỏi vai trò chủ đạo trong quá trình cơ cấu lại, càng nhanh càng tốt, là điều rất quan trọng, kể cả việc sử dụng khu vực tư nhân để nhận dạng các ngân hàng và doanh nghiệp phi ngân hàng đáng để sống sót. Trong trung hạn, nhà đương cục cần tìm cách giảm dần sự phụ thuộc vào việc tài trợ bằng vay nợ ngắn hạn. Tăng cường bảo vệ thiểu số những cổ đông, như đã lưu ý trong Chương 1, là điều cần thiết để góp phần nâng cao khả năng phát hành cổ phiếu ra ngoài. Và không có gì phải hồ nghi, việc cải thiện mức độ sẵn có và độ tin cậy về thông tin sẽ kích thích tài chính phi ngân hàng.

Một điều quan trọng nữa là phải theo dõi tốt hơn hệ thống ngân hàng. Về bản chất, mọi cuộc khủng hoảng đều làm lộ ra những ngân hàng đã mạo hiểm vượt ra ngoài giới hạn của rủi ro, ngay cả trong trường hợp khủng hoảng do các nhân tố bên ngoài gây ra và có thể góp phần lớn vào chi phí ngân sách. Ngoài việc đảm bảo những kẻ chấp nhận rủi ro quá mức sẽ không được “cứu vớt”, việc tăng cường theo dõi còn rất cần thiết để thuyết phục các đối tượng tham gia khu vực tài chính rằng, động cơ khuyến khích không thay đổi. Thông thường, ngay cả khi hệ thống bảo hiểm tiền gửi chính thức không tồn tại trước khi khủng hoảng, thì phạm vi bảo hiểm cũng có thể đã rất lớn, vì vậy, điều quan trọng là phải thu hẹp phạm vi bảo hiểm càng nhanh càng tốt. Tuy nhiên, nếu các ngân hàng vẫn còn rất yếu, hoặc bị nghi ngờ, thì phải hết sức thận trọng, và ban hành yêu cầu về nợ phụ thuộc – để khắc phục vấn đề về hiệu lực thực thi trong Chương 2 – có thể vừa cải thiện được công tác theo dõi, vừa tăng được tỉ trọng tài sản nợ không bảo lãnh. Sau đó, dần dần nhà đương cục sẽ công bố một lộ trình giảm hạn mức trần thuộc phạm vi bảo hiểm tiền gửi bằng một hệ thống công khai. Trong những nước có tương đối ít ngân hàng, thì hệ thống bảo hiểm tiền gửi tư nhân và tài sản nợ lẫn nhau giữa các ngân hàng tư nhân của Đức là một kế hoạch được nhiều người đề

ngiht áp dụng như một cách để tăng cường theo dõi ngân hàng đến mức tối đa.

Công tác theo dõi chính thức các ngân hàng cũng cần được cải tiến, và việc điều chỉnh “dung hoà nổi hoảng loạn” đã nêu trong Chương 2 sẽ bổ trợ thêm cho sự độc lập lớn hơn của ngân hàng trung ương, và cho phép giám sát chặt chẽ.

Chấp nhận ngân hàng nước ngoài cũng có thể giúp cho việc ổn định hoá và hoàn thiện khu vực này, và các nước thu nhập trung bình có nhiều khả năng thu hút được những đối tác tham gia tốt và thiết tha, trong khi Chương 4 trình bày xem việc mở cửa cho thị trường cổ phiếu quốc tế có lợi như thế nào.

#### (d) Một nước có thu nhập trung bình khai hiã thị trường tài chính còn hạn chế

Sự phát triển tài chính trong một số nước có thu nhập trung bình khá vẫn còn ở dưới mức trung bình. Chúng dường như có tất cả mọi thứ cơ bản, nhưng chiều sâu, tài chính có kỳ hạn và một loạt các dịch vụ thì chưa có. Ở đây cũng vậy, các kết quả nghiên cứu trong từng chương đều thích hợp. Thông thường, tín dụng có kỳ hạn thường thiếu, do độ bất định kinh tế vĩ mô và bất định cơ cấu đều còn cao. Nếu lạm phát cao là thủ phạm trong quá khứ, thì việc bộc lộ đầy sức thuyết phục về một cam kết lâu dài quyết tâm duy trì lạm phát thấp là điều quan trọng. Mặc dù việc đôla hoá (hay sử dụng một loại đồng tiền nào khác) là một cách thoát khỏi cái thế lưỡng nan này, nhưng nó có thể làm nảy sinh các vấn đề khác, nếu quốc gia đó chưa nằm trong khối tiền tệ tối ưu cùng với các đối tác của mình. Một giải pháp khác, cũng có thể giúp đảm bảo chất lượng giám sát bằng pháp luật là, một nhiệm kỳ dài, cố định, dành cho thống đốc ngân hàng trung ương, để đề phòng trường hợp bộ trưởng tài chính hoặc thủ tướng gạt bỏ họ mà không được đa số tuyệt đối trong quốc hội tán thành.

Sự phát triển của các nhà cung cấp tài chính dài hạn – các thể chế bảo hiểm và thể chế tiết kiệm theo hợp đồng – cũng sẽ góp phần phát triển sâu mục đích đó của thị trường, như đã diễn ra ở Chile – mà không gây ra những méo mó tổn kém. Thị trường với



dịch vụ nghèo nàn có thể được lợi nhờ cạnh tranh. Nếu vẫn còn một tỉ trọng lớn (từ 20% trở lên) khu vực ngân hàng nằm trong tay nhà nước thì tiếp tục tư nhân hoá sẽ giúp ích trong trường hợp này. Hạn chế vai trò của ngân hàng quốc doanh sẽ tăng cường sự phát triển của khu vực tài chính phi ngân hàng, từ đó sẽ đẩy mạnh sự cạnh tranh trong ngắn và dài hạn của thị trường tài chính. Hệ thống tài chính tinh vi hơn này sẽ duy trì nhiều dịch vụ tài chính ở trong nước, nhưng vẫn dựa vào thị trường tài chính quốc tế để dàn trải rủi ro và tiếp cận những dịch vụ ngoại nhập.

Công nghệ tính điểm tín dụng và thông tin tín dụng được áp dụng nhằm cải thiện tầm vươn của hệ thống tài chính và khả năng tiếp cận của các doanh nhân nhỏ đến hệ thống này (Chương 1). Các điều kiện khuyến khích và khả năng giám sát hữu hiệu các trung gian tài chính của nhà đương cục có thể được củng cố đáng kể trong một môi trường khá tinh vi đó bằng cách dựa vào những yêu cầu đã được thiết kế kỹ lưỡng và khả năng đưa thêm các nhà giám sát của khu vực tư nhân vào bức tranh này.

### Thời điểm nghiên cứu tiếp theo

Báo cáo này trình bày những thành tựu cao nhất của một thể hệ nghiên cứu về khu vực tài chính. Tuy không phải là thể hệ đầu tiên, nhưng có lẽ đây là những người đầu tiên đã căn cứ một cách có hệ thống vào các số liệu thống kê trên khắp thế giới. Các kết quả nghiên cứu đã cung cấp những giải pháp “ưu tiên hàng đầu” cho các nhà hoạch định chính sách: các nguyên tắc định hướng chung và cảm nhận về một chiến lược. Nó cũng nhấn mạnh các vấn đề chính sách then chốt cho thể hệ nghiên cứu tiếp theo. Trong nhiều trường hợp, giải pháp “hàng đầu” cần được tiếp tục khuyến khích và chi tiết hoá, chứ không chỉ dừng lại ở nguyên tắc chung.

Thí dụ, với những nguyên tắc điều tiết dựa vào đòn bẩy khuyến khích đã nêu trong Chương 2, nơi những khía cạnh đặc thù của công tác điều tiết và giám sát ngân hàng đã nhận được sự ưu tiên lớn hơn tại các bước phát triển khác nhau như



## **Không dưng là úc áe nguyĩ n tũechung**

thế nào? Hoặc, trong trường hợp giảm bớt sở hữu nhà nước ở nhiều nước là điều rõ ràng thì nhà đương cục nên đi xa đến đâu và nhanh đến mức độ nào? Và nếu cho trước những nguy cơ gắn liền với việc tư nhân hoá ngân hàng, thì bài học về việc tiến hành quá trình này là gì? Mặc dù đã bắt đầu có những nghiên cứu về lĩnh vực này, nhưng vẫn còn quá sớm sau khi tư nhân hoá, để có thể trả lời dứt khoát về hiệu ứng dài hạn. Mặc dù cách tiếp cận cơ bản đối với việc cơ cấu lại ngân hàng đã được đề xuất trong tài liệu này, nhưng việc khai thác một cách hệ thống hơn mối liên hệ giữa cơ cấu lại ngân hàng và cơ cấu lại doanh nghiệp mà nhiều nghiên cứu tình huống trong các nước bị khủng hoảng hệ thống đã đề cập đến, sẽ giúp cho việc định hướng những quyết định của các nhà đương cục trong khủng hoảng.

Một lĩnh vực nữa thường bị bỏ qua, đó là làm thế nào để quản trị doanh nghiệp và các hình thức sở hữu trong khu vực tài chính có thể tác động đến chiến lược cải cách. Khi những người trong cuộc, hay “những ông trùm sở” kiểm soát ngân hàng và các trung gian tài chính quan trọng khác tác động hoặc thậm chí còn nắm lấy quyền kiểm soát, thì bộ máy điều tiết làm cho việc giám sát hữu hiệu trở nên không tồn tại. Mặc dù nhiều người chấp nhận rằng, “một kích thước không thể vừa cho mọi cỡ” trong quá trình cải cách; nhưng có một mục tiêu ưu tiên quan trọng, đó là đưa ra được những qui tắc và hướng dẫn thực hành để nhà đương cục biết khi nào thì an toàn để xúc tiến theo nhiều con đường cải cách khác nhau. Các nghiên cứu tình huống về triệu chứng cơ cấu lại ngân hàng hầu như đã mang lại những bài học chung bổ ích; còn cụ thể trong lĩnh vực này thì đó là việc làm rõ số phận của các cách tiếp cận khác nhau để ngăn chặn việc tập trung quá đáng vào quyền sở hữu và sự kiểm soát.

Cuộc thảo luận của chúng ta về sự tham gia của nước ngoài cũng đã bộc lộ ra hàng loạt câu hỏi rộng lớn hơn về sự chuyển dịch hình thái sở hữu doanh nghiệp tài chính và hiện tượng tập trung sở hữu, những vấn đề cần nghiên cứu sâu hơn. Và, mặc dù kiểm chế tài chính hầu như là một việc làm

trong quá khứ đã diễn ra ở đa số các nước, nhưng đánh thuế tài chính thì vẫn còn là một vấn đề cấp bách đang chờ tổng kết, cho dù xét nó như một loại thuế giao dịch mới, hay thuế quốc tế, hay cả hai khía cạnh.

Sự phát triển đang diễn ra trong tài chính điện tử hứa hẹn sẽ làm thay đổi toàn cảnh tài chính trong các thị trường mới nổi và thị trường trưởng thành. Xu hướng giảm dần chi phí tham gia thị trường nước ngoài có thể làm tăng mạnh mức độ công dân của hầu hết các nền kinh tế “nhập khẩu” dịch vụ tài chính. Lĩnh vực tiến triển rất nhanh này cần được theo dõi để nhận diện được các vấn đề, các lựa chọn, và giải pháp chính sách. Các nhà hoạch định chính sách chắc chắn muốn biết nó sẽ ảnh hưởng đến tín dụng các doanh nghiệp vừa và nhỏ ra sao, mặc dù sẽ có nhiều hiệu ứng nữa cũng cần được nghiên cứu. Tuy tài chính điện tử có thể cải thiện được tính chất ổn định dài hạn, nhưng trong một thời hạn gần hơn, thì việc tăng cường cạnh tranh có thể gây ra những hậu quả gây mất ổn định. Hiện có nhu cầu muốn biết các nước đã xử lý áp lực này như thế nào, và họ điều tiết “ngân hàng điện tử” và các trao đổi điện tử ra sao.

Các xu hướng được nêu hay được thúc giục ở đây – cải tiến cơ sở hạ tầng, nâng cao động cơ khuyến khích, giảm bớt sở hữu nhà nước, và một quan điểm dễ chấp nhận hơn về việc nhập khẩu các dịch vụ tài chính – tất cả chắc chắn sẽ góp phần trực tiếp hoặc gián tiếp vào việc mở rộng đáng kể vai trò của các trung gian phi ngân hàng và thị trường vốn. Làm thế nào để điều tiết hữu hiệu những thị trường này nhằm hạn chế nguồn gốc sâu xa của những rủi ro sẽ là câu hỏi nghiên cứu then chốt trong vài năm tới.

Vài năm trở lại đây đã được chứng kiến bước nhảy vọt ngoạn mục trong sự hiểu biết của chúng ta về tầm quan trọng của khu vực tài chính trong phát triển và cơ sở kiến thức của nhiều vấn đề then chốt, nhưng vẫn còn rất nhiều điều cần phải tiếp tục tìm hiểu.

## **vaãtheo doãaãh hũuãg cuã taãchính aĩĩ ã tuã**

# Để cho tài chính có hiệu quả

*Tiền tệ là yếu tố lớn nhất trong cuộc sống và được sử dụng kém cỏi nhất. Con người không biết làm thế nào để giữ gìn nó, nuôi dưỡng nó, tưới tẩm cho nó, và làm cho nó tăng trưởng*

Phát biểu của Margayya, chuyên gia tài chính, trong cuốn tiểu thuyết cùng tên của R. K. Narayan (1952)

**H**ẦU HẾT SỰ TẬP TRUNG TRỞ LẠI trong những năm gần đây vào hệ thống tài chính của các nước đang phát triển đều phản ánh sự phát triển sâu, nhanh chóng và thường ngoạn mục về qui mô và mức độ phức tạp của hệ thống tài chính ở các nền kinh tế tiên tiến. Sự phát triển sâu này cho thấy, bản chất của những tiến bộ kinh tế đương đại có thể nặng về tài chính hơn là trước đây người ta nghĩ, và các nhà hoạch định chính sách trong các nước đang phát triển cần quan tâm hơn đến việc đảm bảo cho hệ thống tài chính của nước mình, có thể và thực sự vận hành có hiệu quả.

Với những lý do thuyết phục sẽ bàn đến dưới đây, ngày nay, các nhà hoạch định chính sách trên khắp thế giới đã coi củng cố tài chính là ưu tiên hàng đầu: tất cả mọi người dường như đều muốn xây dựng các hệ thống tài chính sâu hơn, tinh vi hơn, với hy vọng sẽ góp phần to lớn vào thành tích hoạt động kinh tế. Triển vọng này không phải không gây tranh cãi, nhưng trái với quan điểm đối lập cho rằng, tài chính chỉ đơn

**Caé nĩ ñ kinh tĩ ñgaỹ  
caõg sũ ñuãg nhĩ ù hoã  
àõãg taã chĩnh**

thuần tuân theo và thích nghi với tiến bộ kinh tế thực tế, vô số những nghiên cứu thực nghiệm đã khẳng định mạnh mẽ rằng, cải thiện cách thức tổ chức tài chính phải đi trước và góp phần vào thành tựu kinh tế.

Từ đó, một câu hỏi được đặt ra là, làm thế nào một quốc gia có thể phát triển hệ thống tài chính có hiệu quả hơn. Có phải hệ thống tài chính càng lớn, càng tốt hay không? Có cách lựa chọn rõ ràng nào về hình dáng tài chính, xét về tầm quan trọng tương đối của các loại trung gian tài chính hoặc thị trường tài chính khác nhau? Và những bộ phận cơ sở hạ tầng nào cần có để hỗ trợ cho tài chính? Tất cả những vấn đề này đã trở thành chủ đề của một cuộc tranh luận nghiên cứu sôi động, nhất là trong thập kỷ vừa qua, khi hệ thống tài chính trong các nền kinh tế chuyển đổi phải được xây dựng gần như từ đầu, một vấn đề đòi hỏi các nhà hoạch định chính sách và các học giả phải quay lại từ những nguyên tắc đầu tiên. Sự tương phản về mô hình và cách tiếp cận cơ cấu và cơ sở hạ tầng trong các nền kinh tế tiên tiến đã trở thành tiêu điểm khảo sát – nhưng thật trớ trêu, vào đúng cái lúc mà những sự tương phản đó đang bắt đầu mất dần.

Tuy vẫn còn nhiều điều cần phải tìm hiểu từ việc phân tích so sánh về nguyên nhân và kết quả của những hoạt động trái ngược nhau trong khu vực tài chính, nhưng cho tới nay, với những nghiên cứu gần đây, đã cho phép rút ra một số kết luận quan trọng. *Sự mong muốn chung được chứng kiến một hệ thống tài chính vận hành có hiệu quả đã được mối quan hệ nhân quả rõ ràng của hệ thống tài chính với tăng trưởng, ổn định kinh tế vĩ mô và xoá đói giảm nghèo, khẳng định.* Những cố gắng nhằm phân biệt đối xử giữa các loại cấu trúc khác nhau của tài chính từ bên ngoài, qua sự lựa chọn thiên về hoạt động ngân hàng hơn là thị trường tài chính, hoặc ngược lại, đều không được bảo đảm, và có thể có tác dụng ngược lại.

Sự vận hành hữu hiệu của tất cả thị trường này trong những cam kết từ kỳ hạn này sang kỳ hạn khác, đòi hỏi phải có một cơ sở hạ tầng thuận lợi cho việc công bố thông tin, đảm bảo hiệu lực hợp đồng, và cho các hành vi cạnh tranh. Cơ sở

**Coánõã möëquan hĩ á  
nhên quaãroããg giũã taã  
chinh vaãphaã triĩ ñ**

**Mõã hĩ ãthõãg taãchinh  
vêã haãh trún tru àoãhoã  
phaãcoácú súãhaãtêng bõĩ  
trúa**

hạ tầng về hợp đồng và thông tin này nếu có thì cũng phải nghiêng theo hướng trực tiếp bảo vệ lợi ích của *những người cấp vốn* từ bên ngoài: lợi ích dài hạn của *những người sử dụng* tương lai sẽ được đáp ứng nghèo nàn với một cơ sở hạ tầng chỉ mang lại cho những người cung cấp tiềm năng một sự bảo đảm yếu ớt đến mức họ quyết định giữ lại vốn. Hơn nữa, cơ sở hạ tầng cũng cần được tạo hình theo hướng hạn chế việc sử dụng quyền lực thị trường, không chỉ trong hoạt động ngân hàng, mà còn bởi những người trong cuộc – bất kể là trong một doanh nghiệp hay trên thị trường chứng khoán – gây bất lợi cho các cổ đông bên ngoài.

Trong chừng mực nào thì tất cả những dịch vụ tài chính này sẽ – và cần phải – được cung cấp tại chỗ bằng các doanh nghiệp và thị trường tài chính trong nước, mà không phải nhập khẩu hoặc do các doanh nghiệp sở hữu nước ngoài cung cấp, đó là một câu hỏi then chốt mà chúng ta sẽ quay lại trong Chương 4.

Đến đây, chúng ta hãy tạm dừng để làm rõ khái niệm phát triển tài chính, một khái niệm bao hàm cả thể chế và chức năng. Bắt đầu từ chính tiền tệ, các thể chế chuyên môn hoá, kể cả các trung gian tài chính, thị trường và các tác nhân khác, đều ngày càng trở nên phổ biến trong hoạt động tài chính của nền kinh tế để thay thế cho những thoả thuận song phương. Tuy nhiên, có một điều cần ghi nhớ, nhất là ở các nước đang phát triển rằng, phần lớn tài chính đều được cung cấp trong nội bộ gia đình, thông qua các quan hệ hợp tác hoặc doanh nghiệp phi công ty. Mặc dù vậy, trong khi tài chính có thể, và trên thực tế, thực sự tồn tại mà không cần những công ty tài chính chuyên nghiệp, thì phần thảo luận của chúng ta lại chỉ giới hạn trong tài chính *có tổ chức*, tức là với các nguồn vốn được các công ty tài chính chuyên nghiệp xử lý, làm trung gian và quản lý, hoặc được trao đổi trên các thị trường có tổ chức.<sup>1</sup>

Quan trọng hơn hình thức tổ chức của các công ty và thị trường này, là những chức năng cơ bản của tài chính mà chúng thực hiện. Mặc dù hầu hết các hoạt động tài chính rõ

ràng đều liên quan đến sự chuyển giao nguồn vốn để đổi lấy hàng hoá, dịch vụ, hoặc hứa hẹn sẽ thu lãi trong tương lai, nhưng điều quan trọng là phải “đào sâu hơn”. Trên thực tế, hệ thống các thể chế tạo nên hình thức tổ chức tài chính của nền kinh tế có thể được xem như đang góp phần đưa ra vô số những nhu cầu của nền kinh tế đối với nhiều chức năng khác sâu hơn việc trao đổi hoặc chuyển giao giản đơn (Levine 1997; Merton và Bodie 2000):

### **Chức năng chính của tài chính**

- Huy động tiền tiết kiệm (với yêu cầu này, nếu không có các thể chế thì các cơ sở giao dịch sẽ hạn chế hơn nhiều).
- Phân bổ nguồn vốn (đặc biệt là để tài trợ cho các dự án đầu tư có hiệu quả).
- Giám sát các nhà quản lý (sao cho nguồn vốn đã phân bổ được chi tiêu như đã định).
- Biến cải rủi ro (giảm rủi ro thông qua việc tập hợp chúng lại và cho phép những ai sẵn sàng gánh chịu nhất được đứng ra gánh chịu).

Ngoài việc tập trung vào hệ thống thanh toán, hầu hết các sách giáo khoa đều dừng lại ở các chức năng huy động và phân bổ, mặc dù chức năng giám sát và biến cải rủi ro cũng rất trọng yếu. Tuy khu vực tài chính không được độc quyền sở hữu quỹ vốn trí thức của nền kinh tế, nhưng chính những chức năng sâu rộng hơn đó đã giải thích cho đặc trưng của khu vực này là vận hành như bộ não của nền kinh tế.

Giám sát có nghĩa là các trung gian tài chính không chỉ đơn thuần thu thập thông tin về các công ty và phân bổ vốn vay hay đầu tư cho chúng, mà còn phải liên tục theo dõi các hoạt động của bên nhận vốn và tận dụng quyền kiểm soát công ty, bất kể bằng cách thực hiện các thoả thuận trong những hợp đồng hiện có, hay suy cho cùng, là bằng cách rút vốn hoặc không tái tiếp tục việc tài trợ. Những hoạt động này rất có giá trị, vì rất khó thu thập được và rất tốn kém, nếu muốn kiểm chứng các thông tin. Bằng cách này, các trung gian tài chính đã hoạt động như “những giám sát viên được chỉ định” (Diamond 1984), mà nếu không có chúng, thì sẽ rất khó có thể

tách rời việc sở hữu và quản lý các doanh nghiệp.

Cũng như vậy, việc chuyển giao và giảm thiểu rủi ro cũng bị xem nhẹ; sự đa dạng của các công cụ tài chính có liên quan và việc thịnh thoả chúng mang lại những kết quả không như mong muốn, thường đã làm cho chức năng này ít được coi trọng như những gì chúng xứng đáng được hưởng. Một số rủi ro có thể triệt tiêu được đơn giản bằng việc tiếp cận đến khả năng thanh khoản. Vì thế, các doanh nhân tiếp cận được các nguồn tiết kiệm để thanh khoản – chính họ và những người khác – có thể sẵn sàng tiến hành các dự án rủi ro cao hơn, nhưng lãi suất cũng lớn hơn, mà các dự án này thúc đẩy tăng trưởng, hoặc các nhà đầu tư có thể sẵn sàng tài trợ cho dự án (hoặc cho một nước) nếu họ biết rằng, họ có thể thoát ra khỏi dự án bằng cách bán đi mà không cần có những hành động làm cho giá bị kéo xuống thấp đến mức việc mua bán ấy chẳng còn chút giá trị nào. Những rủi ro cụ thể mà ai cũng gặp phải – từ những cơn bão hay hiện tượng *El Nino* đối với nông dân đến những biến đổi công nghệ đối với các doanh nhân điện tử – cũng có thể được giảm nhẹ bằng cách chia sẻ rủi ro với các nhà đầu tư khác. Những công cụ chuyên môn hoá đã được phát kiến ra thường xuyên để tách rời ra và tập hợp lại các rủi ro.

### Tài chính có thể giúp ích gì cho kinh tế?

**C**HÚNG TA SẼ THẤY NHỮNG ĐÓNG GÓP LỚN của tài chính vào thành tích hoạt động kinh tế trên ba phương diện. Thứ nhất, và có lẽ cũng là quan trọng nhất là, liệu nó có thực sự có những đóng góp chung vào sự tăng trưởng kinh tế trung bình dài hạn hay không; thứ hai, liệu nó có đóng góp gì thêm vào công cuộc giảm đói nghèo hay không; và thứ ba, liệu tài chính có thành công trong việc ổn định hoá các hoạt động kinh tế và thu nhập hay không. Trên cả ba phương diện này, các kết quả nghiên cứu gần đây đều cho thấy vai trò tích cực rõ ràng của các thể chế tài chính chính thức.

Hầu như bất kể chúng ta đo lường sự phát triển tài chính

## Phát triển tài chính tạo ra tăng trưởng

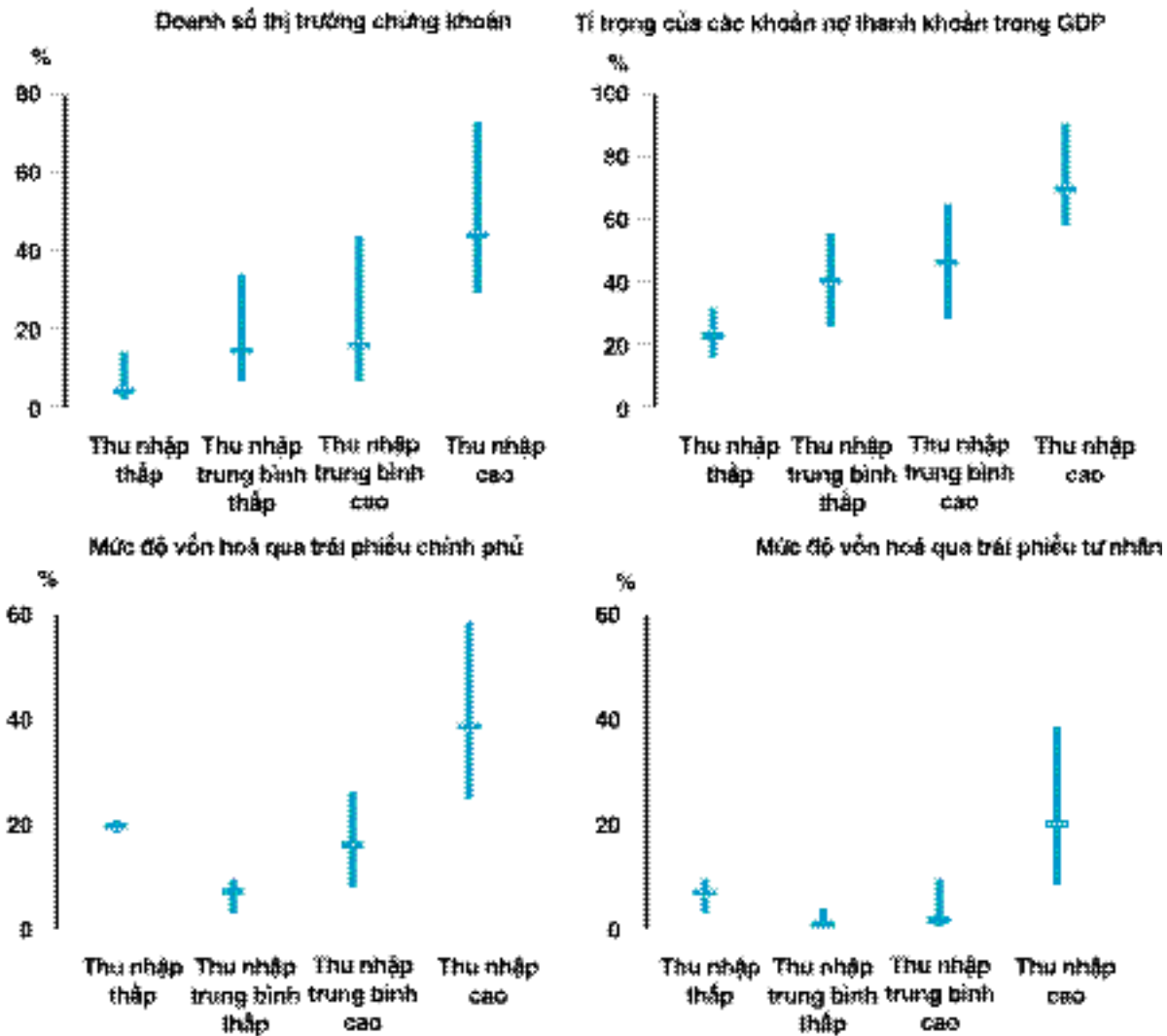
bằng cách nào thì cũng vẫn thấy mối liên hệ qua nhiều nước giữa tài chính và mức thu nhập bình quân đầu người (Hình 1.1). Tuy nhiên, mối quan hệ này không nhất thiết phải mang tính nhân quả, và như biểu đồ đã thể hiện, thậm chí còn có sự khác biệt rất lớn giữa trình độ phát triển tài chính giữa các nước ở cùng mức thu nhập tương đương nhau, và sự khác biệt này tồn tại dai dẳng cùng thời gian (Hình 1.2). Tuy nhiên, trong nhiều năm trước đây, giả thuyết cho rằng, mối quan hệ này có tính nhân quả đã liên tục đứng vững sau hàng loạt các cuộc kiểm định khảo sát kinh tế lượng.

Việc tìm hiểu thực nghiệm chính thức vấn đề này đã bắt đầu từ hơn 30 năm nay, và đã tích lũy được rất nhiều bằng chứng.<sup>2</sup> Có lẽ dấu hiệu cơ bản rõ rệt nhất chứng tỏ mối quan hệ này mang tính nhân quả – như đã thấy trong Hình 2 phần Tổng quan – là trình độ phát triển tài chính từ năm 1960 có thể giúp cho dự đoán sự tăng trưởng kinh tế tiếp theo, ngay cả khi đã tính đến các yếu tố quyết định tăng trưởng khác đã biết (kể cả hiệu ứng đuối kíp từ mức thu nhập bình quân đầu người ban đầu thấp và tỉ lệ nhập học phổ thông năm 1960). Lần đầu tiên King và Levine (1993a) đã trình bày sự tăng trưởng kinh tế cho đến năm 1989, và sức mạnh được dự báo này đã tiếp tục diễn ra cho đến tận hiện nay, khi bổ sung thêm các số liệu tăng trưởng cho những năm tiếp theo.

Có lẽ thuyết phục nhất trong số những nghiên cứu gần đây hơn (Levine, Loayza và Beck 2000) là việc sử dụng bộ số liệu phong phú cho giai đoạn 1960-95 để đưa ra sự đánh giá toàn diện hơn, đặc biệt là đối với vấn đề then chốt: liệu có phải chính quá trình tăng trưởng kinh tế phản hồi lại sự phát triển tài chính, chứ không phải ngược lại hay không? Một số khía cạnh của khu vực tài chính rõ ràng đã được quyết định trước khi có sự tăng trưởng hiện nay, và điều mà Levine, Loayza và Beck đã chỉ ra, về bản chất, là trình độ phát triển tài chính của mỗi nước có thể phần nào dự báo được bằng một yếu tố đi trước như vậy, với tên gọi là xuất xứ của hệ thống pháp lý (tức là, nó dựa trên truyền thống của Anh, Pháp, Đức hay Xcăngđinavi).<sup>3</sup> Như chúng ta sẽ thấy, không chỉ có vai trò của



Hình 1.1 Phát triển tài chính và thu nhập trên đầu người



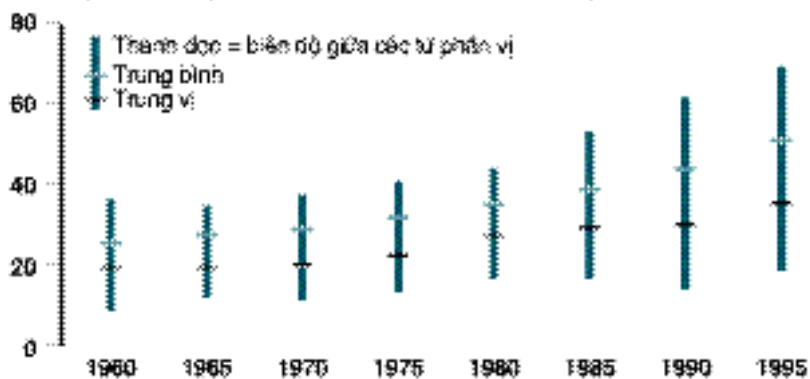
Chú thích: Hình vẽ này thể hiện giá trị trung bình của những quốc gia có mức thu nhập từ 90 đô la mỗi nước tương đương 17 quốc gia. Hình vẽ cho biết biến số giữa các từ phải vị; mức độ phân phối thu nhập của các quốc gia trong 40% số nước tại mức giai đoạn phát triển này; tương tự là độ này. Trong vị được thể hiện bằng thành ngang. Số liệu về thị trường trái phiếu ở các nước có thu nhập thấp chỉ có Trung Quốc và Ấn Độ.  
 Nguồn: Cơ sở dữ liệu IFC.

Tùng thu nhập thường xuyên và vữa phát triển tài chính sâu hún. Doanh thu thị trường chứng khoán, nũathanh khoaã của ngên haãg và cáã tũichũã gẽn nhũ ngên haãg, và mũã ãõãvũã hoãã qua traã phiũ ã nõã chung củãg ãi ù gũã lĩi ã vũã mũã ãõãphaã trĩi ã sũũ hũn củã taãchĩnh

các yếu tố pháp luật trong thảo luận của chúng ta, trong bối cảnh hiện tại, chúng còn cho ta một công cụ kinh tế lượng cần thiết. Levine, Loayza và Beck đã phát triển tiếp để thấy rằng, trình độ phát triển tài chính dự báo trước cũng có mối tương

Hình 1.2. Sự phát triển tài chính qua thời gian

Tín dụng ngân hàng dành cho khu vực tư nhân, tỉ trọng so với GDP



Chỉ số minh chứng được là biên độ giữa các tứ phân vị đã phát triển sâu sắc từ chính ở 70% số quốc gia tại cùng thời điểm chuyển biến đó. Trung bình và trung vị được thể hiện bằng các thước ngang trên và dưới.  
 Nguồn: Cơ sở dữ liệu Fitch.

Tỉ lệ tín dụng ngân hàng dành cho khu vực tư nhân tăng tương đối so với GDP, nhưng mức độ biến động của mức độ tăng trưởng

quan với tăng trưởng dài hạn (ngay cả khi đã giữ nguyên các yếu tố quyết định chuẩn đối với tăng trưởng khác), từ đó, dường như đã loại bỏ được ý tưởng cho rằng, tất cả hay phần lớn các mối liên hệ tài chính – phát triển đều là quan hệ nhân quả theo chiều ngược lại.

Thước đo ưa thích về sự phát triển tài chính của Levine, Loayza và Beck là tỉ lệ tín dụng ngân hàng (hay gần như ngân hàng) được phân bổ cho khu vực tư nhân, thể hiện dưới dạng tỉ trọng trong GDP. Sự nhấn mạnh khu vực tư nhân phản ánh một điều: tín dụng cho chính phủ không bao hàm nhiều chức năng phân bổ, giám sát và quản lý rủi ro. Vì thế, nó không chỉ là thước đo về độ sâu tài chính, như tỉ lệ giữa tiền tệ và GDP. Nó cũng không hoàn toàn là thước đo vai trò của khu vực tư nhân trong phân bổ tín dụng; một thước đo tốt hơn cho vấn đề này là tỉ lệ giữa tài sản của ngân hàng trung ương so với các ngân hàng khác. Điều đáng lưu ý là, cả hai thước đo thay thế cho nhau này đều có thể có mối tương quan với tăng trưởng GDP. Và cả hai đều đã đứng vững trong kiểm định về

mối quan hệ nhân quả ngược. Kết quả tương tự cũng đã thấy đối với các thước đo mức độ vốn hoá và thanh khoản của thị trường chứng khoán, như sẽ trình bày dưới đây.

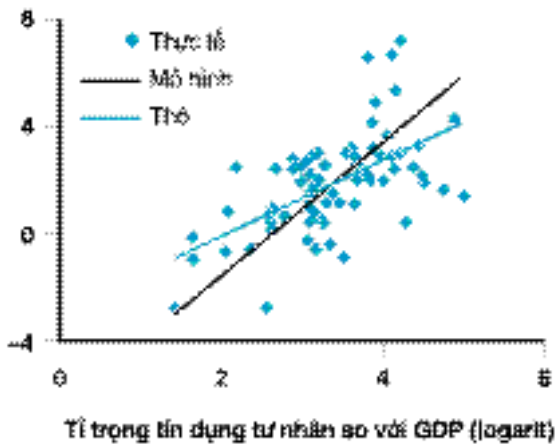
Qui mô tác động ước lượng được rất lớn, thậm chí còn lớn hơn cả những gì dự đoán được bằng mô hình hồi quy thô sơ về tốc độ tăng trưởng của sự phát triển tài chính (Hình 1.3): tăng gấp đôi tỉ lệ tín dụng tư nhân (thí dụ, từ 19% GDP lên đến mức trung bình của mẫu là 38%) sẽ kéo theo tốc độ tăng trưởng dài hạn trung bình cao hơn gần 2% (Hộp 1.1). Quả thực, tỉ lệ này cũng như các tỉ số khác trong khu vực tài chính đều không phải là biến số chính sách, và sự phát triển lành mạnh của khu vực này phụ thuộc vào chất lượng của cơ sở hạ tầng và môi trường đôn bẫy khuyến khích mà trong đó khu vực tài chính vận hành.<sup>4</sup>

Thông qua việc hỗ trợ tăng trưởng, sự phát triển tài chính có hiệu ứng mạnh nhất đến việc cải thiện mức sống của người nghèo. Tuy nhiên, có một số người cho rằng, dịch vụ của hệ thống tài chính chính thức chỉ có lợi cho người giàu, thậm chí họ còn cho rằng, có thể phải trả giá cho sự tăng trưởng được

**Tăng trưởng dựa vào tài chính là công cụ cho người nghèo ¾**

**Hình 1.3 Tác động thô và tác động đã mô hình hoá của phát triển tài chính đến tăng trưởng**

Tăng trưởng GDP bình quân năm 1960-95 (trung bình hàng năm)



Nguồn: Levine, Loayza, và Beck (2000)

**Hộp 1.1. Duâg hĩ ãsõđúg quan hõi quy ài ísuy àoá hĩ ã úg chính sách**

VIỆC SỬ DỤNG CÁC HỆ SỐ HỒI QUY ƯỚC lượng được để dự đoán xem điều gì sẽ xảy ra trong một nước khi một trong các biến giải thích bị chính sách làm cho thay đổi, có sức hấp dẫn rất lớn. Để bắt đầu, chúng ta cần nhận thức được những hạn chế của phân tích hồi quy: sự phụ thuộc vào các số liệu có vẻ đồ sộ nhưng thiếu hoàn chỉnh, và khả năng sử dụng các tính chất mô hình khác có thể làm thay đổi kết quả định lượng. Ngay cả khi chúng ta tự cho rằng phép hồi quy mà chúng ta đã chọn là chấp nhận được với những hiểu biết hiện có, thì vẫn cần phải thoả mãn ba kiểm định nữa trước khi có thể sử dụng mối quan hệ ước lượng được để dự báo tác động của chính sách.

Thứ nhất, mối quan hệ này không được chứa đựng thiên hướng nội sinh. Thứ hai, không được bỏ qua những biến số liên quan mà những biến số này lại có mối tương quan với biến số đang xét. Thứ ba, biến số phải thực sự đối chứng được.<sup>1</sup>

Xét mối quan hệ đã nêu trong phần nội dung: tín dụng tư nhân → tăng trưởng. Ở đây ít nhất có hai vấn đề rõ ràng có liên quan và phải được khảo sát.

Vấn đề Thứ nhất về tính chất nội sinh (được định nghĩa một cách thiếu chặt chẽ ở trong bài là “quan hệ nhân quả ngược”), là điều đã được xử lý bằng các phương tiện công cụ trong nhiều nghiên cứu đã trích dẫn; điều này có thể làm thay đổi lớn tác động đo lường

được, và thường – chứ không phải luôn luôn – làm giảm tác động này.

Vấn đề thứ hai cũng rất quan trọng. Quả thực, biến số tín dụng tư nhân rõ ràng chỉ là một biến thay thế cho tác động đa chiều nhưng không đo lường được của các trung gian tài chính đến năng suất. Điều này có sử dụng trong phép hồi quy, vì nó thường có tương quan với các chiều khác, nhưng nếu nó trở thành trọng tâm chính sách của chính phủ thì mối tương quan truyền thống với các biến số bị bỏ qua hoặc không được quan sát chắc chắn sẽ bị phá vỡ, và những tác động kỳ vọng của tăng trưởng sẽ không xảy ra. (Một vấn đề tương tự được nhiều người biết đến trong lý thuyết ổn định hoá tiền tệ với tên gọi “Qui luật Goodhart”. Nói tóm lại, chỉ đơn thuần đẩy mạnh tăng trưởng tín dụng thì không có gì đảm bảo rằng sản lượng sẽ tăng trưởng lành mạnh trong dài hạn.

Khả năng có thể đối chứng là một vấn đề gay gắt hơn khi xét đến các yếu tố thể chế như sẽ bàn đến ở phần sau trong chương này và một số nơi khác. Liệu chúng ta có thực sự có được những phương cách đáng tin cậy để nâng cao, theo cách có thể đo lường được, tính hợp pháp hoặc chất lượng của nền hành chính hay không? Ở đây, xác định một hướng thay đổi chính sách phù hợp có thể còn dễ hơn xác định tác động định lượng có thể có của chúng.

1. Khả năng có thể đối chứng không có nghĩa là có một thiên hướng nội sinh, trừ phi biến số bị chính sách chi phối khi phản ứng lại với những biến động trong mối quan hệ ước lượng được.

tài chính hỗ trợ dưới dạng phân phối thu nhập trong các nền kinh tế phát triển về mặt tài chính sẽ bị xấu đi. Tuy nhiên, bằng chứng thực nghiệm hiện có đã phủ nhận bất kỳ sự đánh đổi nào như thế: trái lại, các thước đo sự phát triển tài chính nếu có mối tương quan nào thì đó là tương quan thuận chiều (tuy không mạnh) với tỉ trọng thu nhập của ngũ phân vị thấp nhất trong phân phối thu nhập. Cần lưu ý rằng, đói nghèo trong một nước được xác định bằng số lượng người nghèo và thu nhập của họ. Tăng trưởng nhanh hơn sẽ tác động đến cả hai điều này. Những nghiên cứu gần đây về mối quan hệ qua lại giữa bất bình đẳng và tăng trưởng đã chỉ ra tầm quan trọng của sự bất bình đẳng về của cải trong việc hạn chế tăng trưởng, cũng như đã cho thấy những tác động phản hồi từ tăng trưởng theo hướng làm giảm bất bình đẳng. Phân tích của Li, Squire và Zou (1998) về các số liệu bất bình đẳng trong 49 nước đã cho thấy, phát triển tài chính là một chất xúc tác tích cực cho cả hai mối quan hệ này. Ở tất cả các nước đều nhận thấy phát triển tài chính có mối quan hệ thống kê không những với tăng trưởng cao, bất chấp mức độ bất bình đẳng về của cải, mà còn có quan hệ với mức độ bất bình đẳng thấp hơn về thu nhập (được đo bằng hệ số Gini hoặc tỉ trọng thu nhập của ngũ phân vị giàu nhất), cho dù tốc độ tăng trưởng như thế nào. Cần phải tiếp tục nghiên cứu để xem những kết quả này có giữ nguyên giá trị qua thời gian và ở tất cả các nước hay không.

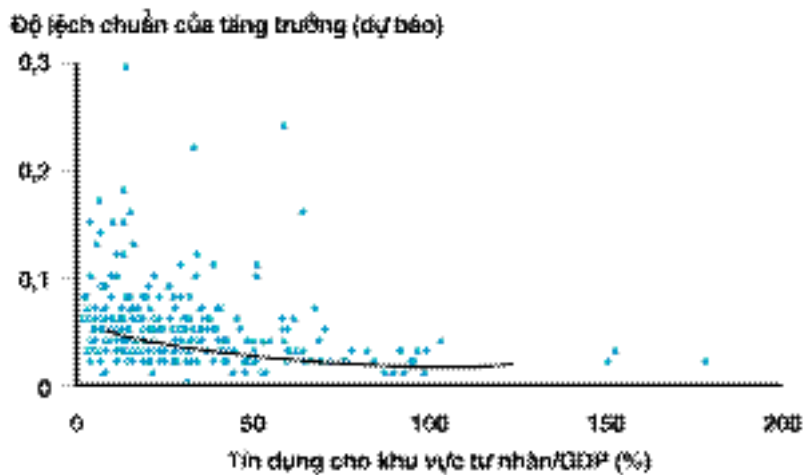
Tuy nhiên, kết quả này không có gì đáng nghi ngờ. Thí dụ, ngay khả năng tiếp cận các hình thức tiết kiệm an toàn cũng có thể bảo vệ được người nghèo khỏi vô số những cú sốc đặc trưng mà họ gặp phải, còn việc giảm xác suất xảy ra trong một năm thất bát khiến họ bị rơi vào diện nghèo, và khả năng tiếp cận các dịch vụ tài chính khác có thể cho phép họ áp dụng được những công nghệ tiên tiến hơn.

Hàm số giảm rủi ro như thế nào? Ở cấp kinh tế vi mô, hàng loạt các công cụ tài chính, kể cả hợp đồng bảo hiểm, có thể tích hợp rủi ro lại và chuyển chúng đến cho những người sẵn sàng gánh chịu nó nhiều hơn.<sup>5</sup> Từ những nghiên cứu gần đây,

**vañoă chung laâmöă  
lũê lúúg òn ành hoa**

dường như sự phát triển tài chính cũng có xu hướng làm giảm sự bất ổn định kinh tế tổng thể. Thí dụ, Easterly, Islam và Stiglitz (2001) đã phát hiện thấy trình độ phát triển tài chính (ở đây một lần nữa lại được đo bằng chỉ số tín dụng tư nhân như đã thảo luận ở trên) là một biến số giải thích mạnh và có ý nghĩa trong phép hồi quy được xây dựng nhằm giải thích về sự bất ổn định trong tăng trưởng sản lượng ở khoảng 60 nước. Tăng gấp đôi tín dụng tư nhân, từ 20% GDP lên đến 40% trong phép hồi quy này dự kiến sẽ làm giảm độ lệch chuẩn của tăng trưởng từ 4 xuống 3% một năm (Hình 1.4). Điều thú vị là, sự cải thiện này không duy trì được nữa khi tiếp tục phát triển tài chính theo chiều sâu: quả thực, ước lượng của các tác giả cho thấy, giá trị rất cao trong thước đo tín dụng tư nhân của sự phát triển tài chính có thể có quan hệ với sự biến động lớn hơn trong tăng trưởng sản lượng, mặc dù số liệu về điều này còn rất khác nhau. Một dấu hiệu cảnh báo nữa từ nghiên cứu này là sự bất ổn định trong tổng tiền cũng gắn liền với sự biến động của sản lượng.

**Hình 1.4** Độ phát triển sâu tài chính và sự biến động kinh tế vĩ mô



Chú thích: Hình vẽ phản ánh các số liệu và giá trị khớp nhất trong phép hồi quy để tính độ lệch chuẩn của tăng trưởng GDP hàng năm đến độ phát triển sâu tài chính với điều kiện giữ nguyên các biến số khác.

Nguồn: Dựa vào Easterly, Islam và Stiglitz (2001).

Hình ảnh tài chính càng phát triển thì sẽ có sự ổn định kinh tế vĩ mô cao hơn (hoặc ít nhất là khi có tăng tín dụng tư nhân GDP qua cao)

Tài chính là công cụ chống đỡ một số loại sốc này tốt hơn các loại sốc khác. Như Beck, Lundberg và Majnoni (2001) đã chỉ ra, sự phát triển tài chính (đo bằng chỉ số về tín dụng tư nhân) đã cách ly được sự tăng trưởng sản lượng khỏi các cú sốc về tỉ lệ trao đổi thương mại, nhưng dường như nó lại khuếch đại tác động của các cú sốc lạm phát đến sự biến động về sản lượng ở các nước có thu nhập thấp và trung bình. Có lẽ chẳng có gì đáng ngạc nhiên rằng, các cú sốc lạm phát lại là vấn đề nghiêm trọng hơn trong các nền kinh tế đã tiền tệ hoá sâu sắc hơn, nhưng đây cũng là dấu hiệu cảnh báo rằng, mở rộng tài chính không phải không có rủi ro. Thực ra, phát triển tài chính sâu hơn mà không đi kèm với những tính chất về thể chế và khuyến khích như đã kiến nghị trong báo cáo này, có thể dẫn đến việc xử lý rất kém cỏi, thậm chí còn khuếch đại rủi ro chứ không giảm thiểu được rủi ro.<sup>6</sup>

Bằng chứng thực nghiệm tổng hợp đã chỉ rõ, sự phát triển tài chính có hiệu ứng rõ rệt đến tăng trưởng dài hạn, giúp ổn định hoá và có lợi cho người nghèo. Mối quan hệ tài chính - tăng trưởng đặc biệt được hỗ trợ rất tốt bởi nhiều phương pháp khác nhau, nhưng có những cơ chế nào liên quan đến và chúng có thể được củng cố như thế nào bằng các thiết kế chính sách khôn ngoan? Ngoài ra, liệu có loại rủi ro nào khi coi việc phát triển sâu tài chính là một sự điều chỉnh nhanh hay là một động lực tăng trưởng ngắn hạn?

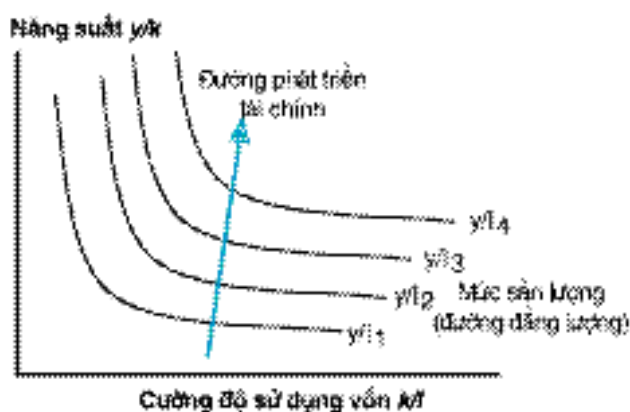
Công trình khảo sát thực nghiệm tiếp theo của Beck, Levine và Loayza (2000) đã giúp cho việc định vị chính xác những kênh có nhiều khả năng nhất để tài chính có thể đóng góp vào tăng trưởng dài hạn. Chúng cho thấy, phát triển tài chính không có mối tương quan đáng tin cậy nào với tỉ lệ tiết kiệm quốc gia hoặc mức độ phát triển sâu tài chính (Hình 1.5: khi mũi tên hầu như thẳng đứng chứ không phải hầu như nằm ngang). *Vì thế, sự đóng góp của tài chính vào tăng trưởng dài hạn là nâng cao năng suất nhân tố tổng hợp của nền kinh tế chứ không phải lượng vốn.*

Điều này rất ăn khớp với kết luận của Bandiera và các tác giả khác (2000 – dựa trên việc khảo sát chi tiết quá trình đa

**¾ những cơ hội i khuyi eh  
aa cae cuaso laan phaa  
ucae nuue thu nhiep  
thiep va trung binh ¾**

Hình 1.5 Sự đóng góp tương đối của phát triển tài chính đến năng suất và cường độ sử dụng vốn

Tài chính hỗ trợ cho tăng trưởng thông qua việc hỗ trợ các doanh nghiệp không phải chờ đợi nguồn đầu tư



Nguồn: Dựa vào kết quả kinh tế lượng của Levine, Loayza, và Beck (2000)

chiều của tự do hoá tài chính trong 8 nước và qua một phần tư thế kỷ) cho rằng, các cuộc cải cách theo hướng tự do hoá nhằm phát triển tài chính không làm tổng tiết kiệm tăng một cách vững chắc. Trái lại, các chỉ số cho thấy, tự do hoá nói chung, có thể kéo theo sự suy giảm tiết kiệm. Thậm chí hiện tượng mức tổng tiết kiệm thấp còn gắn bó khá chặt chẽ với mức tăng trưởng cao, nếu sự tăng trưởng đó đi kèm với việc nâng cao hiệu quả phân bổ vốn đầu tư.

**Những ưu nhược điểm của tài chính hoá nguồn tài trợ từ bên ngoài cho những doanh nghiệp và trong các ngành cạnh tranh**

Mặc dù vai trò của tài chính trong việc đóng góp cho tăng trưởng, thể hiện thông qua đóng góp của nó, làm tăng năng suất chứ không phải tăng lượng vốn, nhưng các hệ thống tài chính phát triển hơn đều cấp thêm những nguồn tài trợ bên ngoài cho nhiều doanh nghiệp hơn, và đặc biệt là có xu hướng ưu tiên cho các ngành kinh tế, mà vì lý do này hay lý do khác, các doanh nghiệp cần phải kêu gọi tài trợ từ bên ngoài. Vì thế, khi Demirgüç-Kunt và Maksimovic (1998) so sánh tốc độ tăng trưởng thực tế của hàng nghìn doanh nghiệp từ 30 nước với năng lực ước tính của mỗi doanh nghiệp trong việc tài trợ cho tăng trưởng dài hạn bằng nội lực, họ thấy rằng, phần lớn các doanh nghiệp trong các nền kinh tế có khu vực tài chính phát triển, đều tăng trưởng nhanh hơn mức chuẩn này. Điều đó



cho thấy, phát triển tài chính theo nghĩa này có quan hệ với việc mở rộng khả năng tiếp cận đến nguồn tài trợ từ bên ngoài. Tương tự, khi quan sát mức tổng tài trợ của các doanh nghiệp ở 36 ngành chế tác trong hơn 40 nước, Rajan và Zingales (1998) đã nhận thấy, trong các nền kinh tế có khu vực tài chính phát triển, chính những ngành kinh tế mà theo kinh nghiệm của Mỹ là cần phụ thuộc nhiều nhất vào nguồn tài trợ từ bên ngoài lại tăng trưởng nhanh hơn.

Nếu các công ty tài chính chuyên nghiệp giám sát tốt những người sử dụng ngân quỹ, thì việc lệ thuộc nhiều hơn vào tài chính bên ngoài có thể đưa đến một sự cải tiến. Tuy nhiên, ngay trong những công ty này thì những phát hiện ở cấp ngành và cấp doanh nghiệp không phải lúc nào cũng cho thấy hiệu quả lớn hơn trong phân bổ nguồn vốn đầu tư. Sau cùng, việc nâng cao tính hiệu quả đòi hỏi phải chuyển hướng tài chính khỏi một số doanh nghiệp và ngành nhất định. Cũng sử dụng các số liệu ngành, một nghiên cứu gần đây của Wugler (2000) đã tìm cách khép kín cái vòng này bằng việc chỉ ra rằng, đầu tư cấp ngành nhạy cảm hơn với sự tăng trưởng sản lượng của ngành trong các nền kinh tế có khu vực tài chính phát triển. Nói cách khác, trong những nền kinh tế có khu vực tài chính kém phát triển, sự suy giảm sản lượng trong một ngành nhất định ít có khả năng là sản phẩm của việc cắt giảm đầu tư trong ngành đó, và ngược lại. Rõ ràng, đây cũng là một thước đo không hoàn hảo của hiệu quả phân bổ (nguồn lực), nhưng nó lại soi sáng thêm cho những quá trình đang diễn ra, những quá trình bao hàm việc huy động - mặc dù không nhất thiết phải tăng - các nguồn tiết kiệm, phân bổ lại vốn đầu tư và phụ thuộc nhiều hơn vào những người cấp vốn bên ngoài cho doanh nghiệp, và như vậy, sẽ có sự giám sát chặt chẽ hơn từ bên ngoài đối với những người quản lý doanh nghiệp.

Tài chính cũng ảnh hưởng tích cực đến tăng trưởng trong một thời kỳ ngắn hơn. Levine, Loayza và Beck đã chia nhỏ số liệu của 35 năm thành 7 phân kỳ bằng nhau và thấy rằng, tương quan giữa tốc độ tăng trưởng với mức phát triển tài

**Tài chính cũng có thể  
đang trong ngành**

chính vẫn duy trì ở mức cao như trong dài hạn. Quả thực, nếu chúng ta tiếp tục thu ngắn thời gian hơn nữa, thì có thể sẽ tìm được một mối tương quan thậm chí còn chặt chẽ hơn giữa việc mở rộng tín dụng tư nhân và tăng trưởng kinh tế - nhưng điều này có thể làm cho chúng ta chệch hướng. Suy cho cùng, cần phân biệt giữa (a) tăng trưởng bền vững dựa trên những thành tựu vững chắc về năng suất nhờ sự phân bổ khôn ngoan các nguồn vốn và giám sát các nhà quản lý, và (b) sự tăng trưởng tạm thời dựa trên mức vay nợ không bền vững.

Điều này nhắc nhở chúng ta phải thận trọng khi đẩy mạnh mở rộng tín dụng, coi đó là một cách để đạt được tăng trưởng dựa vào tài chính. Lớn hơn không nhất thiết có nghĩa là tốt hơn. Thực vậy, có một dấu hiệu rõ ràng để phân biệt các nền kinh tế tiên tiến, có thu nhập cao và có hệ thống tài chính lớn, xét về mặt:

- Lượng vốn được trung chuyển và xử lý.
- Số lượng và chủng loại các doanh nghiệp nằm trong khu vực tài chính và các dịch vụ mà khu vực này cung cấp.
- Nguồn lực kinh tế mà khu vực tài chính sử dụng.

Kết quả kinh tế lượng mà chúng tôi đã mô tả cho thấy, mối quan hệ này ít nhiều có tính nhân quả, nhưng hầu như rõ ràng rằng, sự vội vàng liều lĩnh của các nền kinh tế đang phát triển trong việc đua nhau mở rộng qui mô hệ thống tài chính tiên tiến là điều dại dột và có nguy cơ phải trả giá đắt. Thí dụ, những nỗ lực lao vào phát triển sâu tài chính (để nâng cao tăng trưởng kinh tế bằng cách đảo ngược phương trình tài chính - tăng trưởng) có thể và thực tế đã bị tắt ngấm thảm hại:

- Xúc tiến quá vội vàng sự tăng trưởng nhanh chóng của tín dụng trong nước sẽ dẫn đến lạm phát và mất giá đồng tiền, hoặc phá sản về mặt thể chế (để có được mức tăng trưởng đúng đắn trong chừng mực nào đó là công việc của chính sách ổn định kinh tế vĩ mô - nhiều trường hợp thất bại nặng nề nhất ở đây là do các luồng vốn nước ngoài chảy vào ồ ạt, như sẽ bàn đến trong Chương 4).

**những cên cañh giaé: lúá  
hún chũa chùèàãããããã  
hún**

- Thiết lập các ngân hàng do nhà nước sở hữu để ép buộc nhịp độ phát triển của các trung gian (tài chính) có khi lại ngăn cản sự hình thành năng lực tài chính (xem Chương 3).
- Bảo hộ khu vực dịch vụ tài chính như một “ngành non trẻ” có thể gây ra chi phí quá lớn hoặc dịch vụ kém cỏi (Hộp 1.2).

Vì thế, cần phải rút ra các bài học chính sách từ những quan sát chặt chẽ quá trình tiến hoá của các hệ thống tài chính ở các nền kinh tế tiên tiến, để tìm ra giải pháp đáp ứng yêu cầu về tài chính của các doanh nghiệp – và các hộ gia đình – trong một môi trường kinh tế ngày càng phức tạp, và bằng

**Các nhà hoạch định chính sách cần chú trọng để tránh những sai lầm của hệ thống tài chính**

### Hộp 1.2. Tài chính như một ngành xuất khẩu

Ở ĐÂY CÓ MỘT QUAN ĐIỂM KHÁC cũng có lý và được xem là phù hợp, nhất là với những nền kinh tế nhỏ, đó là xem tài chính như một ngành xuất khẩu tiềm năng quan trọng. Ở một mức độ nhất định, một doanh nghiệp tài chính xuất khẩu thành công có thể được xem như một sản phẩm phụ của nền tài chính trong nước có hiệu quả. Thu nhập xuất khẩu ròng khổng lồ từ dịch vụ tài chính của nước Anh là thành quả của một phần tư thiên niên kỷ nước này đứng đầu về mặt công nghệ trong tài chính, được xây đắp dựa vào kinh nghiệm của Hà Lan vào cuối thế kỷ 17, và lúc đầu được sử dụng trong dịch vụ tài trợ cho chiến tranh của chính phủ. Sự tinh vi về công nghệ và nguồn vốn con người cũng đã giúp cho Hồng Kông và Xingapo có được một vai trò so sánh trong khu vực. Có một xu thế tự nhiên là, tài chính quốc tế tập trung vào một số ít trung tâm, và mỗi trung tâm tài

chính là một tổ hợp về tính thanh khoản cao và kiến thức chuyên môn sâu sắc, và nhiều trung tâm tài chính khu vực được lợi nhờ những hệ thống tài chính trong các khu vực địa lý lân cận. đang suy yếu. (Ngoài ra, các dịch vụ hỗ trợ tài chính thường ngày có thể được xuất khẩu mà không đòi hỏi phải đầu tư sâu rộng ở mức cao vào nguồn nhân lực). Đáng tiếc, chẳng có mấy trường hợp thành công. Nhiều nước trong khi đang cố gắng phát triển tài chính thành một ngành kinh doanh xuất khẩu, đã không xây dựng được một cơ cấu luật pháp, qui định và giám sát cần thiết, trái lại, họ lại tìm cách đánh thuế lũy tiến hoặc áp dụng cạnh tranh có điều tiết. Cái đáng lẽ phải được xây dựng thành trung tâm của kiến thức chuyên môn về tài chính thì nhiều khi lại chẳng khác những trung tâm chuyển tiền là bao.

cách đó, sẽ tạo ra được nền tảng cho những tiến bộ về năng suất trong tương lai. Nói chung, những quá trình này phải tuân theo thị trường, và nhiều quá trình sẽ diễn ra trong những thời kỳ có ít những hoạt động mang tính phong trào trực tiếp của chính phủ trên thị trường tài chính. Chính phủ nào ở các nước đang phát triển muốn dựa trên sự thành công này thì tốt nhất nên làm điều ấy bằng cách đáp ứng các nhu cầu của thị trường – không phải đáp ứng yêu cầu cụ thể của những đối tượng riêng biệt trên thị trường, mà là yêu cầu chung để thị trường vận hành. Nói cách khác, mục đích không phải là cố gắng trực tiếp thúc đẩy quá trình mở rộng khu vực tài chính, mà là áp dụng những chính sách cho phép các đối tượng tham gia hệ thống tài chính cung ứng được những dịch vụ mà họ chuyên sâu với hiệu quả tối đa, cụ thể là, phải làm sao để những chức năng sâu rộng mà mỗi nền kinh tế thấy cần nhất, và tài chính có thể cung cấp, được cung ứng một cách thoả đáng. Vì việc phát triển những dịch vụ này gắn liền với những ngoại ứng và hiệu ứng mạng lưới rất lớn, nên nếu chỉ có thái độ thụ động thì chưa đủ (xem Stiglitz, 1994). Các nhà hoạch định chính sách phải làm việc với thị trường để đảm bảo sự phát triển tối ưu của tài chính, để vừa giúp cho việc điều phối sự phát triển của các cấu trúc thị trường kết hợp lại với nhau, vừa tạo lập những cơ sở hạ tầng cần thiết cho tài chính.

Đến đây, chúng ta chuyển sang xem xét các cấu trúc và cơ sở hạ tầng.

### Câu trúc

**NÚAÀÖÖ CÖIPHÈN - CAÉ  
YÌ Æ TÖECÈÄ TRUÁ CÚ BAÄ**

**C**ÂU HỎI NÊN CHỌN THIẾT KẾ TỔNG THỂ CỦA một hệ thống tài chính như thế nào đã được đặt ra bất ngờ và sâu sắc cùng với sự sụp đổ của nền kinh tế kế hoạch hoá, và yêu cầu cấp thiết phải xây dựng một cấu trúc mới cho tài chính ở hơn hai mươi nền kinh tế chuyển đổi. Hầu như ngay lập tức, cuộc tranh cãi âm ỉ giữa giá trị của nền tài chính “thị trường” thông nghiệp qua trung gian

(tài chính) và phi trung gian đã chiếm vị trí trung tâm. Cuộc tranh cãi này đã cho chúng ta biết nhiều điều về cách thức vận hành của hệ thống tài chính, nhất là việc làm thế nào để cho những cấu trúc thể chế khác nhau hoàn toàn có thể hoạt động theo những cách thức rõ ràng không giống nhau, nhưng đều đạt được hiệu quả như nhau, cũng như các chức năng kinh tế sâu rộng như nhau.

Mặc dù tiền đề của cuộc tranh cãi này - chắc chắn có thể xếp hạng được các hệ thống tài chính dựa vào ngân hàng và hệ thống dựa vào thị trường theo năng lực cung ứng của chúng đối với các dịch vụ tài chính cần thiết cho sự tăng trưởng và thịnh vượng - như chúng ta sẽ thấy, dường như là một giả thiết sai, nhưng có một điều chắc chắn đúng là các cấu trúc thể chế xung quanh ngân hàng và thị trường chúng khoán thường, trong những thời kỳ dài, phát triển rất khác nhau ở các quốc gia khác nhau.

Làm thế nào để nhu cầu cấp vốn cho một khoản đầu tư có thể được tài trợ từ bên ngoài, khi nhu cầu này quá lớn khiến nhà đầu tư không tự trang trải được? Những người cấp vốn bên ngoài cần được tự thỏa mãn trước rằng, lợi tức sẽ tương xứng với rủi ro đi kèm, và họ sẽ tiếp tục được theo dõi các diễn biến sau này.

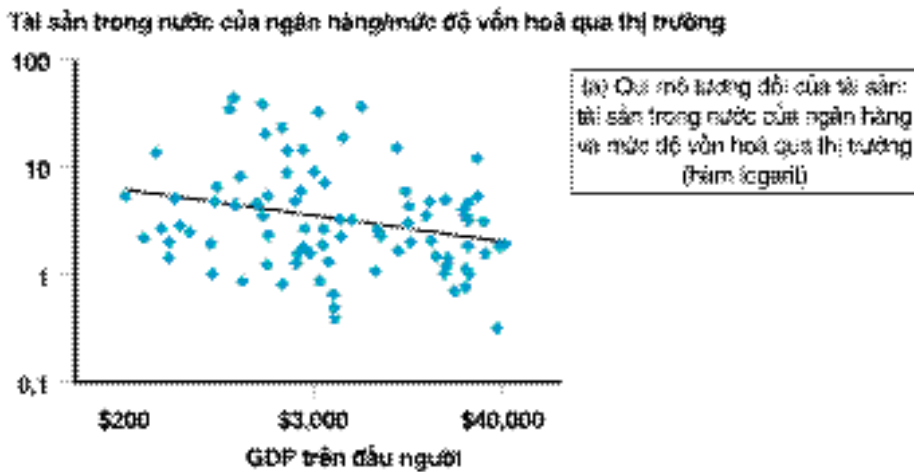
Một chiến lược tài trợ là, để những người cấp vốn và người sử dụng vốn dựa vào ngân hàng: một trung gian ít nhiều đều có một đội ngũ chuyên gia lớn sẽ chấp nhận rủi ro tài trợ cho một khoản đầu tư bằng chính tài sản của mình, tích hợp rủi ro từ nhiều dự án kinh doanh khác, và đạt được lợi thế kinh tế nhờ qui mô bằng cách tránh những trùng lặp trong việc thẩm định và giám sát. Đến lượt mình, ngân hàng sẽ bị kiểm soát chặt chẽ thông qua sự phụ thuộc của ngân hàng vào nguồn tài trợ ngắn hạn từ rất nhiều người gửi tiền, một sự phụ thuộc cũng mang lại lợi thế tạo cho người gửi tiền có khả năng thanh khoản. Tài trợ qua ngân hàng rõ ràng có ý nghĩa khi thông tin về uy tín trả nợ dễ dàng luận giải, nhưng lại rất tốn kém nếu muốn thu thập - thí dụ như trong những ngành trưởng thành; người gửi tiền không có lý do gì để phản đối những nhận định giàu thông tin của ban quản lý ngân hàng.

Một chiến lược tài trợ khác là bán trực tiếp yêu cầu tài chính của dự án đầu tư cho những người cấp vốn. Nếu có nhiều ý kiến khác nhau về triển vọng của dự án đầu tư, thì đây có thể là cách hay hơn để cho phép những nhà tài trợ tiếp cận được với những dự án đầu tư mà họ tin tưởng. Bán các yêu cầu tài chính trên một thị trường mở, nơi có cả những người lạc quan và bi quan trong số những người cấp vốn, có thể là một cuộc cá cược hợp lý hơn cho những ai đang tìm cách tài trợ cho sự đổi mới, chứ không muốn dựa vào nhận định của một trung gian cứng nhắc (Allen và Gale 2000).

Tính chất thanh khoản của những yêu cầu này được tăng cường bằng cách cho phép chúng được niêm yết ở một sở giao dịch chứng khoán có tổ chức; không có khả năng thanh khoản đó thì nhóm các nhà đầu tư trên thị trường mở sẽ rất hạn chế.

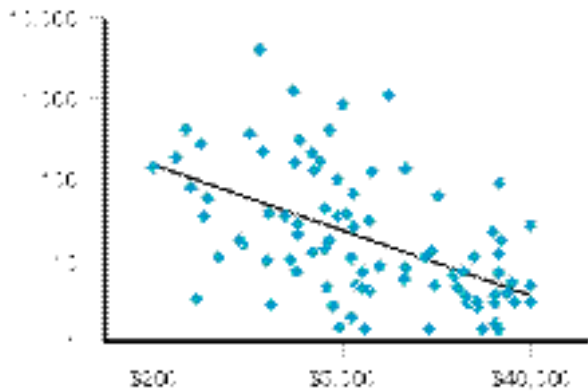
Hệ thống tài chính chính thức ở hầu hết các nước đều do ngân hàng chi phối, nhưng ở một số nước tiên tiến hơn thì tỉ lệ giữa mức độ vốn hoá qua thị trường chứng khoán và tài sản ngân hàng lại rất cao, và có một xu hướng chung là tăng dần tỉ lệ thị trường-trên-ngân hàng này theo trình độ phát triển, cả về mặt thời gian lẫn mức độ liên ngành (Hình 1.6 và Hộp 1.3). Liệu điều này có phải là coi việc tăng cường vai trò

Hình 1.6 Ba thước đo về sự phát triển tương đối của ngân hàng và thị trường chứng khoán có tổ chức



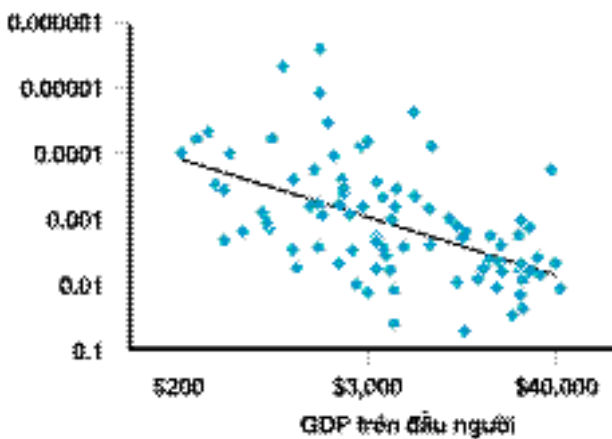
Hình 1.8 (Tiếp)

Tài sản tài chính của ngân hàng/gia trị trao đổi (logarit)



(b) Các hoạt động tương đối giữa tài sản của ngân hàng đối với khu vực tư nhân và giá trị trao đổi (hàm logarit)

Giá trị trao đổi X chênh lệch lãi suất ròng



(c) Hiệu quả tương đối đo bằng tỷ lệ giữa khối lượng giao dịch trên thị trường chứng khoán và chênh lệch lãi suất ròng của ngân hàng (hàm logarit)

Source: Cơ sở dữ liệu BEA

Khi các mức giá cơ bản thì qui mô tương đối của hoạt động và hiệu quả của thị trường chứng khoán so với khu vực ngân hàng càng sẽ tăng lên

của tài chính qua thị trường là một mục tiêu chính sách hay không?

Câu hỏi này đã được phân tích rất nhiều trong các nghiên cứu kinh tế lượng gần đây, với một kết luận nổi bật rằng: xu hướng tăng lên nói chung trong tỉ trọng tài chính qua thị trường cùng với sự phát triển kinh tế dường như không phải là một quan hệ nhân quả. Nếu chúng ta sử dụng các mô hình hồi quy về tăng trưởng đã bàn đến ở trên, và cập nhật chúng bằng cách đưa thêm vào nhiều thước đo khác nhau về tỉ lệ thị

### Hộp 1.3. Thuần gian, thu nhập và lạm phát: những thủ tục tài chính và ảnh hưởng vĩ mô

NGAY CẢ TRƯỚC KHI KHẢO SÁT CÁC yếu tố quyết định về mặt thể chế đối với sự phát triển tài chính và mối quan hệ nhân quả giữa tài chính và tăng trưởng, thì chúng ta vẫn có thể xem xét những hiện tượng thường thấy mang tính thực nghiệm trong các số liệu kinh tế vĩ mô, mối quan hệ giữa độ sâu tài chính, lạm phát và GDP trên đầu người, với một độ biến thiên khá lớn qua thời gian.

Về độ sâu tiền tệ (tỉ số M2/GDP), phân tích hồi quy về các chuỗi số liệu theo thời gian và số liệu chéo có phân nhóm với khoảng 2.700 quan sát trên hơn 120 nước và trong vòng 35 năm từ cơ sở dữ liệu BDL (Beck, Demirgüç-Kunt, và Levine 2000a) cho phép chúng ta lượng hoá những mối quan hệ kinh tế vĩ mô này và gợi ra một số thực tế điển hình như sau:

Độ sâu tiền tệ:

- tăng khoảng 3% mỗi khi GDP trên đầu người tăng thêm 1.000 đôla.
- hàng năm tăng đều đặn khoảng 0,25%.
- nhưng giảm khoảng 0,5% mỗi khi tốc độ lạm phát trung hạn tăng 1%

Chú thích: Những kết quả này là mối quan hệ dài hạn (đồng phối hợp) ước lượng được từ một cơ chế điều chỉnh lỗi, áp đặt những hệ số như nhau cho tất cả các nước, trừ những hệ số phản ánh hiệu ứng cố định cho từng nước. Phương pháp ước lượng: GLS với trọng số liên ngành.

Vai trò của lạm phát, nhất là khi lạm phát cao, trong việc cản trở sự phát triển tài chính đã được Boyd, Levine, và Smith (sắp xuất bản) nhấn mạnh. Phép hồi quy của họ, gồm rất nhiều các yếu tố được giữ cố định và được dùng để khảo sát các hiệu ứng phi tuyến của lạm phát, đã khẳng định cường độ trung bình của tác động lạm phát đến độ sâu theo như đã nêu trên. Họ cũng đã chỉ ra rằng, các nước lạm phát cao có sự phát triển tài chính thấp hơn nhiều, nhưng vượt qua một điểm ngưỡng nhất định thì lạm phát có tăng hơn nữa cũng sẽ có ít tác động tăng thêm.

Xu hướng tăng lên trong độ sâu tài chính không ngăn chặn được sự suy giảm hiếm thấy trong tốc độ tăng trưởng của thế giới. Điều này có vẻ như một nghịch lý, nếu dựa trên giả thuyết cho rằng, hệ thống tài chính phát triển sâu hơn sẽ giúp tạo ra tăng trưởng. Một cách giải thích là, sự thay đổi công nghệ qua thời gian đã làm tăng hàm lượng tài chính trong tăng trưởng, có nghĩa là đến đây, cần phải có những hệ thống tài chính phát triển sâu hơn, nếu muốn duy trì tốc độ tăng trưởng như trước.

trường-trên-ngân hàng thì kết quả vẫn luôn luôn phủ nhận một tác động có ý nghĩa thống kê của những thước đo cấu trúc này đến tăng trưởng. Dường như không có tác động gì,



bất kể là đến cơ cấu tăng trưởng theo ngành hay đến tỉ lệ số doanh nghiệp tăng trưởng nhanh hơn được tài trợ bằng nội lực; ngay đến cả khả năng sinh lời của ngân hàng có vẻ như cũng chẳng chịu ảnh hưởng gì cả. Điều này luôn đúng, bất kể tỉ số mà chúng ta chọn liên quan đến khối lượng tài sản (tiền gửi ngân hàng, mức độ vốn hoá thị trường chứng khoán) hay đến mức độ hiệu quả (lợi suất ròng, doanh thu từ chứng khoán).<sup>7</sup>

Chúng ta không thể kết luận rằng loại hình tài trợ có vai trò gì ở đây. Một khía cạnh về việc điều gì có thể xảy ra là các doanh nghiệp trong những nền kinh tế thành công đã tìm thấy một cách kết hợp giữa phát triển thị trường cổ phiếu và phát triển ngân hàng, mà cách kết hợp này phù hợp với nhu cầu cấp vốn cụ thể của chính họ và cấu trúc thể chế; mức thu nhập càng cao thì càng có nhiều khả năng cách kết hợp này nghiêng nhiều hơn về phía cổ phiếu. Công nghệ sản xuất và các điều kiện thị trường sản phẩm mà các doanh nghiệp khác nhau gặp phải chắc chắn có một vai trò nhất định trong việc xúc tiến các cách tiếp cận khác nhau để ra quyết định tài trợ. Vì thế, bằng chứng này chưa đủ để phản bác sự cần thiết phải có một mức độ đa dạng hoá thích hợp các kênh tài trợ trong một nước. Trái lại, thông điệp ở đây là, cả sự phát triển của hệ thống ngân hàng và của tài chính qua thị trường đều hỗ trợ tăng trưởng; cái này sẽ bổ sung cho cái kia.

Quả thực, chính sách cũng có ảnh hưởng đến tầm quan trọng tương đối của ngân hàng và thị trường chứng khoán ở một số nước. Thường chính sách ưu tiên khu vực này thì sẽ có ảnh hưởng kiềm chế khu vực kia, khiến cho hệ thống tài chính không triển khai được tập hợp tối ưu các loại cấu trúc mà nó cần. Thí dụ, ở nhiều nước, chính sách hạn chế thông tin hoặc đánh thuế chồng chéo lên cổ tức, sẽ cản trở sự phát triển của cổ phiếu và nuôi dưỡng cho hình thức tài chính qua vay nợ, nhất là khi phần lãi phải trả lại được khấu trừ (khỏi thuế thu nhập). Tương tự, sự hạn chế tương đối hệ thống ngân hàng của Ấn Độ và Hàn Quốc so với khu vực phi ngân hàng ít bị can thiệp hơn, rõ ràng đã góp phần làm cho khu vực phi ngân

**Ngân hàng và tài chính  
qua thị trường tài chính  
và thị trường chứng khoán**

hàng phát triển trong thập kỷ 80 và 90. Từ giữa những năm 30, những hạn chế không cho phép các ngân hàng thương mại của Mỹ được giữ một tỉ lệ sở hữu lớn trong các công ty phi tài chính, đã khiến cho ít nhất các công ty lớn phải dựa nhiều hơn vào thị trường chứng khoán, vì những hạn chế này xuất phát từ nhận thức của nước Mỹ về sự đa dạng hoá theo vùng địa lý của các ngân hàng. Điều nổi bật là, những hạn chế này không ngăn cản hệ thống tài chính Mỹ hỗ trợ tích cực cho sự tăng trưởng tiếp theo của nước này. Trường hợp tương phản là trong các ngân hàng của Anh: mặc dù các chính sách công không áp đặt bất kỳ hạn chế tương tự nào đối với chúng, nhưng ngân hàng cũng đã để lại những chỗ trống cho phép thị trường chứng khoán có những đóng góp đáng kể vào sự phát triển của hệ thống tài chính và nền kinh tế nước Anh.

Nguyên nhân gây ra những hành vi trái ngược nhau của các thể chế tài chính khác nhau giữa các nước sẽ vẫn còn gây nhiều tranh cãi. Cái mà những kết luận nghiên cứu gần đây đã khẳng định là, chúng ít có ý nghĩa hơn những gì chúng ta tưởng, và bản thân các dịch vụ tài chính còn quan trọng hơn là hình thức cung ứng chúng. Quả thực, tính chất đa dạng trong các dịch vụ cần thiết đã vượt quá mức độ có thể đo lường được trong các số liệu tổng hợp về qui mô và hoạt động của các ngân hàng và thị trường.

Một lý do khiến cho việc phân biệt giữa ngân hàng và thị trường có thể chẳng giúp được gì nhiều để dự báo tăng trưởng là do nó không hoàn toàn tương ứng với sự phân định giữa nợ và cổ phần.<sup>8</sup> Cần có vô số các công cụ tài chính khác nhau để cho phép các doanh nghiệp trong những tình huống khác nhau, có thể có được một cấu trúc tài trợ phù hợp với mình. Vay nợ là một công cụ cổ điển có thể được sử dụng để ngăn chặn không cho những người trong cuộc ở một doanh nghiệp thành công, giả vờ là mình không có khả năng chi trả cho các nhà tài trợ bên ngoài.<sup>9</sup> Với những kế ước nợ đơn giản, việc thanh toán sẽ không tùy thuộc vào kết quả hoạt động của doanh nghiệp, và sự phá sản sẽ mở màn cho một quá trình chuyển giao quyền kiểm soát (cho dù là kiểm soát

**Bêê cên xúáđ vĩ ìthông  
tin àaãhaã chí ãkhañùng  
tĩĩ p cêã vồã cõiphên úã  
caé nũúá àang phaã  
trĩĩ ñ ¼**

tài sản thế chấp hay bản thân doanh nghiệp) sang cho nhà tài trợ bên ngoài. Với điều kiện có thể tin tưởng rằng sự chuyển giao quyền kiểm soát này sẽ thực hiện được (và như chúng ta sẽ thảo luận dưới đây, điều này không có gì đảm bảo ở các nước đang phát triển), nó sẽ tạo cho người cho vay một niềm tin rằng, ngay cả khi họ không thể theo dõi hoạt động của doanh nghiệp một cách đáng tin cậy thì họ vẫn có thể vào cuộc, nắm quyền kiểm soát, và biến giá trị doanh nghiệp thành tiền, ngay cả khi có sự vỡ nợ.

Một thí dụ trong lịch sử có thể minh họa thú vị cho việc khẳng định rằng, khả năng có thể kiểm chứng được các kết quả là vấn đề cốt lõi. Một vài khế ước dạng vay nợ trước đây, cụ thể là các khoản vay cổ xưa được thế chấp bằng tàu đi biển, thực tế đã áp dụng thanh toán một phần theo điều kiện, dựa trên một trong những khía cạnh thành công mà chắc chắn có thể kiểm chứng được, bởi vì chủ nợ sẽ không được trả nợ trừ phi và cho đến tận lúc các con tàu được vay nợ trở về, trong trường hợp đó, cũng như với trái khoán rủi ro sau này, họ sẽ được thanh toán rất hậu hĩ.

Và điều quan trọng là, cần phải có cái gì đó để lại có thể nắm quyền kiểm soát: món vay sẽ dễ dàng được cung cấp cho doanh nghiệp hơn với những tài sản hữu hình (ước tính của Demirgüç-Kunt và Maksimovic (1999) dựa trên các tài khoản tài chính của một mẫu lớn, bao gồm các công ty được niêm yết ở các nước phát triển và đang phát triển cho thấy, nếu thay 100 đôla giá trị tài sản vô hình bằng các tài sản hữu hình, thì sẽ là làm tăng mức độ phụ thuộc vào hình thức tài chính qua vay nợ trung bình lên 36 đến 51 đôla.

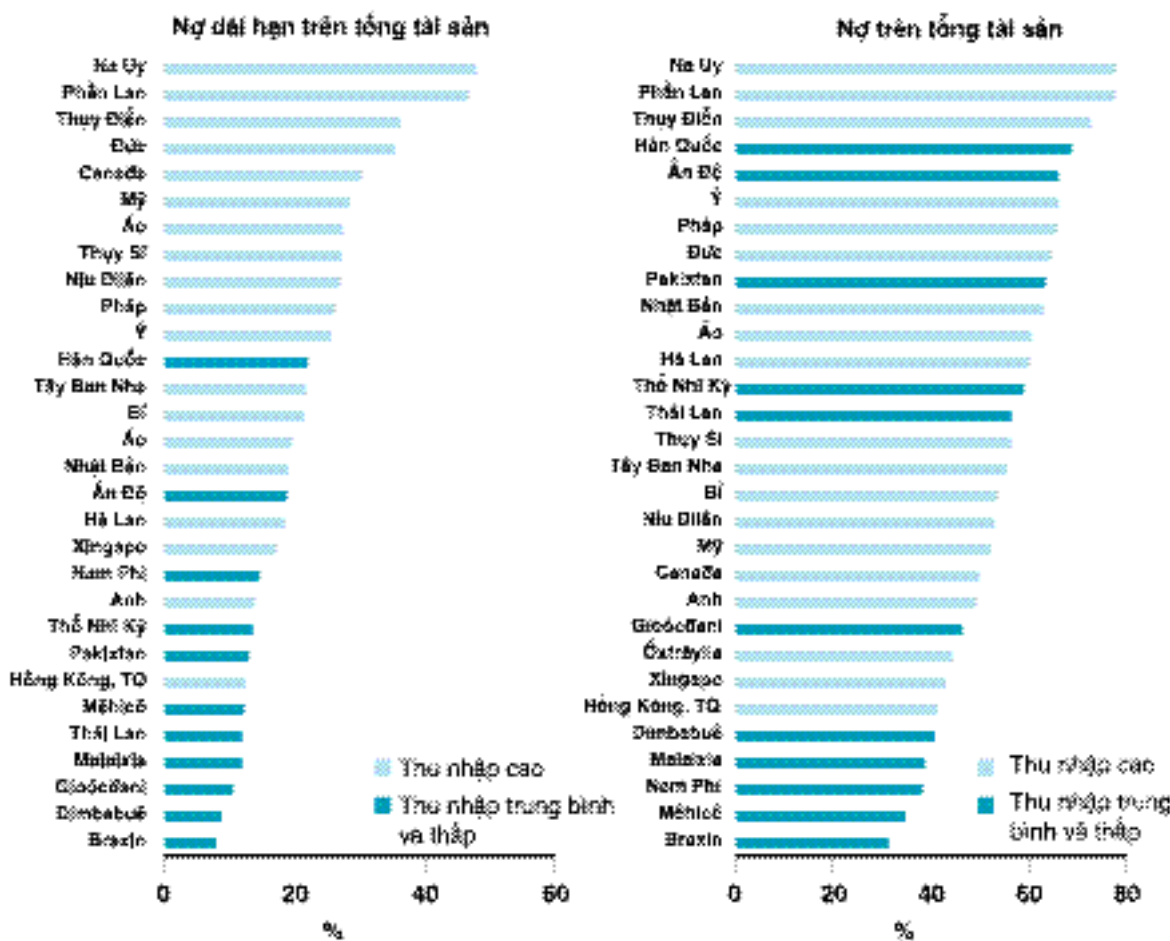
Sự phức tạp của hầu hết các hoạt động kinh tế và kinh doanh hiện đại đã làm tăng mạnh mức độ phong phú của các phương thức mà những người trong cuộc có thể sử dụng để cố gắng che đậy kết quả hoạt động của doanh nghiệp. Mặc dù những tiến bộ về công nghệ, kế toán, và thực tiễn pháp lý đã giúp cho việc hoàn thiện các công cụ phòng ngừa, nhưng xét cho cùng, thì sự không đối xứng về thông tin giữa người sử dụng và người cấp vốn ở các nước đang phát triển vẫn chưa

**¼ vaabĩ n caah cae vee  
aĩ iĩ i phap luẽ, chuag  
coah chĩ emũe àoõsũe  
coacũ cae khoaã nũãlaã  
haã**

giảm được nhiều như ở các nước phát triển, và thậm chí tình trạng này còn xấu đi. Những khó khăn trong việc giám sát đã hạn chế tiềm năng tiếp cận được nguồn vốn cổ phần từ bên ngoài của các doanh nghiệp. Và vấn đề này ở các nước đang phát triển còn nghiêm trọng hơn.

Trên thực tế, việc tiếp cận các nguồn tài trợ bằng vay dài hạn ở các nước đang phát triển rất hạn chế, ngay cả với những

**Hình 1.7** Mức độ đòn bẩy trung bình của các công ty niêm yết trong các nền kinh tế công nghiệp và nền kinh tế đang phát triển



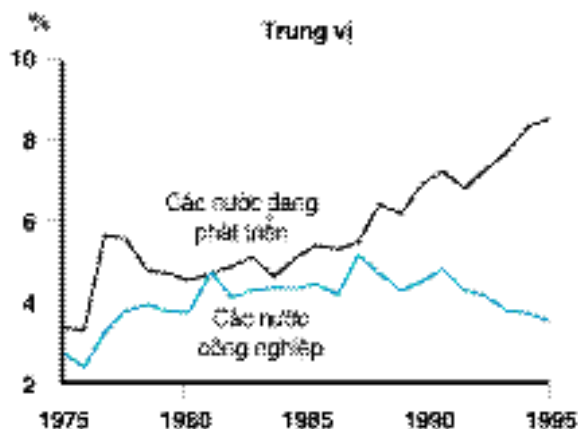
Chú thích: Số liệu là giá trị trung bình của các công ty niêm yết được giải đoạn 1989-99. Nguồn: Dữ liệu của Demiguel-Kunt và Maksimovic (1999)

doanh nghiệp hàng đầu. Nguyên nhân của nó không phải chỉ là sự không đối xứng về thông tin, và sự thiếu minh bạch nói chung, mà còn do luật về thế chấp còn yếu và tính hiệu quả trong bộ máy tư pháp còn kém. Điều này khiến cho việc viết khế ước rạch ròi hay đảm bảo hiệu lực thực thi chúng trước toà án rất khó khăn. Khảo sát các báo cáo tài chính, ngay cả của những công ty đã niêm yết, đều cho thấy, tỉ lệ tổng tài sản được tài trợ bằng vốn vay nhỏ hơn - và còn nhỏ hơn nữa nếu chúng ta chỉ nhìn vào vốn vay dài hạn - mặc dù chẳng có lạm phát xảy ra khiến thị trường vốn dài hạn bị kiềm chế. Điều này không hẳn có nghĩa là các doanh nghiệp đó đã thay thế bằng vốn cổ phần từ bên ngoài. Tuy số liệu không cho phép chúng ta xác định riêng rẽ nguồn vốn cổ phần từ bên ngoài, nhưng cần giả thiết rằng, những doanh nghiệp này được tài trợ rất lớn bằng phần thu nhập giữ lại và góp vốn cổ phần từ những người trong nội bộ doanh nghiệp, những người không bị vấn đề bất đối xứng về thông tin hạn chế. Đây là một nguyên nhân khiến việc đầu tư tư nhân bằng cổ phiếu thêm phần quan trọng.

Phần lớn các khoản vay của các doanh nghiệp ở những nước đang phát triển đều từ ngân hàng, và chi phí của hình thức tài trợ này cũng phụ thuộc tương ứng vào hiệu quả hoạt động và tính cạnh tranh của thị trường ngân hàng. Về mặt này, thành tích của các nền kinh tế đang phát triển còn khá thấp kém. Một dấu hiệu gần đúng phản ánh thành tích hoạt động này là mức độ lan rộng của các trung gian (tài chính). Các chỉ số cho thấy, tự do hoá lãi suất ngân hàng đã làm tăng thêm mức chênh lệch lãi suất này (Hình 1.8); quả thực, trong khi trung vị của mức chênh lệch lãi suất trung bình được yết giá ở các nền kinh tế tiên tiến trong nửa cuối thập kỷ 90 giảm xuống chỉ còn trên 300 điểm cơ sở, thì con số tương ứng ở các nền kinh tế đang phát triển lại tiếp tục mở rộng vượt quá 800 điểm cơ sở. Một phần trong sự gia tăng này sẽ phản ánh việc định giá vốn vay tình tế hơn trong một môi trường được tự do hoá, phản ánh chính xác hơn mức độ rủi ro vỡ nợ cao hơn trong cơ cấu tài sản ngân hàng ở một nước đang phát triển điển hình.<sup>10</sup> Tuy nhiên, một phần khác trong sự gia tăng này

**Vay ngân hàng úcáé  
nũúé ààng pháă trũĩ n tũũ  
keán hún ¼**

Hình 1.8 Biên độ chênh lệch giữa các trung gian tài chính



Chú thích: Hình vẽ phân tích xu thế trong nước bằng độ chênh lệch trung vị giữa các trung gian tài chính đối với ngân hàng các nước đang phát triển và các nước công nghiệp, 1975-99. Nguồn: Bonduan (2001a).

Lũ ãi ch do cã h tranh vã hĩ ã qua ãeãgiã ãn bĩ n ã ã ãchĩ nh lĩ ã h giũã cã ã nũũã cõng nghĩĩ ã; tũã ão hoãã cho phez phãã ãã h nhĩĩ ã hũn ã ãũãro trong bĩ n ã ã ãchĩ nh lĩ ã h ãã cã ã nũũã ããng phãã trĩĩ ã

sẽ thể hiện việc các ngân hàng và chủ ngân hàng thực thi nhiều quyền lực thị trường hơn trong các thị trường ngân hàng đã được tự do hoá nội bộ. Nhất là khi vốn bị xói mòn do khủng hoảng ngân hàng, thì các ngân hàng sẽ quyết tâm sử dụng quyền tự do mới của mình để tích lũy vốn thông qua việc thực thi quyền lực thị trường. Rõ ràng cần phải có các biện pháp chính sách để đề phòng tình trạng tập trung quyền lực thị trường sau khi tự do hoá ngân hàng, nhưng chính phủ có thể rất chậm đề ra chính sách, nếu lượng vốn của ngân hàng còn thấp, do những vấn đề đã nêu từ trước: nó sẽ giống một loại gần như thuế ẩn đánh vào khách hàng của ngân hàng để khôi phục lại mức vốn hoá thoả đáng (xem Chương 2).

Sự tập trung của hoạt động ngân hàng cũng là một điều tệ hại trông thấy đối với sự tăng trưởng công nghiệp, nhưng như Cetorelli và Gambera (2001) đã chỉ rõ, các tác động rất phức tạp vì hệ thống ngân hàng phi cạnh tranh đã được thích nghi để hưởng lợi từ các mối quan hệ cho vay đối với những doanh nghiệp trẻ đang có nhu cầu được cấp vốn rất lớn. (Trong một thị trường phi cạnh tranh, ngân hàng có thể kỳ vọng khoản đầu tư ban đầu của họ trong việc xác lập môi

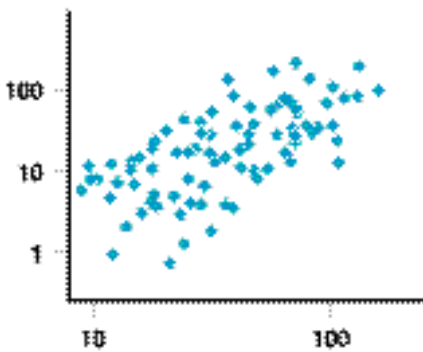
quan hệ cho vay với những doanh nghiệp như thế sẽ được đền đáp bằng một luồng lợi nhuận lâu dài). Quả thực, hiệu ứng tai hại của sự tập trung (hoạt động ngân hàng) có vẻ ít hơn trong những ngành có khả năng tồn tại phổ biến những doanh nghiệp như vậy.

Sự phát triển của thị trường chứng khoán – cổ phiếu cũng như vay nợ - đều có thể tạo ra những phản lực đối với những khoản lợi nhuận quá mức của ngân hàng. Trên thực tế, ở tất cả các nước, sự phát triển sâu của ngân hàng dường như có mối tương quan với sự phát triển thị trường chứng khoán (Hình 1.9). Trong khi cố gắng tìm hiểu sự phát triển của thị trường chứng khoán, chúng ta rất dễ sao lãng những thị trường cổ phiếu vô danh lớn, vốn đang ngày càng trở nên quan trọng ở các nền kinh tế tiên tiến, nếu chúng ta bỏ qua một điều là ở các nước đang phát triển, ngay cả những doanh nghiệp có tên trong danh sách niêm yết trên thị trường chứng khoán cũng thường có một số lượng lớn cổ phiếu của mình nằm trong tay các nhà đầu tư có quan hệ gần gũi. Quả thực, trong lịch sử, lần sử dụng rộng rãi đầu tiên hình thức tài chính

**4 những phát triển thị trường chứng khoán đã tạo ra các lĩnh vực cạnh tranh**

Hình 1.9 Các biện pháp trên thị trường chứng khoán và phát triển hệ thống ngân hàng

Tỉ trọng mức độ vốn hoá qua thị trường chứng khoán so với GDP



Tỉ trọng tài sản trong nước của ngân hàng so với GDP

Nguồn: Cục Dự trữ Liên bang (FED).

Sự phát triển của ngân hàng và thị trường chứng khoán đi đôi với nhau

chính thức qua cổ phiếu lại không thực sự để tranh thủ thị trường vô danh, mà nó hoạt động như một cách để chuyển giao quyền sở hữu trong một phạm vi hạn hẹp các hiệp hội kinh doanh, và do đó, nó là hình thức dành cho hầu hết các cổ phiếu ngày nay, và (tất nhiên) đặc biệt là, nhưng không chỉ dành cho các doanh nghiệp chưa niêm yết.<sup>11</sup>

Tuy nhiên, nếu các vấn đề về thông tin bất đối xứng có thể được giải quyết hoặc loại trừ, thì cổ phiếu bên ngoài là một công cụ tài chính có thể mang lại những lợi thế to lớn cho cả người sử dụng lẫn người cấp vốn. Tài chính qua cổ phiếu cho phép những người sáng lập trong cuộc và các nhà quản lý doanh nghiệp có thời gian để hoàn thành những dự án chiến lược dài hạn hơn, và để hồi phục sau những khó khăn ngoài dự kiến, mà không cần trả cái giá phải tổ chức lại. Mặc dù những người nắm giữ cổ phiếu có thể có quyền sở hữu cuối cùng và sẽ thu được nhiều lợi ích nếu doanh nghiệp hoạt động rất thành công, nhưng những lợi thế này phụ thuộc vào sự vận hành hữu hiệu của ban giám đốc để có sự đối xử bình đẳng đối với tất cả cổ đông.

Khi không thể đảm bảo điều này, thì cổ phiếu chỉ có thể bán được cho những người ngoài cuộc, sau khi đã giảm giá. Điều này đã được chứng minh rõ ràng cho trường hợp Đông Á trong những nghiên cứu của Claessens và các tác giả khác (1999a, b), những người đã ghi lại cẩn thận cấu trúc sở hữu cuối cùng của 3.000 doanh nghiệp có niêm danh ở 9 nước, theo dõi sự kiểm soát của nhóm và của gia đình, và vì thế, biết được mức độ kiểm soát thực tế (không chính thức) của ban quản lý hay những cổ đông chi phối, thường là thông qua các cấu trúc hình tháp, vốn rất phổ biến – và không chỉ trong khu vực (Hình 1.10. 1.11)<sup>12</sup>. Trong một chừng mực nào đó, những cấu trúc này phản ánh sự tập trung cao độ hơn quyền lực kinh tế trong các nước đang phát triển (một điểm đã để lại hậu quả cho việc thực hành các qui định về sự thận trọng, như sẽ bàn đến trong Chương 2). Tăng cường sự tập trung sở hữu sẽ làm tổn thương kết quả hoạt động trên thị trường chứng khoán của những cổ phiếu này, khiến chúng chỉ có thể được trao đổi



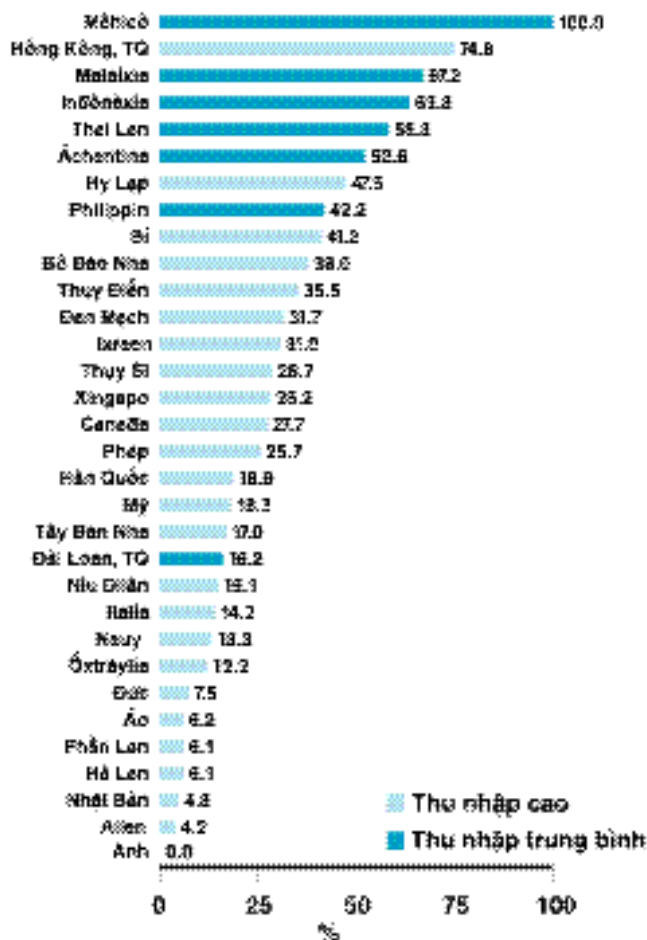
có chiết khấu để đền bù cho những nhà tài trợ ngoài cuộc vì có khả năng lợi ích của họ sẽ bị bỏ qua một cách tương đối. Đến đây, chúng ta lại thấy rằng, không phải lúc nào cũng có thể dựa vào sự vận hành của thị trường để đạt đến sự tối ưu, và trong trường hợp này, quản trị công ty và sự phân bổ nguồn lực sẽ là những lĩnh vực chịu thiệt hại.

Ở đây, có thể tạo ra một sự bảo hộ nhất định bằng các báo cáo tài chính chính xác và toàn diện, và bằng những đạo luật yêu cầu giám đốc phải làm việc vì lợi ích cao nhất của các cổ đông. Tất nhiên, nếu luật pháp và khả năng thực thi chúng trên thực tế phụ thuộc vào sự chấp thuận của chính những kẻ đặc lợi đang kiểm soát hầu hết các doanh nghiệp lớn của nền kinh tế, thì những kẻ này có thể chẳng vội vàng gì mà chấp thuận một điều như thế. Tuy vậy, người trong cuộc không phải lúc nào cũng được lợi ròng từ một môi trường mà trong đó họ không thể cam kết một cách đáng tin cậy là sẽ đối xử bình đẳng đối với các cổ đông bên ngoài.

Những loại yêu cầu này dường như quan trọng hơn là việc chỉ đơn giản thiết lập một tổ chức chính thức để tạo điều kiện thuận lợi cho việc mua bán cổ phiếu. Tuy nhiên, một khi những điều kiện thiết yếu cho việc phát hành cổ phiếu của doanh nghiệp đã được thiết lập, thì điều quan trọng là phải đảm bảo cho các thủ tục và thông lệ mua bán trên thị trường chứng khoán có tổ chức cũng đảm bảo khả năng thanh khoản thoả đáng ở mức giá phải chăng. Thực tiễn và công nghệ đang phát triển nhanh chóng từ các thị trường trưởng thành đã giúp cho việc áp dụng và thực hiện cơ chế mua bán và khảo giá dễ dàng hơn, mà những cơ chế đó rất hữu hiệu, và nói ngắn gọn, sẽ đảm bảo tính toàn vẹn của thị trường, kể cả đối với việc mua bán trái khoán và cổ phiếu (xem IFC 1998).

Tuy nhiên, việc nuôi dưỡng bắt buộc thị trường chứng khoán trong nước, giống như nhiều nước nhỏ đang cố thực hiện, có thể là trò “cầm đèn chạy trước ô tô”. Nhiều sở giao dịch chứng khoán mới đã được thiết lập trong những năm gần đây, bất chấp những điều kiện không khả quan. Rất nhiều trong số đó thanh khoản cực kỳ kém và chỉ có một số ít

Hình 1.10 Giá trị thị trường của các công ty gia đình, tính theo % so với tổng giá trị thị trường cổ phiếu của 20 công ty lớn nhất

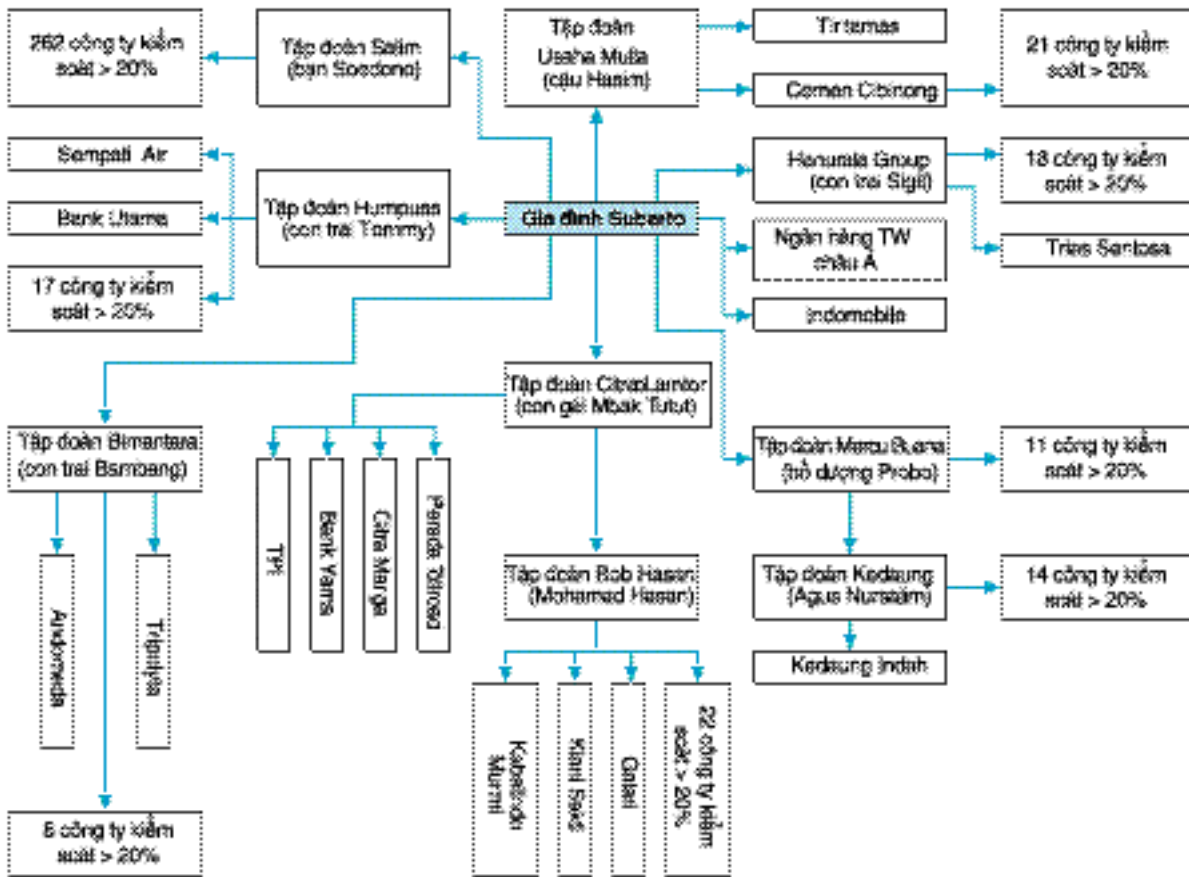


Nguồn: La Porta, López-de-Silanes, và Shleifer (1999a); Claessens, Djankov, và Lang (2000)

Các công ty gia đình ở những quốc gia có thu nhập cao thường có giá trị thị trường cao hơn so với các công ty gia đình ở những quốc gia có thu nhập trung bình.

chúng khoản được trao đổi. Đặc biệt, với những cơ hội ngày càng nhiều cho các đồng minh quốc tế, cũng như việc niêm yết và buôn bán giữa các nước, không có gì chắc chắn là bao nhiêu trong số những sở giao dịch này có thể và cần sống sót. Chúng ta sẽ quay lại vai trò của các hệ thống tài chính nhỏ trong Chương 4.

Hình 1.11 "Và chủ sở hữu là... tập đoàn gia đình Suharto"



Nguồn: Chavess và các tác giả khác (1999).

### Cứ sũa hã tầng tã chnh

**N**ẾU ĐIỀU CẦN THIẾT Ở ĐÂY LÀ PHẢI TẠO ĐIỀU kiện thuận lợi cho sự vận hành hữu hiệu của cả thị trường vay nợ lẫn thị trường cổ phiếu - cho phép các thị trường này được phản ứng trước mức cầu do nhu cầu của người cấp vốn và người sử dụng vốn hình thành nên - thì vẫn còn một câu hỏi được đặt ra là, biện pháp chính sách nào sẽ

**Tõẽ nhẽ lã hũu ág chnh  
sã hã vã sũphã hã trũ ñ  
mõã cũ sũa hã tầng vũãg  
chũẽ; chũã khõng phã hã  
vãõ cãế cũ cẽũ cũã hũ ñ**

phù hợp? Câu trả lời nổi lên một cách tự nhiên nhất từ các kết quả nghiên cứu mà chúng ta đang khảo sát và từ những kinh nghiệm đáng thất vọng về hình thức sở hữu của nhà nước đối với các trung gian tài chính (được bàn đến trong Chương 3) là, tất cả các chính sách này đều có khả năng sẽ hữu hiệu hơn nếu chúng được hướng vào cơ sở hạ tầng<sup>13</sup>, chứ không phải vào bản thân các cấu trúc tài chính.

Bài học từ việc xem xét cấu trúc tài chính đã cho thấy sự cần thiết phải có các biện pháp chính sách về cơ sở hạ tầng, mà những biện pháp này có thể đẩy mạnh việc sản sinh và trao đổi thông tin; hạn chế việc thực thi quyền lực thị trường, cho dù là trong hoạt động ngân hàng<sup>14</sup> hay do những người trong cuộc để gây bất lợi cho cổ đông; và đảm bảo sự vận hành hiệu quả của các thị trường chứng khoán có tổ chức.

Nhưng các biện pháp chính sách nào nên được áp dụng? Thí dụ, những qui tắc và thủ tục nào sẽ hạn chế được khuynh hướng những đối tượng tham gia (thị trường) xuyên tạc những thông tin có liên quan hay lãng tránh những cam kết mà họ đã đưa ra, và tận dụng quyền lực thị trường? (Ở đây, nguyên tắc hoạch định chính sách đầu tiên của chúng ta, như đã thấy trong phần tổng quan, sẽ giữ vai trò chủ đạo: “hãy làm việc cùng thị trường, nhưng không để mặc cho thị trường”).

Chính trong lĩnh vực pháp lý, các nghiên cứu gần đây về hệ thống tài chính hiệu quả lại đạt được nhiều tiến bộ nhất - và trong những lĩnh vực vượt quá đòi hỏi hiển nhiên và thiết yếu là phải đảm bảo khi xảy ra hiện tượng vỡ nợ, người cho vay có thể thực hiện quyền của mình một cách mau lẹ và không tốn kém. Tất nhiên, chính phủ có lợi thế so sánh trong việc hoạch định và thực thi luật. Một cách tiếp cận có thể được để hoạch định chính sách trong lĩnh vực pháp lý là tìm cách cập nhật và hiệu chỉnh luật pháp và các thông lệ pháp lý trong những lĩnh vực có ảnh hưởng đến tài chính: đưa cơ cấu pháp lý đạt đến mức tốt nhất như ở một trong những nền kinh tế tiên tiến hơn.

Một vài năm trước đây, một nhận định đáng kinh ngạc,

được hậu thuẫn bằng các nghiên cứu định lượng chi tiết, đã gây ra sự hồ nghi đối với đơn thuốc nhẹ nhàng này. Trong nhiều bài viết, La Porta, López-de-Silanes, Shleifer và Vishny (1997, 1998) đã cho thấy, cách lựa chọn truyền thống pháp lý không phải không có ảnh hưởng. Cụ thể hơn, họ lập luận rằng, hệ thống pháp lý bắt nguồn từ luật tục của Anh vượt trội hơn hẳn so với những hệ thống bắt nguồn từ đạo luật Napôlêông, xét cả về việc ủng hộ sự phát triển tài chính lẫn hỗ trợ tăng trưởng kinh tế nói chung. (Theo nghiên cứu của họ, kết quả hoạt động của hai dòng pháp luật khác được các nhà luật học ghi nhận là dòng Đức và Xcăngđinavi, nằm ở giữa hai dòng luật nói trên).

Những phát hiện ban đầu này của La Porta, López-de-Silanes, Shleifer và Vishny có thể được nhìn nhận, chẳng hạn như về khía cạnh bảo hộ tương đối mà các truyền thống pháp lý khác nhau đã chính thức đảm bảo cho các nhà lãnh đạo doanh nghiệp, các cổ đông chi phối, những người trong cuộc khác, trước các nhà tài trợ bên ngoài, kể cả những người cho vay lẫn các cổ đông thiểu số. Quả thực, các tác giả đã xác định một bộ những tiêu chí chính phản ánh sự bảo hộ tương đối này trong luật. Thí dụ, nếu một công ty tuyên bố phá sản, thì người cho vay được đảm bảo có quyền tịch thu tài sản thế chấp, hay những người đương nhiên được ưu tiên trả nợ sẽ chiếm đoạt (qui định về người được ưu tiên đương nhiên rõ ràng bảo vệ những người trong cuộc trước những người cho vay có đảm bảo)? Liệu ban quản lý có còn quyền kiểm soát một công ty đang phải đưa ra để sắp xếp lại dưới sự bảo hộ của tòa án hay không? Có những điều khoản bắt buộc việc bỏ phiếu thay qua thư hay không? Liệu tất cả cổ đông có quyền bỏ phiếu bình đẳng và quyền được mua trước khi tham gia vào bất kỳ lần phát hành cổ phiếu mới nào hay không (bảo vệ cổ đông thiểu số)? Một lượng nhỏ thiểu số các cổ đông có thể kiên quyết đề nghị một phiên họp đại hội cổ đông bất thường hay không? Liệu giám đốc có thể bị kiện vì cách đối xử có tính áp chế cổ đông hay không?<sup>15</sup>

Mặc dù rất nhiều tiêu chí pháp lý chưa thể ngay một lúc

**Các hệ thống pháp lý khác nhau, cóphúng thủé baø hõkhõng giõõg nhau**

gán cho những giá trị định lượng về mức độ bảo hộ mà chúng tạo ra, nhưng hình thái của chúng thì tương đối rõ: với số liệu của 49 nước trên khắp thế giới, sự bảo hộ tương đối có quan hệ gần gũi với cách phân loại làm bốn dòng xuất xứ pháp luật, và với đặc điểm của các qui tắc pháp lý mà những qui tắc này cũng lại gắn với xuất xứ pháp luật. Đáng kể hơn, quyền của cổ đông càng lớn (được đo khá thô sơ bằng giá trị trung bình của các tiêu chí) thì sẽ kéo theo số lượng các công ty niêm yết càng nhiều, và mức độ vốn hoá qua thị trường chứng khoán càng cao; quyền của người cho vay càng lớn thì sẽ gắn với mức độ tín dụng qua ngân hàng và tài chính qua trái phiếu càng cao. Kết luận này cho rằng, sự bảo hộ của luật pháp thực sự có giúp hỗ trợ cho sự phát triển của thị trường tài chính, đã được khẳng định và củng cố bằng bài viết của Levine, Loayza và Beck (bài viết này đã được nêu trong phần tài liệu tham khảo, và một lần nữa, bài viết này lại dùng biến xuất xứ pháp luật làm một công cụ để kiểm soát khả năng xảy ra mối quan hệ nhân quả ngược).

Vì thế, xuất xứ pháp luật có quan hệ với phát triển tài chính, và tài chính hỗ trợ cho tăng trưởng kinh tế, nhưng nếu nhảy cách quãng bằng việc phát biểu rằng, bản thân xuất xứ pháp lý là yếu tố nguyên nhân quyết định quan trọng đến tăng trưởng kinh tế thì có thể sẽ là một sai lầm. Các công trình kinh tế lượng gần đây hơn đã cho thấy các tuyến quan hệ nhân quả phức tạp hơn nhiều. Hai nghiên cứu gần đây đã đề xuất những cơ chế khác, mà cả hai dường như đều đã mô tả các số liệu chính xác hơn. Cả hai đều nhấn mạnh đến các điều kiện lịch sử trong những nước áp dụng hệ thống luật pháp từ các nước châu Âu hạt nhân.

- Công trình đầu tiên (của Acemoglu, Johnson và Robinson 2000) đã phân biệt giữa các vùng thuộc địa bị các cường quốc thực dân khai thác với những nước bị thực dân chiếm đóng: chỉ trong những nước bị xâm chiếm (được nhận diện về mặt kinh tế lượng bằng tỉ lệ tử vong trong số những kẻ thực dân thấp hơn) mới chịu ảnh hưởng của những lợi ích từ một nền pháp luật và

các thể chế khác được thiết kế hợp lý.

- Bài viết thứ hai (của Berkowitz, Postor và Richard 2000) đã nhấn mạnh đến cái mà họ gọi là tính hiệu lực pháp lý, tức là mức độ mà các thể chế pháp lý thực sự vận hành hữu hiệu. Trên thực tế, xuất xứ pháp luật cũng có mối quan hệ với hiệu lực pháp lý, và cũng theo thứ tự xếp hạng như thế. Nhưng Berkowitz, Pistor và Richard còn dùng một thủ thuật khác, họ lập luận rằng, ở nước nào mà hệ thống pháp lý hoàn toàn xa lạ của họ là sự lai ghép trực tiếp từ chính quốc vào một môi trường không dễ dàng tiếp thu (hoặc ngay cả khi lai ghép vào một môi trường dễ lĩnh hội nhưng sự lai ghép đó là gián tiếp, và do đó, phần nào không được hoàn hảo) thì nước đó sẽ không thể xây dựng hiệu lực pháp lý một cách hữu hiệu được.

Mỗi quan điểm trên đều dẫn đến một biên giải thích khác nhau, và các kết quả kinh tế lượng cho thấy, cả hai biên số này đều hơn hẳn biên về xuất xứ pháp luật khi cần giải thích cho tăng trưởng kinh tế. Có lẽ thông điệp chính từ những nghiên cứu này không phải là, để có được sự phát triển thành công thì phải có một giới lãnh đạo thuộc địa rộng lượng, mà là, bản chất của mối quan hệ tương tác trong lịch sử với các trung tâm châu Âu thường phá hoại hoặc gây bất lợi cho hiệu lực của các thể chế ở nước sở tại.

Chưa thể có kết luận gì về vấn đề này, nhưng ngay cả khi bản thân nó không phải là một ảnh hưởng mạnh, độc lập, có tính nhân quả đến tăng trưởng kinh tế, thì cuộc tranh luận và phân tích về vai trò của xuất xứ pháp luật cũng đã giúp cho việc khơi sâu thêm hiểu biết của chúng ta về cấu trúc pháp lý trong sự vận hành của hệ thống tài chính. Nghiên cứu đã cho thấy, những sự bảo hộ khác nhau đối với các đối tượng hữu quan khác nhau cũng ảnh hưởng đến sự phát triển tương đối của thị trường vay nợ và cổ phiếu, đến mức độ sở hữu rộng rãi của các công ty, hoặc tổng quát hơn, là đến mức độ mà các công ty đó được tài trợ từ bên ngoài, và do đó, đến sự phát triển nói chung của khu vực tài chính.

**Baō vī à quyĩ ñ vĩ ì taā saā  
taō à ì ù kī ã thuā lūā  
cho sūphaā trī ñ ñ thī  
trúúāg vaā ãu tú**

Đặc biệt giả thiết cho rằng, xuất xứ pháp luật có ảnh hưởng đến sự phát triển tài chính không bị các lý thuyết về thuộc địa và cây ghép nói trên phủ nhận về mặt thống kê. Trên thực tế, Beck, Demirgüç -Kunt và Levine (2000b) đã cho thấy, xuất xứ pháp luật vẫn là một biến số giải thích quan trọng cho rất nhiều thước đo phát triển tài chính trong các phép hồi quy ở nhiều nước. (Chính sự tồn tại lâu dài của môi quan hệ này đã cho phép chúng ta có thể sử dụng công cụ giúp nhận diện tác động có tính nhân quả của tài chính đến tăng trưởng như đã bàn đến ở trên). Biến thuộc địa có vẻ cũng có mối tương quan đáng kể đến sự phát triển tài chính - còn biến lai ghép thì kém tương quan hơn.<sup>16</sup>

Và thông điệp chính sách từ các kết quả kinh tế lượng đã chỉ ra một cách có hệ thống, theo một hướng duy nhất: chẳng những không cản trở tăng trưởng, việc bảo hộ tốt hơn quyền về tài sản của các nhà tài trợ bên ngoài sẽ tạo điều kiện thuận lợi cho sự phát triển thị trường tài chính và đầu tư.<sup>17</sup>

Để không bị nghĩ là quan sát trên quá hiển nhiên, chúng ta cần nhắc lại rằng, triển vọng này - một triển vọng hấp dẫn và thông thường đối với những người cấp tài chính - không phải là không có tranh cãi. Quả thực, có đôi điều cần nói về nền tảng lý thuyết của một quan điểm khác cho rằng, người cấp tài chính không nên được bảo hộ quá đáng. Suy cho cùng, sự tăng trưởng phụ thuộc vào tố chất doanh nhân, điều này lại do những người sáng lập trong nội bộ công ty có được; do đó, trao cho họ sự bảo hộ pháp lý không đầy đủ có thể làm phương hại đến nhiệt tình theo đuổi đầu tư kinh doanh mới của họ. Xét từ một khía cạnh khác, chúng ta có thể thấy bảo hộ pháp lý quá nhiều cho những đòi hỏi đối với tài sản thế chấp sẽ khuyến khích các ngân hàng lười biếng, vốn không thể khai thác được những kỹ năng của mình trong chức năng xã hội về thẩm định và theo dõi dự án, mà trái lại chỉ dựa vào việc nhận tài sản thế chấp và sự bảo hộ của pháp luật (kịch bản này đã được Manove, Padilla và Pagano 2000 nghiên cứu).

Và chúng ta cần phải tránh việc thúc đẩy việc thực hiện

**Mục đích của bài viết là để  
thể hiện rõ ràng rằng sự  
vấn đề của các nhà tài trợ  
lớn là vấn đề của các nhà  
doanh gia**



và tôn trọng hợp đồng vượt quá giá trị thực của chúng. Như Keynes (1923) đã có một kết luận rất đáng ghi nhớ, “sự chuyên chế trong các kế ước... là cha đẻ thực sự của cách mạng”. Luận cứ này và các luận cứ tương tự, có một giá trị nhất định, nhưng nhận định cuối cùng cần phải dựa vào thực nghiệm, và ở đây, tất cả những bằng chứng gần đây đều chỉ rõ những vấn đề nảy sinh là do bảo hộ không đầy đủ cho những người có quyền đòi hỏi, chứ không phải ngược lại. Sự thiếu vắng một “văn hoá tín dụng”, tức là những khuyến khích và thông lệ đã đi vay thì phải hoàn trả, sẽ cho phép suy luận được những phản ứng dự kiến từ phía những người sẽ là người cho vay. Hơn nữa, thiếu sự kiểm chế việc lạm dụng quyền lực nội bộ để ngằm bòn rút nguồn lực của công ty và qua mất những cổ đông thiểu số sẽ khiến họ do dự khi tài trợ qua cổ phiếu trong tương lai. Không xây dựng được những chuẩn mực này, sẽ kìm hãm sự phát triển của thị trường tài chính, do đó, hạn chế sự tiếp cận mang tính kinh doanh đến rất nhiều những công cụ tài chính phù hợp với chi phí phải chăng.

Mặc dù chính phủ đã rút khỏi nhiều lĩnh vực hoạt động kinh tế, và cho dù sự điều tiết quá mức và các qui định làm cản trở tính hiệu quả trong thị trường tài chính thường gây ra nhiều vấn đề, nhưng rất khó phủ nhận sự cần thiết phải để cho chính phủ nắm giữ một vai trò nhất định trong lĩnh vực này để đảm bảo có được cơ sở hạ tầng tài chính thoả đáng.<sup>18</sup> Nơi nào mà chính phủ hoàn toàn vắng mặt, không đảm nhận trách nhiệm cuối cùng là cấp phép và giám sát thận trọng các ngân hàng, điều tiết việc phát hành công khai và buôn bán chứng khoán, hay thiết lập và hỗ trợ cho hệ thống pháp lý, vốn rất cần thiết để giải quyết những mâu thuẫn trong vấn đề hợp đồng, thì nơi đó kết quả sẽ rất tệ hại.

Vì thế, nguyên tắc then chốt đầu tiên mà đến nay đã hết sức rõ ràng là: khi hoạch định và thực hiện các chính sách cho khu vực tài chính, chính phủ phải làm việc với thị trường để tăng cường tính hữu hiệu trong sự vận hành của thị trường, nhưng không để mặc những vấn đề này cho các đối

**nhưng bù đắp chúng lại cho thế hệ ba vì không àệy àu àe àc ài àu àr ào cao hún**

**Chính phủ cần làm việc ở vũ thi trú úg ài ípha à trũ í cú sú àh à ãng ta à chính**

**Coánõã phañ vi roãĩ ã àĩ i  
caé àõẽtúúãg tham gia  
thĩ trũúãg cuãg cõãcẽũ  
trũã àĩĩ ù tĩĩ ã**

tượng riêng biệt tham gia thị trường, hoặc để mặc cho thị trường nói chung.

Tuy nhiên, để bổ sung – hoặc bổ khuyết cho sự thiếu vắng của – các hành động của chính phủ, đòi hỏi phải có một phạm vi rõ ràng và thực tiễn, để các đối tượng tham gia thị trường có thể khuyếch đại cơ cấu điều tiết khi cần thiết. Thực tiễn ở một số thị trường chứng khoán có tổ chức hoạt động tương đối thành công đã cho ta những thí dụ về những sáng kiến tư nhân như thế. Quả thực, hầu hết các thị trường đều đặt ra yêu cầu về việc công bố thông tin và quản trị công ty, bên cạnh và nằm ngoài những gì đã qui định trong luật công ty nói chung, nhờ đó có thể tạo lòng tin tốt hơn cho những người tham gia thị trường. Những thị trường này cũng đề ra các qui tắc cụ thể về thủ tục mua bán trên thị trường, bao gồm cả việc nghiêm cấm việc mua bán giữa những người trong cuộc, tranh thủ mua trước (front-running) và các hình thức cấu kết khác giữa các chuyên gia trên thị trường.

Một thí dụ minh họa gần đây với nhiều khả năng có thể áp dụng rất tốt cho các nước đang phát triển, là cách thức mà thị trường chứng khoán Đức – thị trường Deutsche Börse thuộc sở hữu tư nhân – phản ứng lại trước tâm lý cho rằng các qui định công bố thông tin về các công ty niêm yết quá yếu nên không tạo ra được niềm tin vững chắc cho các cổ đông. Vì thế, có rất ít công ty niêm yết mới. Vấn đề này bắt nguồn từ thông lệ hạch toán truyền thống của Đức, trong đó có các qui định về sự cẩn trọng khi báo cáo, tuy phải bảo vệ quyền lợi của những người cho vay (những người mà yêu cầu cơ bản của họ là phải được cảnh báo sớm về những vấn đề liên quan đến vỡ nợ), nhưng thực tế lại dẫn đến việc che giấu tình trạng tài chính thực tế của công ty, mà đây lại chính là những thông tin mà cổ đông tiềm năng cần có. Giống như nhiều nước khác, việc nghiên cứu tiến hành một cuộc cải cách tổng thể các tiêu chuẩn kế toán theo sát Tiêu chuẩn Kế toán Quốc tế (IAS) ở Đức sẽ giúp cho việc giải quyết vấn đề này. Trong khi đó, mặc dù có nghĩa vụ phải chấp nhận tất cả các công ty nào thoả mãn các tiêu chuẩn niêm yết theo luật định, nhưng thị trường

chúng khoán lại quyết định tạo ra một phân đoạn thị trường mới, chất lượng cao và có các yêu cầu công bố thông tin mới. Để có thể tham gia vào phân đoạn thị trường mới này, đòi hỏi Neuer Markt phải báo cáo định kỳ hàng quý theo tiêu chuẩn IAS. Từ khi thành lập năm 1996 đến nay, thị trường này đã gắn liền với sự bùng nổ những đợt phát hành mới, do niềm tin của cổ đông đã tăng lên.<sup>19</sup>

Giống như tất cả các tổ chức tự điều tiết khác, Deutsche Börse không thể khước từ mối quan hệ với toà án: mặc dù một công ty niêm danh trong phân đoạn thị trường mới tự nguyện chấp nhận những quy tắc khắt khe hơn và có thể bị loại khỏi danh sách của Neuer Markt nếu vi phạm, nhưng có thể sẽ có sự bất đồng trong tương lai về việc chấp hành các qui định mà chỉ có thể giải quyết thông qua toà án. Để các qui tắc này có hiệu lực, cần phải thiết kế lại việc bổ sung các điều luật về hợp đồng tư nhân trong các tổ chức tự điều tiết sao cho ít phải nhờ cậy đến toà án, chẳng hạn bằng cách làm cho bản thân các qui tắc này càng minh bạch càng tốt. Tất nhiên, bản thân thuật ngữ tổ chức tự điều tiết cũng có vấn đề, vì hầu hết các tổ chức như vậy trên thị trường tài chính đều cần đến một sự điều tiết nhất định từ bên ngoài, nếu chỉ muốn hạn chế khả năng các tổ chức này lạm dụng quyền lực thị trường.<sup>20</sup>

Tuy vậy, khi xây dựng các đạo luật và các qui định thị trường, chúng ta không được buông lơ vai trò quan trọng rõ ràng của tính hiệu lực pháp lý, nói cụ thể hơn là các qui tắc hiện hành phải có khả năng thực thi. Nhiều nghiên cứu kinh tế lượng trong nhiều nước chúng tôi tham khảo đã cho thấy, những đánh giá qua điều tra về pháp chế và chất lượng của chính phủ cũng quan trọng đối với phát triển tài chính.

Ở trình độ giản đơn nhất, dùng bất động sản làm thế chấp cho khoản vay có tác dụng rất hạn chế, nếu người ta biết rằng, việc tịch biên hay nắm giữ tài sản thế chấp rất khó khăn (ngay cả khi người đi vay sẵn sàng và có khả năng thế chấp tài sản chúng tỏ họ có xu hướng tôn trọng cam kết với những người xung quanh, và việc bảo vệ uy tín ở địa phương rất quan trọng đối với họ). Tương tự, nếu luật và các thủ tục phá sản

¾ những chuág cên  
àúúá tưng cúúâg

không có hiệu lực thì việc những người bên ngoài cho doanh nghiệp vay không có bảo đảm sẽ rất rủi ro. Quả thực, đã có những bằng chứng xác thực cho thấy các doanh nghiệp đã vay được ít hơn khi đồng đảo mọi người ít được nhìn thấy qui trình xử lý việc phá sản hơn (Klapper 2000).

Khắc phục sự thiếu hiệu quả ở cấp toà án là một công việc vượt ngoài khuôn khổ của bài viết này. Tuy nhiên, trong lúc cải cách pháp lý toàn cục đang diễn ra, đôi khi các đối tượng tham gia thị trường có thể tạo ra những tiến triển bằng cách thực hiện những phương thức trừng phạt mà họ có. Thí dụ, trong trường hợp những người trong nội bộ công ty lạm dụng quyền lực, thì việc sở giao dịch loại tên của công ty đó khỏi danh sách có thể là một cách trừng phạt hữu hiệu, ngay cả khi chưa có các toà án hiệu quả và công bằng. Đảm bảo khả năng được niêm yết thứ cấp trên thị trường nước ngoài, hoặc được cấp biên lai ký quỹ, cũng có thể xuất khẩu vấn đề này. Về điểm này, chúng ta sẽ quay trở lại trong Chương 4.

Một thí dụ khác cho thấy, những qui định trên thị trường – nếu kém hiệu lực – có thể gây ra nhiều vấn đề chẳng kém gì những điều luật về quyền hạn nhiệm vụ của công ty, là trường hợp nổi tiếng về các công ty đầu tư đã giành được quyền sở hữu một bộ phận lớn khu vực công ty của Cộng hoà Séc tiếp sau phong trào tư nhân hoá rầm rộ, bằng cách đổi cổ phiếu của mình lấy các chứng phiếu tư nhân hoá của công chúng. Mặc dù cũng có những qui định để kiểm soát quá trình điều hành và tính minh bạch của các công ty đầu tư được cấp phép, nhưng chúng lại không bảo vệ những cổ đông bên ngoài – những người đã đổi chứng phiếu của mình lấy cổ phiếu của công ty đầu tư – khi công ty đầu tư này bị rút giấy phép, và toàn bộ pháp nhân phải chuyển sang một công ty mẹ mà hầu như không bị điều tiết khác (Coffee 1999). Nhiều quỹ vốn lớn nhất cũng bị chuyển đổi, điều đó đã tạo thuận lợi cho việc tước đoạt hoặc “bòn rút ngầm” hầu hết tài sản của quỹ sang cho những người trong cuộc, làm phương hại đến những người ngoài cuộc, vốn đã bán chứng phiếu của mình để lấy cổ phiếu của quỹ. Một dạng vấn đề nữa, khác với

**Kinh nghiệm ở Anh  
cho những nhà  
cửa vĩ & có các sự  
tên không thoả**

vấn đề quản trị công ty và tính minh bạch, đã diễn ra trong trường hợp của Séc, có liên quan đến tính phi hiệu quả của các qui tắc mua bán. Việc mua bán các cổ phiếu đã niêm yết mà không phải khai báo số lượng và giá cả cho sở giao dịch là điều được phép: trên thực tế, những giao dịch thông qua sở giao dịch trở thành các trường hợp ngoại lệ và thường kết thúc bằng một mức giá giả tạo; còn mức giá cân bằng thị trường thực sự lại rất mơ hồ.

Các công ty đầu tư và các quỹ tương hỗ dưới một hình thức nổi bật, đã minh họa sự cần thiết phải bảo vệ cẩn thận những cổ đông bên ngoài. Việc xây dựng các qui định điều tiết cho khu vực này, một điều có thể sẽ kích cầu mạnh mẽ trong thị trường cổ phiếu, cũng như việc mở rộng các loại hình phương tiện tiết kiệm cho các cá nhân có mức tài sản trung bình và tạo sự cạnh tranh trong việc nhận tiền gửi ngân hàng, là những vấn đề cần được lưu tâm ở nhiều nước.

Thực ra, sự phát triển và tăng cường thị trường chứng khoán và các loại quỹ vốn có quản lý khác, thường đi đôi với nhau.<sup>21</sup> Các quỹ vốn có quản lý, đặc biệt là quỹ hưu trí tư nhân và các quỹ tiết kiệm theo thoả thuận khác – với trọng tâm nhằm vào đầu tư dài hạn, thường (nhưng không phải lúc nào cũng vậy) bao gồm cả cổ phiếu được buôn bán trên thị trường – có thể là những lực lượng định hướng quan trọng cho sự phát triển của thị trường chứng khoán.<sup>22</sup> Nó giống như một khối các nhà đầu tư lớn – có thể lực, buộc phải có các qui tắc và luật pháp để tăng cường tính toàn vẹn của thị trường, hiệu quả của các cơ chế mua bán, và quản trị công ty (kể cả việc phải cung cấp thông tin tốt hơn và bảo vệ các cổ đông thiểu số) – sao cho quỹ hưu trí và các nhà quản lý quỹ về mặt thể chế khác có thể đóng góp nhiều nhất cho sự hoàn thiện thị trường chứng khoán. Điều này sẽ không xảy ra cho đến khi mức sở hữu cổ phiếu của họ đạt đến một mức đông đảo cần thiết – chẳng hạn phải chiếm 20% thị phần, một con số cần có thời gian mới đạt đến được: trên thực tế, việc tích lũy của các quỹ hưu trí là một quá trình dần dần. Nó cũng sẽ không xảy ra khi chiến lược của quỹ là chiếm cổ phần đa số trong các

**Tii ē kii ān theo thoāā  
thuēā vaāhi trūūāng  
chūāg khoaāā: sūāphaā  
trīī n cōāg sinh**

công ty con phi tài chính, giống như trường hợp của các quỹ hưu trí lớn ở nhiều nước.

Và không chỉ thị trường chứng khoán được lợi nhờ sự xuất hiện của các quỹ hưu trí, mà cả công ty bảo hiểm nhân thọ, và các tổ chức tiết kiệm theo thoả thuận khác. Trong các thị trường trưởng thành và mới nổi, chúng đứng ở vị trí trung tâm để hỗ trợ cho rất nhiều phát kiến tài chính dựa trên thị trường, chẳng hạn như chứng khoán đảm bảo bằng tài sản, việc sử dụng tài chính cơ cấu và các sản phẩm phái sinh, kể cả quỹ điều hành theo chỉ số và các sản phẩm tổng hợp để bảo vệ nhà đầu tư trước sự suy giảm của thị trường. Trái phiếu rủi ro thiên tai mà các công ty bảo hiểm phát hành lại là một thí dụ khác về những phát kiến tài chính đã xuất hiện trong phân đoạn thị trường này, và quá trình đó vẫn còn tiếp diễn, với một khoảng trống rõ ràng trên thị trường dành cho các sản phẩm phụ tùy theo tuổi thọ của cá nhân (longevity-based). Kinh nghiệm và việc tích lũy vốn con người có được, khi những người quản lý quỹ được trang bị để sử dụng các kỹ thuật đó, sẽ giúp tăng cường chất lượng quản lý rủi ro trong toàn bộ nền kinh tế.

Hình thành nên những quỹ như vậy còn đảm bảo khả năng tài trợ vững mạnh và ổn định cho các phân đoạn then chốt thích hợp trong thị trường tài chính, như các công ty làm dịch vụ trung gian, cho thuê, hay công ty vốn mạo hiểm. Đến lượt mình, đây lại là những yếu tố then chốt để đảm bảo các công ty qui mô nhỏ cũng có thể tiếp cận được nguồn tài trợ với chi phí phải chăng, một vấn đề mà chúng ta sẽ quay trở lại ở phần dưới. Chúng cũng tạo cầu về đầu tư dài hạn (do các công ty bảo hiểm nhân thọ và các công ty bán niên khoản đặt ra nếu họ muốn đáp ứng được các nghĩa vụ của mình bằng tài sản có kỳ hạn tương ứng), nhờ đó sẽ đề ra được các giải pháp mang tính thị trường cho một khoảng trống trông thấy mà nhiều chính phủ đang cố gắng lấp đầy trong nhiều năm bằng những biện pháp hành chính tốn kém và gây méo mó. Vì thế, các tổ chức tiết kiệm theo thoả thuận đã mở rộng phạm vi và độ sâu trong các dịch vụ tài chính mà họ cung cấp, không chỉ

cho những người chịu trách nhiệm về chính sách của chính họ và các đối tượng tham gia lập kế hoạch, mà còn cho một diện rộng lớn các đối tượng khác trong khu vực tài chính.

Mặc dù sự xuất hiện các quỹ hưu trí tư nhân không phải là điều kiện cần hay đủ cho một thị trường chứng khoán vận hành trôi chảy, nhưng nó lại rất có giá trị để đảm bảo rằng mọi điều kiện tiên quyết cho sự phát triển của các quỹ tiết kiệm theo thoả thuận đều đã tồn tại. Điều này đúng, không chỉ xét về lợi ích lâu dài sẽ dồn tích lại cho những người về hưu, các nhà làm chính sách và các khách hàng khác, mà còn xét cả về những hiệu ứng lan toả có được nhờ sự phát triển khu vực tài chính, nếu ngành kinh doanh quỹ hưu trí là một ngành cạnh tranh và đầy sáng tạo.

Quả thực, chính sách công được xây dựng cho quỹ hưu trí cần được hoàn thiện nhiều hơn nữa so với đa phần các bộ phận khác trong khu vực tài chính. Lý do là, sự phát triển của các quỹ hưu trí tư nhân ở đâu cũng chịu ảnh hưởng mạnh mẽ, nếu không nói là bị chi phối hoàn toàn, bởi chính sách miễn thuế, một quy định được đề ra để khuyến khích mọi người tiết kiệm cho tuổi già. Nó cũng chịu tác động của các quy định của chính phủ biến việc tiết kiệm đó trở thành bắt buộc. Trụ cột thứ hai của việc trả lương hưu liên quan đến các quỹ vốn do tư nhân cung cấp được thiết lập để phản ứng lại với qui định bắt buộc chính thức (trụ cột thứ nhất là tài trợ qua thuế, và trụ cột thứ ba là tiết kiệm tự nguyện, nhưng cũng có thể được lợi về thuế). Để biến tiết kiệm hưu trí thành bắt buộc, chính phủ chắc chắn sẽ phải can thiệp để xác định xem như thế nào là, đủ tiêu chuẩn được coi là tiết kiệm hưu trí và phê chuẩn cho các công ty tài chính quản lý các chương trình hưu trí này. Điều này cũng đúng, nhưng ở mức độ hẹp hơn, đối với các phương thức tiết kiệm được ưu đãi về thuế. Điều đó có nghĩa là chính phủ phải đảm nhận một trách nhiệm nào đó, không chỉ trong vấn đề giám sát, mà còn để đảm bảo sự can thiệp của mình không làm biến dạng các khuyến khích thị trường, một vấn đề có thể dẫn đến việc, chẳng hạn như, ngành này với một nhóm lũng đoạn các quỹ hưu trí sẽ bán

**Caé vëã àĩ ìàùé bĩĩ ã àöë  
vũãchĩnh saéã vĩ ìquyã  
hũu trĩ**

sản phẩm của mình với giá cắt cổ cho một đối tượng khách hàng thiếu thông tin.<sup>23</sup>

Nhiều vấn đề về việc xây dựng chính sách cho hệ thống quỹ hưu trí vẫn chưa được giải quyết trong các công trình nghiên cứu, và vẫn còn sự bất đồng lớn về thực tiễn trên thế giới khi xử lý các vấn đề sau:

- Nếu tiết kiệm hưu trí là bắt buộc, thì sự bắt buộc đó nên áp dụng cho cá nhân hay cho người sử dụng lao động? (Sẽ tiết kiệm được chi phí nếu buộc người sử dụng lao động phải bố trí trích quỹ này, nhưng nó cũng sẽ thiếu sự minh bạch và có thể thiếu cả động cơ để nguồn quỹ này được đầu tư đúng chỗ).
- Cơ cấu phí mà các quỹ này được phép thu là bao nhiêu? (Mức phí này nên được trả trước hay tính tỉ lệ theo lợi tức đầu tư? Vì tính minh bạch và công bằng, có nên buộc các quỹ này chỉ được thu mức phí đồng loạt với mọi cá nhân tham gia, hay là việc cố định mức phí như thế sẽ làm cho sự méo mó đó tệ hại hơn, chẳng hạn như xét về chi phí marketing?)
- Liệu có nên cho phép người hưởng lương hưu được chia khoản tiết kiệm của mình vào các quỹ khác nhau hay không? (Tập hợp các loại tài sản mà cá nhân ưa thích có thể khác nhau, đặc biệt là theo độ tuổi, nhưng ở đâu cho phép được chuyển từ tài khoản này sang tài khoản khác, thì ở đó sẽ mọc nhanh như nấm các chi phí marketing tốn kém và có lẽ rất lãng phí nữa).
- Có nên buộc người quản lý quỹ phải đảm bảo tạo ra mức lợi tức tối thiểu hay không? (Sự đảm bảo này có thể khuyến khích việc kết hợp giữa các chiến lược đầu tư, mặc dù có bằng chứng cho thấy điều này cũng xảy ra ngay cả khi không có sự đảm bảo).
- Nên cho phép kiểu hợp đồng chi trả đều hàng năm (niên khoản) hay các thoả thuận thoái trả khác? (Chi trả đều hàng năm bắt buộc, sẽ loại trừ được rủi ro về tuổi thọ, nhưng lại gây ra rủi ro đối tác [counterparty risk]; còn niên khoản biến thiên thì cho phép người hưởng lương

**Coâ nhii ù vềã ài ìchủa  
àúúã giaã quyì ã trong  
vii ã thii ã ki ãchính sách  
cho caã quyãhưu trí**



hưu được tham gia vào lợi tức thị trường – và cả rủi ro nữa – trong thời kỳ thoái trả).

Giải quyết những vấn đề này sẽ chuyển sang nội dung về chính sách công bổ trợ, mà nội dung của nó vượt quá khuôn khổ của báo cáo này, chẳng hạn như tính chất của các chương trình hưu trí do chính phủ cung cấp và khả năng hoán chuyển những lợi ích tích lũy được trong các kế hoạch do bên sử dụng lao động cung cấp, và các khía cạnh khác của chính sách phân phối lại thu nhập.

Nếu đi đến được sự đồng thuận thì nó sẽ xoay quanh nguyên tắc cho rằng, các qui tắc đầu tư cứng nhắc là những qui tắc thường rút phần lớn các khoản tiết kiệm hưu trí vào những tài sản được chính phủ bảo trợ nhưng lợi tức thấp, phải được dỡ bỏ. Quả thực, khi điều kiện của nhiều nước, nhất là ở những nơi mà ngành hưu trí vẫn còn phôi thai, sự tinh tế của khách hàng hay khả năng tiếp cận thông tin còn hạn chế, hoặc năng lực điều tiết còn yếu, thì rõ ràng, điều hành trong ngành hưu trí vẫn cần phải được hạn chế bằng các qui tắc định lượng công khai, đặc biệt là để đối phó với việc tập trung rủi ro. Điều này nằm ngoài yêu cầu chung về tính thận trọng. Tuy nhiên, xu thế sẽ nghiêng về hướng nới lỏng các qui tắc đầu tư định lượng mang tính tùy tiện, ngay cả khi điều kiện cho phép, sao cho các quỹ hưu trí có thể đảm nhận vai trò đầy đủ và có khả năng lớn trong việc cung cấp các dịch vụ tài chính thiết yếu.<sup>24</sup>

### **Khả năng tiếp cận**

**N**HỮNG BIỆN PHÁP THÀNH CÔNG TRONG VIỆC phát triển sâu thị trường tài chính và hạn chế việc thực hành méo mó quyền lực thị trường đã giúp đảm bảo có nhiều công ty và cá nhân có khả năng tiếp cận tín dụng ở chi phí chấp nhận được. Nhưng ai trong số người nghèo, các doanh nghiệp nhỏ và doanh nghiệp vi mô sẽ là người đi vay?

**Khả năng tiếp cận tiền hùn  
 lãi hoa hồng taà chính  
 cơ sở giúp hộ gia đình  
 thoát nghèo và tránh thuế  
 thu nhập của những  
 người giàu**

Khả năng tiếp cận là một vấn đề rất quan trọng, ít ra với hai nguyên nhân tách bạch nhau. Thứ nhất, chúng trực tiếp nhấn mạnh đến khía cạnh trao quyền trong đói nghèo. Khả năng tiếp cận hạn chế đến tài chính là một yếu tố góp phần làm cho sự đói nghèo dai dẳng do nó hạn chế nghiêm trọng khả năng các hộ gia đình nghèo tận dụng khả năng kinh doanh của chính mình để thoát nghèo. Thứ hai, có những yếu tố ngoại ứng trong tài chính đối với các doanh nghiệp vừa và nhỏ. Một cách để liên tưởng về điều này là phải nhận thấy rằng, mỗi doanh nhân tiềm năng đều bắt đầu bằng một ý tưởng: việc cho ra đời một doanh nghiệp nhỏ thường là cách duy nhất để thực hiện những ý tưởng đó, và nó sẽ không thể trở thành hiện thực nếu không có khả năng tiếp cận cần thiết đến tài chính. Nhiều ý tưởng sẽ rất tồi tệ, nhưng một số lại sẽ mang về những lợi ích xã hội to lớn, đóng góp vào quá trình tăng trưởng. Cái nào tốt, cái nào xấu, không dễ dàng xác định được, trừ phi chúng được cọ xát trên thương trường. Tuy không làm giảm bớt sự đóng góp vào tăng trưởng của các doanh nghiệp lớn, nhưng một hệ thống tài chính mà chỉ được tổ chức để đảm bảo khả năng tiếp cận cho những doanh nghiệp đã định hình sẵn và đang thịnh vượng, cũng sẽ không đáp ứng được khía cạnh này.

Hai trở ngại chính cản trở khả năng tiếp cận được đề cập đến nhiều là, (a) người nghèo và các công ty mới khởi sự đều thiếu các tài sản thế chấp, và (b) chi phí cố định, bao gồm cả chi phí nắm bắt, theo dõi và thu thập thông tin, và hiệu lực thực thi, đều là những rào cản đối với các hợp đồng và giao dịch tài chính nhỏ. Với khả năng tiếp cận rất hạn chế khu vực tài chính chính thức thông thường, các cá nhân và công ty qui mô nhỏ, nghèo hoặc bị cô lập, đều phải dựa vào những hình thức rất đa dạng của các thoả thuận tài chính phi chính thức hoặc gần như chính thức. Họ cũng sử dụng hàng loạt cách tiếp cận phi tài chính để đảm bảo những dịch vụ cần thiết mà hệ thống tài chính chính thức không cung cấp được cho họ.

Ở nhiều vùng, và đối với những nhóm nhất định ở hầu hết các vùng trong thế giới đang phát triển, tài chính phi chính

**Maàng lúúã taà chính phi  
chính thúé rõng lúá tòn  
taã úphên lúá caé  
nũúé ¾**

thức rất quan trọng.<sup>25</sup> Nó xuất hiện dưới nhiều dạng, từ người susu – những người mang đến một thiên đường cho những khoản tiết kiệm của các phụ nữ tham gia kinh doanh, giúp họ tránh được sự tiêu xài hoang phí hay các thành viên gia đình sách nhiễu, cũng như tránh bị mất cắp – cho đến các hiệp hội tiết kiệm và tín dụng luân phiên (roscas), và bằng cách thu thập các khoản tiết kiệm định kỳ và dùng khoản tiền đã tập hợp được cho các thành viên lần lượt được vay, các hiệp hội này giúp vào việc tiết kiệm thời gian trung bình mà mỗi thành viên phải bỏ ra để tiếp cận được một khoản tiền đủ để đầu tư như mong muốn. Ở bất cứ đâu cũng đều có những người cho vay truyền thống, chủ hiệu cầm đồ, và tín dụng liên quan đến thương mại hay các khoản vay có ràng buộc, nhưng có lẽ phần lớn nhất, bao gồm các thoả thuận tài chính song phương lại không qua trung gian (tài chính) giữa bạn bè và những người thân, cho dù là dưới hình thức vốn vay, vốn góp cổ phần hay một dạng pha trộn nào đó.<sup>26</sup>

Không có tài sản thế chấp hoặc những cơ chế thực thi pháp luật trên thực tế hay đang hoạt động, thì tài chính phi chính thức sẽ thay thế cho hàng loạt những khuyến khích và phương tiện thông tin khác, bao gồm cả hiệu lực xã hội, để trừng phạt những trường hợp cố tình không trả nợ, thế chấp xã hội và cầm cố, khi mà việc sở hữu và sử dụng các tài sản mang ra thế chấp đã được chuyển sang cho người cho vay.<sup>27</sup>

Các chỉ số cho thấy, qui mô tài chính phi chính thức có quan hệ ngược chiều với độ sâu tài chính chính thức, và mặc dù rất vững mạnh và giàu có, tài chính phi chính thức cũng khó lòng tạo ra được một sự thay thế hoàn hảo cho tài chính chính thức đang vận hành trôi chảy, với khả năng huy động vốn trên qui mô lớn và tích hợp rủi ro trên các lĩnh vực rộng lớn. Lợi thế so sánh mà người ta cho là của tài chính chính thức khi giải quyết các vấn đề về hiệu lực thực thi và thông tin, có liên quan chủ yếu đến những khách hàng qui mô nhỏ và bị cô lập. Thí dụ, rất nhiều nghiên cứu thực nghiệm về tác dụng của hệ thống tài chính phi chính thức trong việc tích hợp rủi ro trong các làng đã kết luận rằng, mặc dù có nhiều

**những chuág ãi ù laãúá  
thay thì ãmõã caéng ngheã  
naã cho caé phúng thúé  
trung gian taãchính  
chính thúé hún**

thể chế cùng tồn tại, và thường vận hành ở một qui mô tương đối lớn, nhưng sự biến động trong tiêu dùng của cá nhân từng hộ gia đình vẫn còn chưa thể cách ly hoàn toàn khỏi những rủi ro đặc trưng của hộ.

Ngoài tài chính phi chính thức ra, các hộ gia đình không thể tiếp cận thích đáng đến tài chính chính thức sẽ rút về hình thức tự bảo hiểm (trước khi có rủi ro) thông qua những phương tiện như chọn các qui trình sản xuất ít rủi ro (và lợi tức trung bình nói chung cũng thấp), và chọn các tài sản phi tài chính có đặc điểm giảm bớt nhiều rủi ro (như mua gia súc), hay chiến lược lập gia đình và di cư (kết hôn với một gia đình ở một làng xa có thể giúp dàn trải rủi ro tiêu dùng); và (sau khi có rủi ro) sẽ lựa chọn các loại chiến lược ứng phó, kể cả việc huy động thêm nguồn lao động trong hộ gia đình.

Muốn nâng cao khả năng tiếp cận tài chính chính thức, phải khắc phục hai vấn đề cơ bản về thông tin và định phí tương đối cao của việc cho vay qui mô nhỏ. Những nghiên cứu gần đây tập trung vào các tiến bộ công nghệ và chính sách đã chỉ ra cách làm thế nào để hạ thấp các rào cản đó. Những năm trở lại đây, người ta đã quan tâm nhiều đến các hình thức tổ chức tài chính vi mô chuyên nghiệp và đầy sáng tạo, hầu hết đều được trợ cấp và thường định hướng cho người nghèo vay; những tổ chức này đã được thành lập với nhiều thành công to lớn. Các đặc điểm được đề cập đến nhiều trong các nghiên cứu về tổ chức tài chính vi mô này gồm (a) tỉ lệ dây dưa nợ khá thấp – thấp hơn nhiều so với thể hệ các chương trình cho vay bao cấp trước đây đã hoạt động ở nhiều nước đang phát triển – và (b) phạm vi phục vụ của các tổ chức này, xét về con số tổng thể cũng như về đối tượng mà trước đây hoàn toàn bị lãng quên như phụ nữ. Những yếu tố thành công này có được chắc chắn rất to lớn. Thành công này một phần là nhờ đã biết dựa vào các phát kiến mà tài chính phi chính thức đã gợi ra, thí dụ:

- Việc sử dụng các thoả thuận cho vay theo nhóm để khai thác tiềm năng về vốn xã hội và áp lực của nhóm nhằm giảm bớt sự cố tình dây dưa nợ.

**Tài chính vi mô có thể  
giảm bớt các vấn đề về  
thông tin và chi phí cho  
vay qui mô nhỏ**

- Những khuyến khích năng động sử dụng lịch trả nợ định kỳ và các khoản vay nối tiếp theo nguyên tắc “cho vay lũy tiến”.
- Tinh giản cơ cấu quản lý phân phối để giảm bớt chi phí và cho phép người cho vay giữ được tỉ lệ vốn vay ở mức hợp lý.

Những phát kiến này được triển khai “từ dưới lên” ở các nước nghèo như Bangladesh, Bolivia, và Indônêxia, đến nay đã được nhập khẩu vào nhiều nước tiên tiến, nơi mà người nghèo vẫn chỉ được hệ thống tài chính chính thức phục vụ tương đối kém cỏi.<sup>30</sup>

Mặc dù xét về giá trị khoản vay thì nhỏ, nhưng những chương trình này lại rất quan trọng, nếu xét về số hộ gia đình được hưởng lợi, và tốc độ tăng trưởng dự kiến sẽ còn nhanh hơn. Vì thế, điều quan trọng là phải định hướng các nguồn lực vào những nơi chúng có tác động xã hội lớn nhất, và tránh sa đà vào những cấu trúc xã hội mỏng manh bằng cách đòi hỏi quá nhiều ở họ. Tuy nhiên, ngay chính những chương trình này cũng không mấy thành công trong việc trực tiếp vươn tới những người nghèo nhất trong diện nghèo.

Sự tương tác giữa các tổ chức này với các bộ phận khác trong hệ thống tài chính có thể không mang tính quyết định đối với những thành công tiếp theo và sự tiến triển của các chương trình tài chính vi mô. Một thí dụ minh họa cho việc thiếu sự tương tác này là kết quả cho vay của BRI ở Indônêxia hầu như không bị ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng năm 1997-98 vốn đã từng càn quét hệ thống ngân hàng chính. Chắc chắn, khi một số ngân hàng không được trợ cấp nhận ra giá trị của những kỹ thuật này, họ có thể trở thành các đối thủ cạnh tranh để tranh thủ thu hút một số khách hàng đi vay của khu vực được trợ cấp, nhưng đây không hẳn đã là một mối đe dọa cho việc duy trì tính hiệu quả xã hội của các tổ chức tài chính vi mô chuyên nghiệp hướng vào phục vụ người nghèo. Tuy nhiên, nó có thể là điều kiện cần thiết để các tổ chức đó trở thành một phần của hệ thống thông tin tín dụng chính thức, như sẽ bàn đến dưới đây, để tự bảo vệ mình khỏi phải

**những chuàng thúuàng  
không thì ígiuúp àúãcho  
nhuãg nguũuã ngheã nhẽ  
trong đii ã ngheã**

tiếp xúc với những đối tượng người vay không quen, những người có khả năng tiếp cận đến các nguồn tài chính khác.

Tuy cuộc cách mạng trong tài chính vi mô là về các kỹ thuật cho vay, những kỹ thuật có thể và trên thực tế đã tạo ra những ngân hàng có lãi, nhưng sẽ là sai lầm nếu cho rằng nó đã chối bỏ bất kỳ khả năng nào để thực hiện các chương trình cho vay có trợ cấp dành cho người nghèo. Bốn thực tế dưới đây sẽ nhấn mạnh đến những khác biệt cần làm rõ:

- Rất nhiều trong số các trung gian tài chính vi mô lớn nhất và nổi bật nhất tiếp tục yêu cầu được trợ cấp.
- Các doanh nghiệp vi mô không nhất thiết đều hoạt động vì người nghèo.
- Hầu hết các chương trình tài chính vi mô thực ra không trực tiếp cấp vốn cho những người nghèo nhất trong diện nghèo.
- Chi phí hoạt động, có nghĩa là lãi suất thực trong các khoản vay vi mô có xu hướng rất cao: nó có thể chi trả được nếu áp dụng cho một số loại hình hoạt động kinh tế (thí dụ những khoản vay rất ngắn hạn để buôn bán), cũng tức là chi phí về vốn sẽ cao hơn nhiều so với lãi suất thị trường tiền tệ bán buôn.

Những vấn đề này đã đưa đến một kết luận kép. Thứ nhất, tín dụng vi mô phi trợ cấp có thể là một bộ phận quan trọng của hệ thống tài chính, không chỉ dựa trên những kỹ thuật nhằm khai thác khái niệm về vốn xã hội, mà còn dựa vào sự cải tiến trong công nghệ thông tin cho việc thẩm định vốn vay, như sẽ bàn đến dưới đây. Thứ hai, các chương trình tài chính vi mô có trợ cấp phục vụ người nghèo cũng có thể thu được lợi ích kinh tế tiềm năng. Sẽ không thực tế nếu giả thiết rằng, nhu cầu về những khoản trợ cấp như thế sẽ được loại bỏ qua thời gian.

Nghiên cứu chi tiết để đánh giá tỉ suất lợi tức xã hội của các chương trình tài chính vi mô có trợ cấp đã trở thành một mảng đề tài sôi động. Một số hình thức cho vay có thể hữu hiệu hơn các hình thức khác: đặc biệt, nói chung cho phụ nữ

**Ba ã hoã tũc ã chũng  
trũnh tũn duãng bao cẽp  
trũũc ãyẽ vẽn coã nguyĩ n  
gia ã trũ cho chũng trũnh  
ta ã chũnh vi mũ**

vay có xu hướng sẽ thu được lãi suất xã hội cao hơn. Điều quan trọng là phải hướng những khoản trợ cấp hiện có vào những nơi mang lại tác động xã hội lớn nhất. Là một khía cạnh của tài chính công ứng dụng, việc bàn một cách trọn vẹn về tài chính vi mô có trợ cấp nằm ngoài phạm vi của báo cáo này, nhưng kết quả đáng buồn của thể hệ các chương trình tín dụng có trợ cấp kém cỏi trước đây đã cho chúng ta nhiều bài học, mà đến nay vẫn còn giữ nguyên giá trị và cần được tiếp tục áp dụng trong các chương trình tín dụng vi mô có trợ cấp theo phương thức mới và định hướng vào người nghèo (Adams, Graham, và von Pischke 1984). Trong số những bài học đó, có bài học về sự cần thiết phải tăng cường giới hạn ngân sách cứng, tránh qui định mức lãi suất quá thấp đến mức gây ra hiện tượng vay nợ lòng vòng, chọn lựa kỹ lưỡng và kiên định với các nhóm đối tượng mục tiêu v.v... Ngoài ra, tính chất hữu hình cao độ và tính phổ biến rộng rãi của các chương trình này giữa các nhà tài trợ, bản thân nó cũng có rủi ro: điều quan trọng là phải tránh sa lầy vào các cấu trúc xã hội thường rất dễ đổ vỡ, những cấu trúc này duy trì các tổ chức đó bằng cách đòi hỏi ở chúng quá nhiều. (Hãy lấy một thí dụ: khi nguồn vốn từ các nhà tài trợ làm tăng thêm cung về tín dụng, thì việc mỗi tổ chức chứng minh được rằng, khoản vay mà họ cho vay lúc này thừa sức bù lại những thất bại do những tổ chức cho vay khác gây ra dễ dàng đến mức nào?)

Chừng nào chúng ta còn quan tâm đến tín dụng vi mô, thì chừng đó việc chú trọng cải thiện cơ sở hạ tầng thông tin còn mang lại nhiều lợi ích lớn lao.

Việc thu thập, xử lý và sử dụng tiểu sử đi vay và các thông tin khác liên quan đến các hộ và doanh nghiệp nhỏ cho vay là một hoạt động đang phát triển rất nhanh trong cả khu vực công lẫn tư [xem Miller (sắp xuất bản) về phần đánh giá quá trình mở rộng trên phạm vi toàn thế giới gần đây của các cơ sở đăng ký tín dụng]. Công nghệ máy tính cũng đã làm giảm mạnh chi phí đơn vị và nâng cao tính tinh vi trong việc sử dụng số liệu để đánh giá uy tín vay vốn. Tuy tác động của việc có được nguồn thông tin này đã làm thay đổi động cơ

**Tùng cúuâg cú súãhaả  
têng cung cêp thông tin  
va công nghi ảcoãhĩ í  
giaãn búã chi phí trung  
gian ¾**

khuyến khích và quyền lực thị trường một cách rất tài tình – nhưng không phải lúc nào cũng có lợi – nhưng các nghiên cứu gần đây đều nhất trí rằng, tăng cường khả năng tiếp cận các thông tin tín dụng có thể làm tăng mức độ sẵn có của các khoản vay và giảm bớt chi phí cho các trung gian tài chính. So sánh số liệu của 43 nước, Jappelli và Pagano (1999) nhận thấy, khối lượng tín dụng qua ngân hàng cao hơn đáng kể ở những nước có mức độ chia sẻ thông tin rộng rãi hơn, ngay cả sau khi đã cố định các hiệu ứng khác về mức độ bảo hộ pháp lý khác nhau đối với người cho vay. Không mấy khó khăn để có thể thấy được vì sao lại như vậy. Trước hết, thông tin tốt hơn cho phép ngân hàng định mức lãi suất có lợi hơn cho những khách hàng có uy tín cao hơn, nhờ đó, cho phép thị trường thoát khỏi, ít ra là ở mức độ nhất định, cái bẫy của hiện tượng lựa chọn ngược mà Stiglitz và Weiss (1981) đã chứng minh có thể đưa tới khả năng phân bổ tín dụng theo định suất. Biết rằng kết quả vay vốn của mình sẽ bị những người cho vay trong tương lai đánh giá cũng sẽ làm giảm bớt tâm lý lợi dụng bảo lãnh, cố ý làm liều, làm tăng thêm cái giá phải trả khi dây dưa nợ. Hơn nữa, chia sẻ thông tin thu thập được cũng có nghĩa là người cho vay sẽ mất đi một phần quyền lực thị trường đi kèm với những thông tin ấy.

Chúng ta không hy vọng tất cả công nghệ này đều có thể giải quyết được trọn vẹn tính kém hiệu quả về các thông tin cơ bản mà nhiều nước đang phát triển đang phải đối mặt, nhưng nó có thể hạn chế được.

Tất nhiên, cũng có sự thật lười, và những thách thức chính sách mà chúng đặt ra đầy thú vị. Để có lợi cho mình, người đi vay phải chấp nhận bị vi phạm ít nhiều đến tính riêng tư cá nhân. Vì việc phân biệt đối xử giữa người có uy tín vay vốn và những người khác là mục đích của việc thẩm định vốn vay, nên các mô hình thống kê tính điểm tín dụng có sử dụng thêm các thông tin cá nhân không phải là tiểu sử đi vay, có thể sẽ có tác dụng xấu về mặt xã hội khi muốn củng cố thêm cho những nhóm người yếu thế, bất kể là yếu thế theo vùng địa lý, sắc tộc, hay các tiêu chí khác. Ở một số nước, việc phân

**¼ vùúã tröãnhüãg thĩ ã  
haãtĩ ìn ên dũúãhinh  
thúã mềẽ tinh chềẽ rĩ ng  
tũ vaãphên bĩ ã ãõẽxũã  
trong tin duãg**



biệt đối xử tín dụng theo một số tiêu chí cụ thể là bất hợp pháp, và ngay cả khi việc thực hiện rất khó khăn thì vẫn cần phải cảnh giác trước những hiệu ứng tai hại về mặt xã hội của sự phân biệt đối xử này: điều này rõ ràng sẽ có nguy cơ làm thu hẹp phạm vi của các hệ thống thông tin tín dụng. Đồng thời, ngành công nghiệp thu thập thông tin cũng có xu hướng tự nhiên là tập trung, hay thậm chí còn độc quyền (90% thông tin tín dụng về khu vực doanh nghiệp nhỏ ở Mỹ là do hãng đứng đầu thị trường, Dun và Bradstreet, cung cấp).

Vấn đề tính riêng tư còn có một ý nghĩa quan trọng lớn lao trong thực tế. Barron và Staten (2001) đã chứng minh giá trị dự báo của các thông tin tín dụng đã bị mất khi áp đặt, dù chỉ rất khiêm tốn, yêu cầu về thông tin riêng tư. Cụ thể, luật pháp ở nhiều nước đã không thừa nhận việc chia sẻ các thông tin tích cực trong tiểu sử đi vay (tức là, chỉ được báo cáo những thông tin về việc không trả được nợ). Tuy vậy, nếu không được biết những thông tin này, thì dường như người cho vay nào tự đặt ra mục tiêu tỉ lệ không đòi được nợ là không quá 3% thì cứ năm người xin vay vốn họ từ chối ba người, một tỉ lệ cao gấp đôi so với khi họ được cung cấp đầy đủ tất cả mọi loại thông tin (xem Bảng 1.1).<sup>31</sup> Tất nhiên, bảo vệ tính riêng tư là một vấn đề rộng lớn và đang phát triển rất nhanh, nhưng những bằng chứng trên về giá trị – đối với cả người cho vay và đi vay - của việc chia sẻ thông tin khách quan về tiểu sử đi vay đã cho thấy, những nước có luật lệ khắt khe về tính riêng tư cần cân nhắc xem có nên nới lỏng chúng để cho phép chia sẻ thông tin với người cho vay, những người mà người đi vay đang trông chờ để vay vốn.

Việc thành lập các cơ sở đăng ký tín dụng công cộng, hoặc do nhà nước kiểm soát, ở một số nước, đã tình cờ trở thành một thủ thuật để giải quyết vấn đề độc quyền. Các cơ sở đó được thành lập từ lâu đời ở một số nước châu Âu, một phần là do những hiệu ứng phụ của việc ngân hàng trung ương đặt ra yêu cầu phải được phê duyệt trước những giấy tờ tư nhân dùng làm tài sản thế chấp để được vay vốn trên thị trường tiền tệ. Rất nhiều cơ sở đăng ký như vậy gần đây đã được

**Bảng 1.1** Tác động của mức độ sử dụng công nghệ tài chính đối với sự tuân thủ mô hình cho vay tín dụng êm cén ở các nước khác nhau

Tỷ lệ sử dụng công nghệ tài chính (%)	% người đi vay tuân thủ		
	Mô hình truyền thống	Mô hình chính xác	% giảm đi trong số người đi vay tuân thủ trong mô hình chính xác
3	74,8	39,8	46,8
4	83,2	73,7	11,4
5	88,9	84,6	4,8
6	93,1	90,8	2,5
7	95,5	95,0	0,5

Chú thích: Mô hình đầy đủ dự báo uy tín vay vốn bằng cách sử dụng cả thông tin tích cực và tiêu cực về tiểu sử tín dụng của người đi vay; chất lượng tín dụng lấy làm ngưỡng được điều chỉnh để đạt được tỷ lệ vỡ nợ mục tiêu. Mô hình chỉ lấy thông tin tiêu cực cũng thực hiện tương tự nhưng bỏ qua tất cả các thông tin tích cực.

Nguồn: Tính toán từ Barron và Staten (2001) dựa vào một mẫu lớn tiểu sử tín dụng từ công ty cung cấp thông tin tín dụng Experian của Mỹ.

thành lập, nhất là ở châu Mỹ Latinh. Sự bùng nổ gần đây là một phản ứng dễ hiểu trước những quan ngại về thành tích cho vay nói chung ở các nước đang được xét, và về chất lượng thông tin mà dựa vào đó, các ngân hàng đưa ra quyết định cho vay. Những nước nào đã sẵn có cơ sở đăng ký tín dụng tư nhân thì sẽ ít có xu hướng thành lập các cơ sở công cộng. Mặc dù việc thành lập các cơ sở đăng ký công cộng là một bước tiến mới, nhưng chúng ít có khả năng duy trì vị thế lực lượng chủ đạo trong việc cung cấp các thông tin tín dụng liên quan đến việc cho vay qui mô nhỏ. Chỉ có thông tin về những giao dịch lớn mới có giá trị trực tiếp đáng kể đối với các nhà điều tiết thận trọng, còn đối với những khoản vay nhỏ thì khía cạnh chia sẻ thông tin mới nổi lên hàng đầu. Quả thực, việc thành lập các cơ sở đăng ký công cộng không loại trừ khả năng tiếp tục hình thành các cơ sở đăng ký tư nhân. Trong điều kiện khối lượng cho vay từ nước này sang nước khác đang ngày một tăng, có nhiều khả năng mạng lưới liên lạc của

các cơ sở đăng ký tư nhân sẽ ngày một hướng vào việc tận dụng lợi thế so sánh ở chỗ này. Quan điểm chính sách thích hợp phải là hỗ trợ cho sự phát triển này, chẳng hạn bằng cách đảm bảo rằng, định mức qui mô vốn vay buộc phải báo cáo cho các cơ sở đăng ký công cộng không quá thấp.

## Ki ề luậ

**N**HỮNG KẾT LUẬN NGHIÊN CỨU GẦN ĐÂY ĐÃ cho ta một định hướng chung rõ ràng về việc hoạch định các chính sách chính phủ cho khu vực tài chính. Chúng đều khẳng định rằng, phát triển tài chính là quan trọng, có lợi cho người nghèo và làm giảm sự bất ổn định tổng thể, do đó góp phần vào tăng trưởng. Ngay cả khi những kết quả này không thể hiện một thái độ nghiêng về cách tiếp cận cơ cấu dựa vào ngân hàng hay dựa vào thị trường chứng khoán, thì chúng cũng đã cho ta rất nhiều chỉ dẫn về những điều cần bảo vệ thông qua các biện pháp về cơ sở hạ tầng. Cả người cho vay và người đi vay tiềm năng đều được lợi nhờ hoàn thiện việc bảo hộ quyền của người cho vay, các cổ đông thiểu số thì được lợi từ sự bảo vệ không bị giấu giếm thông tin và các hình thức lạm dụng khác của những người trong nội bộ công ty, và sự phát triển tài chính sẽ được củng cố khi việc thực thi quyền lực thị trường của ngân hàng và các đối tượng khác bị hạn chế. Việc tăng cường cơ sở hạ tầng thông tin đã chứng tỏ có tác dụng cải thiện khả năng tiếp cận của những người đi vay nhỏ, cũng như việc có được một ban quản lý sáng tạo và các kỹ thuật vận hành cho các tổ chức tín dụng vi mô chuyên nghiệp.

Cũng có những dấu hiệu cho thấy ở đâu thì sự trợ cấp của chính phủ có lợi, hoặc ở đâu thì không có lợi. Mặc dù những nỗ lực bao cấp lãi suất thường phản tác dụng, nhưng cũng có trường hợp các chương trình trợ cấp được thiết kế kỹ càng dành cho cơ sở hạ tầng thông tin tư nhân, lại khắc phục được vấn đề về định phí và giải phóng những ngoại ứng mà việc một bộ phận các doanh nghiệp nhỏ có được khả năng tiếp cận

lớn hơn đến tài chính chính thức có thể phát sinh. Tiền của nhà nước có thể hữu ích trong việc tăng cường cơ sở hạ tầng tư pháp và kế toán, và tất nhiên, cả trong việc giám sát và điều tiết thận trọng nữa, mặc dù ở đây còn có thể thu hồi được một phần chi phí.

Vì vậy, một bức tranh toàn cảnh về một hệ thống tài chính tiên tiến và vận hành trôi chảy đã được khắc hoạ. Nhưng làm thế nào để tránh được cái bẫy của khủng hoảng, nguy cơ không trả được nợ và sụp đổ? Đó là nội dung mà đến đây, chúng ta sẽ chuyển qua Chương 2.

## Chú thích

1. Tài chính có tổ chức bao gồm các trung gian và thị trường tài chính chính thức, cũng như các cơ sở như hiệp hội tiết kiệm và tín dụng luân phiên (roscas), những tổ chức mặc dù được tổ chức đặc biệt cho tài chính nhưng vẫn mang tính phi chính thức, theo nghĩa, chúng không có tư cách pháp nhân hoặc không nằm trong đối tượng điều tiết của chính phủ. Cần lưu ý rằng, ở nhiều nước đang phát triển, điều quan trọng là phải phân biệt giữa những tổ chức này với sự xuất hiện của các trung gian tài chính phi điều tiết có chức năng bán chứng khoán cho, hoặc nhận tiền gửi từ, đông đảo người dân (xem Chương 2). Hầu như tất cả số liệu sử dụng trong nghiên cứu này đều chỉ đề cập đến khu vực tài chính chính thức.

2. Goldsmith (1969) có thể được coi là người tiên phong, và một trong những người đầu tiên đã phát triển sáng kiến thực nghiệm giữa các nước này là Gelb (1989), King và Levine (1993a và b), và Gertler và Rose (1994). Levine (1997) đã có một sự thẩm định xác đáng về các công trình nghiên cứu lý thuyết và thực nghiệm.

3. Trong số những trở ngại thống kê mà các biến về xuất xứ pháp lý này phải vượt qua, có kiểm định của Hansen về sự đồng nhất quá mức các công cụ. Ngoài việc sử dụng công cụ xuất xứ pháp lý, Levine, Loayza và Beck (2000) cũng đã sử dụng một kỹ thuật về biên công cụ lập có tính chất động và cũng đã có kết luận gần như tương tự. Đối chứng các phương pháp sử dụng chuỗi số theo thời gian cũng đã được Neusser và Kugler (1998), Rousseau và Wachtel (1998) áp dụng và cũng cho kết luận như vậy, mặc dù số liệu của họ chỉ hạn chế trong các nước thuộc Tổ chức Hợp tác và Phát triển Kinh tế (OECD).

4. Thay tỉ số trung bình của tín dụng tư nhân trong GDP của Cônggô (Kinshasa) bằng tỉ số này của Malaixia và Thái Lan đã dự báo tốc độ tăng trưởng trung bình của Cônggô sẽ tăng thêm hơn 6% một năm nữa, không chênh lệch là mấy so với sự khác biệt thực sự khoảng 7% giữa tốc độ tăng trưởng của Cônggô và một trong hai nước kia. Tất nhiên, những phép tính toán như thế cần hết sức thận trọng, như đã nêu trong Hộp 1.1.

5. Có một cuộc thảo luận rất thú vị về sự cần thiết phải giảm bớt rủi ro trong de Ferranti và các tác giả khác (2000).



6. Nhiều vấn đề của nền kinh tế kế hoạch hoá tập trung đã tiền tệ hoá cao độ sau khi tự do hoá được trích dẫn ở đây như một thí dụ; tương tự như việc sử dụng bất hợp lý các sản phẩm phái sinh ở Mêhicô, 1994, mô tả trong Chương 4.

7. Levine và Zervos (1998a, và b), Demirgüç-Kunt và Levine (1999), Beck, Demirgüç-Kunt và Levine (2000a), Demirgüç-Kunt và Huizinga (2000a), Demirgüç-Kunt và Maksimovic (2000).

8. Thí dụ, tỉ lệ nợ trên vốn cổ phần trung bình của các công ty được niêm yết trong 30 nước đã được định vị trong Hình 1.7 chỉ có tương quan rất lỏng lẻo ( $R = -0,40$ ) với chỉ số cấu trúc thị trường hay cấu trúc ngân hàng mà Demirgüç-Kunt và Levine (2001) đã xây dựng.

9. Chúng tôi sử dụng thuật ngữ này để bao hàm cả những người quản lý, giám đốc và cổ đông chi phối trong công ty.

10. Cách giải thích thêm có thể nằm ở mối quan hệ giữa lãi suất cho vay cao và độ rủi ro cao hơn của việc cho vay (xem Agénor, Aizenman và Hoffmaister 1999).

11. Baskin và Miranti (1997) đã lưu lại việc sử dụng chứng khoán thường trong các thế kỷ 19 và 20.

12. Xem La Porta, López-de-Silanes và Shleifer (1999a) về các nước tiên tiến. Nghiên cứu của Khanna và Palepu (1999) về việc giám sát các nhóm công nghiệp ở Ấn Độ cũng đã nhấn mạnh đến hiệu ứng “làm nguội lạnh” mà tính mơ hồ đã gây ra cho việc đầu tư ở bên ngoài. Tuy nhiên, cần lưu ý rằng, một số nước phụ thuộc nặng nề vào hình thức sở hữu gia đình, theo Hình 1.10, cũng đã có được thành tích kinh tế mạnh mẽ và lâu dài.

13. Thuật ngữ “cơ sở hạ tầng tài chính” được

dùng để phản ánh khung qui tắc và hệ thống trong đó, các công ty và hộ gia đình lên kế hoạch, đàm phán và thực hiện các giao dịch tài chính. Như vậy, nó sẽ bao gồm cấu trúc luật pháp và qui định (kể cả các qui tắc và cơ chế thực thi hợp đồng); nguồn lực và thực tế hoạt động giám sát; cung cấp thông tin (thí dụ, qui tắc và thông lệ kế toán và kiểm toán, các hội đồng tín dụng, các cơ quan tính điểm và các cơ sở đăng ký công cộng); các phương tiện thanh khoản; hệ thống thanh toán và chi trả chứng khoán; và hệ thống trao đổi (thí dụ mua bán và niêm yết dịch vụ, các qui tắc mua bán, các kênh thông tin liên lạc).

14. Cởi mở cửa là một cách hạn chế quyền lực thị trường trong ngân hàng là nội dung sẽ được bàn đến trong Chương 4.

15. Thực ra, luật tục của Anh coi giám đốc chỉ là người được các cổ đông ủy thác với nghĩa vụ phải trung thành với họ (Johnson, McMillan và Woodruff 1999).

16. Thật lạ lùng, rất nhiều biến số về cấu trúc chính trị đã không có tác dụng tốt để dự báo sự phát triển tài chính trong nghiên cứu này; chúng tôi sẽ quay lại yếu tố chính trị trong Chương 3.

17. Trong những trường hợp cực đoan, ngay cả khu vực tài chính thanh khoản sẵn sàng cho vay cũng thấy không muốn chấp nhận nếu quyền về tài sản không được bảo vệ thích đáng. Johnson, McMillan và Woodruff (1999) đã đưa ra những bằng chứng dựa trên điều tra rất thú vị từ Đông Âu và Liên Xô cũ (những nước mà tình cờ không nằm trong mẫu pháp lý của La Porta và các tác giả khác). Những bằng chứng này cho thấy, trong năm 1997, có sự khác biệt trong nhận thức của các công ty về mức độ đảm bảo quyền về tài sản của họ, mà điều đó lại quyết định đến mức độ sẵn sàng đầu tư của họ, và không có câu hỏi nào đề

cập đến khả năng tiếp cận của tài chính bên ngoài.

18. Mặc dù vậy, với trường hợp chống lại các qui định về tài chính của chính phủ, xin xem Easterbrook và Fischel (1991).

19. Một nghiên cứu tốt về quá trình này là của Johnson (2000), trong đó cũng cho thấy hiện tượng đua nhau niêm yết không phải “hiệu ứng Internet”.

20. Về phần thảo luận giữa vai trò thực tế và tiềm năng của SRO trong tài chính, xem Bossone và Promisel (2000).

21. Đoạn tiếp theo được trích tự do từ Vittas (2000).

22. Thực ra, việc phân tích quan hệ nhân quả thống kê đã nghiêng về giả thuyết cho rằng, sự dao động ngắn hạn trong mức độ vốn hoá thông qua thị trường chứng khoán, kéo theo sự thay đổi trong qui mô tài sản của lĩnh vực tiết kiệm theo thoả thuận (Catalan, Impavido và Musalem 2000).

23. Song song với những biện pháp đã được áp dụng cho ngân hàng và được bàn đến trong Chương 2, cần thiết kể các biện pháp để đảm bảo rằng các quỹ hưu trí đã phê chuẩn sẽ được những nhà chuyên môn giàu kinh nghiệm quản lý thận trọng, và chúng được đảm bảo để không bị cướp đoạt (thí dụ, thông qua việc kiểm toán thoả đáng, và phân tách các tài sản do những người quản lý bên ngoài nắm giữ), chúng phải duy trì một mức dự trữ để phòng vỡ nợ thoả đáng, và hoạt động của chúng đảm bảo sự minh bạch thích hợp (xem Rocha, Hinz và Gutierrez 1999).

24. Về nội dung thảo luận chi tiết hơn liên quan đến những vấn đề hiện nay trong qui định đối với quỹ hưu trí, xem James, Smallhout và Vitas

(1999); James và Vitas (2000); Srinivas, Whitehouse, và Yermo (2000); Vitas (1998, 2000).

25. Besley (1995) đã tiến hành điều tra trên diện rộng các nghiên cứu về tài chính không chính thức.

26. Xem các đặc điểm thú vị về bảo hiểm - cùng với -cổ phần trong việc cho vay ở địa phương mà Udry (1994) đã phát hiện thấy ở Bắc Nigieria.

27. Phương pháp này đã được sử dụng, thí dụ như, để tài trợ cho sự di dân tạm thời.

28. Sự thành công cũng đòi hỏi phải quan tâm hơn đến những khía cạnh đời thường mà các thể hệ của những tổ chức tài chính vi mô được trợ cấp trước đây đã bỏ qua, chẳng hạn như cấu trúc lãi suất có tính thực tiễn, các nhân viên được đào tạo tốt và luôn được động viên khuyến khích, và hệ thống thông tin quản lý tốt.

29. Về thành tích hoạt động của các tổ chức này, xem Morduch (1999) và Sebsted và Cohen (2000)

30. Những tấm gương thành công gần đây của tài chính vi mô dựa trên việc cho vay theo nhóm ít nhiều đã che lấp mất tính hiệu quả rất lớn của các hợp tác xã tín dụng và các hiệp hội tín dụng, là những tổ chức từ lâu đã hoạt động như một cơ sở gần như chính thức nhưng phi tập trung hoá ở nhiều nước, sử dụng một vài trong những kỹ thuật đã nêu trên, nhưng thường thì tổng nguồn lực của các tổ chức này dựa vào tiền tiết kiệm của các thành viên.

31. Phép so sánh cụ thể là giữa các điều luật khắt khe hơn của Ôxtrâyliia với những điều luật được phép ở Mỹ (được định nghĩa gần như nhau).

# Thất bại của chính phủ trong lĩnh vực tài chính

**K**Ể TỪ KHI RA ĐỜI HỆ THỐNG NGÂN hàng, dù trong giai đoạn bình thường hay trong thời kỳ khủng hoảng, chính phủ cũng nắm giữ quyền sở hữu ngân hàng một cách cố tình hay gián tiếp sau khi xảy ra khủng hoảng ngân hàng. Những trường hợp thất bại của sở hữu nhà nước đối với các ngân hàng, quá trình tư nhân hoá diễn ra sau khủng hoảng, hay chí ít cũng là sự thành công hạn chế của quá trình tái cơ cấu, đã dẫn ra thường xuyên đến mức việc xem lại vai trò của chính phủ trong những lĩnh vực có liên quan này trở nên chín muồi. Trong những thập kỷ gần đây, mặc dầu nhiều chính phủ đã ít nhiều thu hẹp quyền sở hữu trong khu vực ngân hàng, nhưng các quan chức chính phủ vẫn có tác động tới hệ thống ngân hàng, đặc biệt sau khi có khủng hoảng, các chính phủ thường tăng cường đáng kể sự can thiệp của mình trong một thời gian dài. Tuy nhiên, những nghiên cứu mới đây cho thấy, dù mục đích ban đầu là gì đi chăng nữa, thì sở hữu nhà nước đối với các ngân hàng cũng có xu hướng cản trở sự phát triển của khu vực tài chính, và từ đó làm giảm sút tốc độ tăng trưởng.

Cung cấp có hiệu quả và ổn định các dịch vụ tài chính – bất là người sở hữu các công ty tài chính cung cấp những dịch vụ này – là một mục tiêu thiết thực đối với bất kỳ quốc gia nào. Để đạt được điều này, đòi hỏi chính phủ phải tập trung

**Xu hướng chính phủ sở hữu ngân hàng thường cản trở sự phát triển của khu vực tài chính**



vào những lĩnh vực mà họ có thể làm tốt nhất. Hai chương trước đã đưa ra một chương trình hành động đầy tham vọng, trong đó chính phủ có vai trò đặt nền móng và xây dựng một kiến trúc thượng tầng mang tính điều tiết cho sự phát triển của một nền tài chính lành mạnh. Chương trình này sẽ khó đạt được nếu mối quan tâm của nhà đương cục bị thu hút vào các nhiệm vụ mà họ không có lợi thế, nhất là việc sở hữu tạm thời hay lâu dài các ngân hàng, đặc biệt khi vai trò thứ hai mâu thuẫn với vị thế là một cơ quan điều tiết của họ.

**vì các tài chính trị  
lãnh đạo môi trường  
khuyến khích**

Trong khi chương trước thảo luận chính phủ nên phản ứng như thế nào để xử lý các *thất bại* của thị trường, thì chương này lại đánh giá các bằng chứng và đưa ra nhận xét về các thất bại của chính phủ trong việc sở hữu và tái cơ cấu ngân hàng. Thất bại của chính phủ với tư cách chủ sở hữu là do những động cơ kích thích mà tiến trình chính trị đã áp đặt. Một vài trường hợp thành công của các ngân hàng quốc doanh dường như gắn liền với một môi trường thể chế mạnh và quyền lực chính trị bị phân tán. Khi không có những thuận lợi này, thì nói chung, cơ quan chức năng ở các nước đang phát triển cần giảm bớt vai trò sở hữu của họ, cân nhắc theo những hướng sáng tạo để sử dụng khu vực tư nhân trong giai đoạn khủng hoảng, và hướng chương trình hành động của mình vào việc cung cấp cơ sở hạ tầng và điều tiết. Trớ trêu thay, chính việc khủng hoảng làm cho các chính phủ vốn đang giữ vai trò chủ sở hữu trong một ngành nào đó phải từ bỏ quyền sở hữu, thì cũng chính khủng hoảng lại đưa các chính phủ trước đây đã từng rút lui hoặc không tham gia tích cực trong hoạt động ngân hàng, quay trở lại với tư cách là chủ sở hữu tạm thời. Khi những cuộc khủng hoảng toàn diện xảy ra và chính phủ đã giành lấy quyền sở hữu, hoặc nếu không cũng là quyền kiểm soát, thì lúc đó, các chiến lược đảm bảo sự rút lui sớm và kịp thời của chính phủ phải được coi là một bộ phận trong kế hoạch can thiệp đầu tiên.

Chương này trước hết xem xét những lập luận và chứng cứ về sở hữu nhà nước đối với các ngân hàng, bao gồm những bằng chứng phổ biến giữa các nước và những thí dụ cụ thể ở

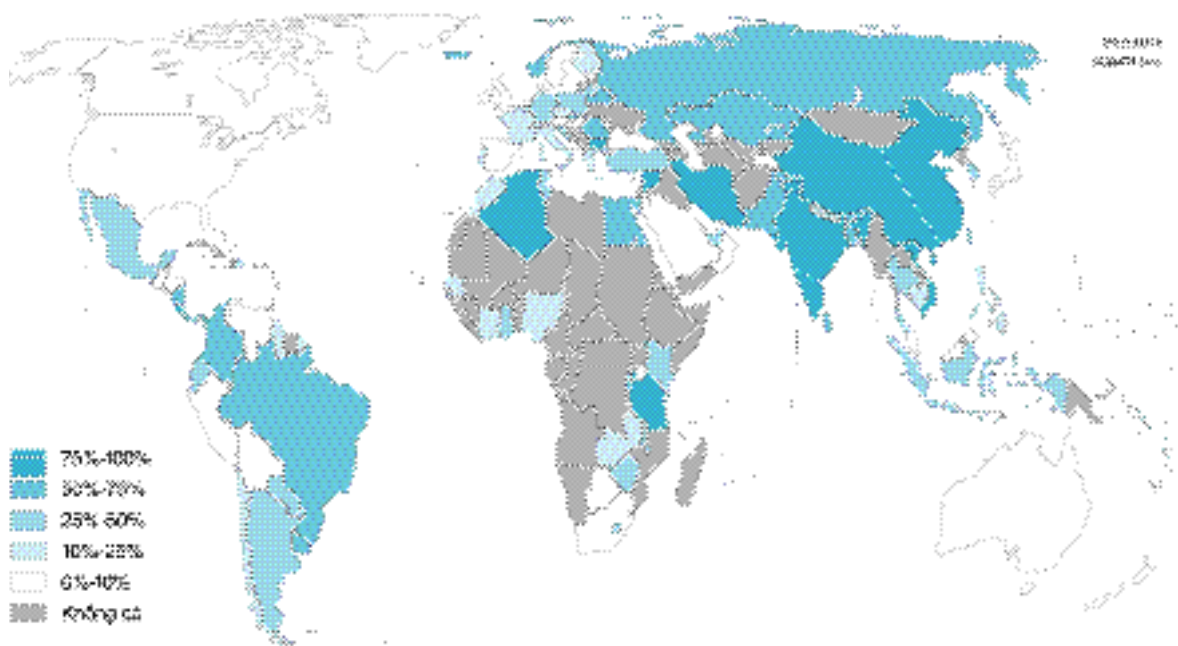
từng nước. Sau đó, sẽ đề cập ngắn gọn tới các lập luận và bằng chứng về trình tự tư nhân hoá ngân hàng. Quá trình tư nhân hoá này có thể dẫn tới khủng hoảng và các chi phí cho ngân sách, nếu không có một khuôn khổ thể chế cần thiết, và vì vậy, nó cần được vận dụng phù hợp với hoàn cảnh từng nước. Một chính sách đáng tin cậy để chuẩn bị cho việc bán bớt một số ngân hàng, cùng với việc gia nhập thị trường của một số ngân hàng mới, kể cả ngân hàng tư nhân nước ngoài, mặc dù sẽ giúp cho việc hoàn thiện khuôn khổ này, nhưng dường như lại rất nhạy cảm trong môi trường thể chế yếu.

Cuối cùng, chương này chuyển qua thất bại của chính phủ với tư cách là một chủ sở hữu tạm thời trong quá trình tái cơ cấu. Sẽ không có gì lạ khi một số nguyên tắc thường thấy trong hành vi của chính phủ với tư cách là một chủ sở hữu ngân hàng trong dài hạn, cũng có thể áp dụng vào trường hợp này. Trên thực tế, khi có khủng hoảng, tái cơ cấu ngân hàng là một cơ hội để bơm thêm vào một lượng rất lớn các nguồn lực ngân sách. Vì thế, vấn đề quan trọng không chỉ là hạn chế chi phí đối với người trả thuế và nền kinh tế từ bản thân các khoản bơm thêm này, mà còn tránh phải phụ thuộc vào các quan chức trong việc xác định ai là “kẻ thắng, người thua”. Hợp tác với thị trường, một lần nữa lại nổi lên như một lí do chủ yếu để cân nhắc việc định hình chiến lược phản ứng của chính phủ.

### **Quan chúe coáphaā laānhaāquaā lyāngēn haāg khōng?**

**C**HO DÙ CÒN NHIỀU TRANH CÃI VÀ NGÀY CÀNG có nhiều sự tham gia rõ nét của khu vực tư nhân vào hoạt động ngân hàng ở hầu hết các quốc gia, nhưng hơn 40% dân số thế giới vẫn đang sống ở các quốc gia mà đại bộ phận tài sản của ngân hàng đều thuộc về các ngân hàng do nhà nước chiếm đa số (Hình 3.1). Lướt qua tám bản đồ cũng thấy rằng, sở hữu của chính phủ ở các nước nghèo có xu hướng phổ biến hơn, như Hình 5 phần Tổng quan đã khẳng định.

Hình 3.1 Sở hữu nhà nước đối với ngân hàng, 1998-99



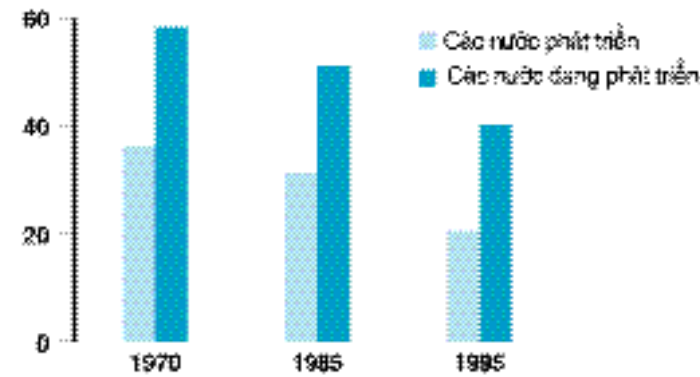
Chú thích: Bản đồ thể hiện tỷ lệ tài sản trong các ngân hàng quốc gia, dựa trên phần lớn quyền của nhà cầm quyền trong giai đoạn 1998-99 (Bảng so sánh các Ngân hàng và Điều tiết của Ngân hàng Thế giới) và ở những nước không có số liệu thì lấy từ La Porta, Lopez de Silanes, và Shleifer (2000). Mọi tài sản có thay đổi về quyền sở hữu gần đây, như là trường hợp Saudi, không được tính đến.  
 Nguồn: Điều tra của Global và EBR về tài sản trong các Ngân hàng thế giới và các nguồn khác của Ngân hàng Thế giới.

Phạm vi sở hữu nhà nước đã giảm kể từ năm 1970 (Hình 3.2), và giảm mạnh nhất là ở các nước có thu nhập cao. Tính đến cuối thập kỷ 90, trên 30 nước đang phát triển vẫn có hơn một nửa số tài sản của hệ thống ngân hàng thuộc các ngân hàng do nhà nước chiếm đa số. Trong điều kiện nhà nước vẫn giữ quyền kiểm soát, ngay cả khi tỉ lệ sở hữu nhà nước thấp, thì những con số này chắc chắn chưa phản ánh hết phạm vi kiểm soát của nhà nước.

Sở hữu nhà nước trong hệ thống ngân hàng vẫn còn phổ biến ở nhiều quốc gia là do: Thứ nhất, những người ủng hộ sự kiểm soát của nhà nước cho rằng, chính phủ có thể phân bổ nguồn vốn tốt hơn cho các khoản đầu tư có hiệu suất cao. Gerschenkron (1962) là một trong những người có quan điểm

Hình 3.2 Sở hữu của chính phủ đối với các tài sản ngân hàng

Tỉ trọng tài sản của 10 ngân hàng lớn nhất do chính phủ sở hữu hoặc kiểm soát



Nguồn: Le Phoa, Laporan de Services, 1995, số 10 (1995)

Sở hữu nhà nước đối với ngân hàng vẫn có vai trò quan trọng ở các nước đang phát triển

cho rằng, trong một môi trường thể chế yếu kém, các ngân hàng tư nhân sẽ không thể khắc phục được những thiếu sót về thông tin và việc ký kết hợp đồng, và nếu có khắc phục được thì cũng mất rất nhiều thời gian. Vào những năm 50, 60, khi người ta đang tìm cách để giúp các quốc gia đang phát triển “cắt cánh” theo hướng tăng trưởng tự lực, bền vững, thì sở hữu nhà nước đối với khu vực ngân hàng dường như là một cách để thực hiện điều này. Quan điểm này cho đến nay vẫn còn một số người ủng hộ. Sở hữu nhà nước sẽ giúp cho việc trích nộp một phần thặng dư từ nguồn tài chính (bằng cách đánh thuế khu vực tài chính) và chỉ định tín dụng dễ dàng hơn nhiều.

Thứ hai, người ta lo rằng, thông qua sở hữu tư nhân, việc tích tụ quá mức trong hoạt động ngân hàng có thể hạn chế khả năng tiếp cận tín dụng của nhiều bộ phận trong xã hội. Trên thực tế, một lí lẽ thường được đưa ra ở các nước đang phát triển là, các chính phủ do dự không muốn tư nhân hoá vì quá trình này sẽ dẫn tới sự tích tụ vốn trong tay một số người, trong khi những nhóm người khác lại phải trả giá. Thứ ba, do sự lạm dụng và các vướng mắc trong quản trị của ngân

hàng tư nhân ở nhiều quốc gia nên sẽ gây ra một tâm lý chung mang tính chất cảm tính rằng, hệ thống ngân hàng tư nhân rất dễ bị khủng hoảng. Những thất bại của Ngân hàng Barings và Quỹ Quản lý Vốn Dài hạn (LTCM – một hình thức quỹ tự bảo hiểm với một chiến lược mạo hiểm sẽ được nhiều ngân hàng tài trợ và đồng thời thực hiện) đã cho thấy, thay vì phân bổ các nguồn lực một cách khôn ngoan, các ngân hàng tư nhân sẽ quan tâm hơn tới các hoạt động mang tính đánh bạc. Niềm tin này càng mạnh hơn khi xảy ra các cuộc khủng hoảng sau quá trình tư nhân hoá ở các quốc gia như Chilê (đầu thập kỷ 80) và Mêhicô (1994).

Tuy nhiên, nếu trở lại với trọng tâm của chương trước đề cập đến vấn đề động cơ khuyến khích, thì sẽ thấy luận điểm thứ nhất không đúng vững, bởi vì các quan chức không có động cơ khuyến khích họ phân bổ nguồn lực có hiệu quả. Các quan chức được bầu thường bị thúc đẩy bởi việc “giữ ghế” chính trị của họ và ban thưởng cho những người ủng hộ mình, một động cơ mâu thuẫn với mục tiêu phân bổ nguồn lực. Và cả ba lý do trên đều là những luận điểm mang tính kinh nghiệm nhiều hơn.

Cho tới gần đây, những bằng chứng nguyên khai về vấn đề này vẫn chỉ có tính chất đơn lẻ. Dù cho ngân hàng tư nhân bị điều tiết lỏng lẻo có phải gánh chịu những tổn thất lớn mà cuối cùng sẽ chuyển sang vai của người gửi tiền, hay phổ biến hơn, của người đóng thuế, thì ngân hàng quốc doanh vẫn là đối tượng gây ra những khoản thua lỗ lớn nhất trong lịch sử. Hai ngân hàng nổi tiếng có lịch sử lâu đời là Crédit Lyonnais (bị chính phủ Pháp quốc hữu hoá 1945 và tư nhân hoá 1999) và Banespa (trước đây do tiểu bang São Paulo của Braxin sở hữu, năm 2000 đã bị ngân hàng Tây Ban Nha BSCCH mua lại), khi còn thuộc sở hữu nhà nước, mỗi ngân hàng đã thua lỗ ước tính 22-28 tỉ đôla. Đến đây, chúng ta đã có thể đi tiếp mà không chỉ dừng lại ở những nghiên cứu tình huống đơn lẻ. Phân tích hệ thống số liệu thu thập được ở các quốc gia cho thấy, sở hữu nhà nước, đặc biệt ở các quốc gia có thu nhập thấp, là điều tệ hại cho sự phát triển và ổn định của khu vực

**Sơ đồ và thuyết minh: các công cụ thu thuế của ngân hàng qua lại ngân hàng kiến tạo**

tài chính, cũng như tăng trưởng kinh tế.

Một nghiên cứu lớn của La Porta, López-de-Silanes, Shleifer (2000) sử dụng số liệu từ các nguồn công nghiệp tư nhân về 10 ngân hàng thương mại và phát triển lớn nhất ở mỗi nước trong số 92 quốc gia cho năm 1970 và 1995 cho thấy: sở hữu nhà nước đối với ngân hàng năm 1970 càng lớn, thì sự phát triển của khu vực tài chính, tăng trưởng, và năng suất càng thấp. Hơn nữa, những tác động trên càng lớn hơn ở những nước có mức thu nhập thấp, thì sự phát triển của khu vực tài chính, sự bảo hộ các quyền về tài sản càng thấp.<sup>1</sup> Do các nhà nghiên cứu sử dụng sở hữu nhà nước năm 1970 để giải thích tăng trưởng và phát triển của khu vực tài chính về sau, nên không thể xảy ra trường hợp cái sau là nguyên nhân gây ra cái trước. Ngoài ra, khi giải thích tăng trưởng, họ đã giữ nguyên nhiều biến số thể chế.<sup>2</sup> La Porta, López-de-Silanes, Shleifer đã chỉ ra nguyên nhân khiến cho sở hữu nhà nước gây ra tăng trưởng thấp là thông qua tác động của nó đến năng suất. Ngân hàng quốc doanh thường không phân bổ nguồn vốn tới nơi sử dụng có hiệu quả nhất. Trên cơ sở những nghiên cứu trước đây (Chương 1), thông qua kênh dẫn này, tăng trưởng cũng bị giảm sút. Và họ không tìm thấy những tác động bù lại của sở hữu nhà nước đối với quá trình tích tụ vốn.

La Porta, López-de-Silanes, Shleifer chỉ ra rằng, ảnh hưởng của việc mở rộng sở hữu tư nhân không chỉ có ý nghĩa thống kê, mà còn có ý nghĩa về mặt kinh tế nữa. Thí dụ, đường hồi quy khớp nhất cho thấy, nếu tỉ trọng sở hữu nhà nước ở Bangladesh thay vì bằng 100% mà chỉ dừng đúng ở mức trung bình của mẫu (57%) trong suốt thời kỳ từ năm 1970, thì tốc độ tăng trưởng bình quân năm sẽ tăng thêm 1,4%, tương đương với nó là mức sống sẽ được nâng cao hơn 50% so với ngày nay. Mặc dầu dự báo trên giả thiết các biến số được đo lường khác không thay đổi, như hướng dẫn trong Hộp 1.1, nhưng cần lưu ý rằng, quá trình tư nhân hoá lẽ ra cũng phải được sự ủng hộ của các nền tảng thể chế cần thiết, sẽ bàn đến dưới

**nhề laũnhuãg nĩ ñ kinh  
tĩ ãkeãn phã trĩ ñ**

đây, một biến số quan trọng đã bị bỏ qua trong nghiên cứu của họ.

Sử dụng nguồn số liệu khác, Barth, Caprio, Levine (2001 a,c) đã chỉ ra rằng, sở hữu nhà nước đối với các ngân hàng càng lớn thì càng có xu hướng dẫn tới biên độ chênh lệch lãi suất càng cao, tín dụng tư nhân, hoạt động trên thị trường chứng khoán và tín dụng phi ngân hàng càng giảm, ngay cả khi đã tính tới các nhân tố khác có thể ảnh hưởng tới sự phát triển tài chính.<sup>3</sup> Vì vậy, sở hữu nhà nước lớn hơn dường như sẽ phản cạnh tranh, làm giảm tính cạnh tranh cả trong hệ thống ngân hàng lẫn phi ngân hàng. Barth, Caprio, Levine cũng cho thấy, nơi nào sở hữu nhà nước phổ biến, thì nơi đó, số đơn xin cấp giấy phép hoạt động của ngân hàng bị từ chối càng cao, và càng có ít những ngân hàng nước ngoài hoạt động. Với mức độ cạnh tranh thấp, sẽ thật lạ lùng nếu cho rằng, sở hữu nhà nước càng lớn thì nguồn tín dụng sẵn có càng dồi dào. Thay vì thế, La Porta, López-de-Silanes, Shleifer cho thấy, sở hữu nhà nước càng lớn thì tỉ phần tín dụng rơi vào tay 20 doanh nghiệp hàng đầu càng cao.<sup>4</sup>

Cuối cùng, sở hữu nhà nước có vẻ như làm tăng nguy cơ khủng hoảng. Phải thừa nhận rằng, mặc dầu Barth, Caprio, Levine đã xác định được một tác động thuận chiều của sở hữu nhà nước tới xác suất xảy ra khủng hoảng, nhưng với những số liệu của họ thì tác động này không có ý nghĩa thống kê. Nhưng La Porta, López-de-Silanes, Shleifer đã phát hiện ra mối tương quan giữa mức độ sở hữu nhà nước và các thước đo khác nhau về độ bất ổn của hệ thống tài chính. Và việc áp dụng mô hình logit cho bộ số liệu 64 nước của La Porta, López-de-Silanes, Shleifer, Caprio và Martinez-Peria (2000) đã cho thấy, sở hữu nhà nước chiếm ưu thế vào đầu giai đoạn 1980-97 có quan hệ với xác suất lớn hơn của một cuộc khủng hoảng ngân hàng, và liên quan đến (với ít quan sát hơn nhiều) những chi phí tài chính cao hơn.

Những chứng cứ trên nhất quán với nội dung của chương trước khi đề cập tới vấn đề động cơ khuyến khích. Thay vì hành động theo nguyên tắc tối đa hoá lợi nhuận, các chính

**Sở hữu nhà nước có xu hướng làm giảm cạnh tranh ¼**

**Chỉ số khả năng tiếp cận tín dụng ¼**

**Vấn đề tăng nguy cơ khủng hoảng ¼**

phủ thường phải đáp ứng nhiều lợi ích khác nhau, đặc biệt là để tăng cường sự hậu thuẫn cho mình (Hộp 3.1). Trên thực tế, ngay cả trong hoàn cảnh toàn bộ là sở hữu nhà nước thì cũng nảy sinh vấn đề. Cull và Xu (2000) phát hiện ra rằng, trong thập kỷ 80 – khi hình thức tài trợ trực tiếp từ chính phủ là phổ biến – thì các quan chức ngân hàng quốc doanh ở Trung Quốc đã làm rất tốt công việc phân bổ vốn so với cán bộ ở các cơ quan chính phủ khác. Điều này có nghĩa là, nguồn tài chính từ ngân hàng được phân bổ theo hiệu suất của công ty nhiều hơn là các khoản bao cấp trực tiếp. Một lý do có thể có là, quan chức ngân hàng quốc doanh này được thưởng tùy theo khả năng sinh lợi của ngân hàng. Một yếu tố khác cũng có tác động là sự tồn tại của những quỹ rút tiền trực tiếp từ ngân sách nhằm đáp ứng nhu cầu của các cơ quan chính phủ. Điều này làm giảm áp lực buộc các ngân hàng quốc doanh phải cho vay theo chỉ định rất phi hiệu quả. Quả thực, đầu thập kỷ 90, khi nguồn tài chính phân bổ trực tiếp từ chính phủ cho các doanh nghiệp nhà nước đã giảm, thì mối liên hệ giữa các quyết định cho vay của ngân hàng quốc doanh với năng suất của các doanh nghiệp trở nên mờ nhạt.<sup>6</sup> Trong hầu hết các thiết chế, ngân hàng tư nhân có xu hướng được cách ly khỏi những áp lực chính trị nhiều hơn là các ngân hàng quốc doanh, và điều này cũng góp phần làm cho chúng hoạt động hiệu quả hơn hẳn. Tuy vậy, cần đặc biệt lưu ý rằng, tư nhân hoá đột ngột các ngân hàng ở những nước đang chuyển đổi khó có thể thành công, và sở hữu nhà nước ở mức độ nhất định có thể là cần thiết như một bước đệm trong suốt quá trình chuyển đổi.

Hai chương đầu cho thấy, khu vực tài chính, bao gồm cả hệ thống ngân hàng, sẽ giúp cho tăng trưởng nhanh hơn, ít khủng hoảng hơn, ở những nơi có môi trường thông tin và hiệu lực hợp đồng mạnh, có đủ cán bộ giám sát các trung gian tài chính, và luôn được động viên kịp thời. Nếu sở hữu nhà nước trong hệ thống ngân hàng phổ biến hơn, thì nhu cầu cung cấp tốt hơn các thông tin và cơ sở hạ tầng khác sẽ giảm xuống, và hoạt động giám sát sẽ yếu đi. Barth, Caprio, Levine

**Sứ mệnh nhân đạo của thị trường  
đến từ môi trường vĩ mô  
và các cú**



### Hộp 3.1. Kinh tế chính trị và chính sách tài chính

NGƯỜI TA THƯỜNG NGÂM ĐỊNH RẰNG, khi quyết định một chính sách trong khu vực tài chính, chính phủ thường phải dựa trên lợi ích của cộng đồng, nhưng họ đã bỏ qua những động cơ mà các nhà chính trị gặp phải, cũng như bản thân cơ cấu chính trị mà trong đó họ hoạt động. Dù cho các nhà chính trị không chạy theo những mục tiêu tài chính cá nhân, thì ở đâu, họ cũng đều phải quan tâm tới tiền đồ chính trị của chính mình, và vì thế, chịu sự chi phối của những lợi ích cá biệt nhất định. Ngược lại, mức độ ảnh hưởng của những lợi ích cá biệt này tới quyết định của họ lại phụ thuộc vào các quy tắc chính trị, và có lẽ cũng phụ thuộc vào những quy phạm xã hội (xem North, 1999).

Quan hệ giữa vũ đài chính trị và các đặc lợi trong khu vực tài chính có thể có mối gắn bó đặc biệt, bởi vì, “nói tới tài chính là nói tới tiền”. (Trích dẫn của Willie Sutton: tên cướp nhà băng nổi tiếng của những năm 40). Chính vì lợi ích cá nhân mà những người ra quyết định trong chính phủ đã tạo ra và duy trì những động cơ méo mó trong khu vực tài chính, từ đó có thể dẫn tới khủng hoảng, hay thậm chí họ còn chuyển nguồn lực của các tổ chức tài chính do nhà nước kiểm soát sang cho các mục đích cá nhân hay chính trị. Liệu có hy vọng gì rằng một chính sách tài chính tốt sẽ được thực hiện khi mà nó mâu thuẫn với lợi ích của những người có quyền lực thực hiện chính sách đó hay không?

Sự tồn tại lâu dài của các chính sách điều tiết không mấy hiệu quả có thể được giải

thích một phần là do các nhà chính trị cũng như các nhà điều tiết đã bị chính những đối tượng mà lẽ ra họ phải điều tiết “thao túng”. Vì thế, chính sách điều tiết rất dễ được nhìn nhận là phục vụ lợi ích tư hơn là phục vụ lợi ích cộng đồng.<sup>1</sup>

Phân tích vai trò của kinh tế chính trị khi ảnh hưởng tới sự chuyển dịch toàn cầu theo hướng tự do hoá tài chính, Kroszner (1998) đã chỉ ra phương thức chuyển giao công nghệ, làm thay đổi quyền lực thương lượng tương đối của những nhóm lợi ích khác nhau hay sự ưu đãi về chính sách đối với một nhóm lợi ích hiện có, có thể ảnh hưởng tới sự thay đổi thực sự về chính sách.<sup>2</sup>

Tương tự, sử dụng cùng bộ số liệu về chi phí ngân sách sẽ bàn đến trong nội dung bên dưới, Keefer (2000) gần đây đã nghiên cứu sâu hơn về những nhân tố chính trị ảnh hưởng tới chi phí ngân sách của khủng hoảng ngân hàng và khuynh hướng trì hoãn điều tiết trong khủng hoảng. Giả thiết của ông là, hành động nương tay của chính phủ nhằm duy trì hệ thống tài chính với bộ máy quản lý hiện tại, hoặc cho phép theo đuổi các hoạt động chứa đựng nhiều rủi ro, dù phải trả giá cao về mặt xã hội, có thể được các nhà chính trị sử dụng nhằm đảm bảo sự hậu thuẫn chính trị hay tài chính từ những nhóm lợi ích này; điều này đặc biệt đúng khi cơ cấu chính trị yếu. Ông cũng đưa ra những bằng chứng cho thấy, chỉ ít thì ở các nền kinh tế có khu

*(Xem tiếp trang sau)*

**Hộp 3.1.** *(tiếp theo)*

vực tài chính kém phát triển, việc kiểm tra và công khai hoá có thể giúp làm giảm chi phí tài chính của cuộc khủng hoảng, cũng như xác suất chính phủ nương tay.

Việc phân tích dưới giác độ kinh tế chính trị đối với những vấn đề nêu trên rõ ràng chỉ

mới bắt đầu, nhưng cũng hứa hẹn đó là một lĩnh vực nghiên cứu phong phú, vì những kết quả nghiên cứu sẽ giúp cho việc đảm bảo quyền lực của chính phủ không bị lạm dụng trong quá trình điều tiết lĩnh vực tài chính.

1. Đề cập về ảnh hưởng của các lợi ích chính trị đối lập tới các bang khác nhau ở Mỹ, Kroszner và Straban (1999) đã đưa ra bằng chứng cho thấy, các nhà lập pháp ở các bang có nhiều ngân hàng nhỏ chống đối việc mở rộng và phát triển của hệ thống ngân hàng giữa các bang.

2. Romer và Weingast (1991) minh họa cho những hình thái tác động tương tự tới cuộc khủng hoảng Quỹ Tiết kiệm và Cho vay. Thí dụ, lần tham gia đầu tiên của các ngân hàng nước ngoài vào một số thị trường mới nổi lên thường bị hạn chế không được sáp nhập hay thôn tính; điều này giúp cho việc bảo toàn giá trị “vốn” đặc quyền kinh doanh của chúng – mà nếu không thì sẽ bị những ngân hàng mới cạnh tranh làm biến mất. Tương tự, khi thị trường chứng khoán được tự do hoá, một phần để đáp ứng nhu cầu vốn vay mới của chính phủ, phần lớn những thị trường mới nổi nào lựa chọn hình thức đấu thầu kín, đấu thầu giá đầu đối với các trái khoán chính phủ thì đều được coi là có ưu thế hơn hẳn những người buôn bán sơ cấp, nhưng lại đem thua thiệt tới cho những người dân nộp thuế.

phát hiện ra rằng, sự giám sát của thị trường cũng có xu hướng yếu đi nhiều, khi sở hữu nhà nước tăng lên. Sở hữu nhà nước chiếm tỉ lệ cao cũng đặt chính phủ trước mâu thuẫn về động cơ, vì một bộ phận của chính phủ chịu trách nhiệm giám sát, kiểm tra một bộ phận khác cũng của chính phủ, nên các cán bộ giám sát của nhà nước sẽ trở nên yếu hơn.

Tuy nhiên, sở hữu nhà nước không phải lúc nào cũng có tác động xấu đối với tăng trưởng. La Porta, López-de-Silanes, Shleifer phát hiện ra rằng, với mức thu nhập bình quân đầu người càng cao, thì tác động tiêu cực càng giảm mạnh. Ở Đức, với truyền thống lâu đời về sở hữu nhà nước (năm 1998, 42% tài sản của ngân hàng thương mại là thuộc những ngân hàng quốc doanh) là một thí dụ rõ nét. Tuy vậy, ở một số quốc gia có thu nhập cao khác như Pháp, Italia, có những thời kỳ sở hữu nhà nước chiếm ưu thế, nhưng gần đây tỉ lệ này cũng đã giảm xuống.

Những chính phủ có hệ thống kiểm tra và giám sát lẫn nhau tốt hơn và sự phát triển thể chế mạnh hơn, thì có thể hy vọng thu được những kết quả khả quan hơn từ sở hữu nhà nước, bằng cách tạo ra những cơ chế theo dõi chính thức và thông qua thị trường, đối với các ngân hàng quốc doanh. Keefer (2000) cho rằng, hệ thống kiểm tra và giám sát tốt hơn sẽ giúp cho việc giảm chi phí tài chính của khủng hoảng và giảm khả năng chính phủ nương nhẹ đối với những nhóm lợi ích nhất định. Chất lượng thông tin, sự chặt chẽ trong thực hiện hợp đồng, và thậm chí cả sự tự trọng cá nhân đối với việc không trả nợ, tất cả đều có thể ảnh hưởng tới chi phí của hệ thống ngân hàng quốc doanh. Tại các quốc gia đang phát triển, ngân hàng quốc doanh có xu hướng phân bổ tín dụng cho các doanh nghiệp nhà nước, điều này có thể giải thích cho tính hiệu quả thấp, đã đề cập tới ở trên, cũng như giải thích cho các trường hợp ngoại lệ. Thí dụ, nước Đức là một trường hợp ngoại lệ, có rất ít sở hữu nhà nước trong khu vực doanh nghiệp (trừ giao thông và tài chính), điều này đã tạo thuận lợi hơn cho các quan chức ngân hàng tránh khỏi những áp lực và cám dỗ phải phân bổ tín dụng cho các công ty nhà nước. Hơn thế, hình phạt nghiêm khắc ở Đức đối với việc trả nợ chậm và phá sản, như đề cập ở Chương 2, đã giúp cho công việc trở nên dễ dàng hơn đối với phần lớn các ngân hàng, cho dù đó là ngân hàng quốc doanh.

Tóm lại, các số liệu đã phản ánh hoạt động yếu kém của các ngân hàng nhà nước trên nhiều phương diện. Chúng có xu hướng làm giảm sự phát triển của khu vực tài chính và tăng trưởng kinh tế, tập trung nguồn vốn tín dụng trong tay một số ít nhóm người, gia tăng khả năng xảy ra và chi phí của khủng hoảng. Mặc dầu những phát hiện trên không đòi hỏi phải loại bỏ toàn bộ sở hữu nhà nước, nhưng những bằng chứng lại hoàn toàn nhất quán với xu thế bán các ngân hàng quốc doanh đang diễn ra ở nhiều nước, đặc biệt ở những nơi mà sở hữu nhà nước chiếm ưu thế trong lĩnh vực ngân hàng. Trong khi các nước đang phát triển vẫn có thể tìm được cách hạn chế những thiệt hại do sở hữu nhà nước gây ra, thì việc

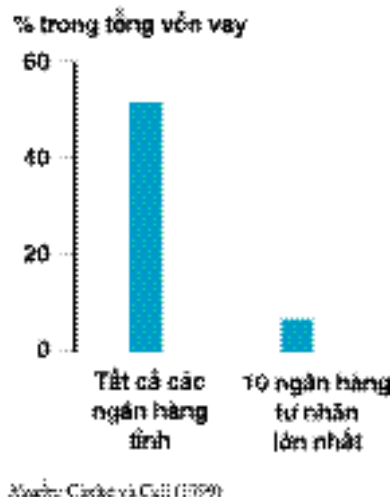
hạn chế hình thức sở hữu này, bản thân nó chắc chắn sẽ dễ thực hiện hơn nhiều so với việc cải cách chính trị và thể chế, một công việc cần thiết nhằm hạn chế sự lạm dụng và tính phi hiệu quả của hệ thống ngân hàng quốc doanh.

#### Tư nhân hoá các ngân hàng

Bằng chứng về các quốc gia đang giảm mạnh sở hữu nhà nước trong lĩnh vực ngân hàng tuy không nhiều, nhưng cũng đã khẳng định hiện trạng nêu trên về các khoản chi phí mà sở hữu nhà nước gây ra, đồng thời cho thấy sự khó khăn của quá trình tư nhân hoá ngân hàng, cũng như những bài học kinh nghiệm để có thể thực hiện quá trình tư nhân hoá tốt hơn. Sự khảo sát chi tiết nhất là đối với Argentina, với tỉ lệ sở hữu nhà nước giảm mạnh – từ chỗ chiếm 50% tài sản của hệ thống ngân hàng năm 1990, xuống còn một nửa mức đó năm 2000 – và nó cũng nhất quán với chứng cứ tìm thấy ở nhiều nước. Clarke và Cull (1998) tiến hành mô phỏng giá trị hiện tại của các khoản tiết kiệm có được từ quá trình tư nhân hoá các ngân hàng tỉnh ở Argentina, và đã thu được những kết quả đầy ấn tượng. Ngay cả khi không thu lại được gì từ những giá trị còn lại khi bán do phải tiếp quản nhiều khoản vay thua lỗ, nhưng dựa trên phép mô phỏng giai đoạn 1991-1996 (thời điểm có sự bùng nổ kinh tế nói chung, khi các ngân hàng nhẽ ra phải kiếm được lợi nhuận), các khoản tiết kiệm cũng lên tới bằng một phần ba chi tiêu công của một tỉnh điển hình và lẽ ra đã có thể bù đắp thâm hụt như mức năm 1996 của tỉnh này trong suốt 12 năm. Nếu giả định thực tế hơn một chút khi cho rằng, có thể thu được một khoản nhất định từ bán ngân hàng, thì tổng các khoản tiết kiệm lớn hơn một nửa chi tiêu của chính quyền tỉnh, ngay cả khi áp dụng tỉ suất chiết khấu cao. Nói một cách khác, chi phí để duy trì sở hữu nhà nước là rất lớn, và chính do chi phí lớn của việc phải bơm thêm vốn, cộng với kỷ luật mà kế hoạch chuyển đổi đặt ra, đã thúc đẩy những nỗ lực tư nhân hoá.

**Chi phí ngân sách cho sửa  
can thiệp của nhà nước  
và lập luận tư nhân hoá**

Hình 3.3 Nợ khê đọng.  
Áchentina 1991



Như đã thấy ở Hình 3.3, trước khi tư nhân hoá, các ngân hàng cấp tỉnh ở Áchentina gặp rất nhiều khó khăn, các khoản nợ khê đọng chiếm tỉ lệ cao, và trên thực tế còn tiếp tục tăng sau quá trình kiểm toán trước khi tư nhân hoá (đây là điều kiện bắt buộc đối với các ngân hàng muốn tham gia chương trình Fondo Fiduciario, Hộp 3.2). Sau khi kiểm toán, về cơ bản, tất cả nợ khê đọng đều được loại ra khỏi bảng tổng kết tài sản, coi đó là một phần trong kế hoạch bán lại trên thực tế. Vì thế, tỉ trọng nợ khê đọng đã tăng, nhưng chỉ tới mức tương đương với các ngân hàng tư nhân hoạt động hiệu quả hơn ở Áchentina. Từ đó, các ngân hàng tư nhân hoá sẽ có tỉ lệ nợ khê đọng ngang với các ngân hàng tư nhân (mặc dù nợ khê đọng năm 2000 tăng ở hầu hết các ngân hàng tư nhân do sự suy giảm kinh tế chung của quốc gia).

Khái quát hơn, bảng tổng kết tài sản và bảng báo cáo thu nhập của các ngân hàng mới được tư nhân hoá bắt đầu giống với các bảng này của ngân hàng tư nhân, nhất là xét dưới góc độ chi phí hành chính so với doanh thu, và quan trọng hơn là tỉ trọng tín dụng cho các doanh nghiệp nhà nước vay (Hình 3.4, phản ánh nhóm ngân hàng thứ hai được bán vào thời điểm tháng 9 năm 1995 và tháng 3 năm 1996). Sự thay đổi mạnh mẽ trong cơ cấu cho vay càng khẳng định những kết quả nghiên cứu trên toàn thế giới là, tư nhân hoá làm tăng năng suất, bởi vì các khoản tín dụng cho các doanh nghiệp nhà nước vay là các khoản tín dụng có hiệu suất thấp. Sa thải bớt nhân viên hay sử dụng lao động có hiệu quả hơn, một động thái của tiến trình tư nhân hoá, cũng vận hành theo hướng tương tự, mặc dù điều này ít có ý nghĩa hơn đối với toàn bộ nền kinh tế.

Mặc dù, với những cứ liệu thực tế có được, người ta vẫn chưa rõ quá trình tư nhân hoá sẽ tiếp diễn đến mức độ nào, hay cách tốt nhất để thúc đẩy quá trình này là gì. Các tỉnh thuộc Áchentina chỉ thực sự bắt đầu tư nhân hoá khi họ không còn được hưởng những khoản tái cấp vốn ưu đãi hay được bù lỗ từ ngân sách. Ngay cả khi đó thì việc đẩy nhanh quá trình này cũng gây ra khủng hoảng (Hộp 3.2). Một số

### Hộp 3.2. Tư nhân hoá ngân hàng có bền vững không?

MẶC DÙ CÁC NHÀ KINH TẾ LUÔN HY vọng những nghiên cứu của mình có thể làm thay đổi suy nghĩ của các nhà chính trị, nhưng từ nhận thức tới hành động còn có một khoảng cách. Tại sao các nhà chính trị không muốn tư nhân hoá ngân hàng? Suy cho cùng là vì sở hữu nhà nước thường tạo điều kiện dễ dàng cho việc tài trợ các khoản thâm hụt của chính phủ và tạo ra một nguồn quyền lực chính trị dưới hình thức các công việc ở ngân hàng quốc doanh hay khả năng tiếp cận các nguồn tín dụng.

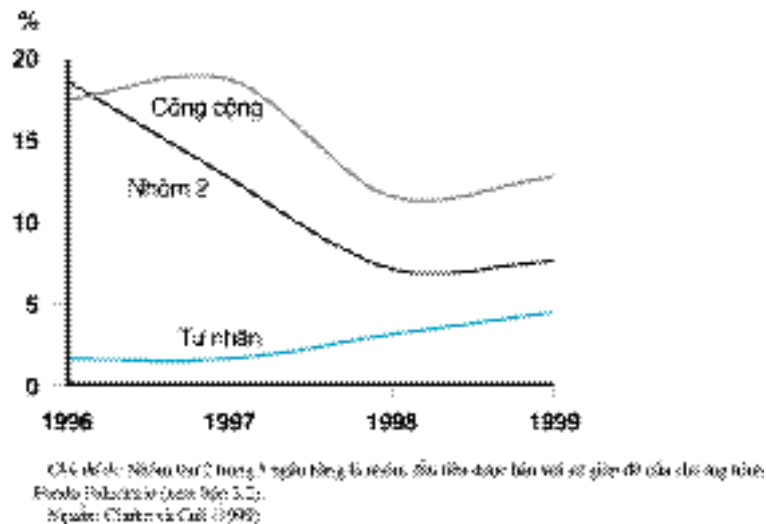
ÁCHENTINA là một thí dụ rất thú vị. Một thập kỷ trước, 20 tỉnh của quốc gia này sở hữu ít nhất một trong 27 ngân hàng địa phương, những ngân hàng về cơ bản có chất lượng danh mục đầu tư, hiệu quả, và lợi tức thấp. Tuy nhiên, những ngân hàng này vẫn thuộc sở hữu nhà nước cho tới khi Kế hoạch Chuyển đổi đã đánh dấu chấm hết việc ưu đãi qua cửa sổ chiết khấu, cũng như hạn chế việc ngân hàng trung ương bù đắp các khoản thâm hụt liên bang. Vì thế, các nhà chính trị địa phương không còn hy vọng vào các khoản tài chính rẻ để trang trải các khoản thua lỗ của ngân hàng tỉnh. Với cuộc khủng hoảng Tequila cuối năm 1994, các ngân hàng tỉnh bị lao đao do làn sóng rút tiền ồ ạt của người gửi, từ đó người ta buộc phải đánh giá lại quyết định sở hữu nhà nước. Do thị trường vốn ở Áchentina còn chưa trưởng thành nên sẽ rất khó bù đắp

khoản thua lỗ cho các ngân hàng này. Vì thế, Ngân hàng Thế giới và IDB đã giúp đỡ thành lập chương trình Fondo Fiduciario, với mục tiêu cung cấp tín dụng cho các tỉnh nhằm trang trải chi phí của quá trình tư nhân hoá, nhưng chỉ sau khi các ngân hàng “tốt” mới thành lập này – thể hiện các tài sản “lành mạnh” của tỉnh – phải được rao bán. Kết quả là, một nửa số ngân hàng tỉnh được bán cuối năm 1997, và tỉ lệ này tăng lên đến hai phần ba năm 2000.

Tuy nhiên, các nhà chính trị vẫn có xu hướng níu kéo. Những ngân hàng yếu kém nhất (tức là tỉ lệ nợ khê đọng cao nhất) lúc đầu là những ngân hàng dễ có khả năng bị tư nhân hoá nhất, và trên thực tế, quá trình kiểm toán hậu mãi cũng cho thấy hoạt động của những ngân hàng này còn tồi tệ hơn là người ta tưởng. Mặt khác, những ngân hàng lớn, có nhiều nhân viên, đồng nghĩa với việc được ưu đãi chính trị lớn hơn, là những ngân hàng ít có khả năng bị tư nhân hoá nhất. Điều này cho thấy, ở các quốc gia chỉ có một vài ngân hàng quốc doanh lớn, hoặc là các nhà chính trị hoặc là công chúng, sẽ lưỡng lự trước kết quả nghiên cứu. Chỉ khi chịu sức ép từ một cuộc khủng hoảng lớn hay từ các quy định chặt chẽ không cho các ngân hàng địa phương được hưởng các nguồn tài trợ của liên bang thì mới khiến cho các ngân hàng này thúc đẩy quá trình tư nhân hoá.

Nguồn: Clarke và Cull (1999).

Hình 3.4 Cho các doanh nghiệp nhà nước vay ở Argentina



quốc gia khác như Hunggari lúc đầu cũng thực hiện việc tái cấp vốn cho ngân hàng, nhưng sau đó đã nhận ra rằng, tư nhân hoá là cần thiết nhằm giảm chi phí mà người trả thuế phải gánh chịu.

**Tư nhân hoá các thị trường  
khủng hoảng và chính trị**

Tư nhân hoá ngân hàng có thể khó khăn về mặt chính trị, và nếu những lực cản về chính trị này tiếp diễn, thì quá trình này không chắc sẽ thành công. Chính phủ các nước Argentina và Hunggari rõ ràng bị thúc đẩy phải tư nhân hoá là do gánh nặng chi phí nếu muốn duy trì sở hữu nhà nước. Như Hộp 3.3 đã đề cập, các quốc gia thường chỉ tiến hành tư nhân hoá sau khi đã trì hoãn rất lâu, hoặc đôi khi do thất bại trong quá trình cơ cấu lại hệ thống ngân hàng.

Không phải chỉ đợi khi có khủng hoảng mới tư nhân hoá ngân hàng, một cách có thể thúc đẩy quá trình bán các ngân hàng quốc doanh để tăng cường hơn nữa sự điều tiết thận trọng đối với tất cả các ngân hàng, từ đó vị thế yếu kém của các ngân hàng quốc doanh – và kéo theo nó là chi phí cao hơn đối với người đóng thuế – bộc lộ rõ nét như nó đã thể hiện trong thời kỳ khủng hoảng ở Argentina, và càng rõ rệt hơn sau khi các ngân hàng này được bán đi. Cho dù các thể lực

### Hộp 3.3 Sự hùng trầm của các ngân hàng quốc doanh ở châu Phi

SAU MỘT THỜI GIAN DÀI BỊ TRÌ HOÃN, Ở nước nào mà những lợi ích to lớn trước đây đã làm lệch hướng cải cách, nay vẫn còn ngự trị trên chính trường, thì ở nước đó kết quả của quá trình tư nhân hoá ngân hàng thường đáng buồn. Điều này lý giải cho việc cần trợ giúp nhiều nhất cho những nước mà quá trình tư nhân hoá dường như đang được mong chờ, khả thi và đáng tin cậy về mặt chính trị. Sau khi độc lập, phần lớn các nước ở châu Phi lựa chọn ít nhất một ngân hàng quốc doanh lớn để hỗ trợ cho các ngành công nghiệp trong nước, cung cấp tài chính cho các dự án đầy rủi ro của chính phủ, và đưa dịch vụ ngân hàng tới mọi người dân, bao gồm cả khu vực nông thôn. Ở nhiều nước, những ngân hàng quốc doanh lớn này vẫn tiếp tục chi phối hệ thống ngân hàng, và sau nhiều thập kỷ quá trình quản lý chịu sự chi phối của chính trị cùng với giới hạn ngân sách mềm, giờ đây đang gặp khó khăn trong quá trình tái cơ cấu và tư nhân hoá. Dưới đây chúng ta sẽ xem xét những kết quả không mấy khả quan của ba quốc gia tiến hành tái cơ cấu, và nói chung, là tư nhân hoá nhằm cố gắng thực hiện chương trình cải cách ngân hàng trong thập kỷ 90: Ghana, Tanzania, Uganda.

#### Ghana

Ghana bắt đầu cải cách kinh tế vào đầu thập kỷ 80 sau một giai đoạn bất ổn chính trị kéo dài với sự can thiệp rất sâu của chính phủ vào các hoạt động của nền kinh tế. Chính phủ sở hữu ba ngân hàng thương mại, ba ngân hàng phát triển, một Ngân hàng Hợp tác. Ngoài ra còn có hai ngân hàng nước ngoài và một ngân

hàng thương mại.

Cải cách tài chính bắt đầu từ năm 1987, tất cả các ngân hàng quốc doanh được cơ cấu lại và tái cấp vốn, với các khoản nợ khó đòi được chuyển sang cho các Công ty Quản lý Tài sản. Công tác quản lý được cải thiện thông qua những trợ giúp kỹ thuật chuyên sâu.

Kể cả trước và sau khi tái cơ cấu, chức năng chủ yếu của các ngân hàng quốc doanh Ghana là trang trải các khoản thâm hụt của chính quyền trung ương và các doanh nghiệp nhà nước (chiếm 73% tổng tín dụng trong nước trong những năm 90). Các ngân hàng nhận được khoản lợi tức rất cao từ Kỳ phiếu Kho bạc, nhờ đó có thể bù đắp các khoản thua lỗ khi cho vay.

Tư nhân hoá ngân hàng là một quá trình gián đoạn liên tục. Nó có thể bị tạm ngừng, chẳng hạn chỉ vì sự bất đồng giữa cơ quan chịu trách nhiệm tư nhân hoá và giá trị tài sản mà các cơ quan bên ngoài ước tính. Do sự chậm trễ nhiều năm so với tiến độ dự kiến, chính phủ quyết định bán một số cổ phần của hai ngân hàng thương mại quốc doanh cho các nhà đầu tư trong nước, thậm chí trước cả khi tìm được một nhà đầu tư chiến lược. Điều này sau đó đã gây khó khăn cho việc giảm giá nhằm thu hút nhà đầu tư chiến lược. Cuối cùng, cuối năm 1996, chính phủ đã từ bỏ yêu cầu bắt buộc khách hàng chiến lược phải là một ngân hàng, và tiến hành bán Ngân hàng Bảo hiểm Xã hội cho một tập đoàn đầu tư tài chính nước ngoài. Tới năm 1998, ngân hàng mới được tư nhân hoá này chiếm 13% tổng tài

*(Xem tiếp trang sau)*



**Hộp 3.3.** *(Tiếp theo)*

sản của hệ thống ngân hàng.

Ngân hàng lớn nhất Ghana, Ngân hàng Thương mại Ghana (GCB), tiếp tục gặp khó khăn ngay cả sau khi đã tái cơ cấu vào cuối thập niên 80. Do thất bại trong vụ bán ngân hàng có sắp đặt trước cho một công ty sản xuất của Malaixia năm 1996, ngân hàng này vẫn thuộc quyền kiểm soát của nhà nước, với 41% cổ phần do nhà nước nắm sau khi chào bán công khai lần đầu. Trong giai đoạn chuẩn bị tư nhân hoá vào giữa những năm 90, người ta phát hiện có những vấn đề nghiêm trọng trong việc điều chỉnh các cân đối, sự yếu kém trong quản lý, một số chi nhánh ngân hàng làm ăn thua lỗ chưa bao giờ phải đóng cửa. Năm 1997, toàn bộ ban lãnh đạo cao cấp của GCB bị sa thải sau một vụ bê bối gian lận về sổ sách.

**Tandania**

Tandania bắt đầu tự do hoá sau hai thập kỷ theo chủ nghĩa xã hội kiểu châu Phi. Trước đó, năm 1967, 12 ngân hàng bị quốc hữu hoá và sáp nhập thành một ngân hàng thương mại duy nhất, Ngân hàng Thương mại Quốc gia (NBC), chiếm vị thế gần như là độc quyền trong suốt 25 năm. Chỉ có một thể chế tài chính khác là một ngân hàng hợp tác xã nhỏ, cũng do nhà nước kiểm soát, và một vài ngân hàng quốc doanh chuyên về lĩnh vực nhà đất.

Giữa thập kỷ 80, NBC mất khả năng thanh toán, mất khả năng trả nợ và thua lỗ ở mức báo động. Quá trình tái cơ cấu đã chuyển một tỉ lệ rất lớn nợ khê đọng ra khỏi tài sản của ngân hàng, đóng cửa các chi nhánh làm ăn thua lỗ, sa thải nhân viên. Tuy nhiên, chi phí

hoạt động tính theo phần trăm của tài sản vẫn tăng gấp đôi, và năm 1992 lãi âm. Năm 1992 ngân hàng lại được tái cấp vốn, nhưng do các khoản lỗ tiếp tục tăng, chính phủ đã phải tiến hành tái cơ cấu, được hậu thuẫn bằng “một chương trình hành động” năm 1994, thay đổi ban giám đốc, thắt chặt các khoản cho vay, tiếp tục sa thải nhân viên. Tuy nhiên, ban giám đốc mới đã quyết định tăng gấp đôi tiền lương cho những nhân viên còn lại, làm cho chi phí tăng lên, vì thế đã hạn chế phần nào nỗ lực cắt giảm chi phí. Lợi ích từ việc loại bỏ các khoản nợ khó đòi sang cho các Công ty Quản lý Tài sản không tồn tại được lâu. Năm 1994, 77% các khoản cho vay còn lại đã biến thành các khoản nợ khó đòi.

Năm 1995, một nỗ lực tái cơ cấu khác lại thất bại. Cuối cùng, vào tháng 11 năm 1997, NBC buộc phải tách thành hai ngân hàng và một công ty cổ phần. Công ty cổ phần NBC nắm giữ tài sản phi ngân hàng, như việc cấp nhà cho nhân viên và trung tâm đào tạo. Ngân hàng kinh doanh, NBC-1997, nắm toàn bộ hoạt động cho vay và 45% lượng tiền gửi, phần tiền gửi còn lại do ngân hàng dịch vụ nắm giữ. Ngân hàng dịch vụ này hay còn gọi là Ngân hàng Tài chính Vi mô Quốc gia có nhiệm vụ cung cấp dịch vụ tiền gửi cơ bản cho đông đảo quần chúng, và giữ một phần nhỏ tiền gửi, nhưng không tiến hành cho vay. Quyết định thành lập ngân hàng tài chính vi mô với mạng lưới chi nhánh ở các vùng nông thôn nhằm xoa dịu những phản đối về mặt chính trị đối với quá trình tư nhân hoá ngân

*(Xem tiếp trang sau)*

**Hộp 3.3.** *(Tiếp theo)*

hàng kinh doanh. Quá trình phân tách NBC tỏ ra có khó khăn. Công tác kiểm soát tài chính và hoạt động vốn yếu kém, giờ đây buộc phải có những quy định mới và chặt chẽ về những cân đối phi điều chỉnh. Sau khi tách NBC, người ta cũng nhận thấy một sự chậm trễ đáng kể trong việc xây dựng những báo cáo tài chính.

NBC-1997 được bán cho Ngân hàng Nam Phi, thuộc Tổ chức hợp nhất các ngân hàng Nam Phi (ABSA) vào cuối năm 1999 với sự tham gia của IFC. Ngân hàng tài chính vì mô không được bán và đang tập trung hoạt động của mình vào lĩnh vực dịch vụ tiết kiệm và thanh toán với 95 chi nhánh.

**Uganda**

Đầu thập kỷ 90, Uganda bắt đầu khôi phục từ một sự tàn phá kinh tế do những cuộc xáo trộn diễn ra trong suốt thập kỷ 80. Chính phủ nắm quyền kiểm soát tất cả chín ngân hàng thương mại, và sở hữu hai ngân hàng lớn nhất trong số đó là Ngân hàng Thương mại Uganda (UCB) chiếm 50% thị trường, và Ngân hàng Hợp tác. Vào thời điểm cuối năm 1991, khoảng một phần ba lượng vốn cho vay của UCB là nợ khê đọng, và lỗ ròng của ngân hàng ước tính khoảng 24 triệu đôla.

Những nỗ lực tái cơ cấu dò dẫm bắt đầu. Các chi nhánh làm ăn thua lỗ bị chuyển đổi thành các cơ quan đại diện thay vì phải đóng cửa. Mãi cho tới năm 1996, các Công ty Quản lý Tài sản, với nhiệm vụ tiếp nhận các khoản nợ khó đòi, mới được thành lập. Thậm chí ngay cả tới lúc đó người ta vẫn nhận thấy sự chậm trễ trong việc chuyển nhượng các khoản nợ khó đòi. Năm 1994, có một thoả

thuận về kết quả hoạt động giữa Bộ Tài chính và Ban giám đốc ngân hàng, nhưng chiến lược theo đuổi lại là giảm tỉ lệ nợ khê đọng bằng cách tăng cường cho vay. Tuy nhiên, những cơ quan giám sát đã không theo dõi quá trình thực hiện thoả thuận này. Mọi sự cải thiện về khả năng sinh lời chỉ mang tính tạm thời, lỗ tiếp tục tăng. Tới giữa năm 1996 tình trạng tài chính xấu đi tới mức khoản lỗ ròng tăng lên gấp ba so với dự kiến ban đầu.

Trong khi mong đợi của chính phủ là quá trình tái cơ cấu sẽ dẫn tới kết quả cuối cùng là tư nhân hoá, thì ban quản lý UCB lại chống đối quyết liệt việc bán ngân hàng. Rút cuộc, sau ba năm nỗ lực tái cơ cấu ngân hàng không thành công, người ta đồng ý chọn một ngân hàng thương mại có uy tín để đem bán, trong đó cho phép người mua nhiều tự do hơn trong việc xác định tài sản và chi nhánh nào sẽ mua. Một lần nữa lại có sự chậm trễ, mãi cho tới tháng 2 năm 1996 ngân hàng thương mại này mới được thuê, và theo đề nghị của ngân hàng này, vào tháng 7 năm 1996 ban lãnh đạo cao nhất của UCB đã bị thay thế. Thua lỗ vẫn tiếp tục kéo dài trong suốt quá trình trì hoãn, và vì thế UCB mất rất nhiều thị phần. Báo cáo tài chính đã được kiểm toán năm 1997 cho thấy sự sụt giảm trong thu nhập lợi tức, làm lu mờ hình ảnh khoản lợi nhuận cơ bản được quảng cáo cho các nhà đầu tư sáu tháng trước. Với rất ít lợi ích được đề cập đến, một thoả thuận nhượng bán đã được ký kết vào cuối năm 1997 với một công ty công nghiệp và bất động sản Malaixia. Tuy nhiên, đến tháng 12 năm 1998, vụ nhượng bán này đã đổ vỡ vì những lý do tham nhũng.

chính trị muốn hạn chế thông tin, thì sự quan tâm hiện tại của cộng đồng quốc tế về các tiêu chuẩn quốc tế có thể khuyến khích việc minh bạch hơn nữa, và từ đó dẫn đến kết quả này. Đồng thời, việc bắt buộc công bố kết quả kiểm toán các ngân hàng quốc doanh, thường do các công ty quốc tế thực hiện, sẽ giúp cho người chủ sở hữu – hay nói cách khác là các công dân của quốc gia đó – biết được cái họ sở hữu. Nơi nào mà quá trình tư nhân hoá bị hạn chế do sự lo lắng về việc tài trợ cho các khoản vay thua lỗ trước khi bán ngân hàng, thì ở nơi đó nguồn vốn của các ngân hàng phát triển đa phương có thể giúp trang trải chi phí tư nhân hoá, khi các thị trường vốn dài hạn chưa phát triển đầy đủ. Tuy nhiên, Clarke và Cull (1999) cũng lưu ý một thực tế là, ngân hàng càng yếu kém, càng có khả năng bị rao bán, và vì vậy, cần tránh bơm thêm vốn cho các ngân hàng này trước khi tư nhân hoá, vì điều đó có thể làm giảm khả năng bị bán, và nguồn tiền này cũng rất dễ bị chi tiêu hoang phí.

**Tư nhân hoá ngân hàng  
hãy đi theo giai đoạn song  
song và cá nhân hoá  
số nhà đầu tư**

Do tư nhân hoá ngân hàng có thể mang lại những lợi ích rất thiết thực, và do ở nhiều nước còn tồn tại phổ biến hình thức sở hữu nhà nước, nên việc chuyển sang nhượng bán ngân hàng dường như là một điều cấp thiết trước mắt đối với nhiều nước đang phát triển. Mặc dù vậy, khi quá trình này diễn ra, tư nhân hoá cũng có thể được thiết kế rất sơ sài, và do đó dẫn đến khủng hoảng. Nói cách khác, sự so sánh nói trên về lợi ích của việc giảm bớt sở hữu nhà nước là trong điều kiện “mọi thứ khác giữ nguyên”, chẳng hạn như chất lượng của cơ sở hạ tầng tài chính và môi trường điều tiết, và coi tốc độ và trình tự tư nhân hoá ngân hàng không có tác động gì ở đây.

Kinh nghiệm về tư nhân hoá ngân hàng rất hạn chế và mơ hồ. Cả Chilê (với quá trình tư nhân hoá ngân hàng diễn ra năm 1975 và khủng hoảng năm 1982) và México (tương ứng là các năm 1992 và 1994) dường như đều là những nước có một môi trường điều tiết và giám sát kém phát triển, và cả hai đều đã có những bước phát triển mạnh mẽ từ sau khủng hoảng. Người ta hay quan tâm đến tốc độ nhượng bán, điều

đã được hoàn tất, nhưng cũng nên nhớ rằng, cái giá phải trả cho những cuộc khủng hoảng trong hệ thống ngân hàng tiếp theo đó cũng vô cùng to lớn (tương ứng với các nước trên là 40% và 20% GDP).<sup>8</sup> Mặc dù cả hai cuộc khủng hoảng ở Chile và Mêhicô đều xuất phát từ rất nhiều nguyên nhân khác nhau, nhưng dường như nguyên nhân chính vẫn là môi trường điều tiết kém, và điều này đã được nhiều người công nhận là sẽ dẫn đến sự gian lận, bòn rút, và cuối cùng là khủng hoảng. Mặc dù hoàn toàn có khả năng những vấn đề trên sẽ tạo ra một hành lang để nâng cấp hệ thống cơ sở hạ tầng tài chính và điều tiết, và cuối cùng là tăng trưởng nhanh hơn, như có ý kiến cho là đã diễn ra ở Chile và Mêhicô, nhưng tư nhân hoá trong một khuôn khổ yếu kém, nối tiếp là khủng hoảng, dường như chỉ kích động thêm những sự chống đối cải cách dựa vào thị trường. Vì thế, để tránh những cuộc khủng hoảng sau khi tư nhân hoá ngân hàng, nhà đương cục cần củng cố càng sớm càng tốt những yếu tố này với sự thận trọng nhất định – trong khi vẫn tiếp tục xúc tiến quá trình tư nhân hoá ngân hàng. Chúng ta càng phải thực hiện một quá trình giảm dần sở hữu của nhà nước một cách chủ động và đáng tin cậy trong một thời kỳ nhất định, đồng thời cần cải thiện tương ứng môi trường thể chế.

Trường hợp của Argentina, như đã nói ở trên, càng củng cố hơn cho lập luận về trình tự tư nhân hoá của chúng ta. Trước khi tư nhân hoá, Argentina đã xây dựng được một môi trường điều tiết hợp lý và hạ tầng cho tài chính, và trên thực tế, đến năm 1997, nước này đã có một môi trường điều tiết ngân hàng thuộc loại chặt chẽ nhất trong số những quốc gia có nền kinh tế thị trường mới nổi (Ngân hàng Thế giới năm 1998). Tỷ lệ vốn tối thiểu là khoảng 11,5% với quyền số rủi ro thay đổi theo một hàm của tín dụng và rủi ro thị trường. Bên cạnh đó, các ngân hàng phải tuân thủ những qui định về công khai hoá, buộc phải công bố công khai nợ hạng hai, cũng như phải đảm bảo một tỷ lệ thanh khoản cao (khoảng 20%, trong đó có thêm 10% dưới dạng sẵn sàng hoán đổi thành tài sản tính bằng đôla) và những qui định khác. Hơn thế nữa, toàn bộ

**4 va môi trưúông àiĩ u  
tĩĩ ẽ**

hệ thống ngân hàng được neo giữ bởi mười ngân hàng lớn nhất, chín trong số đó đến năm 1997 là do nước ngoài chiếm đa số, và sự giám sát phối hợp của cả nhà nước và tư nhân, như đã khuyến nghị ở Chương 2, đã được thực hiện. Như vậy, có thể quyết định một cách tự tin việc bắt tay vào thực hiện một chương trình tư nhân hoá ngân hàng trong một môi trường điều tiết mạnh mẽ như thế.

**Tư nhân hoá nhanh chóng  
thị trường tài chính**

Tuy nhiên trong những môi trường còn yếu kém, người ta càng cần phải đặc biệt quan tâm đến tiến trình tư nhân hoá; điều này bộc lộ rõ ở những nước đang chuyển đổi, là nơi luôn tiềm ẩn nguy cơ của những kẻ trong cuộc hay những đối tượng đầu sỏ chính trị thâu tóm bộ máy chính trị, điều tiết và giám sát khác (Hellman, Jones và Kaufmann 2000). Những người thâu tóm quyền hành trong những bộ máy này và các ngân hàng sẽ nhanh chóng trở thành các đầu sỏ chính trị. Trong khi công chức có thể bị xem là những nhà quản lý ngân hàng tồi, thì những đầu sỏ chính trị, thậm chí còn tồi tệ hơn nhiều. Nói chung, khi xuất hiện một sự “thâu tóm luật pháp” hoặc là thông qua sự tham nhũng, kiểm soát ngân hàng và các quy định về khu vực này vì những lợi ích tương tự, thì sẽ không một thể lực nào, dù là từ thị trường hay từ những qui định chính thức, có thể vận hành để hỗ trợ cho sự phát triển có hiệu quả và công bằng. Toàn bộ câu chuyện về quá trình tư nhân hoá ngân hàng ở México vào đầu thập niên 90, cùng với việc giá mua đôi khi được trả bằng những món nợ trong nội bộ ngân hàng, đã dẫn đến những hành vi bòn rút, khiến cho nhiều ngân hàng sụp đổ trong cuộc khủng hoảng Tequila, đang dần dần được phơi bày ra ánh sáng (xem phân tích gần đây của La Porta, Lopez de Silanes và Zamarripa đã nhắc đến trong Chương 2). Những vấn đề như vậy càng củng cố cho sự cần thiết phải có một môi trường điều tiết thoả đáng cho quá trình tư nhân hoá.

**những thị trường tài chính  
càng phát triển càng cần**

Mặc dù vậy, một vấn đề hóc búa được đặt ra là, tuy tư nhân hoá ngân hàng quá sớm trong một môi trường yếu kém có thể gây nên những vấn đề nghiêm trọng, nhưng thực hiện chậm trễ quá trình này cũng có thể làm mất tác dụng của

những cái cách trong khu vực sản xuất vật chất. Cái giá phải trả cho sự chậm trễ này đã được minh chứng đầy đủ qua trường hợp của Cộng hoà Séc, một đất nước đã cố gắng đẩy nhanh quá trình tư nhân hoá các doanh nghiệp phi tài chính, nhưng lại trì hoãn trong việc bán các ngân hàng. Chương 1 đã đụng chạm đến những vấn đề nổi cộm trong việc quản trị có liên quan đến kinh nghiệm của Cộng hoà Séc, khi tài sản của nhiều công ty được tư nhân hoá bị bòn rút trong thời kỳ 1993 - 1996. Một khía cạnh khác của câu chuyện này là cách thức mà một vài trong số những vấn đề trên đã trở nên thuận lợi hơn nhờ việc các ngân hàng quốc doanh tiếp tục cho vay (Hộp 3.4).

Tiêu cực - sự chia nhau tài sản công ty của những kẻ trong cuộc - vẫn có thể xuất hiện ngay trong một ngân hàng tư nhân, nhưng sự bòn rút triền miên, được hiểu là việc đi vay mà không có ý hoàn trả - chỉ có thể tiếp tục nếu các ngân hàng cho vay không đặc biệt quan tâm tới những yêu cầu tối thiểu của việc cho vay, hay nếu có thể nhận được những khoản bù lỗ của chính phủ; hai đặc điểm này đều nổi bật trong những ngân hàng quốc doanh.

Do đó, việc duy trì nguyên trạng với một tỉ lệ đáng kể các ngân hàng do nhà nước điều hành, có thể rất nguy hiểm đối với nền kinh tế. Chuyển biến dần dần và chủ động trong việc tư nhân hoá các ngân hàng, trong khi vẫn tiếp tục chuẩn bị bán các ngân hàng quốc doanh và khắc phục những điểm yếu kém còn tồn tại trong nền kinh tế là một chiến lược hợp lý. Việc chuẩn bị sẵn sàng cho việc rao bán này, bên cạnh những tiến bộ trong cơ sở hạ tầng, có thể sẽ bao gồm những phương thức đền bù thoả đáng cho những nhà quản lý lâu năm theo giá trị tương lai sau khi tư nhân hoá ngân hàng, thí dụ như thông qua quyền chọn cổ phần - một giải pháp đã phát huy tác dụng tích cực đối với Ba Lan. Chắc chắn, cách tiếp cận này chỉ có thể thành công nếu quá trình này đáng tin cậy, nếu không thì việc đền bù theo hình thức trả dần sẽ bị chiết khấu quá nhiều, khiến chẳng còn giá trị gì nữa. Việc "ký kết hợp đồng dài hạn" với các nhà quản lý tư nhân xem ra không có

**Chuẩn bị tư nhân hoá  
nhưng phải trả giá**

### Hộp 3.4. Sứ mệnh của Công ty Hoa Kỳ

NHIỀU NHÀ QUAN SÁT PHÊ PHÁN quá trình tư nhân hoá qua chứng phiếu của Cộng hoà Séc như là một hành động dẫn đến tiêu cực, trong đó sự phân tán quyền sở hữu đã khiến cho việc tước đoạt tài sản từ những doanh nghiệp công tác quản trị công ty không có hiệu quả trở nên dễ dàng hơn bao giờ hết. Một số người còn đi xa hơn và tranh luận rằng, những tiêu cực như trên xuất hiện trong hệ thống pháp luật khi nó không bảo vệ đúng mức quyền lợi của những cổ đông nhỏ (Johnson, McMillan, và Woodruff 2000). Tuy nhiên, Cull, Matesova, và Shirley (2001) lại cho rằng, tiêu cực trên không phải là vấn đề chính, vì một khi những tài sản đáng giá nhất bị tước đoạt thì những người chủ sở hữu sẽ không còn động cơ để tăng vốn cổ phần của họ - đó đúng là những gì đã xảy ra. Thay vì đó, họ cho rằng, chính những người chủ sở hữu hay những nhà quản lý đã bòn rút doanh nghiệp bằng cách vay những món vay có lãi thấp, sau đó để vỡ nợ - và đã kiểm soát tất cả để đưa các doanh nghiệp vào trò chơi này.

Mặc dù đã có những giới hạn để hạn chế sự bòn rút - các ngân hàng có thể chỉ bị “đau

đớn” một lần - nhưng sự chi phối của nhà nước với tư cách là một chủ sở hữu quan trọng rõ ràng đã giúp cho hoạt động này tiếp tục trong những năm 1993-1996. Theo số liệu của La Porta, López de Silanes và Shleifer (2000), chính phủ có lợi ích rất lớn trong quá nửa hệ thống ngân hàng đang tồn tại và có khoảng 20% cổ phần - một mức độ đủ để nắm quyền kiểm soát - trong toàn bộ hệ thống ngân hàng. Cull, Matesova, Shirley (2001) nhận thấy rằng, những công ty cổ phần do các quỹ đầu tư kiểm soát hoạt động kém hiệu quả hơn so với các công ty khác, và chính khả năng thanh toán nhanh những khoản nợ - vay tiền từ hệ thống ngân hàng quốc doanh - là thủ phạm lớn nhất gây nên kết quả hoạt động này.

Các tác giả kết luận rằng, chương trình tư nhân hoá khu vực công ty có vị trí quan trọng thứ hai sau sự cần thiết phải tạo nên một hệ thống ngân hàng có tính cạnh tranh, có khả năng phân bổ các nguồn tín dụng theo chất lượng hoạt động thương mại chứ không phải là những thông lệ chính trị.

Nguồn: Cull, Matesova và Shirley (2001)

tác dụng trong hoạt động ngân hàng, vốn là nơi cực kỳ khó quan sát kết cục của những quyết định mà nhà quản lý đưa ra.<sup>9</sup> Và, như đã nêu trên, việc tái cấp vốn trước khi tiến hành tư nhân hoá dường như không phải là cách làm khôn ngoan, vì nó vừa phải chấp nhận rủi ro là thuyết phục các quan chức về sự cần thiết phải bán ngân hàng, vừa có thể dẫn đến lãng

phí nguồn lực của người đóng thuế. Việc công bố càng nhiều càng tốt các thông tin về quá trình tư nhân hoá và sự giám sát chặt chẽ của các phương tiện truyền thông sẽ giúp cho việc hạn chế nguy cơ lũng đoạn của những người trong cuộc, nhưng bản thân điều này lại đòi hỏi các phương tiện truyền thông phải tích cực và độc lập.

Những nước nào có khả năng thu hút được sự tham gia của các tên tuổi nổi tiếng nước ngoài – một khả năng có thể tăng lên khi trào lưu thương mại điện tử giúp làm giảm chi phí gia nhập (Chương 4) – và của các nước khác, thì nước ấy sẽ có một vị thế rất vững vàng. Mặc dù môi trường điều tiết có thể không đáng tin cậy, nhưng các ngân hàng nước ngoài lớn sẽ mang vào những kỹ năng tốt, sản phẩm, và thậm chí cả năng lực đào tạo cán bộ ngân hàng trong nước, và có thể do động cơ phải bảo vệ uy tín của mình, các ngân hàng này sẽ hành xử phù hợp với những tiêu chuẩn tín dụng cao nhất. Ở những nơi mà lợi ích trong nước rất mạnh, hay giới chức chính trị là rào cản đối với hoạt động ngân hàng lành mạnh, thì việc dựa vào ngân hàng nước ngoài ở mức độ nhất định (xem Chương 4 về xu thế này đang tăng lên ở một số nước) có thể là sự lựa chọn tốt nhất cho phát triển, ngay cả khi nó rất khó được chấp nhận về mặt chính trị. Tuy nhiên, khả năng ngân hàng nước ngoài tham gia vào các hoạt động rủi ro hoặc phạm pháp cho thấy, các cơ quan chức năng không thể từ bỏ sự “chuyên cần thích đáng” của mình. Các nhà hành pháp ở nước chủ nhà có thể bị ràng buộc về mặt pháp lý về những thông tin mà họ có thể chia sẻ, nhưng họ phải càng tích cực càng tốt để cảnh báo chính phủ các nước đang phát triển và chuyển đổi cần quan tâm đến các ngân hàng của chính họ – ngay cả khi điều ấy đơn thuần chỉ để giúp diễn giải – cả về ngữ và nghĩa – thông tin hiện có trên các thị trường đã phát triển sâu hơn của chính những nước này.

Các yếu tố chính trị hiển nhiên sẽ quyết định tốc độ tư nhân hoá. Kinh nghiệm của một số nước, kể cả Áchentina và Hunggari, cho thấy rằng, ở nơi nào mà ngân hàng nhỏ hơn, áp lực ngân sách mạnh hơn, và sự bảo trợ chính trị thấp hơn



hoặc phân tán hơn, thì ở nơi đó sẽ dễ tư nhân hoá hơn (Clarke và Cull 2001).

Nói chính xác thì cần phải hoàn tất những gì cho đến khi một nước có thể tư nhân hoá ngân hàng của mình, và hệ thống ngân hàng của nước đó có thể tư nhân hoá đến đâu trong một môi trường điều tiết cho trước - đó là những quyết định cần phải được đưa ra tùy từng trường hợp, và chắc chắn nó bao hàm cả tính nghệ thuật lẫn khoa học. Đến đây, điều có thể thấy được là phương hướng thay đổi nhằm nâng cao mức sống ở các nước có thu nhập thấp. Hiển nhiên là quá trình tư nhân hoá ngân hàng sẽ rất khó khăn, nhưng lợi ích của nó dường như cũng rất lớn.

### Chính phủ và ngân hàng chum soá

**Chính phủ và ngân hàng  
phần nào quy định số tiền  
những khi cơ cấu  
hoàng ¾**

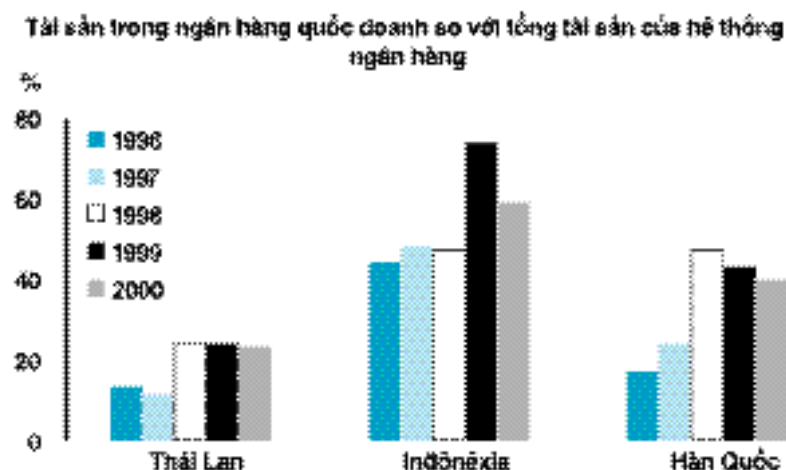
*Hơn một trăm năm qua, chúng ta đã biết phải làm gì trong một cuộc khủng hoảng tài chính: để một tổ chức nhất định xuất hiện với rất nhiều tiền nhằm khôi phục lại lòng tin, để nó tự do cho các tổ chức khác về cơ bản là lành mạnh và đang cần tiền được vay vốn, và để nó đóng cửa và thanh lý thật nhanh những doanh nghiệp không còn khả năng vận hành, ngay cả khi khủng hoảng được khắc phục thành công. Đây là cách để khôi phục lòng tin, và giữ cho hệ thống tài chính thực hiện được nhiệm vụ của mình là chuyển tiền từ bên này là những người tiết kiệm và các nhà đầu tư, sang bên kia là các doanh nghiệp đang cần vốn.*

Bradford De Long (2000)

**N**GAY CẢ KHI CHÍNH PHỦ KHÔNG CÓ Ý ĐỊNH nắm giữ vai trò lớn hơn trong khu vực ngân hàng, cũng có thể thấy rằng, các chủ ngân hàng đang thực hiện quyền chọn “bán” để nhận các khoản tài sản nợ dưới dạng tiền gửi của ngân hàng với một lượng tài sản có không đủ để thanh toán chúng, nhất là khi có khủng hoảng toàn diện. Khi đó, chính phủ thường phải tham gia vào việc cơ cấu lại ngân hàng, và thậm chí trong quá trình đó phải cơ cấu lại

cả tài sản của các ngân hàng đó – tức là các công ty phi tài chính. Trong nhiều trường hợp, khủng hoảng toàn diện đã làm tăng đáng kể việc chính phủ đứng ra sở hữu hay “chăm sóc” các ngân hàng, ngay cả với một số ngân hàng vừa mới tư nhân hoá xong (Mêhicô). Việc chính phủ phải can thiệp nhiều hơn này có xu hướng sẽ còn kéo dài (Hình 3.5). Nhưng những bằng chứng đã nói ở trên về tác dụng của chính phủ với tư cách là chủ sở hữu “lâu dài” của các ngân hàng có nghĩa là chính phủ không thiên về việc chỉ sở hữu tạm thời – cơ cấu lại những ngân hàng đã và đang thất bại. Cụ thể là, nếu trong những lúc bình thường mà đã có xu hướng các thể lực chính trị chi phối các nhận định kinh tế của công chức nhà nước, thì xu hướng này thậm chí sẽ còn rõ rệt hơn trong lúc khủng hoảng toàn diện, khi sắp sửa có một lượng tiền lớn được bơm vào, và số phận tài chính của các nhóm lợi ích đầy quyền lực sẽ được quyết định. Phần này sẽ xét xem liệu các nghiên cứu có thể cho chúng ta biết những gì về các nguyên tắc chung –

**Hình 3.5 Sở hữu nhà nước đối với ngân hàng trong cuộc khủng hoảng Đông Á**



Lưu ý: Đồ thị này chỉ thể hiện số liệu tài sản ngân hàng quốc doanh so với tổng tài sản của hệ thống ngân hàng đối với Indonesia và Hàn Quốc.  
 Nguồn: Ngân hàng Thế giới.

Sứ mệnh của chính phủ là cứu vãn ngân hàng khi xảy ra khủng hoảng

mang tính chiến lược, chứ không phải chiến thuật - để chính phủ hành xử khi các cuộc khủng hoảng làm nổi cộm lên vấn đề bơm tiền vào hệ thống ngân hàng.

**nhưng cên phaixey dũng  
mõa chii ã lúuã rũã lui  
ngay túãêu**

Cơ cấu lại toàn diện hệ thống ngân hàng là một nhiệm vụ khó khăn và phức tạp, đặc biệt cần được gắn với việc cơ cấu lại các công ty ở qui mô rộng hơn. Nghiên cứu của các nhà thực hành đề nghị phải có một cách tiếp cận toàn diện. Ở đây, chúng ta sẽ cố gắng không bàn đến vấn đề này một cách chi tiết – nhất là, bởi vì đây không phải là mục tiêu của công việc điều tra thực nghiệm mang tính hệ thống.<sup>10</sup> Tuy nhiên, cần nhấn mạnh một số điểm về cơ cấu lại ngân hàng, nhất là phải làm rõ một thông điệp tuy đơn giản nhưng quan trọng. Do chính phủ không có hiệu quả trong vai trò là chủ sở hữu ngân hàng, nên phải xây dựng một cách tiếp cận cho chính phủ trong việc cơ cấu lại ngân hàng để đảm bảo rằng chính phủ có thể rút lui khỏi vị trí là người chăm sóc tạm thời càng sớm càng tốt. Chính phủ không được lợi dụng vị thế này để chỉ định “kẻ thắng người thua”, mà trái lại, phải dựa vào khu vực tư nhân để thực hiện chức năng then chốt đó. Thông điệp này có thể – và thực tế, đã được truyền tải sang lĩnh vực tái cơ cấu công ty.

**Chính phủchó nĩ n can  
thiĩ p khi khuãg hoaãg coá  
tinh toaã diĩ ã ¼**

Khi khủng hoảng ngân hàng diễn ra, chính phủ cần quyết định xem nên can thiệp lúc nào và như thế nào. Về câu hỏi khi nào, đã có rất nhiều bài viết đề cập đến, bắt đầu từ Bagehot (1873, người mà De Long đã đề cập đến ở trên). Khi vấn đề không mang tính hệ thống, thì những người cho vay và giám sát ngân hàng nên để nó tiến triển như bình thường. Quả thực, những chủ nợ cấp hai có động cơ tích cực và những người cho vay khác sẽ phát tín hiệu về vấn đề này bằng cách không cho vay mới và mở rộng biên độ mà những ngân hàng đang gặp rắc rối có thể đi vay.

**nhưng ài íxáé àinh àúúã  
mõa cuõã khuãg hoaãg  
toaã diĩ ã không phaãđĩ i  
daãg**

Làm thế nào để biết chắc khủng hoảng mang tính toàn diện hay không, hoặc khi nào thì chính phủ nên can thiệp với những sự trợ giúp khác? Mặc dù nếu áp dụng qui tắc “bám cò” một cách cơ học vào lĩnh vực này thì rất hấp dẫn – thí dụ, các ngân hàng sẽ được để yên cho đến khi sản lượng bị giảm

đi x phần trăm, hoặc xuất khẩu hay một số mức giá khác giảm y phần trăm – nhưng hầu hết các chỉ số đến khi có thể thu thập được, thì hoặc bị trễ (GDP), hoặc chỉ là các chỉ số cục bộ về mức độ nghiêm trọng của vấn đề (thí dụ như tỉ giá hối đoái). Hơn nữa, việc công bố một qui tắc dựa trên giá cả hoặc chỉ số của hàng hoá hay chứng khoán cụ thể, lãi suất hay tỉ giá, đều có thể gây ra tình trạng chấp nhận rủi ro nhiều hơn, một khi những đối tượng tham gia thị trường biết rằng, bất cứ khi nào xảy ra một sự suy giảm nào đó thì chính phủ sẽ can thiệp để khôi phục. Nếu chính phủ tuyên bố sẵn sàng đồng bảo hiểm trước sự suy giảm nhất định của một chỉ số kinh tế, thì cần dự kiến trước mình sẽ phải can thiệp trước khi thời điểm đó xảy ra. Thí dụ, nếu chính phủ cam kết can thiệp vào khủng hoảng khi GDP giảm 5% - thì ngoài khó khăn trong việc ước tính mức sản lượng, thị trường có thể sẽ chờ đợi được nhận sự hỗ trợ ngay khi GDP chưa đạt đến mức suy giảm đó, cho đến lúc nhà nước bắt buộc phải can thiệp, ngay cả khi đó chỉ là một cuộc suy thoái nhẹ.

Một khả năng gần đây được nhiều người ủng hộ (Mishkin 2000) là việc công bố một chính sách cho rằng, dù trong cuộc khủng hoảng toàn diện thì ngân hàng đầu tiên đổ vỡ cũng sẽ không được cứu giúp, với hy vọng là, mỗi ngân hàng, do không biết chắc mình có phải là ngân hàng đầu tiên đổ vỡ hay không, sẽ có động cơ đề phòng không chấp nhận rủi ro quá mức. Tuy nhiên, về điều này, thất bại thường là các quyết định điều tiết. Có lẽ do có khó khăn trong việc xác định xem một ngân hàng đã ở trong tình trạng vỡ nợ hay chưa, nên phương án này vẫn chưa được nước nào lựa chọn. Trái lại, nhiều nhà quản lý ngân hàng trung ương lại quyết định dùng cách suy diễn cảm tính làm giải pháp chính.<sup>11</sup> Nếu đã chọn cách tiếp này thì nó sẽ có những ý nghĩa nhất định về việc lựa chọn phương thức can thiệp, như sẽ nêu dưới đây.

Trong điều kiện quyết định can thiệp đã được đưa ra, có nghĩa là vấn đề đã được nhận định là có tính “toàn diện”, thì chính phủ có một số mục tiêu: Trước hết là duy trì hay khôi phục lại một hệ thống tài chính hoạt động trơn tru. Mục tiêu

này có lẽ không có gì phải tranh cãi, mặc dù cách nào là cách tốt nhất để thực hiện mục tiêu này thì không phải lúc nào cũng rõ ràng.<sup>12</sup> Thứ hai là, kiểm soát chi phí ngân sách cho khủng hoảng. Chẳng những không thể xác định được trước những chi phí này, các nghiên cứu còn cho thấy rằng, một cách tiếp cận dễ dàng hoặc thích nghi đối với chính sách can thiệp – trước và sau khủng hoảng – có thể sẽ gây ra một chi phí bị khuếch đại lên nhiều lần cho ngân sách (và vì thế, như đã thấy trong Chương 2, sẽ gây ra chi phí kinh tế nói chung). Mục tiêu thứ ba, có liên quan đến mục tiêu thứ hai, là chính phủ muốn đảm bảo hành động của mình sẽ làm giảm khả năng nổ ra cuộc khủng hoảng tiếp theo.

### Chi phí ngân sách và ví dụ của chính sách

Lựa chọn chính sách có ý nghĩa gì trong việc xác định chi phí ngân sách của khủng hoảng ngân hàng? Honohan và Klingebiel (2000) đã đưa ra các bằng chứng trực tiếp khi họ khảo sát tác động của các hình thức can thiệp khác nhau:

- Hỗ trợ thanh khoản từ 12 tháng trở lên vượt quá số vốn của toàn bộ hệ thống ngân hàng.<sup>13</sup>
- Việc ban hành bảo hiểm toàn bộ đối với người gửi tiền.
- Hai biện pháp nương nhẹ: (a) cho phép ngân hàng không còn khả năng trả nợ được tiếp tục mở cửa, hoặc (b) tạm hoãn hoặc nới lỏng các qui định thận trọng để xác định lại tình trạng vỡ nợ.
- Tái cấp vốn nhiều lần cho ngân hàng.
- Thành lập các công ty hoạt động tập trung về quản lý tài sản (AMCs, và nhiều hình thức khác dưới đây).
- Chương trình đại trà xoá nợ của chính phủ.

Sử dụng phân tích hồi quy, họ đã khảo sát xem bao nhiêu phần trăm thiên trong chi phí ngân sách cho 38 cuộc khủng hoảng ở các nền kinh tế công nghiệp và đang phát triển (giai

đoạn 1980-97) có thể giải thích bằng những chỉ số này, cùng với các biến số vĩ mô (lãi suất thực và giá chứng khoán). Họ phát hiện thấy rằng, việc hỗ trợ thanh khoản không có giới hạn, nung nhẹ việc điều tiết và bảo hiểm tiền gửi toàn bộ đều là các yếu tố có đóng góp đáng kể vào chi phí ngân sách, và đáng chú ý là dấu của tất cả các biến số này đều dương. Để kiểm định mối quan hệ nhân quả ngược – liệu khủng hoảng lớn có phải là nguyên nhân làm cho chính sách được nói lỏng hay không – các tác giả đã thử nghiệm một cách tiếp cận bình phương tối thiểu hai giai đoạn, có sử dụng các biến số công cụ, và thấy rằng, kết quả ban đầu của họ vẫn được khẳng định.<sup>14</sup>

Bài học này được minh họa rõ nét qua kinh nghiệm của một số nước châu Phi (Hộp 3.3 ở trên). Vào giữa thập kỷ 90, ở các nước này các ngân hàng quốc doanh không có khả năng trả nợ và không có khả năng thanh khoản, đã được cứu trợ từ nguồn lực huy động được của các nhà tài trợ để cơ cấu lại. Nhưng trong nhiều năm, kết quả của những nỗ lực tái cơ cấu ngân hàng thật đáng thất vọng. Trong một số trường hợp, các ngân hàng được giữ ổn định bằng mức lãi suất cực cao trả cho số kỳ phiếu chính phủ mà họ nắm giữ - trên thực tế, đây là việc tiếp tục tái cấp vốn.

Như đã thấy trong Bảng 3.1, tác động của những chính sách này rất lớn. Ngay cả khi nói lỏng một biến chính sách, trong khi giữ nguyên các giá trị của biến khác, thì kết quả vẫn là chi phí tăng lên mạnh – một kết quả hợp lý, vì bất kể kênh cấp vốn nào của chính phủ cho các ngân hàng đang gặp rắc rối cũng có thể tạo ra cơ hội tương tự cho hành vi trục lợi. Quả thực, tác động lớn hơn rất nhiều, chẳng hạn như việc hỗ trợ thanh khoản so với việc bảo lãnh, có khả năng là một tác động giả về mặt thống kê của mẫu. Trong trường hợp cực đoan, như vốn dĩ nó thường hay xảy ra, hỗ trợ thanh khoản không có giới hạn (thông qua cứu cánh - cho vay - cuối cùng) là một hình thức khác của việc chấp nhận bảo lãnh toàn bộ, và có thể nó chỉ có ảnh hưởng đến cơ quan chính phủ nào cấp vốn. Rất nhiều lần ngân hàng trung ương rốt cuộc đã phải đảm nhận

### **Caé chính sách dĩ idaãseã laãn tũng chi phi ngẽn saãh**

**Bảng 3.1** Tác động rủi ro bị đầu tư của các cách tiếp cận mang tính thích nghi cho các chính sách khu vực

Loại giải pháp thích nghi	Trường hợp đầu tư sử dụng (%)	Chi phí áp dụng các giải pháp thích nghi (% GDP)
Nương nhẹ (a)	24	6,7
Tái cấp vốn nhiều lần	24	6,3
Hỗ trợ thanh khoản	58	6,3
Nương nhẹ (b)	84	4,1
Xoá nợ	21	3,1
Bảo lãnh toàn bộ	55	2,9

Chú thích: Bảng này cho thấy mỗi giải pháp thích nghi có thể làm tăng chi phí ngân sách lên bao nhiêu. Thí dụ, cho phép các ngân hàng vỡ nợ vẫn được mở cửa (nương nhẹ - xem trong bài) sẽ làm tăng chi phí ngân sách dự kiến lên 6,7% GDP, tức là gấp đôi mức trung bình của mẫu (mỗi phép tính đều sử dụng quản trị trung bình mẫu của các biến số khác).

Nguồn: Honohan và Klingebiel (2000)

vai trò là chủ sở hữu không chính thức đối với ngân hàng mà nó đã cung cấp cho một khoản được thiết kế như một sự hỗ trợ thanh khoản tạm thời thuần túy. Tất nhiên, sẽ không trung thực nếu chúng ta lý giải những kết quả này có nghĩa là chính phủ có thể chuyển từ một chính sách dễ dãi trong thời kỳ trước khủng hoảng – như thời kỳ nương nhẹ điều tiết ở Chile năm 1977 (Hộp 3.5) – sang một chính sách khắt khe vào giữa lúc khủng hoảng, và được hưởng những thành quả lớn như thế.

Nhưng điều quan trọng là rút ra được bài học cho thấy hậu quả của các chính sách can thiệp dễ dãi là rất to lớn đối với tình trạng ngân sách. Một số người đã chỉ ra một thực tế là, các nước công nghiệp cũng đã nương nhẹ sự điều tiết, để các ngân hàng không trả được nợ tiếp tục hoạt động, và coi đó như một sự biện hộ cho việc các nước đang phát triển cũng hành động tương tự. Suy cho cùng, các cơ quan chức năng là người có quyền ra quyết định, nhưng các nước công nghiệp nhìn chung có cả năng lực điều tiết lẫn năng lực giám sát mạnh hơn, có nghĩa là họ có thể có nhiều khả năng hơn để

**Hộp 3.5. Sự can thiệp do nhà nước cho cuộc khủng hoảng tài chính theo**

SAU NHIỀU THẬP KỶ CÓ LÃI SUẤT THỰC âm và sở hữu nhà nước, chính phủ Chile đã tư nhân hoá các ngân hàng năm 1975 và giai đoạn 1976-77, thực chất là cho phép tự do tham gia vào lĩnh vực ngân hàng và tài chính. Đến cuối năm 1976, mười công ty tài chính đã bị vỡ nợ, sau đó đến Banco Osorno. Lúc đầu, chính phủ tuyên bố rằng ngân hàng trung ương sẽ “đứng đằng sau” các ngân hàng, và sau đó thành lập một quỹ bảo hiểm tiền gửi công khai dành cho các ngân hàng, công ty tài chính, hiệp hội tiết kiệm và tín dụng, với mức bảo hiểm tối đa là 9.000 đôla – một hạn mức mà sau đó không thể đảm bảo được cho người gửi tiền của Banco Osorno. Trước khi đổ vỡ, có vẻ như các ngân hàng đã hành động như thể họ không hy vọng chính phủ sẽ giúp đỡ, và thậm chí các hiệp hội ngân hàng còn cố thủ tập hợp lại thành một nhóm để hỗ trợ cho các ngân hàng đang đổ vỡ, tương tự như các nhà băng của Mỹ trong thế kỷ 19. Người gửi tiền cũng đổ xô đến các ngân hàng lớn nhất.

Banco Osorno rõ ràng là đang đánh bạc, nhưng điều đó không có nghĩa là các chủ ngân hàng nghĩ rằng họ có thể đẩy sự thua lỗ sang cho chính phủ. Trái lại, họ có lẽ đã trù tính việc chuyển sự thua lỗ sang người gửi tiền, một cách làm rất phù hợp với hình thức “tự cho vay” rất phổ biến trong danh mục đầu tư của họ. Có một điều đáng lưu ý trong phản ứng của chính phủ, đó là những vướng mắc nảy sinh dường như rất kỳ lạ, như họ chỉ có 10 cán bộ thanh tra ngân hàng cho 14 ngân hàng và 26 công ty tài chính, và do quá trình

giảm bớt kiểm soát gần đây nên những người thanh tra này không có nhiều kinh nghiệm trong việc giám sát.

Mặc dù nhà đương cục cho phép các công ty tài chính được phá sản, và bắt đầu tăng cường giám sát, nhưng sự thất bại của một ngân hàng khác (Banco Español) đầu năm 1980, ngân hàng đầu tiên được bán cho một tập đoàn doanh nghiệp khác (mà không có sự bơm vốn của nhà nước hay tư nhân vào), rồi sau đó được chính phủ tiếp quản vào cuối năm 1981 với một khoản thua lỗ lớn hơn, là dấu hiệu cho thấy, nhà nước đã bắt đầu hỗ trợ. Mặc dù các yếu tố kinh tế vĩ mô hiển nhiên đóng vai trò lớn trong cuộc khủng hoảng năm 1982, nhưng dường như còn có cả những động cơ khuyến khích mờ nhạt bắt nguồn từ những lần can thiệp trước. Thí dụ, đến cuối năm 1981, các khoản vay thực đã tăng gấp 6 lần mức năm 1976, hay đạt tốc độ tăng bình quân hàng năm 43%. Cứ sau 18 tháng, ngân hàng lại tăng gấp đôi danh mục đầu tư thực của mình, một hành vi bất bình thường đối với những chủ ngân hàng nào quan tâm đến nguồn vốn của chính mình. Như de la Cuadra và Valdes đã lập luận, điều này có vẻ như một hiện tượng tài chính Ponzi trên diện rộng, và việc thiếu những hoạt động cứu trợ sớm, khi vấn đề chưa có biểu hiện là một cuộc khủng hoảng toàn diện, cũng phải chịu trách nhiệm gây ra sự sụp đổ, với chi phí chung cuộc của ngân sách cho sự sụp đổ ấy là hơn 40% GDP.

Nguồn: De la Cuadra và Valdes (1992).



kiểm soát việc chấp nhận rủi ro – một nguy cơ hiển nhiên khi các tổ chức không có khả năng trả nợ vẫn tiếp tục được hoạt động. Hơn nữa, nước giàu, với thu nhập cao hơn và chế độ thuế phát triển hơn, có tiềm lực tài chính tốt hơn để chi trả cho cái được coi là chính sách tốt (hoặc xấu) thứ nhì. Vì thế, một số người cho rằng, chi phí cho các cuộc khủng hoảng tiết kiệm và cho vay ở Mỹ chiếm khoảng một phần năm chi phí thực tế, nếu không tính đến việc nung nhẹ điều tiết – nhưng dẫu có thế thì vẫn làm cho tổng phí tổn lên đến gần 3% GDP.

Cuối cùng, chi phí ngân sách và chi phí tiền mặt không phải là một. Một cái bẫy thường mắc là những người xây dựng các kế hoạch tái cơ cấu thường bị ám ảnh bởi việc tối thiểu hoá chi phí tiền mặt trực tiếp của việc tái cơ cấu, với cái giá phải trả là chi phí ngân sách dài hạn tăng lên và những động cơ khuyến khích vốn rất cần được tạo ra cho những ngân hàng đã tái cơ cấu lại bị lãng quên (Honohan 2001c). Tuy nhiên, cái giá thứ nhất tương đối thấp hơn so với cái giá thứ hai.

#### Phát triển hời hợt

**Sứ mệnh của các ngân hàng  
thì là để giảm thiểu  
nguy cơ xảy ra  
khủng hoảng tiếp theo**

Mục tiêu thứ ba nêu trên là, cần đảm bảo rằng phương thức đối phó với khủng hoảng của nhà đương cục sẽ phát tín hiệu và tạo ra động cơ khuyến khích để hạn chế, chứ không phải tăng thêm, khả năng xảy ra khủng hoảng tiếp theo. Đây có thể là mục tiêu khó khăn nhất cần cân nhắc thích hợp trong lúc khủng hoảng, nhưng có lẽ cũng là quan trọng nhất. Tuy chính phủ cần chuẩn bị cho việc thay đổi vai trò của mình trong cuộc khủng hoảng toàn diện, chẳng hạn như phải đứng ra làm người chăm sóc cho các ngân hàng, nhưng cách tiếp cận và hành động của chính phủ cần được hoạch định sao cho có thể thuyết phục được các đối tượng tham gia thị trường rằng đây chỉ là “sự kiện nhất thời”. Có một cách làm, đó là phải đảm bảo rằng hậu quả của việc chấp nhận rủi ro quá mức sẽ do những ai thực hiện điều ấy gánh chịu. Chú trọng

đến các khuyến khích cũng sẽ giúp cho việc hạn chế chi phí ngân sách. Như đã lưu ý trong Hộp 3.5, hậu quả của việc đề ra mục tiêu này có thể gây nhiều ấn tượng.

Để thấy được tầm quan trọng của việc tập trung vào các động cơ khuyến khích, hãy xem xét điều gì sẽ xảy ra khi các doanh nghiệp bên ngoài khu vực tài chính đang vận hành bên bờ, hoặc thực chất đã lâm vào cảnh phá sản. Những người kiểm soát các doanh nghiệp này sẽ nhanh chóng nhận được một thông điệp rằng, thành tích hoạt động yếu kém của họ sẽ buộc họ phải trả giá đắt. Nói chung, họ sẽ thấy khó hoặc không thể huy động thêm vốn dưới bất cứ hình thức nào. Điều này đã loại trừ khả năng tận dụng những cơ hội đầu tư có lãi, và có thể buộc doanh nghiệp phải bán các tài sản quan trọng. Tất cả những người cho vay đều nhận thấy rằng, tình trạng vỡ nợ cũng có thể bóp méo các động cơ khuyến khích đối với những nhà quản lý, khiến họ dễ có hành vi gian lận hoặc lợi dụng bảo lãnh cố ý làm liều hơn, và ít ra cũng làm nản lòng các chủ sở hữu và các nhà quản lý, khiến họ không cố gắng hết sức.

Tuy nhiên, trong nền kinh tế thị trường tư nhân, các chức năng kinh tế của những công ty phi tài chính lớn không nhất thiết phải bị tê liệt khi bản thân công ty lâm vào cảnh vỡ nợ. Nếu các công ty này vẫn còn một nhóm các hoạt động cốt lõi có lãi và các cơ hội đầu tư mới, thì cách tốt nhất đáp ứng lợi ích của người cho vay là để các công ty này tiếp tục hoạt động. Ngoài ra, hầu hết các công ty đều đã đầu tư lớn vào các loại tư bản cố định rất khó bán lại. Chừng nào giá trị hiện tại ròng của lợi nhuận kinh doanh của công ty và các khoản trả thuế được hạch toán vào các thời điểm tương lai vẫn còn lớn hơn giá trị thanh lý của nó, thì việc tiếp tục hoạt động vẫn còn có ý nghĩa – cho dù phải đầu tư thêm một mức tối thiểu, bỏ bớt các hoạt động không phải cốt lõi, và hình thành một ban quản lý mới. Đây chính là cái mà việc tái cơ cấu doanh nghiệp thành công sẽ đạt tới. Vấn đề cần quan tâm ở đây là sự mất cân đối giữa tài sản có và tài sản nợ được xử lý không chỉ bằng cách bơm thêm vốn cổ phần mới, mà còn bằng cách bút toán

**Giañ caé àiï ù kii ã gêy  
ra tèm lyđũa duãg baõ  
laãh, cõyđã ãn lii ù ¾**

**¾ bùqg caéh áp àùã chi  
phì thũê súđĩ n lii n quan  
têe caãcaé bã n coãlii nq  
uan**

**vaãthu laãnguõn luã  
trong viã ã sũãduãg coã  
hũã ã quaã**

giảm cả tài sản nợ và vốn cổ phần để thích ứng với giá trị mới, thấp hơn các tài sản có và các luồng tiền trong tương lai. Người có vốn cổ phần nhìn chung sẽ thấy hầu hết tài sản của mình bị mất sạch, trong khi những người cho vay thường vẫn còn một phần tài sản của mình được chuyển thành vốn cổ phần. Nguồn vốn mới chỉ được cung cấp sau khi “sự điều chỉnh theo thị trường” này đã diễn ra. Đồng thời, ban quản lý cũ sẽ bị thay thế, và một phần lớn tài sản của công ty phải bán đi, công nhân bị sa thải. Nói cách khác, đây không phải đơn thuần là sự sắp xếp lại bảng tổng kết tài sản của công ty, mà là một sự thay đổi thực sự trong cung cách làm ăn, ngay cả trong lĩnh vực kinh doanh mà công ty đang hoạt động. Đối với nền kinh tế, kết quả đáng mừng là nguồn lực vẫn tiếp tục được sử dụng một cách tốt nhất, trong khi tất cả các bên đều phải gánh chịu một phần chi phí của việc công ty hoạt động thua lỗ.<sup>15</sup>

Nói chung, việc cơ cấu lại ngân hàng cần tuân theo những nguyên tắc chung giống nhau. Nhưng phải thừa nhận, ngân hàng khác với công ty khác ở hai mặt: thứ nhất, như đã nêu trong Chương 2, chúng đặc biệt dễ đổ vỡ và có khả năng lây lan mạnh; và thứ hai, hạt nhân của chúng là cơ chế thanh toán và tín dụng. Ngân hàng ở nhiều nước có thể chỉ chiếm một vài phần trăm giá trị gia tăng trong con số thống kê về GDP, nhưng khác với bất kỳ ngành nào khác có qui mô tương tự hoặc lớn hơn, chúng có những tác động vĩ mô to lớn khi lâm vào tình trạng căng thẳng. Mặc dù những khác biệt này đã luận giải cho cách tiếp cận khác biệt đối với lĩnh vực ngân hàng so với các lĩnh vực tài chính và phi tài chính khác, nhưng chúng không có nghĩa là vấn đề về động cơ khuyến khích bớt đi tầm quan trọng. Trên thực tế, các bằng chứng đã mô tả ở trên về mối quan hệ giữa sở hữu ngân hàng và sự phát triển khu vực tài chính đã khẳng định rằng, các động cơ khuyến khích tư nhân trong khu vực này cũng hết sức quan trọng.

Đáng tiếc, như đã thực hiện ở nhiều nước, các chương trình tái cấp vốn ngân hàng do nhà nước tài trợ - bơm vốn, thường

dưới hình thức phiếu nợ, vào các ngân hàng - đã làm tắt ngấm hoặc xoá bỏ hoàn toàn thông điệp cho rằng hoạt động tài tệ là rất tốn kém, do đó đã làm mất hoặc giảm thiểu tác dụng của hoạt động cơ cấu lại thực sự. Tái cấp vốn để hỗ trợ những khoản nợ hiện có, bản thân nó đã bảo vệ tuyệt đối cho người cho vay, nhưng lại không buộc ngân hàng phải thu hẹp qui mô, sa thải bớt nhân viên hay phân bổ lại các tài sản bên ngoài để sử dụng có hiệu quả hơn; nó làm giảm áp lực phải đeo bám những khách hàng vay nợ chây ì; và thậm chí có thể làm giảm tinh thần trách nhiệm của các cơ quan điều tiết trước công chúng. Quả thực, tái cấp vốn mà không có những đòi hỏi cấp bách đối với ngân hàng - và không thực sự thực hiện điều ấy - thì chẳng khác gì việc chuyển tiền từ người đóng thuế sang các cổ đông, là nhóm người nắm giữ các giá trị còn lại của đơn vị.<sup>16</sup> Nhưng ngay cả trong những cuộc khủng hoảng có nguyên nhân sâu xa chủ yếu bắt nguồn từ các sự kiện vĩ mô, thì thực ra vẫn có một số ngân hàng luôn luôn bị phát hiện là đã chấp nhận rủi ro quá lớn. Vì thế, điều quan trọng là, thông điệp này phải được gửi đi, mọi sự điều chỉnh phải được thực hiện, và các hậu quả xảy ra phải được các bên gánh chịu.

Tái cơ cấu là khi gửi được thông điệp nói rằng, đây là cơ hội để thay đổi nhằm đảm bảo rằng ngân hàng đã (quay lại) đúng hướng để cung cấp các dịch vụ tài chính cần thiết và phân bổ tín dụng vào những cách sử dụng tốt nhất. Cần lưu ý rằng, rất nhiều trong số những thông điệp trên phải gửi đi là những thông điệp rất khắc nghiệt, chẳng hạn như phải sa thải nhân viên hay thông báo cho những cổ đông, những người trước đây hoặc có thể hiện nay vẫn theo sát như hình với bóng và có quan hệ mật thiết, cũng như các nhà quản lý lâu năm rằng, trên thực tế, họ đã trắng tay. Rõ ràng, những người thua trong quá trình này là một nhóm nhỏ, tập trung vào một số đối tượng ít hơn rất nhiều so với xã hội rộng lớn, và xã hội sẽ được hưởng những lợi ích của tính hiệu quả cao hơn và sự tăng trưởng nhanh hơn. Chính phủ và tiến trình chính trị không thích hợp với nhiệm vụ này. Như đã thấy ở

**Những chú ý trong tài  
cấp vốn và ảnh hưởng  
của các nhà đầu tư**

**Thị trường chứng khoán  
và ảnh hưởng của thông tin  
bên ngoài**

trên, chính phủ không có lợi thế so sánh trong chính lĩnh vực ngân hàng, và ngay cả cơ sở để xác định xem ngân hàng nào sẽ được cấp vốn cũng chẳng phải vấn đề đơn giản và trực tiếp - nếu mà nó rõ ràng, có nghĩa là nếu vấn đề thông tin có thể giải quyết dễ dàng, thì đã dễ ngăn ngừa được những khoản thua lỗ ngay từ đầu. Với những thông điệp khắc nghiệt được gửi đi như một phần của quá trình tái cơ cấu, thì đây chẳng những không phải là lĩnh vực trong đó khu vực công có ưu thế vượt trội, mà nó còn là nơi rất dễ lạm dụng. *Việc lựa chọn các đối tượng kẻ thắng người thua là công việc mà thị trường, chứ không phải chính phủ, thực hiện có hiệu quả nhất.*

**Súc can thi ị củ chính  
phủ h ả nh ữn ba ờ v ỉ ả  
quy ỉ n l ủa củ ả ng ườ ừ ả ả ả ả  
th ừ ỉ ề**

Tuy nhiên, chính phủ cũng cần có sự hiện diện nhất định nếu định dùng nguồn thu thuế để bơm tiền vào. Một lần nữa lại nổ ra sự tranh cãi xem nên dựa vào các qui tắc cụ thể hay để tùy ý, mặc dù ở đây, kết cục có khác đôi chút. Việc quan sát xem liệu chính phủ có hỗ trợ hay không là tương đối dễ dàng, và quả thực, hầu hết các chính phủ đều rất sẵn lòng được cấp tín dụng cho công việc này. Vì thế, cho phép các công chức có quyền tự ý nhất định để quyết định xem khi nào chính phủ nên can thiệp sẽ không tạo ra những cơ hội lớn để lạm dụng. Nhưng quy mô và định hướng sự hỗ trợ vào từng ngân hàng cụ thể lại khó đánh giá (liệu sự lựa chọn có hợp lý không?) và theo dõi (sự trợ giúp có được sử dụng tốt hay không) hơn, và nó cũng nảy sinh ra những trường hợp phải phụ thuộc nhiều hơn vào cách tiếp cận dựa trên các qui tắc cụ thể. Những chính phủ nào đã bơm vốn của mình vào ngân hàng cũng đều muốn nó sẽ được sử dụng khôn ngoan, tức là nó sẽ được rót vào những ngân hàng ít có nguy cơ vỡ nợ nhất, bất kể nguyên nhân gây ra khủng hoảng là do đâu, bởi vì cần phải có một giả định trước mạnh mẽ và cần thiết rằng, hầu hết các ngân hàng bị vỡ nợ lâm vào tình trạng khó khăn là do họ ngoan cố lao vào con đường ngày càng rủi ro hơn. Là người đại diện cho những người nộp thuế của đất nước, chính phủ cũng muốn đảm bảo cho tiền bạc của mình không bị bòn rút. Nhưng chính phủ cũng phải nhận thức được rằng, chính phủ không thể đảm đương tốt vai trò là chủ sở hữu ngân hàng, và

vì thế, chỉ có thể nắm giữ vị thế góp vốn cổ phần tạm thời trong ngân hàng mà thôi. Một cách để có thể đạt được cả hai mục tiêu này là chính phủ cần dành ra một lượng vốn nhất định để tái cấp vốn cho những ngân hàng nào thoả mãn những điều kiện sau:

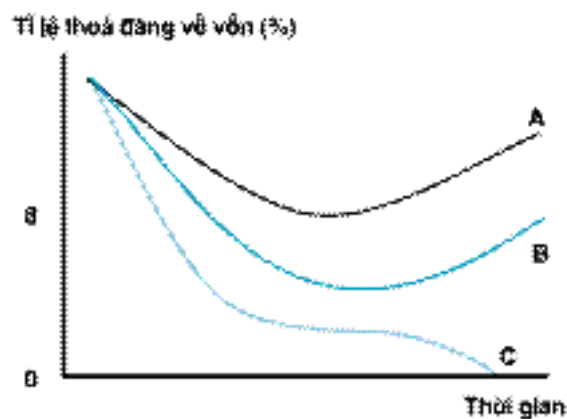
- Đảm bảo khu vực tư nhân cũng cấp vốn tương ứng theo một tỉ lệ nhất định.<sup>17</sup>
- Hạn chế lượng cổ tức mà các đối tác tư nhân và cá nhân những người vay tiền được phép thanh toán hoặc rút ra, cho đến khi chính phủ đã “mua xong” hoàn toàn. Ngay cả số tiền và cơ cấu của các thoả thuận đền bù cho những người quản lý lâu năm, chẳng hạn như cấp cho họ một khoản tiền đền bù trả dần dưới hình thức các quyền chọn chứng khoán, gắn với giá trị cổ phiếu của ngân hàng một vài năm trong tương lai, cũng phải được kiểm soát.
- Kiên quyết thực hiện các yêu cầu khắt khe về tính minh bạch.

Chừng nào một số lượng vốn đã cấp nhưng vẫn khiến cho một số ngân hàng đổ vỡ thì cách tiếp cận này sẽ giúp chính phủ đứng ngoài quyết định xem nên để ngân hàng nào sống sót. Mức độ sẵn có của nguồn vốn do khu vực tư nhân (thực sự) cung cấp sẽ có nhiệm vụ xác định các ứng cử viên được trợ giúp, và các qui định ràng buộc về những phương thức có thể rút nguồn vốn này ra khỏi ngân hàng, cùng với sự minh bạch cao hơn, sẽ mang lại nhiều khả năng các ngân hàng sẽ không bị bòn rút và tạo điều kiện để chính phủ có thể rút lui đúng lúc.

Hãy xét đến ba ngân hàng biểu hiện trong Hình 3.6. Tất cả ba ngân hàng này đều chịu ảnh hưởng của khủng hoảng, nhưng tỉ lệ vốn của Ngân hàng A - ngân hàng có chế độ kế toán hợp lý - dự kiến sẽ không thấp hơn tỉ lệ tối thiểu 8% là mức giả định sẽ được duy trì trong các văn bản hướng dẫn điều tiết. Trái lại, Ngân hàng C được giả thiết là tiếp tục xấu đi, và điều quan trọng là phải đóng cửa, thu hẹp qui mô hoặc

**vaâsũđũađ khu vũê tù  
nhên ài íxaá ành keã  
thũag nguũầ thua**

**Hình 3.6 Sự tiến hoá điển hình của 3 ngân hàng trong suốt cuộc khủng hoảng: lành mạnh, bị thanh lý và đóng cửa**



Nguồn: Các số liệu từ Cục Dự trữ Liên bang và Fed (2009).

chia nhỏ ngân hàng này, cùng với công tác giám sát ngân hàng phải tốt. Còn những ngân hàng như ngân hàng B thì có thể thanh lý, và quyết định này còn phụ thuộc vào thời gian mà ngân hàng này cần có để tạo ra một mức lãi đủ để phục hồi lại vốn, và sau đó mang lại lợi tức cho các chủ sở hữu tư nhân. Những khách hàng tư nhân đang đề nghị được mua giá trị nhượng quyền kinh doanh của ngân hàng - và lợi nhuận tương lai của nó - và điều quan trọng là, chính kỳ vọng về khả năng sinh lời và tiền bạc của họ sẽ quyết định xem ngân hàng có đáng để đầu tư hay không.<sup>18</sup> Các công chức nhà nước cần cảnh giác trước những thủ đoạn bòn rút các ngân hàng còn sống sót, và sự thất bại của những ngân hàng chấp nhận rủi ro quá mức nhiều nhất sẽ giúp thuyết phục được các đối tượng tham gia thị trường rằng, chương trình này là đáng tin cậy.

Đây là những tiêu chuẩn khắt khe, và chỉ những ngân hàng nào đã tuyệt vọng mới chấp nhận các điều khoản ấy. Đây chính là điểm mấu chốt: Sự hỗ trợ của chính phủ chỉ nên bơm tiền vào những ngân hàng nào đang trong tình trạng khó khăn kinh khủng, nhưng đồng thời cũng là những ngân hàng thực sự có cơ hội sống sót. Bằng cách tuyên bố công khai các

điều khoản sẽ trợ giúp ngân hàng và các cổ đông của chúng, và đảm bảo rằng những điều khoản này sẽ tạo ra động cơ khuyến khích tốt để các ngân hàng đã cơ cấu lại tiếp tục phát triển, chính phủ đã sử dụng thành công các lực lượng thị trường trong khi hạn chế tối đa việc tham gia sở hữu trực tiếp các ngân hàng.

Chiến lược này rất hợp lý trên giấy trắng mực đen, nhưng trên thực tế thì nó có tác dụng như thế nào? Nói chung, chiến lược này có tác dụng thực sự, vì rất nhiều trong những đặc điểm này là đặc trưng của chương trình nắm giữ vị trí vốn cổ phần ưu đãi tạm thời trong các ngân hàng của Công ty Tài chính Tái thiết Mỹ (RFC) (Hộp 3.6). Sự thất bại của ngân hàng chắc chắn vẫn diễn ra: chưa đến vài nghìn ngân hàng mở cửa sau ngày “nghỉ” của ngân hàng năm 1933, và sự đổ vỡ tiếp tục diễn ra đối với những ngân hàng không đáp ứng được tiêu chuẩn của RFC. Bản chương trình này cho các ngân hàng là điều khó khăn - trong khủng hoảng, các ngân hàng chơi trò “vòi vĩnh” với các cơ quan chức năng, vì chương trình sau có thể sẽ hào phóng hơn chương trình hiện tại. Tuy nhiên, tiêu chuẩn đề ra từ khi hệ thống bảo hiểm tiền gửi Mỹ ra đời năm 1934 đã qui định rằng, chỉ có những ngân hàng lành mạnh mới được phép tham dự, cuối cùng đã thuyết phục được các ngân hàng gặp rắc rối phải phát hành chứng khoán ưu đãi cho RFC. Việc chính phủ đã công khai bảo vệ người gửi tiền có thể khuyến khích sự tham gia, vì chính phủ sẽ không còn che chở cho những ngân hàng không muốn tham gia chương trình.

Kể từ những năm 30, với sự tinh vi của công nghệ tài chính ngày càng tăng, không có gì ngạc nhiên khi thấy có vô số những công cụ tài chính đầy sáng tạo đã được sử dụng trên khắp thế giới trong các kế hoạch tái cơ cấu gần đây. Chúng thể hiện những nỗ lực - thường khéo léo, nhưng không phải lúc nào cũng thành công - để làm cho những cam kết của chính phủ thích ứng với các vấn đề về động cơ khuyến khích. Việc thiết kế các công cụ này một cách thận trọng, nhạy cảm với thị trường, là điều cơ bản, nếu muốn chúng thành công



### Hộp 3.6. Ba ãhoã tú Công ty Ta ãchính Ta ãthĩ ã

CÔNG TY TÀI CHÍNH TÁI THIẾT (RFC) tồn tại từ năm 1932 đến năm 1957, cho vay hoặc đầu tư trên 40 tỉ đôla, hầu hết nguồn vốn đều vay từ Kho bạc Mỹ hoặc từ công chúng. Cũng như trong nhiều cuộc khủng hoảng, lúc đầu người ta cho rằng các ngân hàng chỉ đơn thuần mất khả năng thanh khoản, nhưng đến năm 1933, các quan chức đã nhận thấy nhiều ngân hàng vấp phải các vấn đề về khả năng trả nợ, và cần phải đóng cửa hoặc bơm thêm vốn, vì thế một chương trình chứng khoán ưu đãi đã được hình thành. Tại thời điểm đỉnh cao, RFC có vị thế góp vốn ở 5.685 ngân hàng, chiếm 40% trong tổng số ngân hàng được bảo hiểm ở Mỹ. Sự tùy tiện của các công chức bị hạn chế, bởi vì “một khi RFC nhận được đơn xin trợ giúp của một tổ chức tài chính hay của doanh nghiệp thương mại, công nghiệp nào đó, thì cơ quan này chỉ có quyền đánh giá xem giá trị tài sản có đủ để nhận sự trợ giúp hay không” (Mason 2000, tr. 4). Việc kết hợp giữa “giá trị tài sản thích hợp” và qui định ràng buộc rằng RFC không được chiếm quá 49% vốn góp trong ngân hàng (hoặc doanh nghiệp) là nhằm mục đích đảm bảo vốn của RFC không bị rút quá nhiều vào những ngân hàng vỡ nợ.

Tuy nhiên, để đủ tiêu chuẩn tham gia chương trình này, các ngân hàng phải đồng ý hạn chế chia cổ tức và dùng phần thu nhập để lấy lại vốn của ngân hàng – về cơ bản là mua lại phần vốn của chính phủ. Đồng thời, theo luật, tên tuổi của tất cả các tổ chức được nhận trợ giúp của RFC đều được niêm yết công khai, nhằm giảm bớt cơ hội thiên vị chính trị đối với tổ chức này hay tổ chức khác. Nhân

viên của RFC có động cơ khuyến khích rất rõ ràng. Việc thuê người và đề bạt nằm ngoài khung qui định đối với dịch vụ dân sự; và một bộ phận lớn nhân viên được bố trí ở các văn phòng chi nhánh được phân cấp trên khắp đất nước. Những văn phòng này hoạt động tương đối tự chủ, với điều kiện họ phải có lãi. Can thiệp từ Washington, kể cả khả năng thay thế giám đốc cơ sở, sẽ được thực hiện khi khả năng sinh lời không đạt được định mức đề ra.

Cá nhân từng vụ việc xử lý có những đặc điểm khác nhau, một điều dễ hiểu với cơ cấu phân cấp của RFC. Một số dựa vào việc huy động vốn từ công chúng, số khác lại dựa vào nguồn vốn được ban quản lý cung cấp, và một số trong cả hai trường hợp trên còn dựa vào việc thay thế những quan chức chủ chốt và giám đốc bằng những người được RFC chấp thuận. Sự chú trọng không ngừng đến việc bảo vệ nguồn vốn của người nộp thuế và việc khai thác triệt để khu vực tư nhân là những nét đặc trưng của chương trình này.

Có thể rất khó đánh giá thành công của những nỗ lực như RFC, nhưng trong trường hợp này, sự can thiệp đã góp phần phục hồi được niềm tin và mức sản lượng (cho đến khi chính sách tiền tệ khắc khổ đã làm đảo ngược cả hai vào năm 1937). Chính phủ thu hồi được nguồn vốn ban đầu và không có hồi sinh những ngân hàng không còn khả năng đứng vững. Trong những năm gần đây, rất khó tìm thấy được những thành tựu to lớn như thế. RFC vẫn sử dụng cách tiếp cận cơ bản như vậy khi tham gia vào việc cơ cấu lại công ty, và cũng đã đạt được thành công tương tự.

Người: Mason (2000 và qua thư từ trao đổi với tác giả).

trong việc đạt được hiệu ứng mong muốn với chi phí ngân sách thấp nhất (xem Honohan 2001c). Đôi khi, các điều khoản này khắc nghiệt đến mức không thể thu hút được vốn tư nhân mới. Đôi khi công nghệ tài chính lại đưa thêm những tài sản nợ mới vào bảng tổng kết tài sản của ngân hàng, mà tính hợp lệ của những khoản nợ đó vẫn còn phải bàn cãi.

Một khi đã nằm trong chương trình, thì vấn đề đối với chính phủ là, làm thế nào để tự mình thoát ra càng nhanh càng tốt, và hoạt động ra sao với tư cách là chủ sở hữu tạm thời của ngân hàng, thậm chí là của doanh nghiệp. Mỗi ngân hàng được cứu giúp sẽ trở thành một đối tác chủ chốt trong quá trình tái cơ cấu đối với cá nhân từng doanh nghiệp. Giống như RFC, công ty đã nắm giữ vị thế góp vốn cổ phần tạm thời trong các công ty phi tài chính, theo những điều khoản khắc nghiệt tương tự, các cơ quan cơ cấu lại cũng có thể tham gia ở cấp doanh nghiệp. Nhưng bản chất của cách tiếp cận này mang tính phi tập trung, với những người cho vay của doanh nghiệp, mà trong đó ngân hàng thường là đối tượng chủ chốt, giữ vị trí dẫn đầu.

Trái lại, trong những năm gần đây, người ta lại khuyến nghị nhiều về cách tiếp cận tập trung, với các khoản nợ khế động của ngân hàng được chuyển thật nhanh sang cho công ty quản lý tài sản, một phần là do cách tiếp cận này đã rất thành công ở Tây Ban Nha đầu thập kỷ 80. Thành công của nó có thể được đánh giá theo nhiều phương diện khác nhau. Klingebiel (2000) đã đề nghị như sau:

- Liệu các công ty quản lý tài sản có đạt được mục tiêu hẹp của mình, mà nhờ đó được thành lập hay không? (với những công ty có nhiệm vụ thanh lý nhanh tài sản, thì họ có thanh lý được số tài sản đó trong thời kỳ 5 năm hay không? Với các cơ quan chịu trách nhiệm tái cơ cấu, liệu họ có bán được từ 50% trở lên tài sản quản lý và trong vòng 5 năm hay không?)
- Nói rộng ra là, liệu hệ thống ngân hàng có phục hồi được khả năng trả nợ mà không làm xuất hiện lại những vấn

đề vướnɡ mắc, và có lấy lại đượᴄ mức tăng trướnɡ tín dụng không? Tức là, liệu hệ thống ngân hàng có phải trải qua những căng thẳng tài chính lặp đi lặp lại hay không, và có khôi phục đượᴄ tín dụng thực tế cho khu vực tư nhân không?

**Thị trường vốn nông cao  
khi đi qua trình tái cấu trúc  
của thị trường mới  
đi ra khỏi khủng hoảng**

Đáng tiếc, nghiên cứu của Klingebiel dường như đã cho thấy Tây Ban Nha chỉ là trường hợp thành công duy nhất thỏa mãn được tất cả các tiêu chuẩn này trong số bảy nước, trong đó có Phần Lan, Ghana, México và Philipin. Các trường hợp còn lại, như Thụy Điển (năm 1992) và Mỹ (năm 1989) đều chỉ đáp ứng được các tiêu chuẩn hẹp, nhưng không thỏa mãn được các tiêu chuẩn rộng trong khoảng thời gian 2 năm, mặc dù các nước này sau đó đã làm khá tốt, mang lại sự phục hồi rõ rệt, và đáng được xếp vào những trường hợp tương đối thành công. Chỉ có cơ quan của Thụy Điển có nhiệm vụ cơ cấu lại (Hộp 3.7), và cũng như Mỹ và Tây Ban Nha, đều có lợi thế rõ rệt là bất động sản và các khoản vay thương mại chiếm một tỉ lệ chi phối trong danh mục đầu tư của họ, và chúng có thể được kết hợp với nhau và bán ra ở các thị trường vốn đã phát triển sâu. Trái lại, những thị trường mới nổi lên lại thường xuất hiện khủng hoảng nhiều hơn, chứa đựng những tác động to lớn đối với khu vực công ty – với những món vay khó tái cơ cấu hơn – và thiếu hẳn những thị trường vốn phát triển sâu để bán tài sản.

Việc áp dụng đúng những tiêu chuẩn này cho Hàn Quốc, Ấn Độ và Thái Lan đã không có thêm được một thành công rõ ràng nào nữa, bởi vì có một xu thế nổi bật là các Công ty Quản lý Tài sản nắm giữ tài sản. Vì các công ty này chưa đủ 5 năm tính từ khi thành lập, nên các tiêu chuẩn của Klingebiel đề ra chưa áp dụng được. Tuy vậy, thành tích của các công ty quản lý tài sản theo kiểu tập trung ở các thị trường mới nổi lên cho thấy, chúng có xu hướng trở thành “bãi thải lâu dài” chứ không phải là một “kho chứa chủ động” đối với các khoản vay khế đọng. Mặc dù kết quả này có thể phần nào liên quan đến một số đặc điểm của các thị

### Hộp 3.7. Kinh nghiệm của Thụy Điển: Saab trong mỗi nhà xe?

THỤY ĐIỂN, ĐẤT NƯỚC ĐÃ TRẢI QUA khủng hoảng ngân hàng đầu thập kỷ 90 (và sau đó là khủng hoảng tiền tệ sau khi tái gia nhập châu Âu), thường được nêu lên như một tấm gương cho các nước đang phát triển đang đua nhau tái cơ cấu ngân hàng. Với điểm khởi phát của cuộc khủng hoảng vào cuối năm 1992 – mặc dù vấn đề đã trở nên rõ ràng từ năm trước – chính phủ đã vào cuộc với một khoản bảo đảm toàn bộ cho tất cả các loại vay nợ của ngân hàng. Securum, một ngân hàng “tồi” được thành lập để tiếp quản tất cả các món nợ khê đọng, và sau đó Cơ quan Hỗ trợ Ngân hàng đã được thành lập. Cơ quan này ít ra cũng đã từ bỏ một sự đảm bảo – lời cam kết sẽ bơm thêm vốn cổ phần khi lượng vốn ròng của ngân hàng xuống dưới 9% đã không được thực hiện. Securum nhanh chóng chuyển sang bán bớt tài sản. Việc sắp xếp lại chúng và bán tương đối nhanh – trên cơ sở giao dịch chứng khoán và thông qua các kênh khác – đã hoàn tất vào năm 1997. Chi phí ròng của việc làm này ước tính 2,1% GDP, thấp hơn nhiều so với mức người ta lo ngại.

Mặc dù những thành tích này tương đối lớn so với qui mô tiềm ẩn của vấn đề, nhưng Thụy Điển đã có được nhiều lợi thế mà các nước đang phát triển không có. Thứ nhất, như đã nêu trong bài, nhiều tài sản là bất động sản, nhưng không giống với các công ty, chúng không đòi hỏi phải có kỹ năng tổ chức

lại. Hơn nữa, khi các nước đang phát triển thấy nhiều doanh nghiệp lớn của mình cần được cơ cấu lại, thì những khó khăn về chính trị bắt đầu nảy sinh đáng kể. Thứ hai, dân cư tương đối đồng nhất và các thể chế dân chủ được thiết lập tốt cũng là một lợi thế không gì so sánh được khi xử lý vấn đề thanh lý tài sản. Vì thế, thí dụ, mọi sự phản đối về mặt chính trị sẽ được thể hiện qua Cơ quan Hỗ trợ Ngân hàng, và trong cả hai cơ quan này đều đảm bảo có được một mức độ minh bạch rất cao. Thứ ba, khung pháp lý lại cực kỳ thuận lợi cho việc thực thi các qui định về phá sản. Như Klingebiel đã nêu, Thụy Điển được đánh giá cao hơn Mỹ trong việc đảm bảo thực thi quyền của người cho vay, có nghĩa là các quan chức chịu một sự đe dọa thực sự khiến họ phải ra sức cố gắng. Và nguồn vốn cũng như kỹ năng không phải là một trở ngại trong quá trình cơ cấu lại.

Các nước đang phát triển cũng mong muốn có được những lợi thế đó, nhưng họ cũng có thể muốn có một Saab trong mỗi nhà để xe. Không có những lợi thế này, không rõ mô hình trên có thể áp dụng hoàn toàn sang nước khác được hay không. Một số đặc điểm, như không có sự can thiệp của chính phủ vào công tác quản lý ngân hàng của tư nhân, như trường hợp của RFC (Hộp 3.6), có thể là phần thích hợp nhất trong bài học này.

Nguồn: Englund (1999), Ingves và Lind (1996) và Klingebiel (2000).

trường mới nổi lên – thị trường vốn nông cạn với sự khan hiếm những kỹ năng về tái cơ cấu – nhưng nó cũng gắn chặt với sự thất bại do không sử dụng được khu vực tư nhân một cách minh bạch vào việc xác định xem đối tượng nào đáng để cứu sống. Điều rất thú vị là, gần đây Mêhicô đã áp dụng hình thức bán đấu giá tài sản bắt buộc nếu những nỗ lực tổ chức lại do các cơ quan dân xếp chủ trì thất bại, một cách tiếp cận giống như kiểu đẩy khởi động một cỗ xe đang chết máy, và nó đã minh họa cho nguyên tắc mang tính chất hòn đá tảng trong cách tiếp cận của chính phủ là không quá bám chặt và rút lui nhanh.

Sự tập trung nhiều hơn vào việc sở hữu công ty và mức độ tích tụ của cải ở các nước bị khủng hoảng gần đây cho thấy, cách tiếp cận bằng các công ty quản lý tài sản theo kiểu tập trung đang tạo nhiều cơ hội hơn cho sự lạm dụng, nhưng đồng thời cũng có khó khăn trong việc sử dụng khu vực tư nhân. Một cách lựa chọn khác là sử dụng các tổ chức của nước ngoài, để hoặc hỗ trợ quản lý quá trình, hoặc mua và tái cơ cấu những tài sản có vấn đề; nhưng cách làm này cũng vấp phải một khó khăn là nhiều xã hội chưa quen với việc “tài sản quốc gia” bị tuột khỏi tay mình. Nếu không theo tiêu chuẩn Becker-Stiglitz, để giảm bớt nguy cơ lạm dụng điều quan trọng là phải có được một mức độ minh bạch lớn hơn cho cả quá trình, và đảm bảo mức lương hiệu quả cao cho những ai tham dự vào quá trình này (hãy nhớ lại phần trình bày về một sự cân bằng thích hợp giữa các kiểu lo ngại trong Chương 2). Mối đe dọa đối với những công chức làm sai, nhẹ nhất là bị trừ một phần đáng kể trong lương hưu, sẽ là công cụ tốt nhất để có được sự điều hành trung thực. Giải pháp thành công cho khủng hoảng ngân hàng đòi hỏi phải thay đổi cách tư duy và giành được niềm tin của công dân trong nước cũng như người nước ngoài. Để cho một số ngân hàng thất bại thẳng thừng ngay từ khi bắt đầu quá trình, và thuyết phục tất cả rằng những ngân hàng còn lại là phù hợp để sống sót, đó là điều chủ chốt để thành công, và sử dụng khu vực tư nhân

để xác định những đối tượng nào sống sót là cách làm tốt nhất mà hiện nay có được.

### Kĩ ề luậ

**C**HÍNH TRỊ HOÁ NGÀY CÀNG NHIỀU CÁC QUYẾT định của ngân hàng khi chính phủ tham dự vào cũng có nghĩa là động cơ để có được một trung gian tài chính hiệu quả và hợp lý đã bị tổn thương bởi hình thức nhà nước sở hữu, bất kể việc sở hữu này là tạm thời hay lâu dài. Chính phủ nào vừa muốn là người sở hữu vừa là người điều tiết thì rất khó đạt được thành công trong cả hai. Bằng chứng ở nhiều nước và một vài nghiên cứu tình huống đã cho thấy, hình thức nhà nước sở hữu ngân hàng sẽ làm cho tốc độ phát triển kinh tế chậm hơn, khả năng tiếp cận nguồn tín dụng bên ngoài các công ty lớn hạn chế hơn, và nguy cơ khủng hoảng cao hơn. Chính phủ các nước cần phải cân bằng giữa những mối nguy do tư nhân hoá với sự thua lỗ trong hoạt động ngân hàng quốc doanh. Một chương trình tư nhân hoá từng bước một cách đáng tin cậy, chuẩn bị sẵn sàng để rao bán một số ngân hàng và phát triển cơ sở hạ tầng điều tiết để thu hút thêm sự tham gia của các ngân hàng tư nhân dường như là một lối đi hợp lý để “lách khe” giữa những nguy cơ của việc hành động và không hành động.

Bằng chứng này cũng chứng tỏ các cơ quan chức năng cần lập kế hoạch để có thể tự rút lui bất cứ lúc nào, sau khi họ đã có vốn góp tạm thời trong hệ thống ngân hàng, coi đó là một phần của quá trình tái cơ cấu toàn diện. Như đã nêu trong các chương trước, làm việc cùng với thị trường được xem như một tiến trình mà chính phủ nên ưu tiên, nhất là để cho các lực lượng thị trường tự chọn ra kẻ thắng và người thua. Các ngân hàng nước ngoài cũng đóng vai trò quan trọng trong việc tiếp quản từ nhà nước, và điều này càng đúng khi chúng ta thực sự lo ngại về việc chỉ có ít những người trong cuộc chi phối cả ngân hàng và bộ máy điều tiết ngân hàng.

## Chú thích

1. Số liệu của La Porta, López-de-Silanes và Shleifer (2000) có thể bị hạn chế vì chỉ tập trung vào 10 ngân hàng lớn nhất, nhưng cũng cho thấy, trong hầu hết các nước, điều này chiếm một tỉ trọng lớn trong hệ thống ngân hàng, mà theo định nghĩa của các tác giả, bao gồm cả ngân hàng phát triển. Tuy nhiên, số liệu của Barth, Caprio và Levine (2001b), xây dựng dựa trên những cuộc phỏng vấn các cơ quan điều tiết, đã đưa ra ước tính tỉ lệ tài sản trong những ngân hàng mà sở hữu nhà nước chiếm đa số, và số liệu của họ có mối tương quan khá khít với số liệu của La Porta, López-de-Silanes và Shleifer cho thập kỷ 90.

2. Trong các phép hồi quy tăng trưởng của mình, những biến số này bao gồm: số năm đi học, trình độ phát triển kinh tế và tài chính ban đầu, lạm phát, biên độ giá trên thị trường chợ đen, chỉ số về sự can thiệp của chính phủ, mức độ và phạm vi áp dụng thuế và trợ cấp.

3. Cụ thể là mức GDP thực tế trên đầu người, tham nhũng, nguy cơ bị công hữu hoá, hiệu quả của bộ máy hành chính, và luật pháp cũng như truyền thống trật tự của một nước. Nghiên cứu này, cũng như hầu hết các số liệu được nêu bật trong Hình 3.1, dựa trên Điều tra của Ngân hàng Thế giới về sự Điều tiết và Giám sát Thận trọng, và đề cập đến tỉ lệ phần trăm của toàn bộ tài sản của khu vực ngân hàng thương mại trong các ngân hàng do nhà nước sở hữu đa số, thời kỳ 1997-98.

4. Ngoài ra, Cetorelli và Gambera (2001), là những người đã tìm thấy một số hiệu ứng tích cực của mức độ tập trung hoạt động ngân hàng nhiều hơn trong việc đẩy mạnh sự tăng trưởng của khu

vực công nghiệp đang cần sự tài trợ bên ngoài, đã kết luận rằng, các hiệu ứng này đã bị tình trạng sở hữu nhà nước lớn hơn triệt tiêu.

5. Mặc dù bài viết lúc đầu của Barth, Caprio và Levine (2001a) với 60 nước chỉ tìm thấy một mối quan hệ không đáng kể giữa sở hữu nhà nước và khủng hoảng, nhưng những nghiên cứu sắp xuất bản của họ, dựa trên 105 nước, đã tìm thấy một mối liên hệ có ý nghĩa.

6. Tình trạng ngân hàng quốc doanh cho doanh nghiệp nhà nước vay được biết là đã tiếp tục giảm trong thập kỷ 90.

7. Với những nước đã có hệ thống tài chính phát triển sâu thì kết luận ở đây đã đảo ngược, điều này có thể giải thích bằng các lập luận kinh tế chính trị học, tuy ít quả quyết hơn. Càng gần đến kỳ bầu cử tiếp theo thì người ta càng có vẻ hạn chế sử dụng những phản ứng phải trả giá về mặt chính trị cho cuộc khủng hoảng, điều này càng củng cố thêm thông điệp cho rằng, rào cản chính trị cũng rất quan trọng. Các biến số do Keefer đưa ra để phản ánh mức độ sẵn có thông tin cho công chúng lại không có tác dụng mạnh trong phép hồi quy, nhưng không đến mức thiếu nhất quán với lý thuyết.

8. Những tổn thất sau khi tư nhân hoá đúng có thể quy ít nhất một phần cho những khoản thua lỗ từ trước và các điều kiện ban đầu yếu kém. Mặc dù nhiều nền kinh tế chuyển đổi đã phải trải qua sự thất bại của ngân hàng trong những năm ngay sau khi quá trình chuyển đổi được bắt đầu, nhưng những vấn đề này thường diễn ra trong các ngân hàng quốc doanh, cho thấy sự hiện diện của những khoản thua lỗ trong

thời kỳ tiền cải cách, hoặc là điều không tránh khỏi khi có sự biến động trong khu vực sản xuất vật chất, và suy cho cùng đều luôn gắn liền với khuôn khổ điều tiết yếu kém.

9. Chính phủ thậm chí còn xem xét việc giữ lại quyền sở hữu và ký kết hợp đồng thuê quản lý ngân hàng với các bên tư nhân, nhưng rất may mắn là họ đã không làm thế, bởi vì các hợp đồng quản lý chỉ có thể có tác dụng trong những ngành mà chất lượng có thể dễ dàng kiểm chứng và uy tín rất cao (Ngân hàng Thế giới 1995). Vì thế, khách sạn là một thí dụ thỏa mãn cả hai tiêu chuẩn để ký hợp đồng quản lý: bất cứ ai cũng có thể theo dõi chất lượng đầu ra (rất dễ dàng kiểm tra xem khăn tắm có sạch hay không) và chất lượng là điều quan trọng (khách sạn nào có khăn tắm bẩn sẽ mất khách). Tuy nhiên, rất khó cho những người gửi tiền, cho vay và giám sát, và ngay cả những người quản lý, để đánh giá tình trạng lành mạnh của danh mục đầu tư của ngân hàng, tức là rất khó nói được danh mục đó có "sạch" hay không. Và vì ở hầu hết các nước, vai trò của uy tín – một khi đã lên đến tột bậc trong hoạt động ngân hàng – đều bị mất dần tác dụng khi tồn tại công khai hoặc ngấm ngấm các chương trình bảo hiểm tiền gửi, nên hoạt động ngân hàng không thích hợp để ký hợp đồng thuê quản lý. Có lẽ nhận thức được điều này nên có rất ít nước thử ký hợp đồng thuê quản lý ngân hàng.

10. Danh sách chưa đầy đủ được nêu trong Claessens, Djankov và Klingebiel (1999), Dziobek (1998), Garcia (1999), và Lindgren và các tác giả khác (2000) với nguồn được trích dẫn ở đây.

11. Dường như có sự không nhất quán giữa việc chính phủ duy trì sự suy diễn cảm tính về tình trạng chính sách của mình, trong khi lại không ngừng đòi hỏi sự minh bạch từ phía người

khác. Rõ ràng có một mâu thuẫn giữa sự chắc chắn về chính sách với những lợi thế chiến lược thu được nhờ sự tùy tiện. Nhưng nếu chính phủ muốn tìm kiếm một giải pháp chung thì dường như không có lý do gì để hạn chế việc sử dụng những công cụ chiến lược mà khu vực tư nhân không có.

12. Quan điểm chung khi các nhà đương cục bị khó khăn cản bước là họ phải tích cực cứu giúp người gửi tiền trong khủng hoảng, nhưng Baer và Klingebiel (1995) lại cho thấy, trong 5 cuộc khủng hoảng mà người gửi tiền phải chấp nhận thua lỗ, thì sản lượng đều phục hồi nhanh chóng.

13. Nhiều ngân hàng trung ương hạn chế chỉ hỗ trợ thanh khoản từ cửa sổ chiết khấu trong một thời gian ngắn, từ 7 ngày đến vài tháng. Thông thường, những ngân hàng nào xin được hỗ trợ thanh khoản nhiều lần đều cần phải chú ý giám sát chặt chẽ hơn, và trên thực tế, phải buộc những ngân hàng này tìm nguồn vốn khác, kể cả ở những nơi mà nó đã ra khỏi các chương trình bảo hiểm tiền gửi.

14. Công cụ mà họ sử dụng - thước đo mức độ tham nhũng của chính phủ, truyền thống luật pháp và trật tự - xếp thứ hạng từ cao đến thấp theo mức độ ngoại sinh. Đồng thời, họ cũng kiểm tra phép hồi quy phần dư trong những công cụ này, và thấy không có ý nghĩa.

15. Thực ra, điều này cũng đúng với các ngân hàng: Bartholomew và Gup (1999) đã cho thấy trong 10 nước G-10 không kể Mỹ, ngân hàng trong hầu hết các trường hợp đều hiếm khi phải đóng cửa, và thường thì bất kỳ sự thanh lý nào cũng đều liên quan đến việc chuyển một phần hoạt động của ngân hàng này sang cho các ngân hàng khác, được giả định là còn đứng vững được.



16. Các ngân hàng quốc doanh thường được tái cấp vốn - mặc dù không rõ vốn trong bảng tổng kết tài sản của chúng có gì khác với những yêu cầu dự phòng mà họ đòi hỏi ở chính phủ của mình - mà không phải sa thải những người quản lý hoặc loại trừ các hậu quả bất lợi khác.

17. Khi ngân hàng được bán thì nguồn gốc của người mua là điều quan trọng - cả Uganda và Ghana (Hộp 3.1) đều đã có một quá trình tư nhân hoá "thất bại" và tổn kém khi bán cho các công ty chế tạo nước ngoài, điều này cho thấy tầm quan

trọng của việc tìm được những người mua "thích hợp và đúng đắn". Nhất quán với thông điệp trong phần này, nhiều định nghĩa tương đối rõ đã được xây dựng, để làm sáng tỏ những tiêu chuẩn này.

18. Vì lợi nhuận phụ thuộc vào việc tham gia vào khu vực ngân hàng nên các nhà đương cục sẽ phải chấp nhận có một số hạn chế về điều kiện gia nhập của ngân hàng, nếu không thì lợi tức tiềm năng sẽ không đủ để thu hút những nhà đầu tư có trách nhiệm.

# Ngăn ngừa và giảm thiểu khủng hoảng

*"Bất kỳ một sự kiện bất ngờ nào xảy ra mà đòi hỏi một lượng tiền mặt lớn đều có thể gây ra, và sẽ có xu hướng gây ra, một nỗi hoảng loạn ở những quốc gia vốn chủ yếu là nền kinh tế sử dụng tiền mặt, và có các khoản nợ đến hạn rất lớn"*

Walter Bagehot (1873)

**K**HI CUỘC KHỦNG HOẢNG TÀI CHÍNH lớn xảy ra, thì tất cả những ai phụ thuộc vào các dịch vụ tài chính đều phải gánh chịu. Người gửi tiền có thể mất số tiền của họ, hoặc tài khoản của họ sẽ bị đóng băng, và giá trị đồng tiền bị suy giảm do lạm phát. Những người đi vay có uy tín sẽ bị cắt giảm các khoản vay. Những nhà tài trợ, bằng cách cho vay nợ hoặc góp vốn cổ phần, sẽ nhận thấy thị trường trở nên khô cạn. Những người về hưu có thể nhận thấy mức sống của mình bị suy giảm. Những người tham gia các chương trình bảo hiểm có thể nhận thấy đối tác của mình bị phá sản. Và những người nộp thuế thường phải mất các khoản tiền mà lẽ ra họ có thể chi tiêu cho các mục đích cần thiết hơn. Thậm chí đối với những người quá nghèo, đến mức không sử dụng các dịch vụ tài chính từ khu vực tài chính chính thức, cũng có thể nhận thấy thu nhập của mình giảm mạnh do suy thoái, và các nguồn tài chính phi chính thức cũng có thể cạn kiệt (xem Hộp 2.1).

### Hộp 2.1 Nghe ã va ã khuãg hoãg

KHI KHỦNG HOÃNG XẢY RA VÀ những người cho vay trở nên không thích rủi ro nhiều hơn, thì các doanh nghiệp nhỏ là những người đầu tiên bị gạt ra khỏi đối tượng cho vay; đây là một lý do quan trọng giải thích tại sao tỷ lệ phá sản ở các doanh nghiệp nhỏ thường tăng cao trong các cuộc khủng hoảng tài chính. Sau đó, tất yếu tỷ lệ đói nghèo có thể tăng vọt và duy trì ở mức cao trong một khoảng thời gian sau khủng hoảng.

#### Sõgũãthuõã ã ã ngheã

Nãm	Inãõnĩxia	Haã Quõã	ThaãLan
1990	80,0	14,7	18,4a
1996	50,6	4,7	7,5
1998	-	9,1	7,6
1999	76,3	-	9,7
2000	70,3	6,0	8,7

- Không có số liệu.

*Chú thích:* Số liệu của năm 2000 là số ước tính.

a. Số liệu năm 1988.

*Ngũõn:* Ngân hàng thế giới.

Thậm chí với sự phục hồi và tỷ lệ đói nghèo dự kiến đã giảm xuống vào năm 2001, nhưng chỉ ở Thái Lan, số người nghèo ước

tính vẫn như trước khi khủng hoảng xảy ra, còn ở Ấn Độ và Hàn Quốc thì con số này vẫn ở mức cao. Khi tác động của khủng hoảng rất trầm trọng thì người nghèo lại bị thiệt thòi hơn nữa, vì các hoá đơn đến hạn phải trả, và các khoản vay sớm hay muộn cũng phải hoàn trả (Hình 2.1). Chi phí ngân sách để khắc phục tình trạng vỡ nợ của ngân hàng, thể hiện qua những khoản tiền được bơm vào từ ngân quỹ của chính phủ, sẽ được trang trải bởi việc tăng thuế, giảm chi tiêu, hoặc lạm phát, tất cả điều này đều tác động mạnh đến người nghèo. Thậm chí, nếu các quan chức cố gắng kiểm soát nhằm ngăn chặn sự thất thoát vốn, thì kinh nghiệm cho thấy rằng, các gia đình giàu có sẽ có thể phòng tránh các tác động này một cách tốt hơn: các khoản tiền của các gia đình có thu nhập thấp và trung bình sẽ phải gánh chịu các mức thuế cao hơn, cho nên sự phân phối thu nhập sẽ xấu hơn, ít nhất là trong vài năm sau cuộc khủng hoảng. Sự tăng trưởng sau đó "... khó có thể loại bỏ được mức độ bất bình đẳng cao hơn xảy ra trong thời kỳ khủng hoảng kinh tế trầm trọng" (Lustig 1999). Hậu quả là, ngăn chặn khủng hoảng tài chính là một công cụ quan trọng và hứa hẹn sẽ rất hữu hiệu để duy trì tăng trưởng và chống đói nghèo.

Các thập kỷ gần đây đã chứng kiến một làn sóng kỷ lục các cuộc khủng hoảng: vào cuối thiên niên kỷ, đã xảy ra 112 triệu chứng khủng hoảng ngân hàng toàn diện ở 93 nước kể từ cuối thập kỷ 1970, và 51 cơn sốt gần như khủng hoảng ở 46 nước.

So với những cuộc khủng hoảng trước kia, những cuộc khủng hoảng gần đây ngày càng phổ biến và tốn kém, và chi phí của chúng thường rất lớn ở các nước đang phát triển.

Chương này trước hết sẽ xem xét tại sao hệ thống tài chính lại thường dễ đổ vỡ - đặc biệt là ở các nước đang phát triển, và điều này dễ xảy ra hơn nhiều ở hệ thống ngân hàng - và sau đó, thảo luận về chi phí và nguyên nhân của khủng hoảng tài chính và ngân hàng. Khủng hoảng ngân hàng được xem là trọng tâm, và mặc dù đồng tiền mất giá là một yếu tố chung của các cuộc khủng hoảng ngân hàng, nhưng cái gọi là khủng hoảng song sinh (khủng hoảng ngân hàng đi đôi với khủng hoảng tiền tệ) sẽ được dành để thảo luận trong Chương 4.

Làm thế nào xã hội có thể cung cấp các dịch vụ tài chính mà không phải chịu những chi phí đổ vỡ này? Các cơ chế khuyến khích, sản phẩm của các lực lượng thị trường đang tương tác với môi trường điều tiết, hiển nhiên là những yếu tố chủ chốt để ổn định và vận hành khu vực tài chính, cho nên phần hai của chương này là Điều tiết Ngân hàng: Tranh thủ Thị trường, trở lại việc cải cách trong lĩnh vực này. Cũng giống như việc tự do hoá các sáng kiến tư nhân trong khu vực tài chính, sự phát triển công nghệ trong lĩnh vực sản xuất vật chất và lĩnh vực tài chính đã thực sự trở thành một phần trong câu chuyện về tình trạng ngày càng dễ bị tổn thương của hệ thống tài chính trong thập kỷ gần đây, những phát kiến sáng tạo nhằm tranh thủ khu vực tư nhân và công nghệ sẽ là chìa khoá để đưa những rủi ro về mặt xã hội của tài chính vào vòng kiểm soát.

Một mắt xích chủ yếu của môi trường khuyến khích là một mạng lưới an sinh cho các ngân hàng. Thế kỷ 20 được đánh dấu với sự gia tăng mạng lưới an sinh cho khu vực ngân hàng, trong đó thành phần chính yếu là phương thức cứu cánh - cho vay - cuối cùng và bảo hiểm tiền gửi. Mặc dù đã có rất nhiều bài viết về cứu cánh - cho vay - cuối cùng, nhưng cho đến tận gần đây, các nghiên cứu về bảo hiểm tiền gửi hầu như cũng mới chỉ dừng lại ở tính lý thuyết và chỉ giới

**Những cuộc khủng hoảng  
tài chính gần đây ngày  
càng phổ biến và tốn  
kém hơn so với trước**

**Có thể khuyến khích là  
điều kiện cần để giảm  
rủi ro và bảo hiểm  
tiền gửi**

hạn ở nước Mỹ. Với sự mở rộng của hệ thống bảo hiểm tiền gửi công khai trên khắp thế giới như hiện nay, chúng ta sẽ tập trung vào phần thứ ba, Mạng lưới an sinh Khu vực tài chính, và bàn xem hệ thống này nên được thiết kế khi nào và bằng cách nào là tốt nhất. Một mạng lưới an sinh chung và hào phóng cho các ngân hàng - hay hình thức sở hữu nhà nước, được thảo luận trong Chương 3 - có thể là yếu tố chủ chốt gây ra hiện tượng thống trị của ngân hàng và khả năng dễ đổ vỡ trong hầu hết các thị trường mới nổi.

Tài chính có thể là bất kỳ thứ gì, nhưng chắc chắn nó không ở trạng thái tĩnh: một khi các luật lệ đã được ban hành, bản chất của thị trường tài chính làm cho những người tham gia đặc biệt dễ dàng chuyển hoạt động kinh doanh của họ sang các hình thức hoặc địa bàn khác nhau, điều này có thể vô hiệu hoá các mục tiêu của cải cách. Tính chất lẫn tránh điều tiết này sẽ thay đổi trực tiếp tùy theo việc các qui định đã không tính đến hành vi tối ưu hoá của những đối tượng tham gia đến mức độ nào. Nếu coi những vấn đề khác là như nhau, thì hệ thống tài chính, trong đó có các động cơ khuyến khích hành vi chấp nhận rủi ro một cách thận trọng, sẽ rất vững chắc, sẽ có ít nguy cơ xảy ra các cú sốc, và do đó, có thể góp phần tích cực hơn để giảm thiểu rủi ro. Và khi sự điều tiết tương hợp với các động cơ khuyến khích, lại được kết hợp cùng với một cơ sở hạ tầng khuyến khích thị trường hoạt động có hiệu quả, thì tăng trưởng kinh tế sẽ được các tổ chức trung gian tài chính thúc đẩy, mà các trung gian này có động cơ và tiềm lực tài chính đủ để chấp nhận rủi ro một cách thận trọng. Điều này không có nghĩa là chỉ dựa duy nhất vào thị trường để thực hiện công việc, mà phải làm cho các khuyến khích đối với tổ chức tư nhân sắc bén hơn và thường xuyên đánh giá lại tác động của những thay đổi to lớn đối với họ, điều này được gọi là sự điều tiết động. Để hiểu rõ hơn hậu quả của môi trường điều tiết hiện nay, cũng như những ưu thế và bất lợi của bất kỳ một cuộc cải cách nào, thì các cơ quan chức năng cần phải chú trọng đến những động cơ khuyến khích cơ bản.

Có thể không chỉ dừng lại ở việc đơn thuần xây dựng các chương trình cải cách qui chế và các vấn đề về mạng lưới an sinh trong lĩnh vực tài chính. Chúng ta cần phải đặt ra câu hỏi, liệu có lý do sâu xa nào nữa để giải thích tại sao những cuộc cải cách như vậy không kéo dài kể từ khi được khởi xướng ở hầu hết các nước. Liệu đó có phải là do những thất bại khi thiết kế qui chế điều tiết, hay nó phản ánh sự yếu kém trong các thể chế chính trị? Liệu đó là do lợi ích của một số nhóm đặc lợi và những người đỡ đầu chính trị cho họ, khiến cho chỉ tiếp tục duy trì một môi trường thể chế lỏng lẻo và mạng lưới an sinh với những hiệu ứng do khuyến khích sai lệch, mặc dù chúng làm tăng rủi ro đổ vỡ hệ thống ngân hàng vốn là điều rất tốn kém cho xã hội? Những vấn đề này vượt quá phạm vi của chương 2, và thực ra, còn vượt quá phạm vi của nhiều nghiên cứu, mặc dù vậy, chúng ta cũng sẽ quay trở lại một số vấn đề có liên quan ở Chương 3.

### **Tại sao hệ thống tài chính quá dễ dàng vỡ.. và nên duy trì theo cách nào**

*"Tất cả mọi người đều cả tin nhất khi họ hạnh phúc nhất; và khi họ kiếm được nhiều tiền, khi một số người làm ra tiền, nhưng hầu hết mọi người đều nghĩ họ cũng làm ra tiền, thì đây là một cơ hội tốt đẹp để nói dối một cách tài tình. Hầu hết mọi việc chỉ có thể tin trong chốc lát, và rất lâu trước khi sự tồi tệ được phanh phui thì những kẻ lừa dối khéo léo nhất đã cao chạy xa bay, thoát khỏi sự trừng phạt của pháp luật. Nhưng những thiệt hại mà chúng để lại vẫn tiếp tục gây ra thiệt hại khác, và niềm tin ngày càng trở nên suy giảm hơn".*

Walter Bagehor (1873, tr. 151)

**K**HI THỰC HIỆN CÁC CHỨC NĂNG CƠ BẢN CỦA mình, tài chính thường liên quan đến việc đánh đổi một khoản tiền ngày hôm nay để nhận được một khoản tiền hứa hẹn trong tương lai, thường với hình thức hoàn trả một khoản lãi nhất định. Bản chất liên thời gian này,

cùng với những vấn đề về thông tin mà mọi người đều biết, sẽ đưa đến hành vi "lựa chọn ngược" và tâm lý lợi dụng bảo lãnh, cố ý làm liều, là trung tâm của sự đổ vỡ tài chính. Mỗi bên tham gia giao dịch này sẽ ký kết hợp đồng với nhau, với kỳ vọng về một loạt các biến số có ảnh hưởng tới việc hoàn trả. Kỳ vọng thay đổi, có thể rất nhanh, và làm cho giá tài sản giao động, điều này đến lượt nó có thể trở nên trầm trọng hơn do khả năng xảy ra hành vi đám đông.

Chắc chắn có điều gì đó trong ý tưởng cho rằng, thị trường tài chính chỉ đơn giản làm cho việc sử dụng thông tin có hiệu quả hơn, theo nghĩa là, một người đầu tư khó có thể liên tục kiếm được lợi tức thặng dư - ít nhất là sau khi đã điều chỉnh theo mức độ rủi ro mà anh ta phải gánh chịu - nếu chỉ sử dụng các thông tin chung sẵn có. Thực ra, ngay cả những thông tin vốn không sẵn có khắp nơi cũng có thể nhanh chóng đưa vào trong mức giá thị trường, chừng nào có đủ các nhà đầu tư có tiềm lực tài chính và đầy đủ thông tin.

Mặc dù giả thuyết "thị trường hiệu quả" là một tiêu chuẩn có ích để mô tả sự tiến triển của giá trị trường tại các thời điểm bình thường, nhưng rất khó có thể giải thích qui mô sự vận động của giá cả trong hoàn cảnh rối ren. Mặc dù bản thân nó chỉ mang tính nhất thời, chúng khoán trong giả thuyết về một thị trường hiệu quả "... đã đổ vỡ cùng với những mảng còn lại của thị trường vào ngày 19 tháng 10 năm 1987. Sự phục hồi của nó diễn ra chậm hơn so với các mảng khác của thị trường" (Shlefer và Summers 1990, tr. 19). Thực ra có những lý do hợp lý mang tính lý thuyết có thể giải thích tại sao thị trường tài chính không thể có hiệu quả và giá cả không thể được cào bằng hoàn toàn nếu thông tin không hoàn hảo, và việc ký kết hợp đồng là tốn kém (Grossman và Stiglitz 1980). Sự sai lệch đáng kể và ngày càng tăng so với mức giá cân bằng là có thể xảy ra, thể hiện như những bong bóng, hoặc sự lên xuống cực điểm mang tính đầu cơ. Và các bong bóng sẽ càng dễ xuất hiện khi các cá nhân không hoàn toàn hợp lý khi đánh giá rủi ro - một phát hiện qua những lần thử nghiệm; khi người ta dựa quá nhiều vào những kinh nghiệm gần đây (biểu lộ sự

**Gia** **huy** **ê** **vì** **ì** **thì** **trú** **u** **â** **g**  
**h** **ĩ** **à** **q** **u** **ã** **k** **h** **o** **n** **g** **th** **ĩ** **g** **i** **a** **ã**  
**th** **ì** **ch** **à** **u** **ú** **ê** **s** **ú** **đ** **a** **o** **à** **o** **ã** **g**  
**c** **ú** **ê** **à** **ĩ** **ĩ** **m** **a** **n** **g** **t** **ì** **n** **h**  
**à** **ê** **u** **c** **ú**

thiên cận); khi buôn bán theo trào lưu hơn là dựa trên những yếu tố căn bản; hoặc khi nhận được ngay thành quả tích cực (hoặc có ngay động lực) khi mua vào do giá đang tăng lên.<sup>1</sup>

Quan điểm "tài chính theo hành vi" cho rằng, thị trường tài sản dễ có khả năng theo đuổi bong bóng đã có được nhiều bằng chứng khẳng định về vô số các triệu chứng liên quan đến sự sụt giá tài sản đột ngột, cùng với sự dính líu ít nhiều của khu vực ngân hàng. Một phiên bản đã được bổ sung và cập nhật danh sách do Kindlebergers (1978) đưa ra (Bảng 2.1) cho thấy tính thường xuyên xảy ra của các sự kiện bất ngờ kể từ thế kỷ 15, cũng như sự đa dạng trong các đối tượng đầu cơ. Bất động sản, một cản trở chủ yếu đối với các ngân hàng vào nửa cuối thế kỷ 20, đã sớm nằm trong danh sách này, nhưng cũng có rất nhiều mục tiêu khác dựa vào các loại hàng hoá khác - khoáng sản như đồng, bạc, và vàng, hoặc thậm chí rau quả; tới các mỏ; mọi loại hình cổ phiếu công ty, các tài sản tài chính và phi tài chính, các công trình công cộng như kênh đào và đường sắt; và cuối cùng là tiền giấy và các dịch vụ tài chính phái sinh khác.

Một kế hoạch hình tháp, hay còn gọi là kế hoạch Ponzi, mà trong đó các nhà đầu tư dễ bị phỉnh lừa đưa tiền cho những người có âm mưu lừa gạt, hứa hẹn sẽ trả lãi cao (chủ yếu được hợp lý hoá thông qua các phương thức phức tạp và "an toàn giả tạo"), cũng minh hoạ tính chất dễ đổ vỡ của hệ thống tài chính.<sup>2</sup> Những kế hoạch này đã gây được lòng tin bằng việc trả những khoản lợi tức hứa hẹn cho các nhà đầu tư ban đầu từ những khoản tiền đóng góp của các nhà đầu tư tiếp sau. Mặc dù khó có thể tin rằng chưa có nước nào lại chưa từng chứng kiến kiểu kế hoạch này, nhưng chúng xuất hiện ở rất nhiều nền kinh tế chuyển đổi trong thập kỷ 90, do có bằng chứng cho thấy mối quan hệ của chúng với môi trường tranh tối tranh sáng và thời kỳ thay đổi cơ cấu. Trong một số trường hợp, chẳng hạn như hình tháp của Rumania vào giữa thập kỷ 90, thì giao thông đường sắt, dù ở nước khác, đều bị tin rằng có chịu ảnh hưởng bởi dòng người đổ xô đến thị trấn Cluj, nơi mà các nhà đầu tư có thể tham gia



Bảng 2.1 Những cuộc sụp đổ tài chính cho loài (nhóm theo thời gian đều cũ)

Năm	Hoàng hoá	Công ty	Bêrôông sa	Ngân hàng	Tài sản tài chính
1400				Bardi & Peruzzi (Florence) 1348	
1500	Vàng (trên thế giới 1550s)			Medici (Florence) 1492	Khoản vay trên thị trường chứng khoán (Antwerp), 1557
1600	Tiền xu ở Tây Ban Nha, 1618	Công ty Đông Ấn thuộc Hà Lan 1636-40	Kênh đào, các ngôi nhà sang trọng (Hà Lan) 1636-40	Fugger (Augsburg), 1596	
1700	<b>Hoa tui lip, 1640</b>	<b>Bii n Nam (Luên Aön), Công ty Occident (Pháp), 1720</b>		<b>Sword Blade (Luên Aön), Banques Generale &amp; Royale (Paris), 1720</b>	Đồ mạ vàng của Anh ở Amxtécđam 1763
		Công ty Đông Ấn thuộc Anh và Hà Lan, 1772			
		Công ty Đông Ấn thuộc Hà Lan, 1783			
	Đường, cà phê, 1799	Kênh đào Pháp 1793		Các ngân hàng quận ở Anh, 1793	Công trái Axinhát (Pháp) 1795
1800	Xuất khẩu, 1810 và 1816	Kênh đào Anh, Pháp, 1820s	Biens Nationaux (Pháp), 1825	Các ngân hàng quận ở Anh, 2824	Trái phiếu nước ngoài, mô nước ngoài các công ty mới, nước Anh, 1825
	Bông ở Anh, Pháp; xuất khẩu ở Anh 1836	Đường sắt Anh, 1836	Chicagô, 1843-62		
	Đường, cà phê ở Hambuốc, lúa mì, 1857	Đường sắt Anh và Pháp 1847	Chicagô đất công của Mỹ 1853-77	Đức, 1850	Mô nước ngoài Anh, Pháp 1850
	Bông, 1861	Đường sắt Pháp, và Mỹ 1857			
	Vàng (New York), 1869			Overend Gurney (Luân Đôn), 1866;	
	Dầu mỏ (Mỹ) 1871	Đường sắt Mỹ, 1873	Chicagô, Béclin, Viên, 1878-98	Credit Mobilier (Pháp), 1867	
	Đồng (Pháp), 1888, Dầu mỏ (Nga), 1890s	Công ty kênh đào Panama, Pháp, 1888	Đất công Achentina, Chi cagô 1890s	Đức 1870 s	
		Đường sắt Mỹ, 1893		Union Generale (Pháp) 1882	Trái phiếu nước ngoài, Pháp; nhà hạ giá ở Anh, 1888
				Barings (Luân Đôn) 1890	

(xem tiếp tục ở trang sau)

Bảng 2.1 (tỉ lệ theo)

Năm	Haàng hoá	Công ty	Bé à ò ãng saã	Ngân hàng	Taã saã taãchinh
1900	Đông, Mỹ 1907	International Mercantile Marine, 1914 General Motors, 1920	Đất nông nghiệp Mỹ, 1918-21 <b>Florida, 1920s</b>	Quỹ tín thác Knickerbocker (Niu Yóoc), 1907 Creditanstalt (Áo) 1931 500 ngân hàng Mỹ 1932-33	Hội phiêu Luên Aôn 1914 <b>1920s: reichsmark, Âu Á, Phúng Pháp,</b> Công ty sáp nhập Anh; trái phiêu nước ngoài, cổ phiêu mới Niu Yóoc FDI, Mỹ, tập đoàn, Xtéclinh 1960s đôla Mỹ 1973
	Phuy Dầu, 1974	Burmah Oil, 1974; Pertamina (Indônêxia), 1975	Đất nông nghiệp, Mỹ 1970s		
	Vàng, 1978-82	<i>Penn Central Railroad</i> , 1970 Chrysler Auto, 1979	U.S. Tây Nam Mỹ, cách Caliphócnia 1970s-80s	Banco Ambrosiano (Italia) 1982	<i>Nợ ở các nước kém phát triển</i>
	Bạc, 1980			Hội phiêu tín kưim vaã cho vay <i>Myã 1980s</i> <i>Argentina 1980-89</i> <i>Chili 1981</i>	<b>Áo la Myã (1985), FDI úã Myã (1980s)</b>
	Cà phê, ca cao.. 1986		US REITS, văn phòng, siêu thị, khách sạn (Nhật, Thụy Điển)	Nhêã Ban 1980s-92 <b>Thuã Áiĩn 1990</b>	<b>Traã khoaã béã bì nh (Myã 1989-90)</b> <b>Cõ phiêu ã Nhêã Baã (1980s)</b> <b>Hũp taã xaã ãn duãg Viĩĩ Nam</b>
	Đông (Nhật Bản), 1996	PanAmerican Airways, 1991 Guinness Peat Aviation, 1992	Thái Lan 1996-97	BCCI, 1991 <b>Mihicõ, 1994</b> Barings (Xingapo) 1995	Sáp nhập ở Hàn Quốc (1990s) Cổ phiêu thị trường mới nổi (1990s) Kế hoạch Ponzi ở Rumani, Anbani
		<b>Cách Chaebls Hàn Quốc; Thái Lan 1997</b>		<b>Inã ònĩxia, Haã Quõẽ, Malaixia, Thaã Lan 1997-98</b>	Tài sản phát sinh (quận Orangi) Mua bán Metaligesellschaft (Mõ vàng ở Ashanti) Kỳ hạn, quyền hạn hối đoái trái phiêu <b>Nga, quaã lýã òã ãã haã, 1998</b> , trữ lượng công nghệ cao, đôla Mỹ 1997-??

Chú thích: Các nội dung in nghiêng là được chính phủ trợ giúp, nội dung in đậm là những lần sụp đổ lớn.

Nguồn: Kindleberger (1998); Caprio và Klingebiel (1999); các tác giả

vào một kế hoạch hứa hẹn hoàn trả gấp 8 lần trong vòng 100 ngày - một tỷ lệ lợi tức là 250.000 phần trăm/năm. Kế hoạch này đã nhanh chóng sụp đổ trước khi nó đe dọa nuốt chửng GDP của Rumani, mặc dù có một điều mang tính chất tương đối đặc thù của kế hoạch này, là thậm chí không có sự lý giải rõ ràng nào về việc tiền sẽ được đầu tư ra sao.<sup>3</sup> Sau đó một thời gian ngắn, Anbani cũng chứng kiến một loạt các kế hoạch có tổng qui mô tài sản nợ lên đến khoảng 50% GDP, và sự sụp đổ của nó đã dẫn đến bạo loạn lan tràn khắp thành phố với 2.000 người bị thương.

### **Ngân hàng là bộ phận dễ đổ vỡ nhất của hệ thống tài chính**

Nếu tài chính là dễ đổ vỡ, thì hệ thống ngân hàng lại là bộ phận dễ đổ vỡ nhất, bởi vì nó tăng thêm sự phức tạp, không chỉ bởi sự chuyển đổi kỳ hạn, mà còn do nợ đến hạn phải trả, thường được tài trợ bằng các khoản vay thông qua tài sản ngang mệnh giá dưới hình thức tiền gửi trong ngân hàng. Cơ cấu dễ đổ vỡ như vậy của tài sản nợ của ngân hàng có thể cần thiết để giữ cho các ngân hàng ở thế luôn cảnh giác và có thể làm yên lòng những người gửi tiền lớn rằng họ có thể rút tiền bất cứ lúc nào họ cảm thấy có vấn đề. Các ngân hàng thường phải tài trợ cho các khoản đầu tư tương đối khó thanh khoản, với phần lớn là nợ ngắn hạn (và tính dễ đổ vỡ của cơ cấu tài sản nợ của các ngân hàng đã được một số học giả nhìn nhận là một phần tất yếu hình thành nên bản chất của ngân hàng - mà nếu không có nó thì các ngân hàng không thể hoạt động được. (Xem Diamond và Rajan 2000; Calomiris và Kahn 1991)<sup>4</sup>. Tuy nhiên, nó cũng đồng thời làm cho các ngân hàng - thậm chí toàn bộ hệ thống ngân hàng - rất dễ bị ảnh hưởng nếu những người gửi tiền đột ngột rút tiền. Mặc dù tất cả người ngoài cuộc khó có thể kiểm soát được các ngân hàng, nhưng những người gửi tiền - ngoài những người gửi tiền lớn nhất - cũng chỉ có khả năng giám sát rất yếu ớt và cũng sẽ có một động cơ để hành động như "kẻ ăn không" từ những nỗ lực kiểm soát của những người khác. Thậm chí, nếu các ngân hàng vỡ nợ là đối tượng đầu tiên phải chứng kiến sự rút tiền ồ ạt thì việc xiết chặt cho vay ở một số ngân hàng có thể tạo ra mối lo ngại về khả năng thanh toán hợp lệ của các ngân

hàng khác, cho tới khi tổng tín dụng bị thắt chặt đến mức tối đa. Thực ra, ngay cả khi các ngân hàng có vẻ rất cẩn thận, thì sự tan vỡ của các bong bóng tài sản có thể ảnh hưởng đến khả năng hoàn trả của những người đi vay, và gây ra sự nghi ngờ về tình trạng lành mạnh của các ngân hàng.

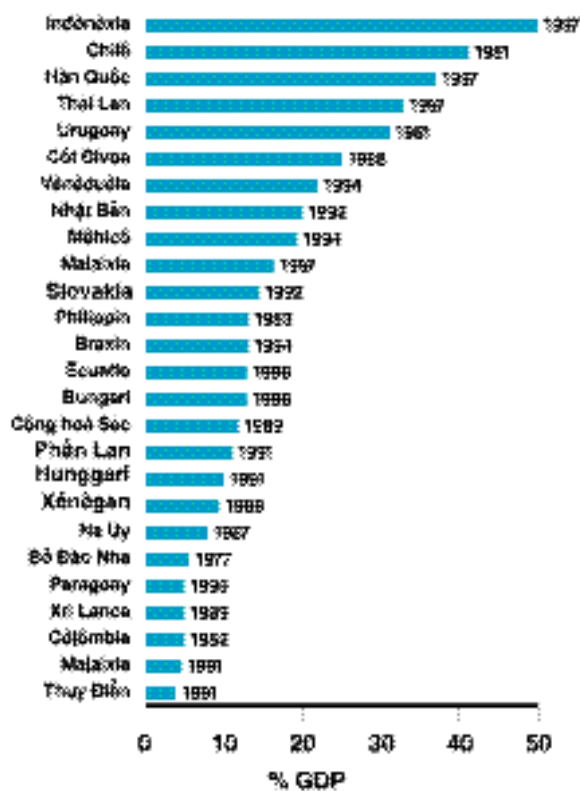
Chính vì vậy, ngân hàng có thể có đặc trưng ở khả năng xảy ra hiện tượng đổ xô đến ngân hàng; hiện tượng này lại có tính lây truyền từ ngân hàng này sang ngân hàng khác, và có thể sang cả các ngân hàng lành mạnh. Trái lại, các quỹ tương hỗ góp vốn cổ phần, với hoạt động đầu tư vào chứng khoán và trả một mức lãi tùy thuộc vào lợi tức trên toàn bộ danh mục đầu tư của họ, có thể chịu thiệt hại khi giá cả dao động mạnh, nhưng không bắt nguồn từ khả năng có hiện tượng đổ xô đến ngân hàng do phản ứng lan truyền. Tuy nhiên, hiện tượng đổ xô đến ngân hàng theo phản ứng lan truyền, theo nghĩa các ngân hàng khoẻ mạnh sẽ bị các ngân hàng yếu kém kéo xuống theo, rất khó nhận thấy trong thực tế, nhất là ở các nước phát triển. Thậm chí trong thời kỳ Suy thoái của Mỹ, Calomiris và Mason (2000) đã tìm thấy những nguyên nhân căn bản giải thích cho hiện tượng đổ xô đến ngân hàng theo phản ứng lan truyền trong các năm 1930 và 1931, nhưng đó không phải là triệu chứng của năm 1933, một hiện tượng liên quan đến việc bán tháo đồng đô la do kỳ vọng rằng đồng đô la sẽ phá giá. Nỗi lo sợ hiện tượng đổ xô đến ngân hàng theo phản ứng lan truyền còn phổ biến hơn ở các nền kinh tế thị trường mới nổi, do vấn đề thông tin trầm trọng hơn, nhưng các thị trường mới nổi cũng có thể phải đương đầu với xu hướng ngày càng tăng về hiện tượng đổ xô đến ngân hàng đã bị biến thành trào lưu phổ biến, vì khả năng xuất hiện các cú sốc đủ mạnh để thay đổi các chính sách vĩ mô hoặc ảnh hưởng đến khả năng thanh toán của hệ thống ngân hàng, là hiện tượng rất dễ xảy ra (xem dưới đây). Và như nêu ở phần dưới, chi phí của khủng hoảng cũng bao gồm cả những khoản tổn thất tín dụng diễn ra sau đó, và những khoản tổn thất này còn to lớn hơn ở những nền kinh tế không có các kênh tài chính lựa chọn nào khác.

**vaãkhuãg hoaãg haã chi ẽ  
coãhi íaãh hũuãg ài ẽ  
toaã bãmaãg lũuãngên  
haãg thõng qua taã àõãg  
lẽy lan**

Tính chất đặc biệt dễ đổ vỡ của tài chính, với hệ thống ngân hàng nằm trong đó, là một thực tế đối với tất cả các quốc gia, bất kể mức thu nhập của quốc gia đó, và đã được kiểm định bởi sự xuất hiện của khủng hoảng ngân hàng trong một số nền kinh tế công nghiệp vào thập kỷ 80 và 90. Tuy nhiên, hệ thống ngân hàng bên ngoài thế giới công nghiệp còn trong tình trạng nguy hiểm hơn, vì ở đó, các cuộc khủng hoảng gây ra thiệt hại lớn hơn (xem Hình 2.1).

Mức tổn thất tích tụ lại của các ngân hàng bị đổ vỡ chỉ là một phần chi phí của khủng hoảng ngân hàng. Để ước tính

**Hình 2.1 Tổng chi phí ngân sách (mức lắng trong tổng dư nợ của chính phủ) so với GDP trong năm khủng hoảng**



Nguồn: Binnibus và Kilgobret (2000), Capoen và Kilgobret (1999)

Khuang hoaang ngân haang ree toa kean

tổng chi phí kinh tế thực, cần phải phân biệt ba thành phần chủ yếu sau:

- Thành phần tích tụ là sự lãng phí nguồn lực kinh tế tích tụ lại, một điều sẽ bộc lộ ra khi phá sản. Ít nhất, phần vốn thiếu hụt của các ngân hàng bị đổ vỡ, thể hiện khoản vốn của những người gửi tiền đã bị mất dưới dạng các khoản vay không thu hồi được, những khoản vay đã được sử dụng vào các mục đích phi sản xuất, chẳng hạn như văn phòng không cho thuê được, nhà máy đóng cửa không hoạt động.
- Thành phần tài chính công của chi phí kinh tế thực sẽ phát sinh do cách thức mà các cơ quan quản lý ngân sách có ý định bù đắp một phần lớn sự thiếu hụt vốn ròng của các ngân hàng, nhằm cứu những người gửi tiền và những người bị ảnh hưởng trực tiếp của sự đổ vỡ của ngân hàng. Nếu xét từ khía cạnh tính toán chi phí kinh tế, thì "chi phí ngân sách" bằng tiền mặt này chỉ đơn thuần là sự chuyển giao cho những người gửi tiền, nhưng đồng thời cũng gây ra tổn thất vô ích về chi phí kinh tế, những tổn thất này có thể chiếm một phần đáng kể trong lượng vốn được chuyển giao khi chi phí biên của vốn xã hội cao. Một điểm cần lưu ý là, khi chi tiêu bị cắt giảm, sẽ cần tăng doanh thu thuế để bù đắp chi tiêu, và/hoặc thuế lạm phát, bản thân nó đã có ảnh hưởng bóp méo, đặc biệt ở các nước đang phát triển với hệ thống thu ngân sách yếu kém. Thí dụ, việc "đơn thuần" trả những món nợ do khủng hoảng ngân hàng ở Indônêxia gây ra cũng có nghĩa là, tổng chi tiêu cho việc này có thể sẽ gấp đôi chi tiêu cho y tế và giáo dục. Hơn nữa, ở rất nhiều thị trường mới nổi, chi phí ngân sách đã đủ lớn để làm trệch hướng các chương trình ổn định hoá kinh tế vĩ mô, với hậu quả rất tốn kém.
- Luồng lưu chuyển của chi phí kinh tế xuất hiện từ sự giảm sút sản lượng, thường đi kèm với khủng hoảng ngân hàng. Điều này rõ ràng thể hiện chi phí kinh tế, bởi

**Khuãg hoãg ngẽn haãg gẽy ra chi phí thũã tĩ ẽ**

vì các nguồn lực đã không được khai thác hết cho đến khi nền kinh tế tăng trưởng trở lại. Các kênh có thể xuất hiện sự rối loạn này bao gồm sự suy sụp của đầu tư và các chi tiêu khác, có thể do mất lòng tin nói chung, hoặc thông qua sự hạn chế khả năng vay vốn (phản ánh những người đi vay tiềm năng có thể bị vướng vào những qui định thế chấp tài sản; phản ứng của những người cho vay trước khủng hoảng bằng cách tăng tiêu chuẩn về uy tín đi vay hoặc cố gắng duy trì khả năng thanh khoản; hoặc mất mát nguồn vốn thông tin, nhất là để cho vay).<sup>5</sup> Hệ thống thanh toán đổ vỡ, mặc dù rất hiếm khi xảy ra, có thể là một kênh khác gây ra khủng hoảng. Cũng giống như sự giảm sút tạm thời của sản lượng xuống dưới mức toàn dụng công nhân, những kênh này có thể đưa đến mất mát nhiều hơn nữa mức sản lượng xu thế, nếu như việc thiếu những khoản tín dụng đã được chuyển giao qua trung gian tài chính làm giảm mức tăng năng suất dài hạn.

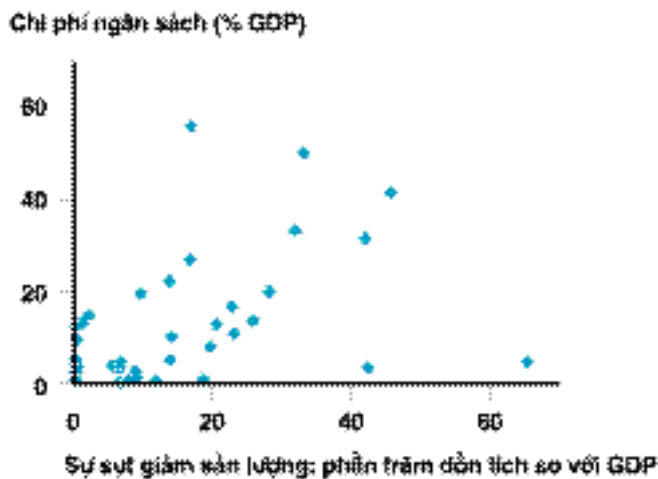
Sự thiếu hụt vốn ban đầu của các ngân hàng bị đổ vỡ càng lớn, thì chi phí ngân sách tiền mặt càng nhiều, và mỗi một bộ phận cấu thành của chi phí kinh tế thực cũng càng cao. Với độ tin cậy khác nhau, người ta đã ước lượng chi phí ngân sách bằng tiền mặt cho rất nhiều cuộc khủng hoảng. Tổng chi phí ngân sách do các cuộc khủng hoảng ở các nước đang phát triển gây ra trong các thập kỷ 80 và 90 đạt tới khoảng 1 nghìn tỷ đôla vào năm 1999. Những chi phí ngân sách này có vẻ cường điệu hoá cấu thành ngân sách trong chi phí kinh tế thực, nhưng có thể được sử dụng như là một chỉ số tổng hợp về độ lớn tuyệt đối và tương đối của tổng chi phí kinh tế.

Nói cách khác, các nhà nghiên cứu đã rất cố gắng để có được những ước lượng sơ bộ về chi phí kinh tế của các luồng vốn bổ sung, chủ yếu bằng cách so sánh mức sản lượng thực tế với một vài mức sản lượng xu thế giả định sẽ đạt được nếu "không có khủng hoảng". Mặc dù rất khó có thể xác định phần nào trong sự giảm sút sản lượng là do khủng hoảng

ngân hàng gây ra - thường thì sự đổ vỡ tiềm ẩn của ngân hàng chỉ trở nên rõ ràng khi bị kích thích bởi cú sốc kinh tế từ bên ngoài, và cú sốc này cũng đồng thời trực tiếp góp phần tạo ra sự suy thoái. Mức giảm sản lượng ước tính có thể sẽ thổi phồng chi phí kinh tế thực, nhưng nó có liên quan đến chi phí ngân sách tính toán được, và có thể có cường độ tương đương (xem Hình 2.2).<sup>6</sup> Như Boyd và Smith (2000) đã quan sát, nhiều cuộc khủng hoảng mặc dù xảy ra nghiêm trọng ở lúc này hay lúc khác, nhưng đều có chi phí ngân sách nhỏ và chi phí sản lượng tương đối thấp. Tuy nhiên, ở Hình 2.2 chỉ có một phần ba số cuộc khủng hoảng có chi phí tích tụ bằng khoảng 20% GDP trở lên, và với sự bất định về thời gian của các cuộc khủng hoảng, các cơ quan chức năng không biết rằng, liệu một cuộc khủng hoảng là lớn hay nhỏ. Với mức độ sâu sắc của cuộc suy thoái, có thể có một câu châm ngôn thích hợp là một lần can thiệp bằng ngàn lần cứu chữa.

Các nước đang phát triển phải chịu hàng loạt các nguyên

**Hình 2.2** Ước tính chi phí ngân sách và sụt giảm sản lượng của 39 cuộc khủng hoảng ngân hàng



Chi phí ngân sách và chi phí  
vì ìsaã lúúãg thúúãg ài àoi vúã  
nhau

*Chú thích:* Biểu đồ cho thấy các giá trị ngân sách của khủng hoảng có một tương quan với sự sụt giảm tiếp theo của sản lượng (được đo bằng mức tổn thất tổng sản lượng - so với tư bằng - trong suốt thời kỳ mà mức độ tăng trưởng đạt mức thấp hơn trước khủng hoảng).  
Nguồn: Houston và Klingebiel (2000).



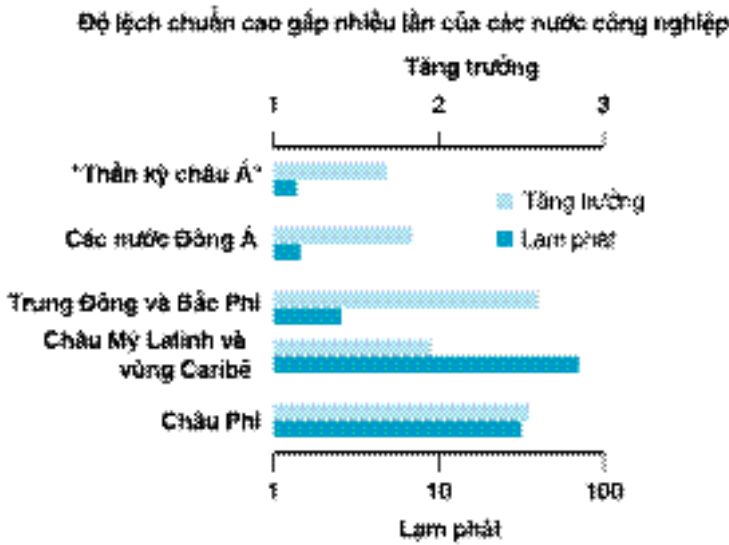
nhân khác nữa gây ra tính dễ đổ vỡ. Trước hết, các vấn đề thông tin nói chung nghiêm trọng hơn, như đã nêu ra khi trình bày ở Chương 1 về hệ thống kế toán và luật pháp. Vấn đề thông tin này đã được đề cập đến trong tất cả các kiến nghị nhằm giảm bớt nguy cơ dễ bị tổn thương. Thông tin nghèo nàn không chỉ khiến các ngân hàng dễ dàng chấp nhận rủi ro một cách mù quáng, mà còn dính líu tới việc cho vay có chủ ý, mà theo nhiều sự kiện xảy ra hoặc các nghiên cứu thực nghiệm gần đây (La Porta, López-de-Silanes, và Zamarripa 2000), thì đặc trưng của nó là có tỷ lệ nợ khó đòi cao.

Thứ hai, các nền kinh tế đang phát triển nhỏ hơn và tập trung hơn trong một số lĩnh vực kinh tế nhất định hoặc dựa vào các sản phẩm xuất khẩu cụ thể, và tương ứng, chúng khó có thể hấp thụ hoặc nhóm lại các cú sốc tách biệt. Đây là lý do giải thích cho việc các nền kinh tế đang phát triển ở mọi nơi trên thế giới đều trải qua sự bất ổn định kinh tế vĩ mô lớn hơn các nước công nghiệp (xem Hình 2.3).

Do danh mục đầu tư của hầu hết các trung gian tài chính ở các thị trường mới nổi đều tập trung phần lớn vào các tài sản trong nước, cho nên các cú sốc xảy ra đối với nền kinh tế trong nước sẽ trở nên bất ổn định hơn, cho dù có sự điều tiết và kiểm soát tốt hơn (Chương 4 sẽ nghiên cứu khả năng nhập khẩu các dịch vụ tài chính như là một phương thức để giảm bớt tổn thất). Như sẽ thấy dưới đây, sự điều tiết và kiểm soát, trừ một số trường hợp ngoại lệ đặc biệt, thường không phải là yếu tố có tác động mạnh nhất ở đây.

Không có gì đáng ngạc nhiên, khi sự bất ổn kinh tế lớn hơn sẽ được chuyển vào thị trường tài chính. Mặc dù chỉ dựa trên một số trường hợp với nhiều số liệu có sẵn, Hình 2.4 không những cho thấy cổ phiếu mang lại lợi tức cao hơn nhiều so với kỳ phiếu hay thậm chí trái phiếu ở các thị trường mới nổi so với các nước có thu nhập cao, nhưng sự khác biệt về mức độ bất ổn định cũng rất đáng kể. Với tính bất ổn định lớn hơn, ngay cả khi các ngân hàng trong nước đã đa dạng hoá tài sản của họ trên các thị trường mới nổi, hoặc được điều tiết một cách hợp lý không kém, các ngân hàng này vẫn phải chấp

Hình 2.3 Mức độ biến động theo vùng, 1970-99



Chú thích: Trung vị của độ lệch chuẩn trong quá khứ của tăng trưởng GDP và lạm phát cho mỗi nhóm nước được biểu thị gấp nhiều lần so với trung vị của các nước công nghiệp phát triển.  
 Nguồn: Caprio và Escoban (1999); Bảng 1 từ chính sách tài chính.

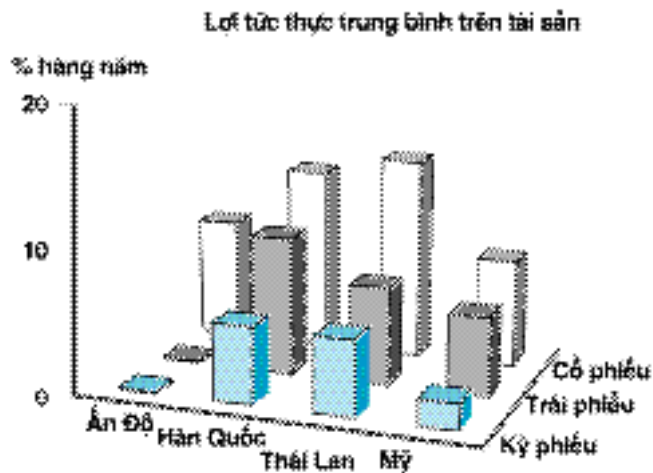
Các nước đang phát triển có mức độ biến động cao hơn và biến động tài chính lớn hơn so với các nước kinh tế công nghiệp.

nhận sự ổn định kém hơn so với các ngân hàng ở hầu hết các nước thu nhập cao có mức độ an toàn cao hơn. Sự dao động của tỷ giá cũng gây ra hậu quả đáng kể ở các nước đang phát triển, bởi vì các nước này phải vay bằng ngoại tệ rất nhiều. Vì vậy, việc tăng lãi suất đồng đôla thường làm cho lãi suất cho vay trong nước tăng lên nhiều hơn, tới mức khiến cho phí chênh lệch theo mức độ rủi ro tiền tệ phải tăng lên. Sự biến động tăng thêm này ảnh hưởng đến các công ty và những người tài trợ cho chúng. Chương 4 sẽ quay lại vấn đề về sự bất ổn định và hệ thống tài chính nhỏ bé.

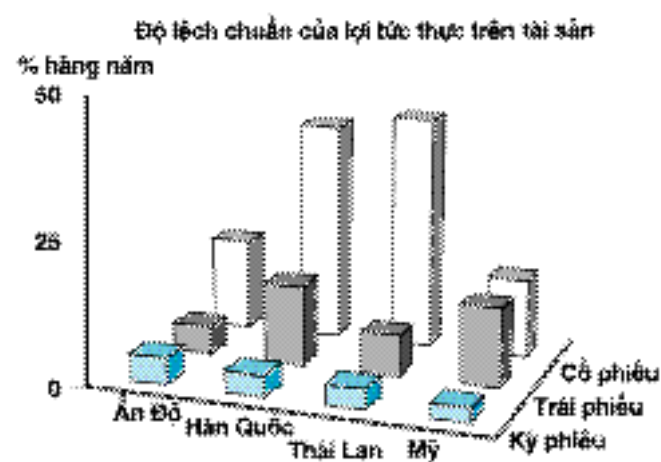
Thứ ba, các thị trường tài chính mới nổi thường bị các ngân hàng thống trị (xem Hình 3 ở phần tổng quan), có nghĩa là, càng nhiều các khoản nợ đến hạn phải trả, thì tỷ lệ nợ trên vốn cổ phần càng cao, có khả năng gây ra sự đổ vỡ lớn hơn. Nếu một hãng được tài trợ 100% bằng vốn vay, thì thậm chí một cú sốc nhỏ mà có tác động làm giảm doanh thu dự kiến của hãng hoặc tăng chi phí lãi suất, cũng có thể làm cho hãng

**bao gồm các ngân hàng trong hệ thống tài chính -**

Hình 2.4 Sự biến động trên thị trường tài sản



Chúng khoaá cóthĩ ícoáũũtũá cao hún úcãã ñĩ ñ kinh tĩ ìmũã ñĩ...



... ñhũng ruãro lũã hún.

Nguồn: Tổng cục Tài chính quốc tế; cơ sở dữ liệu thị trường mới nổi của IFC; các số liệu thu thập được năm 1975-99

phá sản. Vốn cổ phần đóng vai trò như một kho đệm, giúp cho hãng có sự linh hoạt hơn so với yêu cầu phải hoàn trả các khoản nợ cố định. Tỷ lệ nợ trên vốn cổ phần cao được xem như một yếu tố gây ra cuộc khủng hoảng ở các nước Đông Nam Á; mặc dù các tỷ lệ này nhìn chung không ngay lập tức gây ra khủng hoảng, tỷ lệ này cao có nghĩa là các hãng và nền kinh tế rất dễ đổ vỡ (Claessens, Djankov, và Xu 2000).

Tương tự, nếu các hãng có thể được tài trợ bằng nguồn vốn cần gia hạn thường xuyên - một chu kỳ 90 ngày hoặc liên tục hơn - thì các hãng sẽ trở nên kém linh hoạt hơn khi phải chống đỡ các cú sốc không lường được trước, so với các hãng có tỷ lệ nợ dài hạn cao hơn. Vì vậy, sự tương đối kém phát triển của hệ thống tài chính phi ngân hàng và thị trường vốn, có nghĩa là khi ngân hàng của các nước đang phát triển gặp khó khăn, thì ảnh hưởng đối với toàn bộ khu vực tài chính và nền kinh tế sẽ lớn hơn các nước công nghiệp, nơi mà các tổ chức tài chính phi ngân hàng và thị trường tài chính đã phát triển tốt hơn. Tài trợ nhiều hơn thông qua các công cụ kiểu như cổ phiếu sẽ chuyển những rủi ro sang cho những ai có thể và sẵn sàng tiếp nhận nó hơn. Vì vậy, khả năng sẵn có của phương thức tài trợ bằng vốn cổ phần sẽ đóng vai trò là một kho đệm tiềm năng quan trọng để tài trợ cho các hãng, và gián tiếp là cho các ngân hàng của họ. Thị trường cổ phiếu có thể được xem như là một chiếc lớp dự phòng cho hệ thống tài chính (Greenspan 1999). Sự sụp đổ của giá cổ phiếu không phải là không có hại, nhưng rõ ràng là ít gây ra sự đổ vỡ hơn là khủng hoảng ngân hàng - điều này lý giải tại sao chương này lại tập trung vào khủng hoảng của hệ thống ngân hàng.

Các hệ thống tài chính mất cân đối với sự thống trị của các ngân hàng, một phần là để đối phó với những vấn đề thông tin tồn tại phổ biến ở các nước đang phát triển - vì vậy tầm quan trọng của việc cải thiện phần cơ sở hạ tầng này của hệ thống tài chính (Chương 1) - cũng đồng thời phản ánh sự "trợ cấp" quá mức cho các ngân hàng thông qua mạng lưới an sinh (như sẽ miêu tả dưới đây) hoặc qua hình thức sở hữu nhà nước, điều này sẽ tạo ra một mạng lưới an sinh ngầm cho tất cả các chủ nợ của ngân hàng. Bản thân sở hữu nhà nước dường như cũng liên quan đến tính chất dễ đổ vỡ của ngân hàng (xem Chương 3).

Thứ tư, bên cạnh những biến động ngắn hạn, sự thay đổi chế độ liên tục cũng sẽ làm thay đổi cơ cấu rủi ro của môi trường hoạt động theo một phương thức rất khó đánh giá, bao gồm cả việc giảm bớt đáng kể các qui định điều tiết tài

chính. Phù hợp với xu hướng đang thịnh hành, và tiếp theo tầm gương của các nước công nghiệp, các cơ quan chức năng ở các thị trường mới nổi đã dỡ bỏ hoặc giảm bớt sự kiểm soát hành chính đối với lãi suất, trần tín dụng liên ngân hàng, các qui định đối với việc phân bổ tín dụng cho các lĩnh vực hoặc những đối tượng vay ưu đãi, những hạn chế về sự gia nhập mới, và thậm chí cả việc mở cửa các tài khoản vốn. Việc loại bỏ những phương thức kiểm soát cũ, suy cho cùng là điều tất yếu, nhưng về học thuật, các nhà tư vấn và các nhà lập chính sách lại không nhận thấy được tính phức tạp của nhiệm vụ mà họ thực hiện.

Sự nhiệt thành của một số nước trong việc tự do hoá hệ thống tài chính khi thiếu các điều kiện căn bản cần thiết về mặt thể chế, sẽ làm cho hệ thống tài chính phải đối phó với một phạm vi hoạt động quá lớn, không giới hạn. Những người chủ ngân hàng mới và những người giám sát hoạt động ngân hàng thiếu kinh nghiệm sẽ đánh giá bằng cảm tính về việc một hệ thống ngân hàng an toàn và lành mạnh có nghĩa là gì trong thực tế. Ít nhất thì tình trạng này cũng gợi ra yếu tố thứ năm ẩn sau cuộc khủng hoảng ở các thị trường mới nổi, đó là môi trường điều tiết và khuyến khích được xây dựng một cách kém cỏi cho một hệ thống tài chính dựa trên cơ sở thị trường, và cụ thể là, một môi trường sẽ khích lệ hoặc bỏ qua những hành vi chấp nhận rủi ro quá mức.

Trình tự yếu kém của tự do hoá tài chính trong một môi trường chưa được chuẩn bị kỹ lưỡng, chắc chắn sẽ góp phần gây ra sự phá sản của ngân hàng. Các nước đã loại bỏ sự kiểm soát đối với tài sản nợ của ngân hàng – nhất là lãi suất - nhưng thời gian để tạo ra và giám sát các tài sản đã được dự kiến quá ít. Chỉ khi nền tảng thể chế vững chắc, thì tự do hoá tài chính mới không tạo ra thêm rủi ro gây đổ vỡ ngân hàng toàn diện. (Demirgüç-Kunt và Detragiache 1999), Tuy nhiên, có thể sẽ sai lầm nếu kết luận rằng, sự phụ thuộc ngày càng nhiều hơn vào các lực lượng thị trường thường là nguyên nhân cơ bản gây ra sự đổ vỡ ngân hàng. Trong rất nhiều trường hợp, tự do hoá tài chính đã bộc lộ nguy cơ phá

#### **¼ va trìn̄h tú ả̄i ã kēn cũ ả̄ng cuȭ tú ả̄o ho ả̄ t ả̄ ch̄nh**

sản tiềm ẩn dài hạn của hệ thống ngân hàng, điều sẽ trở nên hết sức rõ ràng khi các ngân hàng buộc phải chui ra khỏi môi trường che chở, một môi trường vốn đang cho phép hoặc yêu cầu họ phải trợ cấp chéo cho các doanh nghiệp làm ăn thua lỗ.

Các chính phủ không thể tự do hoá tài chính trong một ốc đảo, mà phải coi đó như một phần trong cuộc cải cách chung nhằm giảm bớt sự can thiệp quá sâu của chính phủ. Sự chuyển dịch cơ cấu kinh tế ở rất nhiều nước đang phát triển và chuyển đổi, đã tạo ra một bức tranh chính trị và kinh tế mới, và đặt các nhà kinh doanh ngân hàng trong một kỷ nguyên mới, với những kinh nghiệm và kỹ năng còn chưa đủ để có thể nhận định về mức độ rủi ro. Cùng với tất cả những thay đổi này, cộng với những thay đổi xảy ra do các cuộc cách mạng công nghệ, thông tin, và kỹ thuật tài chính, cộng với những hành vi hay thay đổi của các nhà đầu tư quốc tế, sẽ rất khó cho các nhà kinh doanh ngân hàng, chính phủ, và các cơ quan điều tiết nhận định được những nguyên nhân nào gây ra sự bất ổn định là quan trọng, và những yếu tố nào tạo nên một hệ thống ngân hàng mạnh.

Những yếu tố này ẩn sau các cuộc khủng hoảng của thị trường mới nổi, trước hết cho thấy rằng, mặc dù việc chuyển biến theo một khung điều tiết dựa vào thị trường có thể có tác dụng, thì các yếu tố đặc biệt đặc trưng cho các nền kinh tế này cần các biện pháp xử lý mạnh mẽ hơn.

### **Àiĩ ù tii ě caé ngēn haāg: tranh thuāthi trũuāg**

**C**HỪNG NÀO CÒN TỒN TẠI CÁC NGÂN HÀNG, thì chính phủ còn phải thiết lập các luật lệ để điều tiết chúng, chẳng hạn như duy trì giá trị của đồng tiền đúc và điều tiết sự trao đổi ở các hội chợ thời trung cổ, duy trì một tỷ lệ dự trữ cao, thậm chí 100% (trong thế kỷ 16 ở các nước châu Âu, và sau đó là ở các ngân hàng của Mỹ), duy trì lãi suất ở mức thấp hơn so với mức lãi suất cho vay nặng lãi, và cho nhà cầm quyền vay, đặc biệt trong thời gian chiến tranh.

**Caé qui àiñh phoāg nguā  
thué àēy sũāñ àiñh toaā  
dĩĩ à**

Điều tiết tài chính hiện đại bao gồm một loạt các công cụ được xây dựng nhằm cải thiện tính hiệu quả thông tin của các thị trường tài chính, bảo vệ người tiêu dùng trước sự gian lận và gian trá, và duy trì sự ổn định toàn diện.<sup>7</sup> Việc điều tiết thận trọng sẽ thúc đẩy sự ổn định toàn diện. Dù có kế hoạch bảo hiểm tiền gửi hay không, thì những người giám sát thận trọng chính thức cũng sẽ hoạt động như là những người được ủy quyền giám sát thay cho người gửi tiền, khai thác lợi thế kinh tế nhờ qui mô nhằm vượt qua những vấn đề khó khăn thông tin, mà điều này vượt quá khả năng nguồn lực của những người gửi tiền nhỏ.

### **Hoàng hôn ngân hàng hẹp cổ phiếu trên chuỗi lãi suất luôn cao hơn**

Rất nhiều qui định được đề xuất nhằm giảm bớt rủi ro ngân hàng lúc đầu xem ra rất khả quan, nhưng sau đó lại gây ra một loạt các trở ngại nghiêm trọng và chỉ nên áp dụng khi tất cả các biện pháp khác đều thất bại. Một trường hợp hay tái diễn, đó là ý tưởng về hệ thống ngân hàng hẹp, một đề xuất đã có từ lâu (xem Hộp 2.2). Rốt cuộc có thể nói rằng, với mức độ dễ đổ vỡ nhất định của cơ cấu tài sản nợ của hệ thống ngân hàng, tại sao không làm cho các ngân hàng an toàn hơn bằng cách bắt buộc họ phải giữ các tài sản tài chính an toàn? Như nhiều đề xuất khác đối với tài chính, kế hoạch mang tên ngân hàng hẹp có thể phù hợp với một số quốc gia, chẳng hạn như những nước mà sau khi bị khủng hoảng đã có một hệ thống ngân hàng với bảng tổng kết tài sản chủ yếu là các loại chứng phiếu của chính phủ. Mặc dù những kế hoạch này nói chung đều có giá trị, nhưng chúng không thể đáp ứng yêu cầu cần phải có các trung gian tài chính để trung hoà rủi ro, một hành động có thể gây rắc rối nếu nó được thực hiện sai, nhưng nó có thể tạo ra một lợi ích to lớn cho sự tăng trưởng nếu được thực hiện tốt. Nếu ngân hàng hẹp giữ các tài sản tài chính an toàn, nhưng các trung gian tài chính khác lại tài trợ cho các dự án đầu tư rủi ro, thì các trung gian này sẽ phải trả lãi suất cao hơn, và nếu lịch sử hoạt động tài chính đúng là một căn cứ suy xét đáng tin cậy, thì những trung gian này hầu như chắc chắn sẽ thu hút được rất nhiều người gửi tiền, và rốt cuộc thì chúng sẽ thua lỗ, cuối cùng lại phải vận động kêu gọi sự bảo hộ của chính phủ.

## Hộp 2.2 Hិ ấhōāg ngēn haāg hēp

VIỆC CÁC NGÂN HÀNG CÓ THỂ THU hút tiền gửi nhưng không cho vay không phải là điều mới mẻ với những người giữ kho vàng như trước đây - những người canh giữ vàng cho những người gửi - được xem như là ví dụ về các ngân hàng có "tỷ lệ dự trữ 100%". Khi tất cả ngân hàng đều nhận thấy rằng không phải tất cả những người gửi tiền đều đến rút tiền cùng một lúc, và họ bắt đầu cho vay một phần số tiền gửi theo tỷ lệ dự trữ ngân hàng cho phép, nhưng một số nước đã và đang có một số ngân hàng chỉ nắm giữ các công cụ tài chính an toàn. Năm 1864, Luật Ngân hàng Quốc gia Mỹ yêu cầu các ngân hàng phát hành tiền phải giữ 111,11 đôla dưới hình thức trái phiếu của chính phủ đối với mỗi 100 đôla tiền mặt phát hành, và hệ thống này tồn tại mãi đến thập kỷ 30. Đồng thời, các ngân hàng tiết kiệm bưu điện ở rất nhiều nước công nghiệp hiện nay và một số thể chế tiết kiệm thông thường (chẳng hạn như ở Pháp và Anh) được yêu cầu phải đầu tư các khoản tiền gửi vào các chứng phiếu có giá của chính phủ. Tuy nhiên, trong những trường hợp này, các ngân hàng dự trữ 100% chỉ là một phần của hệ thống ngân hàng, và các ngân hàng khác vẫn có thể thu hút tiền gửi và cho vay.

Cuộc Đại Suy thoái xảy ra ở Mỹ và đặc biệt khủng hoảng trầm trọng vào đầu năm 1933, và cuối cùng là sự đóng cửa của hệ thống ngân hàng vào tháng 3 năm 1933, đã đưa đến đề xuất của Henry Simons và một số các nhà kinh tế học khác coi kế hoạch ngân hàng dự trữ 100% như là một mô hình cho

nước Mỹ. Các vấn đề của hệ thống ngân hàng thường khiến người ta lại quan tâm đến kiến nghị này, như đã chứng kiến trong khủng hoảng tiết kiệm và cho vay ở Mỹ và cuộc khủng hoảng ở Argentina vào năm 1995.

Kế hoạch này đơn giản là, nếu tất cả các ngân hàng giữ tiền gửi được đảm bảo bằng các công cụ tài chính cao cấp, chẳng hạn như kỳ phiếu kho bạc ngắn hạn, thậm chí có thể là các chứng phiếu thương mại cấp cao, thì cơ chế thanh toán sẽ được bảo vệ, ngoại trừ nếu xảy ra một cuộc đổ xô rút tiền (điều mà chỉ có thể ngăn chặn nếu có đủ dự trữ ngoại tệ). Như trường hợp quỹ tương hỗ thị trường tiền tệ ở Mỹ, thất bại chỉ xảy ra do gian lận, điều mà không phải là chủ đề của bài viết này. Theo kế hoạch này, các tổ chức trung gian tài chính khác, hoặc có thể là các quỹ phi ngân hàng của một tập đoàn tài chính sẽ được phép cho vay, nhưng họ không thể gọi là ngân hàng, và họ không hợp lệ để tham gia chương trình bảo hiểm tiền gửi. Vì vậy, mục đích là cố gắng thuyết phục những người gửi tiền rằng, nếu họ muốn tiền của họ được bảo đảm, thì lãi suất là thấp, và rằng, nếu tiền được đầu tư vào các dự án rủi ro, thì tiền sẽ bị mất.

Lịch sử phát triển tài chính cho thấy kế hoạch này có thể bị lạm dụng. Vì vậy, Luật Ngân hàng Quốc gia của Mỹ có ít hiệu quả hơn do các ngân hàng bắt đầu phát hành các tài sản nợ không thể dự trữ được, và do đó có thể tạo ra một khoản tiền có thể cho vay lấy

*(Xem tiếp trang sau)*



**Hộp 2.2.** *(tì p theo)*

lãi. Đồng thời, các kế hoạch khuyến khích sự tài trợ quá dễ dàng cho thâm hụt của chính phủ cũng có thể dẫn đến cho vay quá mức, đặc biệt là ở những nước thiếu sự kiểm soát ngân sách thoả đáng khi lập ra hệ thống cân bằng và kiểm soát lẫn nhau trong chính phủ. Chuyển sang hệ thống ngân hàng hẹp có thể chỉ là một thủ thuật, và như nêu trong phần chính, các vấn đề cơ bản của các trung gian tài chính vẫn tồn tại.

Hệ thống ngân hàng hẹp có thể phù hợp với một số nước nhằm chống đỡ lại cuộc

khủng hoảng. Thí dụ, ở những nước mà tất cả hoặc hầu hết các ngân hàng có phần lớn tài sản được thay thế bằng vốn của chính phủ, thì những ngân hàng này thực sự là những ngân hàng hẹp, và là thể chế biệt lập có thể được phép cho vay. Một số các qui định có thể cần thiết để khuyến khích sự minh bạch của các tổ chức phi ngân hàng, và có thể cần một chiến dịch tuyên truyền giáo dục để đảm bảo rằng những người gửi tiền phải cảnh giác với rủi ro mà họ đang cạ sát.

Nguồn: Phillips (1995)

Vì vậy, đối với hầu hết các nước, dường như sẽ an toàn nếu giả thiết rằng, ngân hàng hẹp sẽ không thể giải quyết được vấn đề dễ đổ vỡ. Hơn thế nữa, có thể có sự đánh đổi giữa sự ổn định và hiệu quả. Nếu việc hình thành hệ thống ngân hàng hẹp không dẫn đến dòng chảy ồ ạt của tài sản vào các tổ chức trung gian phi ngân hàng, thì sự phân bổ nguồn lực cho các dự án đầu tư có hiệu quả sẽ bị cản trở nghiêm trọng. Mặc dù vai trò của các ngân hàng ở một số nước tiên tiến có giảm đi, nhưng nó vẫn giữ vị trí quan trọng và thống trị trong lĩnh vực tài chính ở các nước đang phát triển.

Mặc dù các nhà đầu tư nhỏ cũng có thể phải gánh chịu tổn thất ở hệ thống tài chính phi ngân hàng (thỉnh thoảng mạng lưới an sinh chính thức cũng phục vụ khách hàng ở một số phân đoạn thị trường bảo hiểm và quỹ hưu trí), những tổn thất và thua lỗ nào trên thị trường tài chính mà không ảnh hưởng đến hệ thống ngân hàng thì xem chừng ít có ảnh hưởng tệ hại toàn diện đến hệ thống thanh toán và tín dụng.<sup>8</sup> Vì những lý do này, các trung gian và thị trường tài chính phi ngân hàng cũng là đối tượng của các qui định điều tiết, nói

chung nhẹ nhàng hơn, của chính phủ - từ sự giám sát chặt chẽ hơn vào quỹ lương hưu và bảo hiểm, tới sự giám sát ít chặt chẽ hơn đối với chứng phiếu, thị trường kỳ hạn và sản phẩm phái sinh.

Điều tiết và giám sát tài chính - các luật chơi trong khu vực tài chính và cách thức thực hiện chúng - là cần thiết để hạn chế tâm lý lợi dụng bảo lãnh, cố ý làm liều, cũng như để đảm bảo các trung gian có động cơ phân bổ nguồn lực và thực hiện các chức năng khác của họ một cách cẩn thận. Vào thập kỷ 80 và 90, rất nhiều nước đang phát triển bắt đầu chuyển ra khỏi các hệ thống giám sát nhằm mục đích đảm bảo tuân thủ sự chỉ đạo của chính phủ, chẳng hạn như chính sách tín dụng chỉ định, và các yêu cầu về cơ cấu danh mục đầu tư khác, theo hướng có tên gọi là tiêu chuẩn Basel cơ bản, là một trong những tiêu chuẩn giám sát mức vốn tối thiểu. Như đã nêu ở phần trên, sự chuyển đổi này không diễn ra một cách êm dịu, và các bằng chứng cho thấy rằng, tự do hoá tài chính, ít ra là khi được thực hiện, có thể góp phần làm cho khủng hoảng ngân hàng gần đây có phần gia tăng.<sup>9</sup>

Để đối phó với các cuộc khủng hoảng này, đã bùng nổ một phong trào xây dựng các tiêu chuẩn chi tiết ban hành cho hệ thống ngân hàng (và các lĩnh vực khác của hệ thống tài chính). Những tiêu chuẩn này có thể cuối cùng sẽ làm cho môi trường điều tiết hoàn thiện hơn, nhưng việc thiếu một cảm nhận rõ ràng về tầm quan trọng tương đối của chúng và về việc chúng hoạt động như thế nào trong hoàn cảnh thể chế phức tạp thường thấy ở các thị trường mới nổi, sẽ làm giảm tác động của chúng. Mặt khác, kết quả của các cuộc nghiên cứu về hệ thống tài chính cho thấy rằng, thay vì xây dựng nhiều tiêu chuẩn, các cơ quan chức năng trong các thị trường mới nổi nên tập trung vào việc sử dụng các khuyến khích để tranh thủ lực lượng thị trường tạo thuận lợi cho các thị trường tài chính có hiệu quả và hiệu lực, và áp dụng các tiêu chuẩn riêng lẻ, nếu cho đến nay những tiêu chuẩn này vẫn góp phần đạt mục đích. Ở một mức độ nào đó, điều này có nghĩa là đặt ra các qui chế nghiêm khắc - không chỉ yêu cầu tỷ lệ vốn tối

**Sũachuyĩ n ãoĩ sang qui  
ãinh ãĩĩ ù tĩĩ ẽ phoãg  
ngũã hĩĩ ã ãããrẽẽ khoã  
khũn**

**Cãĩ cú quan chủã nũng  
phaĩsũũduãg cãĩ ãoã  
bẽy khuyĩ ẽ khĩch ãĩĩ  
kĩĩ ãm chĩĩ ãcãĩ lũũãũãg  
thĩĩ trũũãũãg**

thiếu, mà còn có thể có một số các kiểm chế mạnh mẽ, chẳng hạn như các hướng dẫn về mức độ đa dạng hoá tối thiểu danh mục đầu tư (hoặc xác định nhu cầu vốn để có được sự tập trung trong danh mục tài sản của ngân hàng), hoặc yêu cầu một tỷ lệ nhất định trong tài sản nợ của ngân hàng phải được giữ dưới hình thức các trái phiếu phụ thuộc không được bảo hiểm. Mức độ can thiệp bằng các qui định của các cơ quan chức năng nhằm khai thác các thông tin và các nguyên tắc thị trường sẽ phụ thuộc ở một chừng mực nhất định vào mức độ phát triển chung của thị trường tài chính.<sup>10</sup> Phần này sẽ xem xét mức độ tương đồng về qui chế giữa các thị trường đã phát triển và các thị trường mới nổi, bao gồm cả các vấn đề áp dụng các lựa chọn qui chế điều tiết từ các thị trường đã phát triển sang các thị trường mới nổi, và sau đó tập trung vào việc làm thế nào để thị trường có thể được khai thác tốt nhất để tạo ra một hệ thống tài chính lành mạnh và an toàn.

Mặc dù có những tương đồng đáng kể được nêu trong một số bài viết gần đây, nhưng vẫn có những sự khác biệt rõ nét trong môi trường điều tiết giữa các nước trên thế giới. Vì vậy, vào thời điểm năm 1988, khi Hiệp ước Basel được ký kết, hiệp ước này đã đề xuất một tỷ lệ vốn thoả đáng tối thiểu với trọng số là mức độ rủi ro bằng 8%, một số nước đang phát triển thậm chí không có qui định vốn tối thiểu, và rất nhiều nước khác thì qui định tỷ lệ rất thấp (2-5% là mức phổ biến) và không thực hiện sự giám sát thận trọng để kiểm chứng những qui định đó có thích hợp hay không. Vào thời kỳ 1988-99, trong số 103 nước báo cáo, chỉ có 7 nước thực hiện tỷ lệ vốn tối thiểu dưới 8%, và 29 nước có tỷ lệ vốn tối thiểu 10% hoặc cao hơn, chỉ có 1 nước trong số đó thuộc khối OECD. Và hơn 93% quốc gia (88% trong số đó là các nền kinh tế thị trường mới nổi) yêu cầu phải điều chỉnh tỷ lệ vốn theo mức độ như đã hướng dẫn trong Hiệp ước Basel.

Tuy nhiên, chấp nhận những qui định điều tiết hấp dẫn thì dễ, chẳng hạn như về tỉ lệ vốn tối thiểu, nhưng sẽ khó khăn hơn khi thực hiện các qui trình cơ bản và đạt được những kỹ năng giám sát cần thiết để đảm bảo hiệu lực của

**Coştuúung àõng trong  
caé qui ành xeá vì ìtĩ n  
goã%**

các qui định. Đáng tiếc là bản thân vốn không phải là một chỉ số đầy đủ để đánh giá tình trạng của một ngân hàng. Giá trị ròng thực tế của ngân hàng phụ thuộc vào chất lượng của danh mục đầu tư của nó, mà đối với nhiều ngân hàng danh mục này chủ yếu là các khoản vay không có khả năng thanh khoản, và chúng rất khó đánh giá hoặc "bám sát thị trường". Vấn đề này còn mang tính thực tế hơn nữa ở các nước đang phát triển, nơi mà giá cả dễ biến động và các thị trường chưa tồn tại hoặc còn mỏng yếu, làm cho các ước tính trên trở nên khó khăn. Thông thường, một ngân hàng sẽ lâm vào tình trạng vỡ nợ thực sự trong một thời gian dài trước khi các tài khoản của nó bộc lộ cho biết tình trạng này. Nếu vốn thực sự đã bị âm, thì việc điều chỉnh theo mức độ rủi ro sẽ chẳng còn ý nghĩa gì.

Đối với giá trị ròng thực tế, thì vấn đề nằm ở chỗ lượng vốn sau khi đã trừ đi phần cho vay thua lỗ, nhưng qui định kế toán ở rất nhiều nước lại cho phép các ngân hàng cảm thấy lạc quan và cho rằng mình cho vay như thế vẫn còn chưa đủ. Nếu ngân hàng đạt được một tỷ lệ vốn tối thiểu hợp lý và có thể đo lường được chỉ vì nó không cấp các khoản vay thua lỗ ( $P = 0$  trong Bảng 2.2), thì chúng ta có thể yên tâm khi nói rằng vốn thực tế của ngân hàng dưới mức tiêu chuẩn. Thậm chí một ngân hàng vỡ nợ (với giá trị  $P$  thực tế là 10 trở lên) có thể vẫn duy trì hoạt động kinh doanh trong vài tháng hoặc

**nhưng lãi suất khác biệt  
lúa trong hời và lãi suất  
thi các qui định về**

**nhề lãi và hành toán  
đều các khoản tiền  
thế về vay**

**Bảng 2.2** Mô hình tổng kế toán tài chính

Tài sản có		Tài sản nợ	
Tiền mặt	10	Tiền gửi không kỳ hạn	100
Đầu tư thanh khoản	20	Nợ khác	30
Vốn vay với giá trị lịch sử (nguyên giá)	100		
Trừ tổn thất vốn vay	- P		
Tài sản	10	Vốn	10-P

thậm chí vài năm, với điều kiện ngân hàng này không cạn kiệt tiền mặt. Chừng nào luồng tiền gửi ròng và tiền lãi nhận được từ các khoản đang cho vay đủ để trang trải các chi phí hoạt động và lãi suất tiền gửi, thì việc đóng cửa ngân hàng vẫn có thể trì hoãn được. Những người gửi tiền và người giám sát tạm thời sẽ bị ru ngủ với cảm giác sai lầm về sự an toàn của ngân hàng nêu các qui định kế toán bị xem nhẹ. Ở một số nước, qui định kế toán vẫn còn cần được cải tiến.

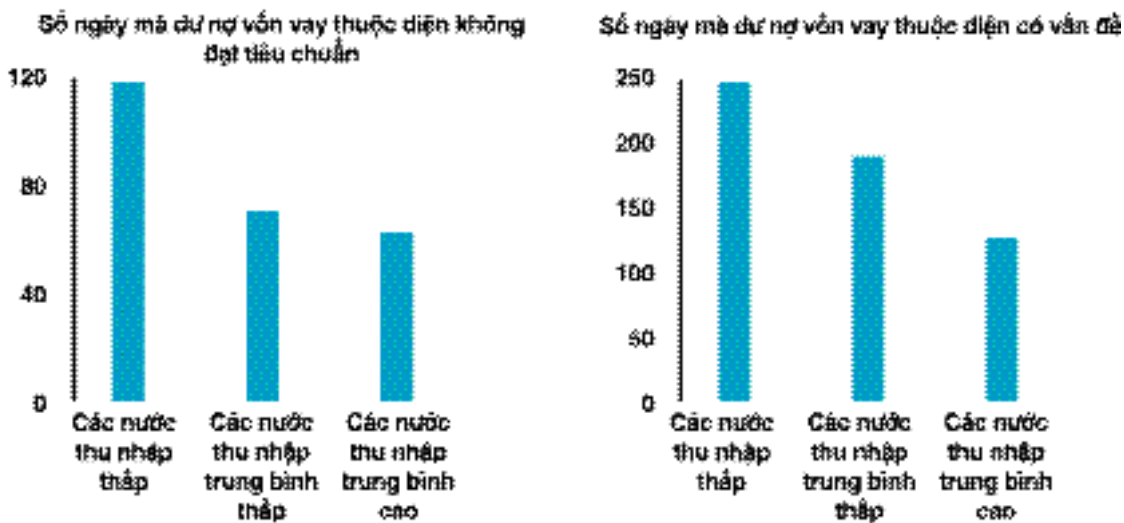
Thay cho việc dựa vào các giá trị quá khứ, các cơ quan giám sát ngân hàng phải phân loại các khoản cho vay theo các tiêu thức nhìn thấy trước, chẳng hạn như "khoản vay thông thường", "khoản vay đặc biệt lưu ý", "khoản vay đạt tiêu chuẩn", "khoản vay có vấn đề" và "lỗ", và gắn các qui định điều tiết ngầm với xác suất thua lỗ của mỗi loại trong số ba loại khoản vay sau cùng bằng cách yêu cầu duy trì một tỷ lệ nhất định (thường lần lượt là 20, 50 và 100%) giá trị của khoản vay đã cấp trong tài khoản của ngân hàng (thường qui định này bổ sung cho các qui định chung về tổn thất khoản vay là 1% hoặc 2% của toàn bộ giá trị danh mục tài sản). Thực ra, điều tra của chúng tôi cũng cho thấy, ở các nước thu nhập thấp, các tiêu chuẩn này thường khắt khe hơn một chút nếu xét trên giấy tờ. Mặc dù vậy, điều quan trọng ở đây là việc đề ra các tiêu chuẩn phải tương ứng với thực tế tổn thất khoản vay sẽ diễn ra sau đó.<sup>11</sup>

Đáng tiếc là, để có được một cách phân loại thoả đáng và có thể nhìn thấy trước các khoản vay không phải là điều dễ dàng. Đặc biệt, khi các điều kiện kinh tế không ở trong tình trạng bình thường, hoặc khi các khoản cho vay lớn hoặc bất thường là điểm yếu của một ngân hàng thiếu thận trọng, thì dựa vào kinh nghiệm có thể là sự hướng dẫn tồi, thậm chí ngay đối với các nhà kinh doanh ngân hàng. Môi trường rủi ro cao và cơ cấu kinh tế chuyển biến nhanh chóng ở hầu hết các nước đang phát triển rõ ràng sẽ làm tăng tính trầm trọng của vấn đề này. Nhìn một cách thực tế, trong điều kiện ban quản lý của các ngân hàng luôn có thái độ đề phòng, với những khó khăn vốn có trong việc nắm bắt được rủi ro thực

sự, các nhà giám sát thường ít làm điều gì khác hơn là dựa vào biện pháp “nhìn lại phía sau”: chỉ chú trọng đến việc cho vay trong khi các khoản vay đã rơi vào tình trạng khó đòi. Về khía cạnh này, các qui định hoặc các tiêu chuẩn kế toán có sự khác nhau rất xa. Đặc biệt, các nước thu nhập thấp lại thường tỏ ra dễ dãi hơn các nước có thu nhập trung bình cao (Hình 2.5). Nhân đây, cũng cần nhắc lại rằng, ít ra cũng có đôi ba lần, một phần ba các nước thu nhập thấp đã cho phép các ngân hàng được hạch toán tiền lãi trên các khoản nợ tồn đọng như một khoản thu nhập kiếm được. Tại Thái Lan, tiền lãi dồn tích từ các khoản nợ khê đọng được phép hạch toán tối đa trong 360 ngày trong năm 1997 và 180 ngày ở rất nhiều nước châu Phi. Ở hầu hết các nước, khó có thể ngăn chặn việc các ngân hàng che giấu các khoản nợ khê đọng của mình chỉ bằng cách "che đậy vòng quanh", tức là bằng cách cấp các khoản vay mới để thanh toán các khoản vay cũ. Cavallo và Majnoni (2001) đã chỉ ra từ mẫu nghiên cứu của mình rằng, trong khi

Các tiêu chuẩn phân loại về vay ít khê đống hàng đầu áp dụng của các nước thu nhập thấp

Hình 2.5 Phân loại vốn vay chưa đạt tiêu chuẩn, 1997



Nguồn: Cơ sở dữ liệu của Bank, Coperio và Levine

các nước công nghiệp xây dựng các qui định vào thời điểm thuận lợi và giảm bớt các qui định khi chu kỳ kinh tế đi xuống, thì lại không có những thay đổi đó ở các nước đang phát triển, điều này một lần nữa lại cho thấy việc bắt kịp chuẩn mực của các nước công nghiệp mới chỉ mang tính hình thức hơn là thực chất.

Tóm lại, đo lường qui mô của kho đệm là một khó khăn nằm ngoài khả năng kiểm soát. Mặc dù không công bố, nhưng các đánh giá về Nguyên tắc Cốt lõi của Hiệp ước Basel đã bộc lộ rằng, các nước đang phát triển còn có một khoảng cách rất xa trong việc tuân thủ hoàn toàn hiệp ước này so với các nước công nghiệp. Các qui định hấp dẫn đã được ban hành mà không có những thông tin cần thiết để kiểm chứng hoặc không xây dựng được những động cơ khuyến khích có thể giúp làm xuất hiện những thông tin đó.

Chúng ta không nên coi thường khả năng phát hiện vấn đề của các giám sát viên chính thức. Bằng chứng thực nghiệm cho thấy, họ có thể, và thực tế đã cung cấp được những thông tin độc lập. Thí dụ, Jordan, Peek và Rosengren (1999) đã thấy rằng, ở Mỹ, việc công bố các thông tin bất lợi của giám sát viên đã làm cho giá chứng khoán của ngân hàng giảm trung bình 5%, chứng tỏ việc công bố đó có chứa những thông tin nhất định. Không có gì lạ khi có một số khác biệt. Những ngân hàng đã công bố tin tức xấu thì ít có ảnh hưởng, và cũng không có mấy bằng chứng về hiện tượng lây lan ở đây, xét theo nghĩa giá chứng khoán của ngân hàng khác phản ứng lại khi một ngân hàng nào đó tiết lộ thông tin, trừ trường hợp có những cú sốc chung mang tính khu vực đối với các ngân hàng trong cùng một vùng.

Bằng chứng này không những chứng tỏ công tác giám sát tốt có tác dụng cung cấp thêm thông tin và có thể dẫn đến các hành động giám sát để ngăn chặn những hành vi khinh suất, mà còn chỉ ra lợi thế của việc tiết lộ nhiều thông tin hơn để thị trường có thể gây áp lực làm cho ngân hàng điều chỉnh càng sớm càng tốt trước khi khủng hoảng nổ ra.

Làm thế nào để có thể giám sát được tốt? Hướng dẫn của

**Giáo sư chủ tịch hội đồng  
cố vấn và giám đốc  
ma nh của hệ thống tài  
chính 34**

ủy ban Basel đã nêu quan điểm của giám sát viên về vấn đề này, và không mấy ai hoài nghi rằng, những yếu tố như sự độc lập của cơ quan giám sát là điều then chốt để có được hoạt động giám sát tốt.<sup>12</sup> Ở đây, chúng ta cần lưu ý các vấn đề liên quan đến các động cơ khuyến khích mà giám sát viên gặp phải.

Một điều cần phải công nhận là môi trường mà trong đó sự điều tiết và giám sát thận trọng được thực hiện, sẽ có những khác biệt đáng kể giữa các nước công nghiệp và các nước đang phát triển. Ngoài tính bất ổn định cao của các thị trường mới nổi, thu nhập và của cải của các nền kinh tế này cũng có xu hướng tập trung cao hơn so với các nước công nghiệp, và bằng chứng gần đây cho thấy, điều này cũng đúng đối với vấn đề quyền sở hữu công ty (Hình 1.10). Không có gì khó để nhận ra rằng, điều này sẽ làm tăng thêm những thách thức mà giám sát viên phải đương đầu, do nó làm tăng khả năng các công ty tài chính mà họ đang giám sát sẽ bị những cá nhân có quyền lực rất mạnh kiểm soát.

Kết quả có thể là một sự chệch khỏi "thế cân bằng hơn-thiệt" - đó là các rủi ro và những phần thưởng mà giám sát viên gặp phải ở rất nhiều nước. Trước hết, giám sát viên nhìn chung, thường được trả lương thấp hơn so với mức lương trong các ngân hàng tư nhân, và ở rất nhiều nước đang phát triển, việc chuyển công tác là vấn đề rắc rối hơn nhiều so với các nước công nghiệp. Thứ hai, thu nhập trả sau - thực chất là một khoản tiền thưởng tiềm năng - có thể là kết quả của sự giám sát lơ đãng, do chỉ có một vài nước, cho dù có mức thu nhập cao hay thấp, ra qui định cấm các giám sát viên chuyển sang làm việc cho các ngân hàng. Thứ ba, ở các nước này không có sự trừng phạt sau đó - có thể là bằng hình thức cắt giảm tiền thưởng, điều mà nhìn chung hiếm thấy - hoặc bằng cách truất quyền được hưởng lương hưu. Và cuối cùng, ở hầu hết các nước có mức thu nhập trung bình, chẳng hạn như Argentina và Philippin, giám sát viên có thể bị kiện vì hành động của họ và họ phải chịu trách nhiệm cá nhân, cho nên

**những cú cưa khuyϊ ã  
khích thũũg lãn cho  
ãĩĩ ù nãũ trũũĩ n khoá  
khũn**



họ phải gánh chịu sự trừng phạt thực sự đối với hành động bừa bãi.

### **Àì ù chính "thì ãcên bùgg hún - thii & ¼**

Điều này hoàn toàn trái ngược với cơ cấu đền bù tối ưu cho những người có nhiệm vụ thi hành pháp luật, một cơ cấu đã được đề xuất từ lâu để loại bớt những hành vi thiếu trung thực, ngay cả khi rất khó điều tra những hành động sai.<sup>13</sup> Vì vậy, việc ưu tiên đảm bảo có được sự giám sát tốt hơn, là phải trả lương hậu hĩnh cho giám sát viên ngân hàng, thậm chí cao hơn so với các công chức khác: xác suất phát hiện được những sai sót là rất thấp, và như trong Hình 2.1 ở trên, chi phí của sự dễ dãi lại rất lớn. Vì phải mất nhiều thời gian mới biết được giám sát viên có dễ dãi quá hay không, nên sử dụng những khoản đền bù trả sau có lẽ là cách tốt nhất để khích lệ giám sát viên. Vì vậy, cho họ một khoản lương hưu hậu hĩnh, coi như là một phần thưởng trả sau, và sau đó có thể loại bỏ hoặc giảm tiền lương hưu nếu họ vi phạm các nguyên tắc giám sát chặt chẽ, đây có thể là một cách để tăng cường động cơ khuyến khích. Ngoài quan điểm chung là các cơ quan giám sát phải có mức độ độc lập cao nhằm giảm bớt những can thiệp chính trị, nếu giám sát viên đồng thời được bảo vệ trước những hành động cá nhân chống lại họ (như đã xảy ra ở rất nhiều nước công nghiệp), thì sẽ có nhiều nước được hưởng lợi hơn từ việc tăng cường hiệu lực thực thi các qui định này.

Chỉ bản thân tính minh bạch và tính trách nhiệm chưa đủ để có được sự giám sát tốt hơn. Thí dụ, cách tiếp cận này có thể đã đủ để đảm bảo rằng thống đốc ngân hàng trung ương sẽ làm việc có trách nhiệm hơn khi ban hành chính sách tiền tệ, bởi vì tỷ giá hối đoái và/hoặc thị trường trái phiếu có thể cho một đánh giá thực sự đối với công việc của họ. Đồng thời, hầu hết các thống đốc ngân hàng trung ương đều không bị đe dọa sẽ bị khởi tố khi đề ra chính sách khác khổ, và họ không được thưởng trong tương lai cho chính sách nói lỏng. Bất chấp sự phản ứng trước những khó khăn về tiết kiệm và cho vay ở Mỹ đã làm giảm sự tùy ý trong công tác giám sát - thông qua các hoạt động bắt buộc, thúc đẩy và điều chỉnh - các khó khăn vẫn gia tăng do số lượng các công cụ tài chính

lớn hơn mức cần thiết khi quan sát tình trạng rủi ro của các ngân hàng, làm cho giám sát viên tùy ý hơn, thí dụ như họ có thể thoả thuận với các ngân hàng về việc đề ra các nguyên tắc rủi ro như thế nào, và sau đó sẽ phạt các ngân hàng nếu vi phạm các nguyên tắc. Đây không phải là một lĩnh vực dễ theo dõi. Nếu giám sát viên ở các nước đang phát triển hành động theo cùng một hướng, thì điều đặc biệt quan trọng là phải đảm bảo giảm bớt sự tùy ý cho giám sát viên đi kèm với sự giám sát chặt chẽ và thiết lập lại một cân bằng hơn - thiệt mới.

Mặc dù ở nhiều nước cần thiết phải cải thiện việc trả thù lao cho giám sát viên, nhưng khó lòng và rất tốn kém nếu muốn trả lương cho giám sát viên ngang với quan chức ngân hàng cao cấp. Việc tạo áp lực buộc phải công khai hoá nhiều thông tin hơn là một phương thức chuẩn mực nhằm hạn chế nhu cầu tăng mức lương hiệu quả, cho nên một số qui định như đề xuất về các khoản nợ phụ thuộc ở trên là đặc biệt quan trọng để buộc phải công khai nhiều thông tin hơn và cảm nhận thị trường.

Mặc dù khó có thể đánh giá tình trạng tài chính của ngân hàng, thậm chí ngay cả ở các nước công nghiệp, nhưng những điều nêu trên vẫn cho thấy, dựa quá nhiều vào sự giám sát chính thức là điều đặc biệt rủi ro trong thị trường mới nổi. Sự tái xuất hiện các hiện tượng gian lận, tham ô và khủng hoảng, đã minh chứng rằng, các vấn đề về thông tin và cơ chế khuyến khích vốn đang giữ vị trí trọng yếu trong hệ thống tài chính không dễ gì loại bỏ. Hơn nữa, sự chệch lệch trong trình độ phát triển thể chế và sự bất ổn định kinh tế, kết hợp với khả năng điều chỉnh luật lệ của những đối tượng tham gia thị trường tài chính, có nghĩa là thay vì có các tiêu chuẩn hoặc qui định chính xác, thì các cơ quan chức năng phải có một chiến lược tiếp cận việc điều tiết khu vực tài chính, và chiến lược phải đi xa hơn việc đạt được những tương đồng về chuẩn mực với các nước công nghiệp.

Với sự tập trung lớn hơn về quyền sở hữu và thu nhập thì khó có thể duy trì một mức độ độc lập thoả đáng của các cơ quan giám sát. Đồng thời, môi trường thông tin, sự giám sát

**¼ vañhõitrúcho hoab  
àõbng giañ sañ chính  
thúe bùõng sũtho doã  
dũa vaõ thũ trũuãg**

của dân chúng đối với giám sát viên (không chỉ là công khai hoá, mà còn là mức độ phân tích sâu của báo chí về các vấn đề tài chính), và những khuyến khích cơ bản mà giám sát viên có được, tất cả sẽ hoạt động để khiến cho sự giám sát kém hiệu quả hơn. Sự can thiệp chính trị vào hoạt động giám sát ngân hàng vẫn xảy ra, ngay cả khi đã có sự kiểm soát lẫn nhau rất tốt, chẳng hạn như ở nước Mỹ, các hoạt động tiết kiệm và cho vay đã được các nghị sĩ Quốc hội vận động hành lang để giảm nhẹ điều tiết và lược bớt các yêu cầu về lượng vốn pháp định. Những vấn đề tiềm ẩn này sẽ bùng nổ khi quan hệ sở hữu tập trung ở một mức cao (thí dụ, ở Vênezuela trong đầu thập kỷ 90, quan chức cấp cao của ngân hàng trung ương là người sở hữu các cổ phiếu của một ngân hàng).

Bên cạnh đó, chỉ khi chính phủ các nước đang phát triển chuyển sang giám sát tỷ lệ vốn tối thiểu thì các mục tiêu đặt ra mới có chuyển biến. Trước hết, tính phức tạp của hệ thống tài chính hiện đại đã thổi phồng những khó khăn trong việc giám sát từng giao dịch. Một phần, cùng với sự tăng trưởng của các công cụ tài chính phái sinh, bây giờ các ngân hàng có thể thay đổi tình trạng hoạt động của họ nhanh chóng, do đó những đánh giá về tình trạng hiện thời của họ sẽ cho rất ít thông tin về việc các ngân hàng có lành mạnh hơn so với trước đây hay không. Như đã nêu ở trên, điều này khiến cho các nước có thu nhập trung bình và cao, nơi mà các công cụ chính sách được áp dụng thịnh hành hơn, chuyển trọng tâm của sự giám sát sang các hệ thống quản lý rủi ro ngân hàng, mặc dù kinh nghiệm của họ với phương thức tiếp cận này vẫn còn hạn chế.

Thứ hai, như đã nêu ở trên, các ngân hàng thường thích nghi với sự điều chỉnh một loạt các qui định. Những trọng số rủi ro tùy tiện trong Hiệp ước Basel năm 1988 dễ dàng bị vi phạm, và thực sự đã làm hỏng một thập kỷ đổi mới lĩnh vực tài chính, ít nhất là một phần, nếu nghĩ tới mục đích này.

Câu trả lời từ những nghiên cứu trong quá khứ và gần đây về hệ thống tài chính là rất rõ ràng, mặc dù nếu thoạt nhìn thì nó không đơn giản như bề ngoài: sử dụng các khuyến khích

và thông tin nhằm tăng tối đa số người được trang bị đầy đủ thông tin và có động cơ tốt để kiểm soát các trung gian tài chính.

Thật dễ hiểu, sự đa dạng hoá cơ chế kiểm soát đối với các ngân hàng là một điều đáng có, không chỉ vì sự khác biệt có thể có về thông tin sau khi xử lý, mà nó còn phản ánh những động cơ khuyến khích không rõ ràng và dễ thay đổi mà họ đang gặp phải. Ngoài giám sát viên chính thức, ai có thể là người giám sát các ngân hàng? Ba thành phần sau có thể trở thành người giám sát:

- Những người trong nội bộ ngân hàng, như các chủ sở hữu, ban quản trị, và các nhà quản lý cấp cao của ngân hàng, những người mà trong điều kiện lý tưởng, thu nhập ròng mà họ nhận được phụ thuộc vào sự hoạt động thận trọng của tổ chức.
- Các cơ quan đánh giá xếp hạng.
- Thị trường, có nghĩa là giám sát viên phi chính thức ở bên ngoài, như các chủ nợ và các đối tác.

Các chủ sở hữu nhận được lợi tức từ phân vốn mà họ đầu tư. Phần thù lao này sẽ dựa trên mức lợi nhuận hiện tại và kỳ vọng trong tương lai, hoặc vào cái gọi là giá trị của danh tiếng kinh doanh. Lợi nhuận thì bắt nguồn từ các khuôn khổ điều tiết, mà những khuôn khổ này có thể hạn chế ngân hàng ở một số hoạt động và phương thức kinh doanh. Nếu lợi nhuận của các ngân hàng làm ăn thận trọng là cao, và nếu mối đe dọa các ngân hàng có thể mất giấy phép kinh doanh (và vì vậy liên quan đến cổ phần và lợi tức của họ) là điều thực tế, thì các chủ sở hữu có thể có động cơ bảo vệ giá trị danh tiếng kinh doanh của họ. Các chủ sở hữu chiếm đa số và các nhà quản lý cấp cao có thể ở một vị trí tốt nhất để khắc phục các vấn đề thông tin, nhưng một loạt trường hợp ngân hàng sụp đổ, như sự đổ vỡ của ngân hàng nổi tiếng Barings năm 1995, đã cho thấy chủ sở hữu của các trung gian tài chính qui mô lớn và phức tạp vẫn phải đương đầu với các vấn đề này. Chủ sở hữu thiểu số không phải ai cũng có được những thông tin

**Sử dụng khu vực tư nhân  
để giảm thiểu phản vi hành là  
tốt về các cú quan  
hành pháp**

**Ngân hàng thường ban  
thường cho hành vi chấp  
nhận rủi ro**

tốt hơn so với dân chúng nói chung.

Các giám đốc ngân hàng có trách nhiệm đại diện cho các chủ sở hữu, và cung cấp thông tin chính xác và kịp thời về tình trạng ngân hàng của họ. Các thông tin tốt hơn và đúng thời gian hơn, sẽ cải thiện khả năng giám sát của tất cả những người bên ngoài đối với hoạt động của ngân hàng. Về lý thuyết, hầu hết các nước đều buộc các giám đốc ngân hàng phải có trách nhiệm cung cấp thông tin chính xác, nhưng chỉ có một phần ba (hầu hết là ở các nền kinh tế có thu nhập cao) có những biện pháp xử phạt có hiệu lực. Hiệu lực là rất quan trọng. Việc xử phạt nghiêm khắc đối với việc cung cấp thông tin không đầy đủ, và nói khái quát hơn là việc chấp nhận rủi ro quá mức, là một cách thức để tăng cường trách nhiệm không chỉ đối với số tiền mà họ đã đầu tư cho hoạt động của ngân hàng.

Nếu các giám đốc và các chủ sở hữu đa số của ngân hàng có động cơ mạnh mẽ là chỉ tham gia vào hệ thống ngân hàng an toàn và lành mạnh, thì họ sẽ kiên trì tác động đến hệ thống trả lương cho các nhà quản lý ngân hàng cao cấp để họ có thể làm việc thận trọng hơn. Tuy nhiên, sự thất bại hoàn toàn của tổ chức Quản lý Vốn Dài hạn (LTCM) đã cho thấy, các nhà quản lý cấp cao của một số ngân hàng quốc tế lớn đã buộc phải đánh cược tương tự như LTCM - điều tốt - nhưng đồng thời đi cùng với điều ấy, họ có thể kiếm được hàng triệu đô la tiền thưởng - điều xấu. Trong tất cả mọi trường hợp, điều này phản ánh sự thống trị của các ngân hàng sẵn sàng tham gia vào các canh bạc, và vì vậy, đưa ra những món tiền thưởng hấp dẫn những kẻ dễ chấp nhận rủi ro.<sup>14</sup> Các cơ quan chức năng có thể cố gắng khắc phục thất bại này của thị trường bằng cách dùng qui định về tỷ lệ vốn hoặc mức chênh lệch bảo hiểm tiền gửi như một chức năng của cơ cấu trả thù lao cho các nhà quản lý cao cấp. Ở nhiều nước tiên tiến, giám sát viên thường xem xét hệ thống quản lý rủi ro mà các ngân hàng đang thực hiện, và đánh giá họ theo nỗ lực quản lý rủi ro. Ở đây, có một đề xuất cho rằng, yếu tố cần phải điều tiết là nguồn gốc của hệ thống quản lý rủi ro, chế độ đãi ngộ cho

các nhà điều hành, chứ không phải chỉ là sự khuyếch trương quảng cáo. Cơ chế đãi ngộ cũng sẽ được công khai hoá - không chỉ tiền lương thuần túy, mà cả các khoản tiền thưởng và các hình thức đãi ngộ khác sẽ được xác định như thế nào (John, Saunder, và Senbet 2000).

Một đề xuất gần đây mang quan điểm của những đối tượng tham gia thị trường tư nhân đối với rủi ro ngân hàng đã được đưa ra trong các bài tham luận tại ủy ban Basel năm 1999 và 2001, nhằm tìm cách giảm bớt sự tùy tiện trong việc lựa chọn trọng số rủi ro để gắn với yêu cầu về vốn của ngân hàng, đó là việc đề nghị các trọng số này cần được rút ra từ kết quả xếp hạng công khai do các nhà đánh giá tín dụng bên ngoài công bố (ví dụ, các cơ quan đánh giá xếp hạng). Mặc dù đề xuất này là một cố gắng nhằm "tranh thủ thị trường", nhưng nó mang tính định hướng để xem xét một loạt vấn đề mà việc thực hiện đề xuất này sẽ gặp phải, đặc biệt ở các nước đang phát triển. Trong số các khó khăn, thì những khó khăn sau thường hay gặp phải:

- Không có sự rõ ràng về việc các cơ quan đánh giá sẽ có độ tin cậy như thế nào, khi mà chi phí thông tin cao, và nghề đánh giá vẫn còn chưa phát triển, và khi các ngân hàng thường phải trả tiền cho việc đánh giá chính họ.
- Việc đánh giá thường dựa trên tỷ lệ đổ vỡ kỳ vọng, trong khi đó vốn thường có xu hướng bị thua lỗ một cách khó lường.

Tuy nhiên, còn có một số điểm ít được nhận biết, mà chúng chỉ hiện rõ khi tập trung xem xét các động cơ khuyến khích (Honohan 2001b). Thứ nhất, vấn đề tâm lý lợi dụng bảo lãnh, cố ý làm liều sẽ gay gắt hơn. Nếu như có sự thông báo các ngân hàng giữ lượng vốn theo mức độ rủi ro trong danh mục đầu tư của họ, thì từng người đi vay sẽ có động cơ duy trì một điểm số đánh giá có lợi, mặc dù nó có phải tiếp tục đặt ngân hàng - và quỹ bảo hiểm tiền gửi, nếu có - vào tình trạng rủi ro. Các ngân hàng, giả sử họ quyết định cho vay, sẽ có động cơ thông đồng hoặc chấp nhận coi những người vay tiền của

**Những vấn đề lào về vấn đề  
quan cho ai in**

họ là có uy tín, nhờ đó mà họ sẽ có nhiều quyền tự do hơn trong việc đưa ra quyết định về vốn.

Thứ hai, những người đánh giá có thể công bố ít thông tin hơn về những người đi vay để không làm thiệt hại cho công việc kinh doanh. Và nghiêm trọng hơn, cơ quan đánh giá sẽ không được trả tiền khi dự báo nguy cơ xảy ra những cú sốc toàn diện có liên quan chặt chẽ, vì thế, ngay cả việc đánh giá nói chung về một người vay tiền có thể chính xác trong thời điểm bình thường, thì nó sẽ không chính xác nữa khi có khủng hoảng. Vấn đề này đặc biệt trầm trọng khi *các cơ quan chức năng của các nước đang phát triển tin rằng, bằng cách sử dụng việc xếp hạng "dựa trên thị trường", họ có thể được bảo vệ khỏi cuộc khủng hoảng, nhưng trong thực tế thì không*. Thậm chí, mặc dù các cơ quan xếp hạng ở Mỹ thực hiện việc xếp hạng đối với từng công ty tương đối tốt, nhưng sự xếp hạng của họ không thể áp dụng một cách chính xác ở các thị trường mới nổi, do khó có thể ước tính những cú sốc toàn diện trong các nền kinh tế nhỏ và bất ổn định.

Vì vậy, vấn đề rất quan trọng đối với các cơ quan chức năng là phải sử dụng các lực lượng thị trường, nhưng phần trình bày này lại minh họa rằng, một điều quan trọng không kém là phải hiểu các động cơ khuyến khích là gì và chúng hoạt động như thế nào. Đồng thời, thay cho việc phải lo lắng xem làm sao có thể khuyến khích các cơ quan đánh giá xếp hạng quan tâm đầy đủ đến các yếu tố liên quan, thì các cơ quan chức năng nên tập trung vào các ngân hàng, có thể cần phải xem xét toàn bộ danh mục tài sản đầu tư của họ và xét xem nó thay đổi như thế nào hoặc bộc lộ ra sao trước những rủi ro khác nhau. Kêu gọi các ngân hàng phải cung cấp các thông tin cần thiết có thể là một phần trong quá trình để các tổ chức bên ngoài ngân hàng, *những người có những động cơ khuyến khích đúng đắn*, sử dụng tốt những thông tin này. Việc trông cậy vào các cơ quan đánh giá xếp hạng sẽ đặt một gánh nặng quá mức lên vai các tổ chức này, những tổ chức không có gì nhiều để mất như các chủ nợ của ngân hàng.

Với động cơ khuyến khích rằng, những người nắm giữ cổ

phiếu và những người trong cuộc khác có thể làm tăng rủi ro, và tính không chắc chắn của việc chỉ dựa vào các cơ quan đánh giá xếp hạng, thì điều quan trọng hơn hết là phải xem xét làm thế nào để động cơ khuyến khích các chủ nợ ngân hàng khác có thể phù hợp với các mục tiêu xã hội nhằm hạn chế rủi ro ngân hàng. Mặc dù những người gửi tiền nhỏ có thể lựa chọn hành vi "ăn không" theo những người có nhu cầu giám sát khác, chẳng hạn các chủ nợ lớn, nếu họ không hy vọng rằng sẽ được đền bù cho tổn thất của họ, thì sẽ có động cơ rõ ràng là phải giám sát các ngân hàng. Những đề xuất gần đây cố gắng vốn hoá động cơ khuyến khích này bằng cách buộc các ngân hàng phải phát hành các khoản nợ phụ thuộc (nợ hạng hai), đó là một khoản tiền thanh toán cố định chỉ dành riêng cho những người nắm giữ cổ phiếu. Không được hưởng lợi tức tăng như những người nắm giữ cổ phiếu, nhưng lại phải gánh chịu không kém những rủi ro khi cổ phiếu xuống giá, những người nắm giữ các món nợ phụ thuộc sẽ có nhiều động cơ để theo dõi các ngân hàng về việc chấp nhận rủi ro quá mức. Đồng thời, chúng cũng không cản trở việc phân tích từng khoản vay, mà đây là một bộ phận trong qui trình của ủy ban Basel hiện nay. Trái lại, nó sẽ quan tâm nhiều hơn đến sự rủi ro chung mà các ngân hàng phải đương đầu. Các chủ nợ lớn khác - chẳng hạn như các ngân hàng trong thị trường liên ngân hàng - cũng có thể có động cơ giám sát các ngân hàng, chừng nào mà họ không hy vọng được "cứu giúp" nếu các ngân hàng lâm vào tình trạng khó khăn.

Nợ phụ thuộc không phải là mới - như vào năm 2000, đã có 92 trong 106 nước hưởng ứng thông báo rằng họ cho phép nợ phụ thuộc đáp ứng một phần yêu cầu về vốn của họ. Tuy nhiên, những nước này khi tuân thủ các hướng dẫn của ủy ban Basel thì coi nợ phụ thuộc như là một loại cổ phiếu rẻ tiền, và do đó chỉ chấp nhận sự hợp lệ của nó đối với nợ dài hạn, do vậy đã hạn chế việc sử dụng loại nợ này. Tuy nhiên, điều này đảm bảo rằng, việc đảo nợ sẽ tương đối hiếm. Đồng thời, việc không yêu cầu nó phải được phát hành và nó không bị theo dõi sẽ dẫn đến kết quả nó chỉ được phát hành

**Chuẩn bị n ngoài cơ hội i  
àoáng vai trođảangúuã  
giaán saã**

**¼ vaãyĩ u cêu vĩ ìnủphủã  
thuõê laâmõã caáth ài khaã  
quan nhũng không thuê  
sũđĩn cêỹ ài ìtùng củuãg  
sũđĩn saã củã thi  
trũũg**



cho một số công ty thân cận. Nhưng việc phát hành thường xuyên, khả năng có thể mua bán được và việc phát hành cho các công ty không có quan hệ gần gũi, lại là điều cần thiết để đảm bảo có được sự giám sát tốt hơn. Nhằm ngăn chặn món nợ này trở thành một loại "trái khoán bấp bênh", rất cần phải qui định trần lãi suất có thể được trả. Nếu những đặc điểm này tồn tại, những người nắm giữ các món nợ phụ thuộc thậm chí sẽ quan tâm nhiều hơn đến việc ngăn chặn các ngân hàng chấp nhận rủi ro liều lĩnh hơn so với hiện tại. Ngoài việc là một cổ phiếu rẻ, kiểu nợ phụ thuộc này có thể trở thành một loại kỷ luật quý giá. Việc đề nghị phải phát hành nợ phụ thuộc còn có nhiều ý kiến phải bàn, đặc biệt đối với các ngân hàng lớn ở từng quốc gia. Nhằm tạo ra một sự giám sát tin cậy hơn, những người nắm giữ nợ phụ thuộc có thể trở thành nhóm vận động hành lang quan trọng nhằm gây áp lực đòi cải thiện đối với cơ sở hạ tầng và thông tin, như đã nêu ở phần trước, đặc biệt là những vấn đề có liên quan đến việc công khai hoá thông tin.

Một điều chắc chắn là đề xuất về nợ phụ thuộc (xem Hộp 2.3) có thể khó thực hiện. Thị trường vốn ở các nước đang phát triển thường rất mỏng manh, mặc dù đề nghị các ngân hàng phát hành loại nợ này sẽ làm thị trường tài chính phát triển sâu hơn một bước. Quan trọng hơn cả, yếu tố chủ chốt cho sự thành công của đề xuất này là đảm bảo cho những người phát hành thực sự không có dính líu gì với những người nắm giữ các món nợ phụ thuộc, có nghĩa là, họ sẽ không phải là bên đối tác, và những người phát hành cũng không được phép trấn an hoặc bảo lãnh cho những người nắm giữ nợ phụ thuộc. Đảm bảo điều này không phải là vấn đề nhỏ, và đây là một lý do tuyệt vời để không nên dựa hoàn toàn vào những người nắm giữ nợ phụ thuộc để đảm bảo sự an toàn và lành mạnh của ngân hàng. Phụ thuộc quá nhiều vào nợ phụ thuộc và sự giám sát của các chủ nợ không được bảo hiểm khác dường như là một sáng kiến có giá trị ở các nước có thu nhập trung bình.

### Hộp 2.3. *Ài ì xuêê vî ì núp huả thuôê*

NỢ PHỤ THUỘC CÓ THỂ HOẠT ĐỘNG như một kho đệm nhằm hấp thụ những tổn thất xảy ra, nhưng có thể có đóng góp quý giá, nhất là phát tín hiệu về sự rủi ro của ngân hàng. Tín hiệu này có thể hoạt động như là một kỷ luật trên thị trường, khi các ngân hàng nhận thấy khó có thể gia hạn các món nợ phụ thuộc, hoặc nhận thấy mức lãi suất tăng lên khi rủi ro tăng lên, nhưng đồng thời cũng thông qua các tín hiệu gián tiếp mà nó cung cấp cho những người khác, trong đó có những người giám sát ngân hàng. Lợi ích về sau có thể là rất lớn. Một vấn đề có thể nảy sinh đối với cái gọi là đề xuất về một hành động điều chỉnh kịp thời, là các tiêu chuẩn can thiệp sẽ trao trách nhiệm lớn cho các giám sát viên, điều có thể rất khó thực hiện ở những nước mà các cơ quan giám sát có rất ít sự độc lập về mặt thể chế. Nghiên cứu gần đây của Ban Thống đốc Cục Dự trữ Liên bang (năm 1999) chỉ ra rằng, một khó khăn đối với những người giám sát chính thức - một gánh nặng phải chứng minh rằng các ngân hàng có thể chấp nhận rủi ro quá mức - không hẳn là khó khăn với những người nắm giữ nợ phụ thuộc, mà trái lại, họ lại đặt gánh nặng đó lên vai các nhà quản lý ngân hàng để chứng minh ai là người cần vốn. Những người giám sát có thể sử dụng công cụ lãi suất hoặc khả năng phát hành các khoản nợ phụ thuộc làm tín hiệu để tăng sự kiểm soát đối với các ngân hàng rủi ro, hoặc thực hiện một số hoạt động bắt buộc, hoặc cả hai.

Nợ phụ thuộc nên được phát hành như thế

nào? Một yêu cầu là, ngân hàng nào phát hành loại nợ này, thường dưới hình thức tương đối đồng nhất và "lộn xộn", sẽ phải thiết lập một hệ thống giám sát đầy đủ thông tin cho các ngân hàng. Việc phát hành "đều đặn" sẽ tiếp tục đổi mới thông tin thị trường. Trong một thị trường như vậy, các ngân hàng có thể nhận ra những lợi thế của họ, và thị trường muốn được cung cấp đầy đủ thông tin vào thời điểm phát hành các tài sản nợ. Nếu các công cụ nợ phụ thuộc là tương đối đồng nhất, thì mức giá mà dựa trên đó các tài sản này được mua bán có thể được so sánh dễ dàng giữa các ngân hàng, do đó sẽ hỗ trợ được công tác giám sát.

Ngoài khả năng có thể mua bán, kỳ hạn cũng là một vấn đề, và đồng đạo ý kiến nghiêng về việc chọn mức trung hạn 2-5 năm. Khi Cục Dự trữ Liên bang phỏng vấn những người tham gia thị trường Mỹ cho thấy, thị trường sẽ phát triển sâu hơn nếu thời hạn là 3-5 năm, Calomiris đã kiến nghị đối với các thị trường mới nổi nên yêu cầu hàng tháng các ngân hàng phải phát hành 2% giá trị tài sản nằm ngoài khoản dự trữ (hoặc 2% giá trị tài sản đã gắn trọng số rủi ro) trong thời gian 2 năm, để hàng tháng họ phải tái cấp 1/24 giá trị nợ phụ thuộc, Calomiris (1999) cũng chỉ ra rằng, các ngân hàng đang gặp rắc rối có thể phải trả mức lãi suất cao hơn, nhưng mức lãi suất này có thể giới hạn bằng cách đặt ra trần lãi suất. Điều này có nghĩa là các ngân hàng có mức rủi ro cao sẽ buộc phải giảm bớt tài

*(Xem tiếp trang sau)*

**Hộp 2.3.** *(tiếp theo)*

sản có trong bảng tổng kết tài sản của họ, và dần dần phải đóng cửa, hoặc nếu không thì phải cơ cấu lại hoạt động của họ khi họ không thể tuân thủ các yêu cầu về nợ phụ thuộc.

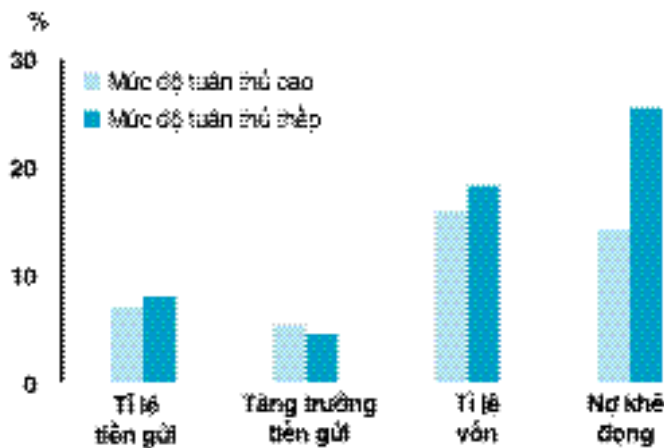
Trong khi việc phát hành định kỳ sẽ thiết lập được kỷ luật đối với người phát hành, thì có sự đánh đổi giữa lợi ích và chi phí của các ngân hàng - và của các khách hàng - từ những lần phát hành với khối lượng nhỏ và thường xuyên hơn, do vấn đề về chi phí giao dịch. Thực ra, theo Calomiris, trong các thị trường mới nổi, các ngân hàng rất nhỏ được phép đáp ứng các yêu cầu về nợ phụ thuộc bằng

cách "phát hành" các khoản tiền gửi lớn cho một tổ chức tài chính đạt tiêu chuẩn. Do tổ chức này thường là các ngân hàng lớn, mà sự ổn định của họ là điều kiện cơ bản cho sự lành mạnh của toàn bộ hệ thống, và đối với họ can thiệp ban đầu của chính phủ là rất quan trọng, cho nên sự hạn chế này không quá chặt chẽ. Cuối cùng, nhằm tăng khả năng độc lập của những người nắm giữ nợ phụ thuộc khỏi các ngân hàng phát hành, có thể cần phải có hạn chế để giảm bớt tính hấp dẫn của loại tài sản này.

*Nguồn:* Ban Thống đốc của Cục Dự trữ Liên bang (1999); Calomiris (1999); Evanoff và Wall (2000).

Mặc dù khó có thể đảm bảo sự không dính líu giữa các ngân hàng và những người nắm giữ nợ phụ thuộc, nhưng những kết quả ban đầu từ Áchentina là rất khả quan. Thậm chí mặc dù nợ phụ thuộc mới chỉ bắt đầu được đề nghị ở nước này vào năm 1988, và mặc dù việc thực hiện bị trì hoãn do cuộc khủng hoảng Đông Á, nhưng các ngân hàng nào tuân thủ phần lớn qui định này đều có tỷ lệ tiền gửi thấp, mức tăng trưởng tiền gửi cao, tỷ lệ vốn thấp, và đặc biệt là tỷ lệ nợ khê đọng thấp hơn so với những ngân hàng không tuân theo qui định này (Hình 2.6). Phân tích kinh tế lượng một cách chính thức khẳng định rằng, yêu cầu về nợ phụ thuộc đã khuyến khích sự giám sát tốt hơn và sự thận trọng hơn trong quản lý rủi ro (Calomiris và Powell 2000). Thậm chí nếu chỉ các ngân hàng tốt mới có thể phát hành các món nợ phụ thuộc, thì bản thân việc này cũng đã bộc lộ những thông tin quan trọng cho giám sát viên. Bằng chứng nói trên về việc các chủ nợ không

Hình 2.6 Nợ phụ thuộc ở Argentina 1996-99



Nguồn: Cabanilla và Peralta (2000).

Ngân hàng có thời gian thu hút vốn từ các ngân hàng nước ngoài, nhưng lại có thể bị ảnh hưởng bởi các biến động thị trường tài chính, đặc biệt là khi có sự sụt giảm giá trị của các tài sản đầu tư.

được bảo hiểm một cách đáng tin cậy sẽ có nhiều khả năng kiểm soát ngân hàng chặt chẽ hơn, đã củng cố cho khả năng sử dụng nợ phụ thuộc để cải thiện hoạt động giám sát của thị trường đối với các ngân hàng (Evanoff và Wall 2000). Tuy nhiên một lần nữa, điều quan trọng là phải ghi nhớ rằng, không nên coi nợ phụ thuộc như một phương thuốc duy nhất đối với hệ thống ngân hàng bất an, mà phải xem đó như là một công cụ tiềm năng trong hệ thống các công cụ điều tiết.

### Mạng lưới an sinh cho các khu vực thành thị

**Đ**ÚNG TRƯỚC BẢN CHẤT DỄ ĐỔ VỠ CỦA HỆ thống ngân hàng, lẽ tự nhiên là những người gửi tiền hy vọng được chính phủ đền bù thiệt hại khi tình hình trở nên tồi tệ, nhưng chính bản thân kỳ vọng này lại góp phần gây ra sự đổ vỡ của hệ thống ngân hàng. Mặc dù chính phủ có nhiều cơ chế, chẳng hạn như cửa sổ chiết khấu của ngân hàng trung ương và cứu cánh - cho vay - cuối cùng (LOLR), có thể được áp dụng như các công cụ khác nhau trong mạng lưới an sinh cho các ngân hàng, nhưng chính sách

Kiểm soát ba năm từ ngân hàng công bố báo cáo kinh tế tài chính

bảo hiểm tiền gửi công khai ngày càng trở thành một bộ phận then chốt, có ảnh hưởng quan trọng đến các động cơ khuyến khích chung, và do đó là trọng tâm của phần này. Nhìn chung các chính phủ vẫn còn mơ hồ về các chức năng của cứu cánh - cho vay - cuối cùng, một chủ đề của rất nhiều cuốn sách.

Không có gì đáng ngạc nhiên, bảo hiểm tiền gửi nảy sinh khi hệ thống ngân hàng gần như đổ vỡ - các bang của Mỹ, nơi mà hoạt động ngân hàng được thực hiện ở các ngân hàng đơn nhánh (ngân hàng không được phép mở thêm chi nhánh) bắt đầu tham gia Quỹ An toàn Niu Yoóc vào năm 1829. Khoảng 14 bang (tất cả đều là các ngân hàng đơn) đã áp dụng chính sách bảo hiểm tiền gửi; một số đã đổ vỡ nhanh chóng ngay sau khi được thành lập, còn một số khác vẫn tồn tại cho đến thời kỳ suy thoái nông nghiệp trong thập kỷ 20. Chỉ có ba hệ thống - những hệ thống tranh thủ khai thác các lực lượng thị trường - được đánh giá là thành công.

Tuy nhiên, cho đến cuối những năm 20, tỷ lệ sống sót cao hơn nhiều của các ngân hàng đa nhánh đã cho thấy "sự thắng lợi" của các ngân hàng đa nhánh so với các ngân hàng đơn nhánh (cho dù có hoặc không có bảo hiểm tiền gửi) cho đến khi có sự hậu thuẫn chính trị cho vấn đề này trong thời kỳ Đại Suy thoái. Sau khi thông qua và áp dụng hệ thống bảo hiểm tiền gửi toàn quốc ở Mỹ năm 1934, số lượng các hệ thống bảo hiểm công khai ở các nước khác tăng lên rất chậm trong 30 năm sau đó, chỉ với 6 hệ thống được thành lập, và sau đó thì cắt cánh (xem Hình 2.7).

Hầu hết các hệ thống bảo hiểm tiền gửi được thành lập với một hoặc cả hai mục tiêu là, bảo vệ tính ổn định chung của hệ thống ngân hàng và bảo vệ các cá nhân, đặc biệt là những người gửi tiền nhỏ. Trong trường hợp tiên phong ở Mỹ, mặc dù những tranh cãi chính trị có thể làm lu mờ mục đích cơ bản thực sự, nhưng các học giả vẫn công nhận rằng, sự ổn định toàn cục chứ không phải việc bảo vệ những người gửi tiền nhỏ, mới là yếu tố chủ chốt (Golembe 1960, xem Hộp 2.4).

Các biện pháp khác nhằm bảo vệ những người gửi tiền nhỏ cũng được ghi nhận, chẳng hạn như các ngân hàng tiết kiệm

**¾ vĩamuê àiich baô vĩa sũđĩn àiinh củã hĩ ãthõãg ngên haãg, vađĩĩ ã kĩĩ ãn củã nhũãg ngũũãgũã tĩĩ ãnhoã**

Hình 2.7 Hệ thống bảo hiểm tiền gửi công khai: bảo hiểm tiền gửi tăng khắp thế giới, 1934-99



Ngũ vấn: Khan (2008).

ở Châu Âu chủ yếu đầu tư vào các công cụ tài chính an toàn. Việc các văn bản pháp quy về bảo hiểm tiền gửi ở Mỹ đã được Quốc hội thông qua sau cuộc khủng hoảng ngân hàng, mặc dù hiện tượng đổ xô đến ngân hàng – một hiện tượng gắn liền với nỗi lo sợ đồng tiền mất giá và các biện pháp khác có thể được chính quyền mới thông qua – đã chấm dứt trước khi các văn bản pháp quy này có hiệu lực.

Gần đây, một số nước đã áp dụng hoặc mở rộng chương trình bảo hiểm tiền gửi trong thời kỳ khủng hoảng. Thí dụ, sau hai cuộc khủng hoảng trong thập kỷ 80, Argentina đã bãi bỏ chính sách bảo hiểm tiền gửi vào năm 1992, chỉ áp dụng một hệ thống bảo hiểm hạn chế vào năm 1995 nhằm đối phó với cuộc khủng hoảng Tequila. Thái Lan đã chuyển sang chính sách bảo hiểm toàn bộ vào năm 1997, bao gồm bảo hiểm cả tiền gửi ở các công ty tài chính. Mêhicô là nước đang phát triển đầu tiên gần đây thực hiện kế hoạch thu hẹp chính sách bảo hiểm toàn bộ, sau khi trải qua cuộc khủng hoảng năm 1994, do đó kinh nghiệm về sự chuyển đổi này chỉ giới hạn ở các nền kinh tế thị trường mới nổi. Việc tăng nhanh hệ thống bảo hiểm tiền gửi trong thập kỷ 90 bắt nguồn từ việc mở rộng chính sách bảo hiểm tiền gửi sang các nước chuyển

## Hộp 2.4 Sửa đổi và Bảo hiểm Tiền gửi

*Bảo hiểm tiền gửi không phải là một ý tưởng trong tiểu thuyết; nó không phải là chưa được thử nghiệm; bảo vệ những người gửi tiền nhỏ là quan trọng, nhưng không phải là mục đích chủ yếu của bảo hiểm tiền gửi, và cuối cùng, nó chỉ là một phần quan trọng trong các luật lệ của thời kỳ "một trăm ngày" nổi tiếng của Chính sách Xã hội Mới, mà không do chính quyền mới đề nghị hoặc hậu thuẫn (Golembe 1960, trang 181-82)*

TIẾP NGAY SAU KHI THÀNH LẬP QUỸ an toàn NiuYoóc (1829-66), Vermont (1831-58) và Michigan (1836-42) đã thiết lập một kế hoạch tương tự. Khi tất cả người dân đều phải chịu tổn thất nghiêm trọng trong cuộc khủng hoảng xảy ra năm 1937, chính quyền Niu Yoóc đã cho phép tự do hoá hệ thống ngân hàng, và quỹ an toàn của Niu Yoóc đã được thiết lập khi các ngân hàng hoạt động tốt hơn chuyển thành các ngân hàng tự do, và do đó tránh được những tổn thất xảy ra cùng với sự giám sát yếu kém (của khu vực công cộng) và mức chênh lệch lãi suất hạn chế. Vermont và Michigan đồng thời cũng nhận ra những thất bại trong cuộc hỗn loạn ngân hàng năm 1857 và 1837, cũng là do hiện tượng lựa chọn ngược và sự giám sát yếu kém. Indiana (1834-65), Ohio (1845-55) và Iowa (1858-66) thành lập các hệ thống có nhiều khuyến khích tương đương hơn: tư cách thành viên hạn chế, trách nhiệm chung vô hạn, và tất cả do tư nhân quản lý, với quyền lực hạn chế trong việc được chia cổ tức và áp đặt các giới hạn và mức phạt đối với các ngân hàng thành viên.

Các trường hợp này không khác biệt nhiều so với ba hệ thống đầu tiên, do trong các hệ thống đó vẫn có một vài thất bại, chẳng hạn việc lập chi nhánh (mà không có bảo hiểm tiền gửi), họ có thể khắc phục tốt những cú sốc chung. Hơn thế nữa, phạm vi bao phủ rộng lớn hơn, nhưng với trách nhiệm vô hạn, thì nếu phạm vi bao phủ càng lớn, thì trách nhiệm sẽ càng lớn, và vì vậy động cơ kiểm soát ngân hàng khác sẽ mạnh hơn. Hệ thống này đã kết thúc cùng với chính sách đánh thuế do Hệ thống Ngân hàng Quốc gia đặt ra, chứ không phải là do khủng hoảng.

Thời kỳ hậu nội chiến đã chứng kiến 8 bang khác thông qua luật bảo hiểm tiền gửi, và tất cả chương trình này đều tàn lụi trong cuộc khủng hoảng nông nghiệp xảy ra trong thập kỷ 20, trừ bang Mississippi và South Dakota các chương trình này vẫn còn hoạt động cho đến những năm 1930 và 1931. Như vậy, đối với các bang mà chương trình bảo hiểm tiền gửi có trách nhiệm đa bên và do tư nhân quản lý, có một vài sai lầm, nhưng có rất ít hoặc không có bằng chứng về sự lừa dối, thì không bị suy tàn trong cuộc khủng hoảng và tránh được sự trì hoãn khi các cuộc khủng hoảng xảy ra.

Thay cho việc tiếp tục phải trả giá cho những sai lầm của bản thân, các ngân hàng đơn nhánh thường tìm kiếm sự bảo hộ từ chính phủ liên bang, chẳng hạn như 150 hoá đơn chi trả cho hệ thống bảo hiểm tiền gửi

*(Xem tiếp trang sau)*

#### Hộp 2.4. (Tii ð)

liên bang đã được phát hành không thành công trong thời kỳ 1886-1933. Đại diện từ phía các ngân hàng chi nhánh tại các bang tiếp tục phản đối những nỗ lực nhằm làm cho những cử tri của họ phải trả giá cho sự đổ vỡ của các ngân hàng độc lập. Sự hợp thức hoá đã được thực hiện năm 1933 sau khi hoạt động của ngân hàng bị ngừng trệ do ngày đóng cửa của các ngân hàng (bank holiday - ngày mà tất cả các ngân hàng đều đóng cửa do khủng hoảng) và sau đó chỉ có một số ngân hàng mở cửa hoạt động trở lại, nhưng không bao gồm một khoản đền bù về sau cho những người

gửi tiền, và với mức trần thấp hơn. Các thoả hiệp chính trị rõ ràng là yếu tố chủ chốt: Carter Glass, chủ tịch của Ủy ban Ngân hàng Cấp cao và là người chống đối chính sách bảo hiểm tiền gửi trong một thời gian dài, đã chấp nhận chính sách này như là một phần trong thoả thuận với Nghị sĩ Henry Steagall nhằm để giành được sự thông qua một kế hoạch của Glass cho đạo luật ngân hàng eponymous tách rời các ngân hàng thương mại và ngân hàng đầu tư. Sau đó, Glass phát biểu rằng sự thoả hiệp lúc đó là một sai lầm.

*Nguồn: Calomiris (1992), White (1997), và Golembe (1960)*

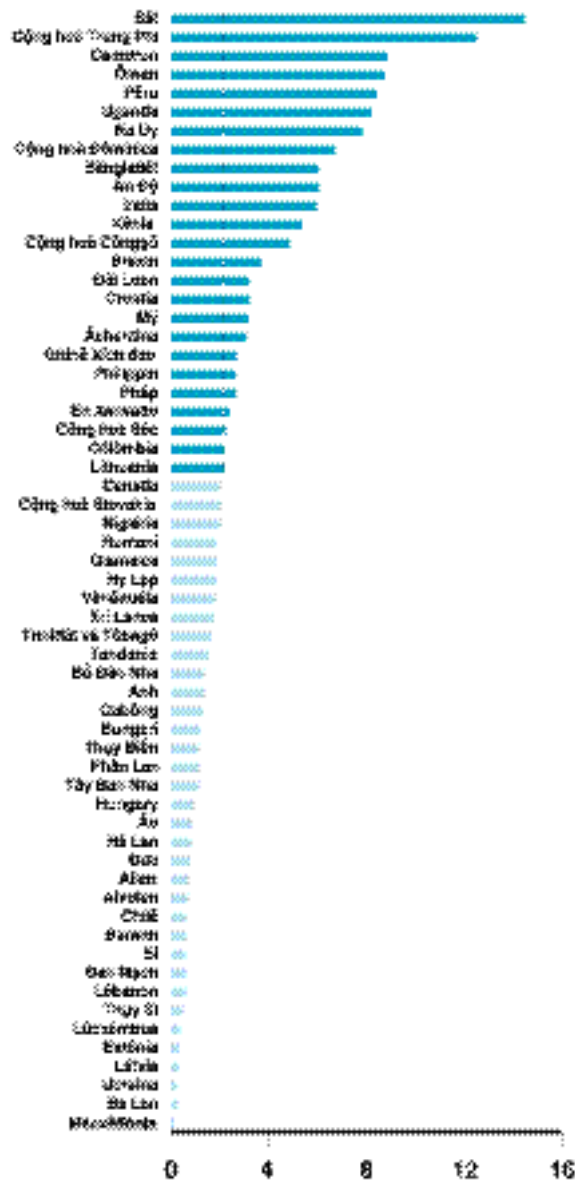
đổi, và một số nước châu Phi, điều này có thể phản ánh một quan niệm đang thịnh hành rằng, bảo hiểm tiền gửi có thể tạo ra một hệ thống tài chính an toàn hơn.<sup>15</sup>

Hệ thống bảo hiểm tiền gửi các nước áp dụng khác nhau rất nhiều. Như đã đề cập đến, một số nước bảo hiểm cho mọi loại tiền gửi - bao gồm cả tiền gửi liên ngân hàng và tiền gửi bằng ngoại tệ - và thậm chí rất hào phóng, mở rộng chính sách bảo hiểm đối với hàng loạt các loại tổ chức tài chính khác. Tuy nhiên, hầu hết các nước lại từ chối - ít nhất là trên nguyên tắc - bảo hiểm cho các quỹ liên ngân hàng, cho nên đã khiến cho ngân hàng nào lớn và tương đối phức tạp so với nhiều ngân hàng khác sẽ phải giám sát lẫn nhau.<sup>16</sup>

Hình 2.8 cho thấy sự khác biệt đáng kể về mức bồi thường công bố của bảo hiểm tiền gửi so với GDP bình quân đầu người, đối với những nước có qui định hạn mức bảo hiểm.<sup>17</sup> So với mức độ bảo vệ khiêm tốn ở các nước có thu nhập cao, một số nước nghèo nhất có chính sách bảo vệ hào phóng nhất,



Hình 2.8. Mức bảo hiểm tiền gửi



Chú thích: Với nước Đức chỉ thể hiện mức bảo hiểm bắt buộc. Hệ thống bảo hiểm tự nguyện tự nhiên có giới hạn khá cao, trong đó mỗi người gửi tiền được bảo hiểm đến 30% vốn của ngân hàng.  
 Nguồn: Deming, Kunt và Luenagache (2003).

vượt quá qui mô tiền gửi của người nghèo - mặc dù chúng ta cần lưu ý đến mức thu nhập trung bình cực kỳ thấp của những nước như nước Síp khi xem xét mức bảo hiểm của những nước này.<sup>18</sup>

Một số chính sách bảo hiểm tiền gửi được khu vực tư nhân tài trợ hoặc quản lý hoặc làm cả hai. Và trong khi rất nhiều hệ thống bảo hiểm tiền gửi được rút vốn trước, thì đến năm 1999, khoảng 10 hệ thống – hầu hết ở châu Âu – lại không được rút vốn nhưng có quyền đánh giá từng ngân hàng khi cần thiết. Hầu hết các hệ thống bảo hiểm tiền gửi đều mang đặc trưng là phí bảo hiểm đồng loạt, nhưng khoảng một phần tư lại mang đặc trưng là định giá có phân biệt, thực chất là cố gắng thay đổi mức phí bảo hiểm tùy theo mức độ rủi ro của từng ngân hàng, mặc dù sự khác nhau giữa các mức phí là nhỏ và không phải lúc nào cũng thu được.<sup>19</sup>

Không có gì khó khi nhận thấy tại sao hệ thống bảo hiểm tiền gửi trở nên phổ biến như vậy. Những toan tính chính trị luôn hậu thuẫn cho chúng. Vì một lẽ, chúng có thể là một giải pháp trực tiếp, và dường như không tốn kém, để khắc phục nỗi hoảng loạn và hiện tượng đổ xô đến ngân hàng. Bảo vệ người gửi tiền nhỏ cũng là một mục tiêu hấp dẫn về mặt chính trị. Còn có những lực lượng chính trị khác cũng muốn thực hiện chính sách bảo hiểm tiền gửi. Thí dụ, kế hoạch bảo hiểm tiền gửi có thể giúp các ngân hàng nhỏ trong nước ở các nền kinh tế mới nổi giành thêm hoặc duy trì thị phần tiền gửi của mình, mà không có bảo hiểm thì những khoản tiền gửi này có thể sẽ chuyển sang các ngân hàng lớn, đặc biệt là ngân hàng nước ngoài.

Cuối cùng, bằng cách cung cấp các chương trình bảo hiểm tiền gửi, chính phủ có thể cảm thấy về mặt chính trị rằng, chính phủ cũng đã mua quyền được nhảy vào can thiệp bằng cách điều tiết khi cần thiết, kể cả quyền được đóng cửa các ngân hàng không lành mạnh hoặc vỡ nợ. Tuy nhiên, luận điểm này – cho rằng bảo hiểm tiền gửi là vật đánh đổi cần thiết để các cơ quan chức năng có thể đóng cửa các ngân hàng – là đi quá xa. Hầu như ở bất cứ nơi đâu trong thế kỷ trước,

**Kĩ thuật bảo hiểm tiền  
gửi để phòng ngừa khủng hoảng  
chính trị**

hoạt động ngân hàng đều không phải là quyền mà là một đặc quyền được sự điều tiết của nhà nước – vì những lý do tốt đẹp. Luật ngân hàng quy định hợp lý rằng, chỉ cấp giấy phép cho những cá nhân “phù hợp và hợp lý”, và có khả năng giấy phép này sẽ bị thu hồi nếu có những hành động không phù hợp, một điều được định ghĩa là bất cứ hình thức vi phạm nào đối với các qui định của ngành ngân hàng.

Lôgic đứng sau các lý do chính trị có sức thuyết phục hơn cũng đáng được xem xét. Những người bảo lãnh tiền gửi đáng tin cậy chắc chắn là sẽ ngăn chặn được trước tình trạng đổ xô đến ngân hàng. Thanh toán kịp thời các khoản tiền gửi của họ rõ ràng là một sự bảo vệ quý giá cho những người gửi tiền nhỏ tại các ngân hàng phá sản, đặc biệt là bảo vệ họ trước sự xói mòn tài sản do lạm phát (mặc dù như đã nói, còn có những cách khác để cung cấp các phương thức tiết kiệm an toàn cho các hộ gia đình có thu nhập thấp, kể cả ngân hàng tiết kiệm qua bưu điện – hay thậm chí các quỹ tương hỗ rất hạn chế trong việc bảo lãnh tài sản thị trường bằng tiền). Và bảo hiểm tiền gửi công khai sẽ có lợi cho các ngân hàng nhỏ, mặc dù nếu chương trình này quá tốn kém thì chính phủ cần cân nhắc sự đánh đổi này một cách thận trọng.

Một vấn đề tuy không được rõ ràng bằng trên võ đài chính trị, nhưng lại được các chuyên gia nhận thức được từ lâu, đó là việc bảo hiểm tiền gửi có nguy cơ tiềm ẩn gây ra tâm lý chấp nhận rủi ro cao hơn, hay còn gọi là hành vi lợi dụng bảo lãnh, cố ý làm liều. Tài sản nợ có hạn chế sẽ cho phép các chủ ngân hàng thoát khỏi các khoản thua lỗ của mình – trao cho họ một phương án lựa chọn là chuyển các khoản thua lỗ đó sang cho người gửi tiền và các đối tượng khác. Tuy nhiên, bằng cách giảm động cơ khiến những người gửi tiền có bảo lãnh tham gia giám sát ngân hàng, bảo hiểm tiền gửi có thể thúc đẩy mạnh mẽ hành vi chấp nhận rủi ro, nếu nó đi kèm với hoạt động điều tiết và giám sát lỏng lẻo.

Có lẽ lập luận có sức thuyết phục nhất ủng hộ kế hoạch bảo hiểm tiền gửi công khai là ý nghĩ cho rằng, kế hoạch này có thể thể hiện một giới hạn trong các cam kết của chính phủ

đôi với người gửi tiền. Nếu không có một hệ thống công khai thì điều đó có thể hàm ý một sự bảo hiểm ngầm vô hạn. Bằng cách đưa ra một giới hạn khiêm tốn về số tiền gửi tối đa được bảo hiểm, liệu chính phủ có thể phát ra một tín hiệu rõ ràng rằng, rất khó có khả năng chính phủ sẽ bồi thường cho người gửi tiền nhiều hơn giới hạn đó hay không?

Rõ ràng, tác động chung cuộc của việc áp dụng một hệ thống công khai và (nếu có) việc thực hiện rất nhiều các tính chất khác của kế hoạch đều là những vấn đề thực nghiệm, và chủ yếu xoay quanh sự đánh đổi giữa lợi ích từ việc bảo vệ người gửi tiền với những tổn thất do giảm bớt sự giám sát thị trường. Cho đến tận ngày nay, hầu như không có nghiên cứu thực nghiệm có tính hệ thống nào sử dụng các số liệu về thị trường mới nổi đề cập đến những câu hỏi như thế này. Tuy nhiên, một dự án nghiên cứu mới đây của Ngân hàng Thế giới (do Demirgüç-Kunt chỉ đạo) đã nâng cấp cơ sở dữ liệu cho các nhà nghiên cứu trên toàn thế giới và trả lời cho nhiều câu hỏi then chốt về tác động của việc áp dụng một chương trình bảo hiểm tiền gửi công khai đến tính ổn định của khu vực tài chính, khả năng thị trường có thể thiết lập kỷ luật đối với các ngân hàng, và sự phát triển của hệ thống tài chính nói chung. Trong quá trình này đã nổi lên những kết luận về các vấn đề chủ yếu trong thiết kế chương trình đối với các cơ quan chức năng.

Trọng lượng của nhiều bằng chứng trong nghiên cứu này hết sức rõ ràng, cho thấy trong thực tiễn, thay vì làm giảm nguy cơ xảy ra khủng hoảng, việc áp dụng chương trình bảo hiểm tiền gửi công khai nói chung đã dẫn đến tình trạng kém ổn định hơn của khu vực tài chính, và kết quả này dường như không bị chi phối bởi quan hệ nhân quả theo chiều ngược lại. Ở đây, tính chất “nói chung” là điểm then chốt: bảo hiểm tiền gửi không cho thấy tác dụng gây mất ổn định ở các nước có thể chế mạnh; chỉ khi nào môi trường thể chế yếu thì khi đó các vấn đề mới nảy sinh. Cách lý giải tự nhiên đối với kết quả này là các ngân hàng, trong khi khai thác sự hiện diện của các khoản tiền gửi có bảo lãnh, đã chấp nhận

**¾ nhưng cođhi ígêy ra  
thũ ã haãkinh tĩ ẽ¾**

rủi ro nhiều hơn. Sự tồn tại của bảo hiểm công khai đã làm giảm hoạt động giám sát của người gửi tiền, và đây sẽ là vấn đề lớn nếu công tác giám sát chính thức không đủ, như ở những nơi có môi trường thể chế yếu. Vai trò của các thể chế vững mạnh – trong nghiên cứu này được đo lường bằng các chỉ số pháp quyền, công tác quản trị nhà nước hiệu quả (một biến số thay thế cho hoạt động giám sát và điều tiết hữu hiệu). Và tệ tham nhũng thấp – dường như là yếu tố sống còn để giảm cơ hội cho hành vi chấp nhận rủi ro (Demirgüç-Kunt và Detragiache 2000).

Việc chương trình bảo hiểm tiền gửi công khai có mối quan hệ thuận chiều với khủng hoảng tài chính không có gì là đáng ngạc nhiên, bởi vì *khi chương trình này trở nên đáng tin cậy* thì nó sẽ thúc đẩy việc ngân hàng thu nhận tiền gửi mà không cần biết những rủi ro mà họ đang gánh chịu.<sup>20</sup>

Ngay cả khi không có bảo hiểm công khai, thì những người gửi tiền vẫn có thể phỏng đoán rằng chính phủ sẽ bảo vệ ngân hàng cho họ. Tuy nhiên, với trình độ phát triển thể chế thấp thì niềm tin vào một chương trình bảo hiểm ngân hàng như thế có thể còn thấp. Không có gì là chắc chắn trong trường hợp phá sản chính phủ sẽ sẵn sàng và có khả năng chi trả cho đến tận người gửi tiền nhỏ, chứ chưa nói đến những người gửi tiền lớn và các cổ đông. Sự không chắc chắn này khiến người gửi tiền có động cơ phải giám sát ngân hàng (trong điều kiện họ có thể giám sát được), nhất là khi họ không thể dựa vào hoạt động giám sát chính thức mạnh mẽ đối với ngân hàng trong một môi trường với những kỹ năng yếu kém, thông tin và cơ sở điều tiết yếu, và thường chịu sự can thiệp chính trị. Trái lại, việc công bố một kế hoạch công khai có vai trò như những tín hiệu cho thấy sẽ dễ dàng được nhận vốn từ các quỹ cứu trợ hơn, ngay cả khi chính phủ hoạt động trong một thiết chế thể chế yếu kém.<sup>21, 22</sup>

Mặc dù những kết luận kinh tế lượng rất mạnh này không phải không bị chất vấn, một điều tất nhiên, nhưng cho đến nay không ai có thể phủ nhận nó hoàn toàn. Quả thực, trong một bài nghiên cứu mới đây của Eichengreen và Arteta (2000,

**bùng cao khuyi ã khich  
haah vi chệp nhêã ruãro  
trong caã thii ã chí ãhi í  
chí ãyi ã keã**

tr. 44-45) đã khẳng định rằng, “ít nhất thì số bằng chứng cho thấy bảo hiểm tiền gửi... là một hình thức bảo vệ khỏi nỗi hoảng loạn của người gửi tiền... cũng nhiều chẳng kém gì việc nó gây mất ổn định hệ thống ngân hàng.” Tuy nhiên, để đi đến được kết luận này, các tác giả đã dựa trên một mẫu tương đối hạn chế về số nước và số cuộc khủng hoảng. Cụ thể là, việc bỏ qua các nước có thể chế tốt hơn đã khiến họ rất khó nhận thấy được tầm quan trọng của chất lượng thể chế trong việc xác định tính hữu hiệu nói chung của bảo hiểm tiền gửi, cũng như các tính chất khác nhau của việc thiết kế chương trình bảo hiểm.

Khẳng định về những tác động bất lợi của bảo hiểm tiền gửi công khai đến kỷ luật thị trường có thể quan sát thấy trong cái giá mà ngân hàng phải thanh toán cho các khoản tiền gửi của họ. Khảo sát các tài khoản của từng ngân hàng riêng biệt cho thấy, các ngân hàng mất khả năng thanh khoản có xu hướng chi trả cao hơn cho các khoản vốn của họ, một phần để trấn an người gửi tiền về khả năng thanh khoản của chính họ, nhưng chênh lệch về chi phí trả lãi đối với các ngân hàng không có khả năng thanh khoản sẽ thấp đi nếu tồn tại một hệ thống bảo hiểm tiền gửi hào phóng. Một điều thú vị là, những kết luận này được rút ra từ một cơ sở dữ liệu của nhiều nước khác với cơ sở dữ liệu đã được dùng để đánh giá mối quan hệ với các cuộc khủng hoảng, và do đó, nó cho ta thêm một bằng chứng quan trọng. Vì chúng được dựa trên số liệu của các bảng tổng kết tài sản và báo cáo thu nhập riêng biệt từ khoảng 2.500 ngân hàng trong 43 nước, nên điều này có thể cho ta nhiều bằng chứng hơn về cách thức mà bảo hiểm tiền gửi có thể sang đến động cơ khuyến khích (Demirgüç-Kunt và Huizinga 2000b). Mặc dù bảo hiểm tiền gửi làm suy yếu kỷ luật thị trường, ngay cả ở những nước tiên tiến, nên tác động này dường như sẽ bị triệt tiêu nếu có các hoạt động giám sát chính thức tốt hơn, đồng thời cũng có cơ chế theo dõi của thị trường hữu hiệu hơn.

Martinez-Peria và Schmukler (2001) cũng đã tìm thấy những chứng cứ tương tự ở Áchentina (trong những ngày đầu

sau khi áp dụng bảo hiểm công khai), Chilê, Mêhicô về việc thị trường xiết chặt kỷ luật đối với những ngân hàng rủi ro bằng cách buộc những ngân hàng này phải trả lãi suất cao hơn. Mặc dù vậy, điều thú vị là trong trường hợp này, ngay cả những người gửi tiền được bảo hiểm cũng chịu một số tác động của tính kỷ luật, một hiện tượng có thể phản ánh sự thiếu niềm tin vào những cam kết của người bảo hiểm sẽ thanh toán hoặc đẩy nhanh tiến độ thanh toán.<sup>23</sup> Tuy nhiên, khi bảo hiểm tiền gửi tỏ ra đáng tin cậy hơn (như ở Chilê) thì những người gửi tiền không được bảo hiểm dường như sẽ là giám sát viên hữu hiệu hơn đối với rủi ro ngân hàng.

Lãi suất thấp hơn cho thấy lợi thế mà các cổ đông của ngân hàng có được nhờ sự tồn tại của bảo hiểm tiền gửi, một lợi thế mà xét về tổng thể, hiếm khi được phản ánh trong mức phí chênh lệch bảo hiểm. Việc định giá “chính xác” sẽ dễ bỏ được sự bao cấp này, nhưng dường như xây dựng một chương trình bảo hiểm tiền gửi còn dễ hơn việc định giá chính xác - và định giá chính xác cũng rất khó thực hiện trong nhiều thị trường mới nổi. Nếu giá trị cổ phiếu của ngân hàng được niêm yết trên một thị trường chứng khoán hiệu quả phản ánh đúng những rủi ro và lợi tức mà các cổ đông của ngân hàng có được, thì có thể suy ra giá trị định trước của các kế hoạch bảo hiểm tiền gửi đối với mỗi ngân hàng bằng cách xem xét mức độ đòn bẩy của ngân hàng và sự biến thiên trong giá chứng khoán của nó (Hộp 2.5). Giá trị tính được có thể rất lớn, và công cụ này có thể được các cơ quan giám sát sử dụng để dự báo sự thất bại của ngân hàng, như Kaplan (1999) đã chứng minh trong trường hợp Thái Lan.

Trái với quan điểm phổ biến cho rằng, bảo hiểm tiền gửi có thể cần thiết đối với các nước nghèo để tạo lòng tin, cho phép phát triển sâu tài chính, vì đây là điều rất cần (xem Chương 1) để hỗ trợ tăng trưởng; các số liệu lại cho thấy, trong một môi trường thể chế còn yếu, xây dựng một chương trình bảo hiểm tiền gửi công khai sẽ làm cho khu vực tài chính phát triển chậm hơn (Call, Senbet và Sorge 2000). Mặc dù việc cung cấp bảo hiểm có thể dẫn đến có ít hoạt động hơn là điều

**Kĩ thuật bảo hiểm tiền  
gửi có thể thúc đẩy  
phát triển khu vực tài  
chính nếu nhà thiết kế  
yếu**

**Hộp 2.5. Giá trị ngầm ẩn của ba hình thức tiền gửi và cổ phiếu của ngân hàng**

MỘT NGÂN HÀNG CÓ TIỀN GỬI ĐÃ được bảo hiểm có thể huy động được nguồn tiền gửi đó với mức giá xấp xỉ mức giá thị trường dành cho những khoản tiền gửi không có rủi ro, bất kể rủi ro mà ngân hàng đó phải chấp nhận về phía tài sản có trong danh mục đầu tư của nó bằng bao nhiêu. Tuy nhiên, một số loại rủi ro này có thể chuyển qua cho cổ đông, và trong một thị trường cổ phiếu hiệu quả thì mức giá cổ phiếu của ngân hàng rủi ro sẽ thấp hơn mức trung bình và biến động mạnh hơn. Áp dụng cách lập luận chuẩn trong lý thuyết về định giá kỳ hạn có thể phán đoán được từ mức độ biến động và mức giá cổ phiếu, niềm tin của thị trường về khả năng lợi nhuận của ngân hàng đang thua lỗ và khả năng cơ quan bảo hiểm sẽ phải đền bù.

Sử dụng những xác suất này, chúng ta có

thể tính toán được mức trợ cấp ngầm hàng năm - hoặc mức bồi thường bảo hiểm kỳ vọng - cho mỗi ngân hàng. Mặc dù công thức khá phức tạp, nhưng chỉ cần có ba biến số cho phép tính này, đó là mức độ biến động của cổ phiếu, tỉ lệ vốn cổ phần trên lượng tiền gửi, và mức lãi cổ tức. Bảng dưới đây là một bảng đã tính toán sẵn, cho biết giá trị trợ cấp ngầm hàng năm dành cho cổ đông của chương trình bảo hiểm tiền gửi trong bất kỳ ngân hàng nào, chỉ cần biết trước mức độ biến động của cổ phiếu và tỉ lệ giữa vốn cổ phần và tiền gửi. (Bảng này giả định cổ tức bằng 0). Các ngân hàng rủi ro - là những ngân hàng có tương đối ít vốn cổ phần và mức thu nhập biến động mạnh - sẽ là những ngân hàng được trợ cấp nhiều.

Tỷ trọng của trợ cấp an sinh ngầm hàng năm so với giá thị trường của cổ phiếu

$\sigma_E$						
E/D	50	60	70	80	90	100
1	0,5	1,6	4,1	8,5	16,6	29,1
2	0,5	1,6	4,0	8,4	15,6	27,9
5	0,4	1,4	3,4	7,4	13,3	24,7
10	0,4	1,3	3,0	6,5	12,2	20,6
20	0,3	1,0	2,4	5,0	9,5	15,7
50	0,1	0,5	1,2	2,7	5,0	8,5

Nguồn:  $\sigma_E$  là phần trăm biến động hàng năm (độ lệch chuẩn) của mức lợi tức trên cổ phiếu, E/D là giá thị trường của cổ phiếu ngân hàng, tính theo % so với giá trị tiền gửi ngân hàng. Cổ tức được coi là = 0.

Nguồn: Laeven (2000)



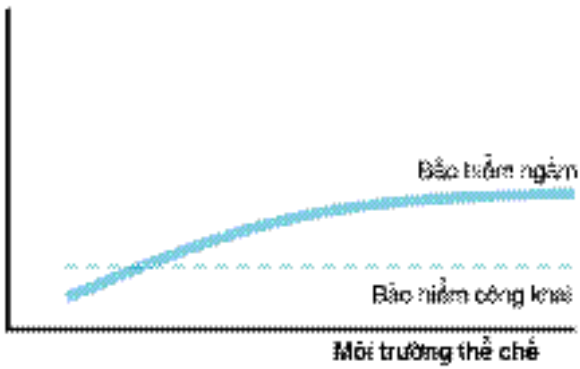
xem ra như nghịch lý, nhưng có thể có khả năng là những người trả thuế trong các nước thể chế yếu kém khi chứng kiến chính phủ của họ đứng ra bảo lãnh công khai thì họ sẽ hiểu rằng môi trường này không giúp gì cho việc kiềm chế chi phí cho những sự bảo lãnh ấy. Khi đó, kết quả sẽ là, những người bảo hiểm thực sự, tức là chính những người đóng thuế, sẽ chọn cách giấu bớt tài sản của mình bên ngoài hệ thống ngân hàng, thậm chí ở nước ngoài, để tránh bị đánh thuế để chi trả cho bảo hiểm.

Khi áp dụng hệ thống bảo hiểm công khai, chính phủ đã tiếp quản một số chức năng giám sát ngân hàng. Điều này đòi hỏi cả tính minh bạch – khả năng phát hiện càng nhiều càng tốt những rủi ro mà các ngân hàng đang chấp nhận – lẫn việc ngăn chặn – khả năng thuyết phục các ngân hàng rằng các qui định sẽ được thực hiện. Đến lượt mình, việc ngăn chặn lại phụ thuộc vào trách nhiệm giải trình của các quan chức chính phủ, nhất là những người trong hệ thống bảo hiểm tiền gửi và các cơ quan điều tiết có liên quan (Kane 2000). Trình độ phát triển thể chế cao hơn – trong hệ thống pháp lý, tiêu chuẩn hạch toán và kiểm toán, và trong môi trường chính trị hoặc chất lượng của chính phủ – sẽ khiến cho các ngân hàng khó khăn hơn nếu muốn đánh bạc với các khoản tiền gửi có bảo hiểm, hoặc các quan chức sẽ khó lòng trì hoãn việc khép những ngân hàng đó vào kỷ luật.

Vì thế, nếu chúng ta kết hợp cả ba tính chất này – minh bạch, trách nhiệm giải trình, và khả năng ngăn chặn – vào một “môi trường thể chế” tổng quát, thì lập luận của chúng ta có thể tóm tắt lại trong Hình 2.9. Bảo hiểm tiền gửi – cho dù là công khai hay ngầm ngấm - đều mang lại lợi ích xã hội vì nó bảo vệ cho những người gửi tiền có bảo hiểm, nhưng với cái giá phải trả là hành vi lợi dụng bảo lãnh, cố ý làm liều, vốn rất tốn kém về mặt xã hội. Chúng ta có thể mô tả mức độ bảo vệ người gửi tiền mà một hệ thống công khai đang vận hành (đồ thị trên cùng) có thể mang lại, với tư cách là những tính chất còn lại mang tính độc lập và sẵn có từ trước của môi trường thể chế. Với một hệ thống ngầm, cũng có một mức độ

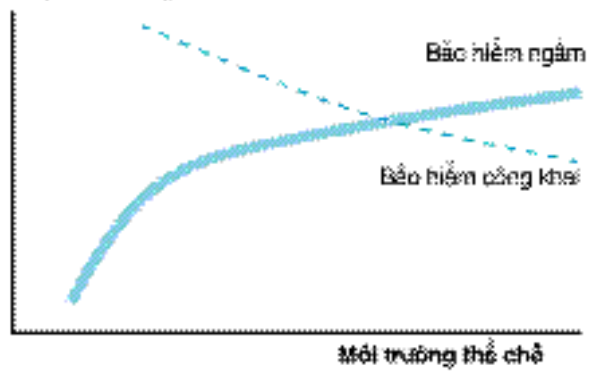
Hình 2.9 Bảo hiểm tiền gửi: lợi ích ròng

Lợi ích của việc bảo vệ xã hội



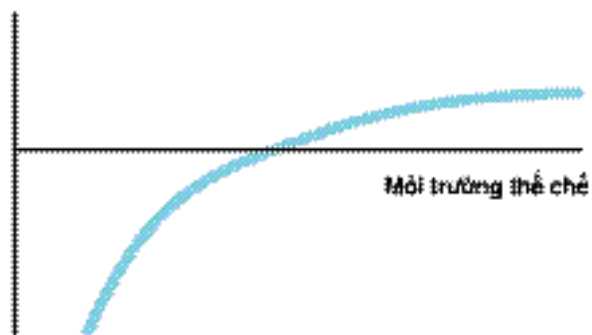
Kĩ thuật bảo hiểm tiền gửi  
cần để tránh xa khỏi của sự

Chi phí lợi dụng bảo lãnh, cố ý làm lều



... và chi phí xã hội của hành  
vi lừa đảo bảo lãnh cố ý làm  
lừa

Cân cân lợi thế: bảo hiểm công khai so với bảo hiểm ngầm



Khi thị trường là, chi phí của  
bảo hiểm tiền gửi công khai  
sẽ vượt qua được

Nguồn: Xem nội dung trong bài.

bảo vệ xã hội nhất định, tùy thuộc vào việc chính phủ muốn gì và có thể cung cấp được những gì sau đó. Tuy nhiên, như đã mô tả trong Hình 2.9, điều này có thể lớn hơn ít nhiều ở các nước đã đạt được một chất lượng thể chế nói chung khá cao, nếu chỉ vì hệ thống thuế phát triển tốt hơn, sẽ cho phép mở rộng mức bảo hiểm.

Ở trình độ phát triển thể chế thấp, hành vi lợi dụng bảo lãnh cố ý làm liều (đồ thị ở giữa) có thể lan tràn khắp nơi với hệ thống bảo hiểm công khai – ngân hàng sẽ huy động các khoản tiền gửi nhờ có bảo hiểm, nhưng với mức độ giám sát lỏng lẻo hơn. Tuy nhiên, hành vi cơ hội này có xu hướng sẽ giảm khi môi trường thể chế tốt hơn. Trái lại, khi môi trường thể chế yếu kém, có vẻ hệ thống bảo hiểm ngầm ít gây ra hành vi lợi dụng bảo lãnh cố ý làm liều hơn, vì người gửi tiền sẽ ít trông chờ vào sự bảo vệ hơn – trên thực tế, họ có thể giữ của cải của mình nằm ngoài hệ thống ngân hàng, thậm chí còn ở cả nước ngoài.

Đồ thị dưới cùng tổng kết lợi ích ròng, với thông điệp chính là, một cơ sở hạ tầng thoả đáng đảm bảo hiệu lực thực thi hợp đồng là cực kỳ quan trọng để mang lại lợi ích ròng từ chương trình bảo hiểm tiền gửi công khai. Mặc dù chưa rõ ở ranh giới nào thì bảo hiểm tiền gửi công khai có thể mang lại lợi ích ròng cho đất nước, nhưng sự cần thiết phải có “kiểm toán” về tình trạng minh bạch, khả năng ngăn chặn và trách nhiệm giải trình trước khi áp dụng chương trình bảo hiểm, thì đã hiển nhiên. Chính phủ nào đứng ở cuối bức tranh toàn cảnh này mà muốn áp dụng một hệ thống công khai, thì trước hết phải tập trung vào việc hoàn thiện các thể chế liên quan – bao gồm cả môi trường điều tiết (sẽ bàn đến dưới đây) – để giảm bớt khả năng chấp nhận rủi ro quá mức. Điều cần lưu ý là, không có bằng chứng nào cho thấy việc chờ đợi, chưa áp dụng bảo hiểm tiền gửi ngay gây ra chi phí. Bên cạnh chứng cứ đã nêu ở đây cho rằng, bảo hiểm tiền gửi trong môi trường thể chế yếu sẽ làm giảm sút sự phát triển tài chính (và do đó giảm sút tăng trưởng), *tất cả các nước có*

*thu nhập cao đều đã đạt đến trạng thái không cần phải có bảo hiểm tiền gửi công khai.*

Khi các cơ quan chức năng quyết định rằng, hệ thống của họ thích hợp với một chương trình bảo hiểm tiền gửi công khai, thì cần ghi nhớ một số đặc điểm nhất định về mặt thiết kế. Một cách để quyết định về cách thiết kế chương trình là hãy nhìn các nước công nghiệp và đi theo cách họ đã làm, hoặc nếu không thì cố gắng rút ra thực tiễn tốt nhất từ các nguyên tắc ban đầu (Garcia 1999). Hơn nữa, Nhóm Công tác về Bảo hiểm Tiền gửi thuộc Diễn đàn ổn định Tài chính đã được yêu cầu phải xây dựng một tài liệu hướng dẫn về bảo hiểm tiền gửi để hỗ trợ các nước đang áp dụng hoặc cải cách mạnh mẽ hệ thống bảo hiểm tiền gửi, và báo cáo dự kiến sẽ hoàn tất vào mùa thu năm 2001. Tuy vậy, trong thiết kế của hệ thống bảo hiểm ở các nước công nghiệp có sự khác biệt rất lớn. Quan trọng hơn, thành công cũng có thể phụ thuộc vào việc tái tạo các tính chất thể chế khác của các nước tiên tiến.

Một phương pháp khác để hỗ trợ cho cách tiếp cận này là nhìn vào những bài học từ kinh nghiệm nhiều nước. Kết quả kinh tế lượng của Demirgüç-Kunt và Detragiache (2000) và Demirgüç-Kunt và Huizinga (2000b), như đã nêu ở trên, và dựa vào số liệu của nhiều nước, đã chỉ rõ một số đặc điểm của kế hoạch công khai, mà những đặc điểm này có thể ảnh hưởng đến mức độ làm suy yếu kỷ luật thị trường hoặc làm tăng rủi ro nổ ra khủng hoảng, nhất là về mức bảo hiểm, công tác quản trị và việc tài trợ.

**Mức bảo hiểm:** Kết quả đã cho thấy, hạn chế mức bảo hiểm thấp, phù hợp với mức độ mà mọi người coi là cần thiết để bảo vệ người gửi tiền nhỏ.

Có những ý kiến bất đồng về hạn mức trần là bao nhiêu, nhưng kinh nghiệm đã cho thấy, con số vào khoảng bằng một đến hai lần GDP bình quân đầu người được coi là đủ hào phóng để bảo vệ những người gửi tiền nhỏ, trong khi vẫn duy trì được đáng kể kỷ luật thị trường. Bảo hiểm liên ngân hàng cũng cần phải được loại bỏ.

**Âu ãng sao chép rệp  
khuôn kĩ ðhoa ãnh ba ð  
hĩĩ m tĩĩ ñ gũũ tũũ ãũũ  
khaế**

**Ha ã chĩ ãmũế ba ð  
hĩĩ m ¼**

**¾ thu hút khu vực tư nhân vào việc quản lý và theo dõi nguồn vốn có thể giúp hạn chế việc vi phạm kỷ luật thị trường và hạn chế ảnh hưởng đến sự rủi ro toàn diện, nhưng đây không phải là liều thuốc bách bệnh.**

**Quaã trô:** Thu hút sự tham gia của khu vực tư nhân vào việc quản lý và theo dõi nguồn vốn có thể giúp hạn chế việc vi phạm kỷ luật thị trường và hạn chế ảnh hưởng đến sự rủi ro toàn diện, nhưng đây không phải là liều thuốc bách bệnh.

Vấn đề về quản trị gần đây ít được chú ý, nhưng vai trò quan trọng của việc tư nhân tham gia vào những cam kết bảo lãnh giữa các ngân hàng với nhau là trung tâm của một hệ thống bảo hiểm tiền gửi thành công trong những ngày đầu. Thí dụ, bảo lãnh lẫn nhau đã rất thành công trong hệ thống dựa vào nhà nước của Mỹ giữa thế kỷ 19 như ở Indiana, Iowa và Ohio (tất cả đều có đặc điểm là có trách nhiệm vô hạn với nhau và đều tương đối thành công – White 1997), và trong các hiệp hội ngân hàng trong thế kỷ 19 và đầu thế kỷ 20. Đây cũng là đặc điểm của nhiều hệ thống bảo hiểm tiền gửi hiện nay, trong đó đáng kể nhất là ở Đức. Sự tham gia của khu vực tư nhân, và thậm chí cả trách nhiệm của khu vực tư nhân trong việc bảo hiểm tiền gửi, đã minh họa cho nguyên tắc chính phủ khai thác khu vực tư nhân để đạt đến đích của mình. Một kế hoạch thuần túy của chính phủ sẽ có nhiều nguy cơ xảy ra khủng hoảng hơn, và chúng sẽ làm suy giảm kỷ luật thị trường, nhưng kế hoạch tiền gửi của khu vực tư nhân cũng có lúc thất bại, và chúng có thể cạn kiệt vốn trong một cuộc khủng hoảng toàn diện.<sup>24</sup>

Điều quan trọng là, nếu chỉ thu hút sự tham gia của khu vực tư nhân trên danh nghĩa, mà không có sự giám sát đặc biệt như hệ thống đặc trưng của một số trường hợp, chẳng hạn như hệ thống của Đức, thì rất dễ. Vì thế, hệ thống tư nhân có lẽ hoạt động tốt nhất khi duy trì được nghĩa vụ lẫn nhau, và đúng nhất là, nên coi hệ thống tư nhân như vòng bảo vệ đầu tiên phòng ngừa tất cả các loại khủng hoảng, trừ khủng hoảng toàn diện là lúc mà chính phủ cần vào cuộc – cũng giống như khi phải khắc phục nguy cơ tổn thất do thiên tai, động đất hay bão lớn.

Hạn chế tiềm ẩn thứ hai là các kế hoạch của tư nhân dựa trên sự giám sát của những đối tượng ngang hàng, mà (như

Calomiris 1992 đã quan sát) sự giám sát này có thể có tác dụng nhiều hơn khi sự liên kết chỉ hạn chế trong một số lượng nhỏ. Vượt quá số lượng ấy, các thành viên sẽ có xu hướng “không làm mà hưởng” nỗ lực giám sát của người khác. Trong hệ thống của Đức, vấn đề này được khắc phục bằng cách xây dựng một số hệ thống bảo hiểm tiền gửi cho các nhóm ngân hàng khác nhau. Nhóm ngân hàng nhỏ hơn có thể tăng cường độ an toàn bằng cách nâng cao giá trị tên tuổi kinh doanh của mình, và theo đó, sẽ tạo ra cho các chủ ngân hàng động cơ mạnh mẽ hơn để hành động thận trọng. Tuy vậy, sự liên kết tư nhân cũng có thể được sử dụng để kìm hãm cạnh tranh, và chính phủ phải quyết định rõ ranh giới giữa cạnh tranh và sự ổn định. Chi phí cao của các cuộc khủng hoảng ngân hàng ở các nước đang phát triển gợi ý nên coi trọng tính ổn định hơn. Hơn nữa, nhiều nước đang phát triển, đặc biệt là những nước nhỏ, mới chỉ có một số lượng tương đối ít các ngân hàng so với ở các nước công nghiệp đối tác của họ. Đồng thời, như sẽ nêu trong Chương 4, các doanh nghiệp và hộ gia đình đã nhanh chóng tiếp cận được các dịch vụ tài chính từ nước ngoài, cho nên tài chính ngày càng trở nên cạnh tranh hơn, cho dù là trong các nước nhỏ.

Cuối cùng, hệ thống bảo hiểm tiền gửi giống như của Đức có thể thành công nhờ nó nằm trong môi trường thể chế và điều tiết. Thiên hướng chống phá sản mạnh trong luật pháp nước Đức và hệ thống điều tiết, giám sát hữu hiệu, dường như cũng rất quan trọng.<sup>25</sup> Điều thú vị là khi áp dụng phương pháp luận trong Hộp 2.2 vào một mẫu gồm 12 nước, Laeven (2000) đã kết luận rằng, ngân hàng Đức chỉ chấp nhận rủi ro rất ít và có tổng mức trợ cấp từ hệ thống bảo hiểm thấp nhất. Sự quản lý của tư nhân, nghĩa vụ đối với nhau, và thiên hướng chống phá sản là những nguyên nhân có thể giải thích cho kết quả này.

**Tài trợ:** Kết quả hồi quy đã đề xuất khả năng không tài trợ cho kế hoạch này, mặc dù nếu có thể tiếp cận được nguồn vốn thì kế hoạch này có thể bảo vệ được kỷ luật thị trường. Tài trợ có xu hướng làm tăng niềm tin, khiến cho việc chi trả diễn ra

**- vaigiũ không taà trũ cho  
caé kí hoaé h nađ, hòu à  
vũ sũ giaán sađ chũ ã cheã  
trong môi trũ uág thì í chí ã  
yĩ ã**

kip thời. Mặc dù vậy, trường hợp về tài trợ vẫn còn gây nhiều tranh cãi và chưa có hồi kết. Khủng hoảng tiết kiệm và cho vay ở Mỹ chứng tỏ các kế hoạch được hay không được tài trợ đều có thể dẫn đến việc chính phủ nương nhẹ tay hơn và các giải pháp tốn kém hơn vì người bảo hiểm sẽ đấu tranh để bảo vệ người gửi tiền trong các ngân hàng yếu kém. Ngoài ra, đôi khi người ta lập luận rằng, quyết định tài trợ cho bảo hiểm tiền gửi có thể đi kèm với việc giám sát chặt chẽ hơn. Tuy nhiên, kiểm định kinh tế lượng ở nhiều nước đã cho thấy một điều rằng, các nguồn vốn có thể dễ dàng bị lạm dụng trong môi trường thể chế yếu, và dường như thành lập một quỹ vốn còn dễ dàng hơn nhiều so với việc bảo vệ nó khỏi bị bòn rút. Kết luận này cần được các cơ quan chức năng luôn luôn ghi nhớ khi cân nhắc xem có nên tài trợ hay không. Việc quyết định không tài trợ cho các kế hoạch này, nhưng với khả năng tiếp cận được nguồn vốn từ chính phủ, phải cho phép có những phản ứng nhanh nhạy trong khi vẫn duy trì sự giám sát để giảm thiểu nguy cơ lạm dụng. Việc tài trợ trước và sau chỉ nên được cân nhắc khi các thể chế pháp lý và điều tiết đã phát triển đủ mạnh để ngăn chặn hành vi bòn rút.

Nói tóm lại, chính phủ nào đang cân nhắc việc áp dụng bảo hiểm tiền gửi, có thể được lợi từ các bài học này. Một số người có thể sẽ luận giải các chứng cứ, có nghĩa là, nếu các nước áp dụng một hệ thống bảo hiểm tiền gửi "tốt" thì họ sẽ được cách ly tốt hơn trước các cuộc khủng hoảng. Tuy nhiên, khó khăn ở đây là, bản thân việc áp dụng bảo hiểm tiền gửi là "cuộc cải cách tức thời", còn việc xây dựng thể chế để đảm bảo hệ thống đó "tốt" đòi hỏi phải tốn khá nhiều thời gian. Không có sự phát triển thể chế thoả đáng thì có một nguy cơ rất thực tế là bảo hiểm tiền gửi dẫn đến khủng hoảng, hạn chế sự phát triển khu vực tài chính, làm cho thị trường tài chính vận hành yếu kém hơn, và cuối cùng, làm chậm sự tăng trưởng và tăng mức độ đói nghèo. Vì thế, chính phủ nào đang cân nhắc việc ban hành bảo hiểm tiền gửi cũng cần coi việc kiểm toán lại khuôn khổ thể chế của mình là bước đi đầu tiên trong quá trình ra quyết định. Những nước nào quyết định

thành lập một hệ thống bảo hiểm tiền gửi công khai thì cần dựa trên những kết quả của kinh nghiệm này, tận dụng các lực lượng thị trường đã biết để phòng ngừa.

### **Kĩ ề luậ**

**T**HÔNG ĐIỆP NHẤT QUÁN TRONG CHƯƠNG NÀY là, các chủ ngân hàng và các đối tượng khác tham gia thị trường cần được nhìn nhận như một lực lượng bổ sung cho công tác giám sát chính thức trong việc theo dõi các ngân hàng. Bất kể quy định phòng ngừa nào được áp dụng – và có thể cần làm nhiều việc hơn chứ không chỉ đơn thuần tập trung vào mức độ thoả đáng về vốn (xem Honohan và Stiglitz 2001) – thì việc đảm bảo cho các qui định ấy được tuân thủ vẫn là một trở ngại lớn. Trong điều kiện có những vấn đề về thông tin và có những khó khăn khi tìm hiểu các động cơ khuyến khích phát huy tác dụng như thế nào, thì việc chú trọng nhiều vào một nhóm đối tượng, coi đó là người giám sát chính, cũng chẳng khác gì việc tập trung quá mức trong danh mục đầu tư của ngân hàng. Có thể ngân hàng vẫn thanh toán rất dễ dàng cho đến khi sụp đổ thê thảm. Cách tiếp cận chiến lược của các cơ quan chức năng là sử dụng động cơ khuyến khích ở bất kể nơi nào phù hợp để tăng cường tối đa số tai mất thận trọng và được khích lệ thường xuyên để theo dõi ngân hàng.

Tiếp cận dễ dàng một mạng lưới an sinh công khai hay ngầm ngầm, đều tạo ra khoản trợ cấp cho các ngân hàng, điều này sẽ khuyến khích các nền kinh tế phụ thuộc quá nhiều vào các ngân hàng – và sử dụng hình thức vay nợ quá mức. Thực hiện những kiến nghị đã nêu trong chương này và dỡ bỏ thực sự hoặc giảm mạnh khoản trợ cấp này, sẽ loại trừ được sự méo mó đó và khuyến khích khu vực tài chính phi ngân hàng phát triển. Chắc chắn ở đây có sự rủi ro nhất định, trong chừng mực mà các hoạt động gần như ngân hàng diễn ra ngay bên ngoài phạm vi điều tiết, và việc thiết kế các biện pháp điều tiết phải thích ứng để tránh những cơ hội mua đi



bán lại như thế. Tuy nhiên, trong điều kiện cho phép xuất hiện các loại hình tài chính phi ngân hàng, như cổ phiếu và trái phiếu được buôn bán trên thị trường, các tổ chức tiết kiệm tập thể có liên quan và các hoạt động dịch vụ tài chính khác, sẽ cho phép phân bổ rủi ro và giảm chi phí của nguồn vốn rủi ro. Rủi ro và gian lận cũng sẽ xuất hiện trong hoạt động tài chính phi ngân hàng, nhưng sự tồn tại của rủi ro được mọi người biết rõ và nó được trả giá bằng mức lợi tức kỳ vọng cao hơn. Cần xử lý sự gian lận thông qua các tiêu chuẩn công khai hoá có trách nhiệm và các biện pháp trừng phạt nghiêm khắc, cũng như các qui định phù hợp với lợi ích người tiêu dùng. Với một hệ thống ngân hàng an toàn, các cơ quan chức năng có thể dễ dàng tránh được việc phải đổ đóc trên một con đường nguy hiểm, đó là mở rộng mạng lưới an sinh ra ngoài phạm vi ngân hàng.

Không có gì phải nghi ngờ việc tập trung quyền sở hữu và kiểm soát, như đã nêu trong Chương 1, có thể hạn chế tính chất hợp lý của các tổ chức tài chính phi ngân hàng và thị trường trong việc cung cấp một nguồn tài trợ độc lập và một kênh kiểm tra độc lập về sức mạnh của các nhóm lợi ích đầy quyền thế. Tuy vậy, song song với việc tăng cường khả năng tiếp cận dịch vụ tài chính nước ngoài (Chương 4), không ngừng mở rộng thị trường vốn sẽ hứa hẹn tạo ra sự đa dạng hoá và ổn định lớn hơn cho khu vực tài chính. Hoàn thiện cơ sở hạ tầng tài chính cơ bản – tăng cường việc cung cấp thông tin và cải tiến việc bảo vệ người gửi tiền và người cho vay, như đã nêu trong Chương 1, sẽ là những công cụ để thực hiện nhiệm vụ này. Chắc chắn, những kiến nghị này không dễ thực hiện, vì các chính khách đều có mọi kỹ năng cần thiết để đấu tranh chống lại những lợi ích đầy quyền lực. Làm cho xã hội nhận thức được chi phí mà nhiều người, trong đó có người nghèo, phải trả trong một môi trường khuyến khích yếu kém, sẽ giúp tăng cường hỗ trợ để hoàn thiện khung mẫu này. Các lực lượng toàn cầu hoá (Chương 4) có thể giúp cho nỗ lực đó.

## Chú thích

1. Lý thuyết Triển vọng của Kahneman và Tversky (1979) cho rằng, đánh giá của cá nhân về lợi ích và tổn thất có thể thay đổi tùy theo tình trạng ban đầu của họ, và đặc biệt, họ có thể không chấp nhận bị lỗ, chẳng hạn như không bán chứng khoán khi giá cả giảm.

2. Như Kindleberger (1996, tr. 66) đã nêu, "...khuyh hướng lừa gạt và bị lừa gạt đi song song với khuyh hướng đầu cơ trong thời kỳ bùng nổ kinh tế... và dấu hiệu của sự hoảng loạn thường là khi phát hiện ra một số hiện tượng lừa gạt, trộm cắp, hối lộ hoặc gian lận..."

3. Bagehot (1873, tr. 131) đã nhắc nhở rằng, trong thời kỳ Bong bóng ở Biển Nam, một trong những công ty có cổ phiếu được niêm yết có dấu hiệu hơi khác thường. "Nhưng kỳ lạ nhất có lẽ là "với Phi vụ bị phát hiện đúng lúc". Mỗi người góp tiền phải trả trước 2 đồng ghinê, và sau đó sẽ nhận được một cổ phiếu trị giá 100 đồng, khi phi vụ làm ăn được tiết lộ; và điều hấp dẫn là ở khoản chào mời, với 1.000 người góp tiền cùng đóng góp vào một buổi sáng, và đến chiều thì chủ dự án đã biến mất".

4. Như Levine (1997) đã nêu, Hicks (1969) đã kết luận rằng, mặc dù sản phẩm trong những bước đầu của cuộc cách mạng công nghiệp được phát minh ra vài thập kỷ trước đó, nhưng việc chế tạo trên qui mô lớn những sản phẩm này phải đợi đến khi nổ ra cuộc cách mạng tài chính cho phép tài trợ cho những dự án chưa có khả năng thanh khoản.

5. Bernanke (1983) đã ghi lại kênh tín dụng cho cuộc Đại Suy thoái trong những năm 30. Vai trò của hiện tượng "gặm nhấm tài chính" do phía

cung gây ra trong việc làm trầm trọng thêm cuộc khủng hoảng Đông Á đã được tranh luận rất sôi nổi (về một tuyển tập tổng thuật các tài liệu nghiên cứu, xem Domac, Ferri và Kawai, sắp xuất bản). Khi kết luận tóm tắt này được rút ra, thì rõ ràng là, trong khi việc cương quyết thắt chặt tín dụng sẽ ảnh hưởng đến các doanh nghiệp, đặc biệt là doanh nghiệp vừa và nhỏ trong giai đoạn đầu của cuộc khủng hoảng, thì sự suy giảm kinh tế có nghĩa là cầu về tín dụng cũng sẽ giảm xuống, và việc tái phát động phía cung về tín dụng sẽ không còn là vấn đề căng thẳng nhất nữa – mặc dù các học giả vẫn còn bất đồng về mức độ gay gắt của vấn đề này. Trong tương lai, cần ưu tiên đảm bảo rằng, sự ổn định chính sách kinh tế vĩ mô và môi trường điều tiết sẽ đủ sức đảm bảo để không phải quay trở lại bàn về vấn đề nung nhẹ điều tiết hay trợ cấp của chính phủ.

6. Nếu bỏ qua ba trường hợp ngoại lệ này thì hệ số tương quan là 1,7 và đường hồi quy gần tương ứng quan hệ một – một, giữa chi phí về luồng sản lượng và chi phí ngân sách. Kết luận này có thể diễn giải theo hướng các thành tố khác nhau trong chi phí đều có mối tương quan với nhau, và ủng hộ việc sử dụng chi phí ngân sách như một sự xấp xỉ chung chung cho tổng chi phí kinh tế mà không thể quan sát được.

7. Các mục đích khác, như chống phân biệt đối xử và khuyến khích sở hữu trong nước và xuất khẩu, tiếp tục được các quốc gia theo đuổi thông qua các biện pháp chi tiết của chính sách tài chính, nhưng điều đó không được bàn đến ở đây. Tính hữu hiệu mà mọi người cảm nhận thấy trong các biện pháp chính sách nhằm định hướng luồng tài chính vào các mục tiêu chính sách cụ thể đang

giảm sút (Caprio, Hanson và Honohan 2001).

8. Các hành động chính thức giúp ngăn chặn sự thất bại hoàn toàn của các quỹ tự bảo hiểm LTMC có tỉ số đòn bẩy cao năm 1988 chủ yếu là do sự hiểu biết về tác động tiềm năng của những thất bại như thế đến sự ổn định của hệ thống ngân hàng đề xuất ra.

9. Việc các nước đang phát triển chấm dứt các yêu cầu về khả năng thanh khoản đã diễn ra khi các nước này đua nhau noi theo các trường hợp thành công nhất ở khu vực OECD, và việc hạ thấp yêu cầu về khả năng thanh khoản, đã phần nào loại bỏ được việc đánh thuế vào khu vực tài chính. Mặc dù tỉ lệ thanh khoản – nắm giữ phần dự trữ ở ngân hàng trung ương, tiền mặt và các chứng thư của chính phủ – không cần thiết cho mục đích phòng ngừa ở các nước có thu nhập cao, nhưng các nước đang phát triển lại không có khả năng nâng cấp công tác giám sát và điều tiết ngân hàng của mình đủ mạnh để bù đắp lại tổn thất của kho dự trữ này (xem Caprio và Honohan 2001).

10. Các qui tắc quá đơn giản hoặc cứng nhắc, có thể có những hiệu ứng phụ đáng tiếc. Chẳng hạn, khi nền kinh tế đi xuống, yêu cầu khắt khe về vốn của ngân hàng có thể làm trầm trọng thêm sự suy thoái bằng cách kiềm chế tăng trưởng tín dụng, nhất là, nếu ngân hàng phải cấp vốn nhiều hơn để bù lại những khoản vay thua lỗ (Chiuri, Ferri và Majnoni 2000). Tuy nhiên, giải pháp lý thuyết làm cho các yêu cầu về vốn linh hoạt theo chu kỳ kinh tế, (Dewatripont và Tirole 1993) trên thực tế có thể rất khó thực hiện một cách đáng tin cậy hoặc không phải mạo hiểm với một mức độ giảm nhẹ điều tiết mà điều này có thể làm xói mòn tác động khuyến khích của việc đề ra các yêu cầu về vốn.

11. Không chỉ các nền kinh tế mới nổi mới thiếu sự giám sát. Một nghiên cứu gần đây của Ngân hàng Nhật Bản (1998) đã nhận thấy, 75,3% các món vay trong năm 1993-94 được liệt vào loại có vấn đề trong một mẫu gồm 18 ngân hàng đã được xoá nợ trong ba năm tiếp theo đó – nhưng nhu cầu cấp những món vay đó chỉ là 52%; và 16,7% nợ “hạng hai”, trong đó chỉ có 2% là bất buộc, cũng đã được xoá nợ.

12. Sự phối hợp trong công tác giám sát khu vực tài chính đã được chú ý nhiều, nhưng nó nằm ngoài phạm vi nghiên cứu này. Vì các cơ quan phối hợp còn tương đối mới mẻ, nên chưa có nghiên cứu định lượng chính thức về giá trị tương đối của nó, mà chỉ có những thông tin tản mạn (như những khó khăn triền miên trong việc có được sự hợp tác hữu hiệu giữa các bộ phận khác nhau trong cùng một cơ quan). Nhưng, như Goodhart (2000) đã lập luận, đối với các nền kinh tế mới nổi, vấn đề này còn chưa chín muồi và có thể còn có một trật tự thứ hai liên quan đến việc khắc phục môi trường khuyến khích nói chung.

13. Như Becker và Stigler (1974) đã nêu, “cấu trúc trả lương thích hợp có ba bộ phận: “phí vào cửa” bằng với mức để khiến cá nhân có những hành vi không trung thực, mức chênh lệch tiền lương trong mỗi năm làm việc đúng bằng với thu nhập có được từ “phí vào cửa”, và lương hưu với giá trị vốn xấp xỉ bằng với mức khiến cá nhân có những hành vi không trung thực. Khi đó, người thực thi pháp luật sẽ được tặng một trái phiếu bằng với mức khiến cá nhân có hành vi không trung thực, nhận khoản thu nhập từ trái phiếu đó chừng nào họ còn đi làm, và sẽ phải trả lại trái phiếu đó nếu họ chỉ hành xử vì mình, cho đến lúc nghỉ hưu. Nói cách khác, họ sẽ bị tước quyền thụ hưởng trái phiếu đó nếu họ bị đuổi vì có hành vi không trung thực.”

14. Mặt khác, gần đây người ta cho rằng, các giám đốc điều hành lâu năm của Ngân hàng Daiwa phải chịu trách nhiệm cá nhân về những thua lỗ do đã không giám sát chặt chẽ những người buôn bán (Economist, tháng 11 năm 2000).

15. Trong một số trường hợp chuyển đổi, các chính phủ có thể phần nào được kích lệ bởi khả năng gia nhập châu Âu và đồng ý với mô hình bảo hiểm tiền gửi ở đó.

16. Tất nhiên, vì “tiền to” cũng là “tiền thông minh” nên nó có thể vận động trước tiên, và trong chừng mực mà các cơ quan chức năng có lo ngại về một cuộc khủng hoảng “toàn diện” tiềm ẩn, thì họ có thể sẽ chọn bảo vệ cho những người gửi tiền lớn không có bảo hiểm trước, ngay cả đó là những món vay liên ngân hàng, có thể thông qua quỹ bảo hiểm tiền gửi hoặc một phương thức nào khác. Vì thế, trong giai đoạn khó khăn của Continental Illinois ở Mỹ, bảo hiểm tiền gửi đã được mở rộng cho tất cả chủ nợ.

17. Đã có lúc chính phủ vượt quá cả hạn mức trần bảo hiểm của chính mình, nhưng các nghiên cứu thực nghiệm tính toán lại dưới đây lại cho thấy, hạ thấp trần bảo hiểm cũng có thể gây ra vướng mắc.

18. Yêu cầu các luật EU đối với các nước thành viên là phải bảo hiểm cho một lượng tiền gửi bằng đồng tiền chung euro đã hâm nóng lại áp lực về mức bảo hiểm ở các nước đang muốn gia nhập EU.

19. Ở Mỹ và một số nước khác, có hạn mức về tổng lượng vốn trong quỹ bảo hiểm tiền gửi. Một khi đạt đến hạn mức đó, ngân hàng sẽ không được xem xét nữa cho đến khi lượng vốn giảm xuống mức trần. Trong tình huống này, ngân hàng không phải chấp nhận thêm rủi ro, và rõ ràng không có sự phân biệt về mức rủi ro.

20. Demirgüç-Kunt và Detragiache (1999) đã thấy rằng - mặc dù chỉ với một mẫu nhỏ gồm 24 nước - thì chi phí cho khủng hoảng cũng vẫn lớn hơn, khi có bảo hiểm tiền gửi và môi trường thể chế yếu.

21. Lập luận tương tự đối với dự trữ ngoại tệ.

22. Mọi thông điệp cho rằng phải hạn chế mức bảo hiểm đều bị giảm tác dụng trong các thiết chế thể chế như vậy.

23. Vấn đề thiếu lòng tin tiến độ thanh toán ở các nền kinh tế mới nổi có thể rất lớn, ở đó có thể phải mất từ hàng tháng đến 8 năm để người gửi tiền có thể được thanh toán hết, tùy theo tình trạng của bảo hiểm tiền gửi.

24. Tuy nhiên, cả hệ thống công và tư đều không được thiết kế để đề phòng các cuộc khủng hoảng toàn diện, mà chỉ để ngăn chặn các triệu chứng thất bại của từng ngân hàng cá biệt để nó không bùng nổ thành vấn đề khủng hoảng toàn diện.

25. Theo cơ sở dữ liệu của La Porta và các tác giả khác (1997), các ngân hàng Đức được xếp vào diện bảo vệ mạnh mẽ nhất quyền của chủ nợ. Đồng thời, theo báo cáo của Beck (2000), mặc dù chưa có sự phá sản gian lận mới bị truy tố, nhưng ở Đức sự gian lận có thể bao gồm cả việc “vi phạm thông lệ kinh doanh có trật tự”, một điều khoản có thể hiểu theo rất nhiều nghĩa. Hans Gerling, một giám đốc của ngân hàng Herstatt, đã bỏ ra khoảng 150 triệu DM để trả cho các chủ nợ nhằm tránh bị mắc vào vòng kiện tụng sau khi ngân hàng này đổ vỡ. Hơn nữa Luật ngân hàng Đức nghiêm cấm mọi nhà quản lý dính líu đến sự phá sản gian lận được nắm giữ bất kỳ vị trí quản lý nào về sau trong hoạt động ngân hàng - điều này là do quy định của các quan chức điều tiết chứ không phải là tòa án hình sự.

# Tài chính không biên giới?

*"Trên thực tế, bất cứ xã hội nào dựa trên một cấu trúc cổ xưa, đồng thời lại mở cửa cho tiền tệ, thì trước sau cũng sẽ bị đẩy ra khỏi trạng thái cân bằng vốn có và giải phóng các thế lực không được kiểm soát một cách thoả đáng. Hình thái hoán đổi mới này đã làm đảo lộn trật tự, thiên vị một số người này và từ chối một số người khác. Dưới tác động này, tất cả mọi xã hội đều phải lật sang một trang mới"*

Fernand Braudel, Chủ nghĩa tư bản và Cuộc sống vật chất,  
1400-1800

**S** O VỚI QUY MÔ CỦA NỀN TÀI CHÍNH TOÀN cầu thì hệ thống tài chính tại các nước đang phát triển quả là quá nhỏ. Nếu không kể Trung quốc thì chỉ có một mình Braxin có một hệ thống tài chính chiếm tới 1% tài chính toàn cầu. Chương này sẽ mở đầu bằng việc giải thích tại sao các hệ thống tài chính nhỏ không đạt được quy mô hiệu quả tối thiểu và chúng có thể thu được nhiều lợi ích thông qua việc tiếp nhận một số dịch vụ tài chính từ bên ngoài.

Cùng với sự bành trướng nhanh chóng - tuy không đồng đều - của các luồng nợ và vốn cổ phần quốc tế, bao gồm cả đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI), dịch vụ tài chính do các công ty tài chính nước ngoài cung cấp tại các nước đang phát triển cũng tăng lên mạnh trong thời gian gần đây. Xét trên ba phương diện cơ bản: nợ, vốn cổ phần và dịch vụ, thì quá trình toàn cầu hoá tài chính đã mở rộng phạm vi tăng trưởng cũng

**Caé hí ãhöög nhoãgãý  
caãg túúg taé vúãtaã  
chinh toãã cêu**

như các lợi ích khác từ tài chính, đồng thời cũng làm tăng rủi ro. Quá trình này sẽ đi xa tới mức nào? Nó cần phải được giới hạn trên các phương diện nào? Nói một cách khác, phần nào của tài chính trong nước cần phải nắm giữ, và phần nào có thể để nước ngoài cung cấp?

Chương này được tiếp tục bằng việc xác định chi phí và lợi ích của việc tự do hoá tài khoản vốn, và đưa ra một giả thiết làm cơ sở cho các thảo luận tiếp theo: rằng sự kiểm soát chặt chẽ, vốn đã tạo ra một khoảng chênh lệch lớn và thường xuyên, giữa tỷ giá và lãi suất bán buôn thực tế với tỷ giá và lãi suất cân bằng thị trường, không còn là một lựa chọn thực tế nữa.

Sau đó, ba phương diện cơ bản của quá trình quốc tế hoá tài chính được lần lượt trình bày:

- Quá trình quốc tế hoá việc cung cấp các dịch vụ tài chính, bao gồm cả sự tham gia của các ngân hàng và các công ty tài chính nước ngoài có uy tín, có thể là một nhân tố mạnh mẽ tạo nên hiệu quả hoạt động và cạnh tranh, và suy cho cùng, sẽ trở thành một lực lượng có chức năng ổn định hoá.
- Luồng vốn cổ phần, bao gồm cả đầu tư trực tiếp nước ngoài, có vẻ như lớn hơn so với luồng nợ trong những năm gần đây. Chúng tôi cho rằng, xét về mặt đa dạng hoá rủi ro, thì lợi ích của việc chấp nhận các nhân tố nước ngoài vào có lẽ sẽ lớn hơn bất kỳ sự biến động nào do sự chấp nhận ấy gây ra trong giá cả cổ phiếu được niêm yết.
- Đối với các luồng nợ, các biến số cơ bản là lãi suất và tỷ giá được dùng để thoả thuận về các luồng vốn này. Tự do hoá đã khiến cho lãi suất trong nước hay biến động và quá cao ở các nước đang phát triển, phản ánh tỷ giá, các rủi ro chính sách khác, và đòi hỏi công tác quản lý rủi ro chặt chẽ từ phía các trung gian tài chính.

Chương này được khép lại với một số nhận xét về tầm quan trọng ngày càng tăng của công nghệ và truyền thông -

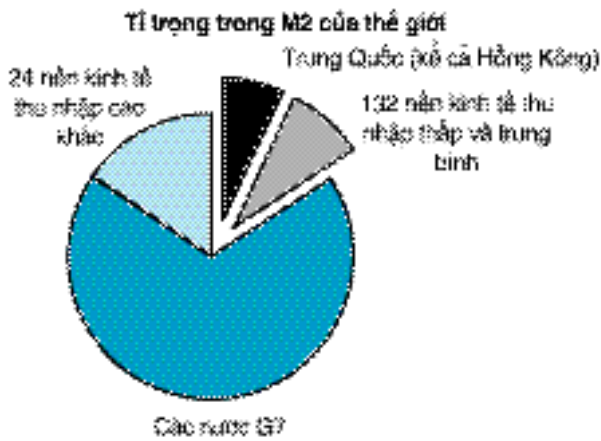
**Tài chính không biên giới  
và các nền kinh tế đang  
phát triển và thu nhập thấp**

một tính chất quen thuộc của tài chính quốc tế, vốn luôn đi tiên phong trong việc áp dụng công nghệ và hiện đang đạt tới tầm cao mới với những tiến bộ trong "tài chính điện tử".

Trên nền của một hệ thống tài chính toàn cầu rộng lớn, tất cả các nước đang phát triển, ngoài một vài trường hợp ngoại lệ, đều có hệ thống tài chính quy mô nhỏ. Nếu sử dụng cung tiền tệ (M2) làm một thước đo tổng hợp thô sơ nhưng thuận tiện, thì ngoài Trung Quốc ra chỉ có Braxin là chiếm hơn 1% tổng (cung tiền) thế giới<sup>1</sup>. Và có không quá 15 quốc gia đang phát triển đạt được mức ngưỡng 0,2% tổng M2 trên toàn thế giới. Trên thực tế, 7 nước lớn chiếm tới ba phần tư M2 của thế giới, và một lần nữa, ngoài Trung Quốc ra, các nước có thu nhập trung bình và thấp chỉ chiếm có 9% (Hình 4.1). Tình hình phân bổ mức độ vốn hoá qua thị trường chứng khoán lại càng thiên lệch. Trên thực tế, quyền lực thị trường của bất cứ một nước đang phát triển nào trong thị trường tài chính toàn cầu cũng đều không đáng kể. Hệ thống tài chính của tất cả các nước đang phát triển đều nhỏ, và điều này cần phải được chú ý trong quá trình quản lý.

Nhiều hệ thống (tài chính) cực kỳ nhỏ. Hơn 200 triệu người

**Hình 4.1 Tỷ trọng của các nền kinh tế đang phát triển trong tổng tiền của thế giới**



Nguồn: Thống kê tài chính quốc tế

**¼ vañhi ãthöög taàchính  
caâng nhoaãaâng ãi ícoá  
nguy cú bì tổn thúng  
trúúé caé cuásöë trong  
vaãngoããnùúé**

sống tại khoảng 60 quốc gia thành viên của Ngân hàng Thế giới với tài sản của hệ thống tài chính chưa đạt nổi 1 tỷ đôla - tương đương với giá trị tài sản của một ngân hàng loại nhỏ tại bất cứ một nước phát triển nào. Nhiều nước trong số này có số dân ít, tuy nhiên, các nước còn lại tương đối lớn - 9 nước trong số này có số dân lớn hơn 10 triệu người - và có hệ thống tài chính rất kém phát triển.

Các hệ thống tài chính nhỏ hoạt động thiếu hiệu quả. Chúng phải chịu nhiều rủi ro dồn tích lại. Hệ thống tài chính càng nhỏ thì càng dễ bị tổn thương do các cú sốc bên ngoài, và càng ít có khả năng để cách ly và phòng chống các cú sốc này - trừ khi hệ thống tài chính này được hội nhập vào hệ thống tài chính toàn cầu một cách an toàn thông qua các mối liên hệ sở hữu và danh mục đầu tư. Các hệ thống tài chính nhỏ cung cấp ít dịch vụ hơn và có chi phí đơn vị cao hơn, bởi vì, một phần, chúng không phát huy được lợi thế kinh tế theo quy mô, phần khác, thiếu sự cạnh tranh. Quản lý và giám sát các hệ thống nhỏ cũng tốn kém hơn nhiều (Bossone, Honohan và Long 2001).

Đối với các nước này, yêu cầu cấp thiết được đặt ra là, phải có những chính sách thích hợp với tính chất nhỏ này. Họ cần phải tính đến việc thuê các dịch vụ tài chính (tích cực tìm cách thu hút các ngân hàng nước ngoài, các công ty bảo hiểm, các hãng đăng ký tín dụng v.v...) và một số khía cạnh khác của công tác điều tiết tài chính.

Họ cần phải tìm kiếm các thoả thuận hợp tác với các nước láng giềng trong các vấn đề: thị trường chứng khoán khu vực và quốc tế, hợp tác vùng trong công tác quản lý các ngành chứng khoán, bảo hiểm, và ngân hàng. Đã có những thí dụ về các thoả thuận kiểu này, trong đó đáng chú ý là tại Tây, Trung và Nam Phi, tại Đông Caribê và vùng Vịnh Pêch xích (cũng như ở Châu Âu). Nhiều thoả thuận như vậy sẽ còn được ký kết.

Một số các dịch vụ có thể đi thuê dễ dàng hơn các dịch vụ khác. Thí dụ, khi nghiên cứu các phương thức để tư nhân tham gia cung cấp lương hưu, ngay cả trong một nước nhỏ,



chính phủ có thể cũng muốn một chế độ đóng góp bắt buộc, xây dựng hệ thống thu phí, và thiết lập các tiêu chuẩn tối thiểu cho các hợp đồng lương hưu. Tuy nhiên, như đã trình bày trong Glaessner và Valdés-Prieto (1998), chính phủ cũng có thể cấp phép cho các công ty nước ngoài cung cấp các hợp đồng như vậy cho cá nhân trong nước. Trong trường hợp này, các nước nhỏ có thể nhập khẩu không chính thức các dịch vụ giám sát và đỡ phải xây dựng hạ tầng cơ sở để phục vụ cho thị trường chứng khoán trong nước.

Cũng có khi việc xác lập vị thế của một quốc gia trên thế giới đòi hỏi phải xây dựng một nhà máy thép hay một hãng hàng không quốc gia. Thực tiễn kinh tế cho thấy, điều này có nghĩa là các nhà hoạch định chính sách trong các ngành này đang quan tâm nhiều hơn tới chất lượng và chi phí của thép được cung cấp, cũng như mức độ an toàn và tin cậy của các dịch vụ hàng không, đồng thời bảo đảm rằng, cơ sở hạ tầng của các sân bay được dự trù thoả đáng. Tương tự, các nhà hoạch định chính sách trong khu vực tài chính tại các nước nhỏ cũng sẽ không ngừng tìm cách bảo đảm chất lượng và giá của các dịch vụ tài chính cần thiết, thông qua các biện pháp quản lý và khuyến khích mà không cần biết các dịch vụ này do trong hay ngoài nước cung cấp.

### **Túđo hoảđả khoaã vöë: Chi phí vàđủũich**

**T**RẬN CUÔNG PHONG MANG THEO SỰ CẠNH tranh từ nước ngoài, cùng với luồng vốn quốc tế, đã tràn vào hệ thống tài chính của phần lớn các nước đang phát triển trong vòng hơn một thế kỷ qua. Tuy nhiên, cách đây chưa lâu, hầu hết các trung gian tài chính trong nước và thị trường vẫn còn hoạt động trong sự bảo vệ của các rào cản điều tiết lớn mạnh nhằm ngăn trở hoạt động vay và cho vay quốc tế, hay nói rộng hơn là ngăn trở thương mại quốc tế trong lĩnh vực công cụ tài chính và hình thức sở hữu nước ngoài của các công ty tài chính.

Đôi khi, các chu kỳ tăng trưởng và suy thoái được nhập

**Phong traõ túđo hoả  
luông vöë chí dĩĩ ñ ra gẽn  
àey ¾**

khẩu vào sau khi tự do hoá tài khoản vốn. Chắc chắn rằng, với các biện pháp khuyến khích không hợp lý thì đây là một nguy cơ thực tế, tuy nhiên, quá trình tự do hoá quốc tế cũng đem lại các lợi ích hữu hình, và vượt lên tất cả là tính tất yếu của quá trình mở cửa cho các thể chế tài chính và thị trường vốn nước ngoài.

Sau khi mở cửa với thị trường thế giới thì một quốc gia đôi khi trở thành nước nhập khẩu vốn, đôi khi là nước xuất khẩu vốn. Cũng có khi luồng đầu tư cổ phiếu vào ra lại cân bằng với luồng tài chính qua vay nợ theo chiều ngược lại giữa các nước. Kỳ hạn của các luồng vào ra này có thể khác nhau. Bên cạnh các luồng vốn quốc tế, việc cung cấp các dịch vụ tài chính qua biên giới cũng trở nên quan trọng, và một số các thể chế tài chính hoạt động tại chỗ có thể do nước ngoài sở hữu.

Những người ủng hộ sự lưu chuyển tự do của vốn chỉ ra các lợi điểm vượt ra ngoài những lợi ích tĩnh do quá trình phân bổ lại nguồn vốn vay từ các nước giàu vốn sang các nước nghèo vốn.<sup>2</sup> Bởi vì, vốn cổ phần trong nước bây giờ có thể được kết hợp trong một danh mục đầu tư rộng lớn hơn nhiều, nên chúng ít rủi ro hơn. Điều này sẽ làm tăng giá của chúng và giảm chi phí vốn cho các công ty trong nước. Đến lượt mình, điều này lại làm cho các cơ hội đầu tư trước đây được coi là quá mạo hiểm trở nên khả thi, và tổng hợp lại, những cơ hội này có thể đóng góp đáng kể cho tăng trưởng. Có một số chứng cứ chứng tỏ rằng, bùng nổ đầu tư có liên quan tới quá trình tự do hoá thị trường cổ phiếu. Điều quan trọng hơn là phải cải thiện cả chất lượng và hiệu suất đầu tư, nếu muốn thu hút những nhà cung cấp dịch vụ tài chính nước ngoài có nổi tiếng tham gia, cũng giống như việc muốn có các dạng cải thiện trong hoạt động của hệ thống tài chính thông qua quá trình phát triển tài chính như đã bàn đến tại Chương 1. (Dưới đây, chúng ta sẽ xem xét lại các bằng chứng thực nghiệm về một vài trong số những kênh đó). Một lợi điểm động khác là quá trình chuyển giao công nghệ, vốn đã hàm chứa hoặc gắn liền với các luồng vốn rót vào, và các hiệu ứng mang lại tính kỷ luật cho các chính sách kinh tế vĩ mô.

Cùng với sự bành trướng của các luồng vốn quốc tế, đặc biệt là từ sau năm 1973, nỗi quan ngại về tác động của chúng đã mở rộng từ mối lo về sự tấn công mang tính đầu cơ vào tỷ giá hối đoái cố định, lên thành mối lo về tình trạng bất ổn kinh tế vĩ mô do sự hưng phấn thái quá và luôn có nguy cơ đổi chiều của các luồng vốn vào gây ra. Có thể chỉ ra vô số các trường hợp trong đó các luồng vốn có tác động làm tăng chi phí nhân công trong nước đã đột ngột chấm dứt (Calvo và Reinhart 2000), đẩy nền kinh tế của các nước nhận vốn vào tình trạng suy thoái. Không phải lúc nào nạn nhân của sự chấm dứt đột ngột này cũng là các nước có chính sách kinh tế vĩ mô yếu kém hay là nền kinh tế quá nóng.<sup>3</sup>

Mặc dù đã có rất nhiều công trình nghiên cứu được công bố, nhưng các chuyên gia vẫn không thống nhất được với nhau về việc liệu tác động tổng hợp của việc tự do hoá hoàn toàn tài khoản vốn đến tăng trưởng, đói nghèo và sự bất ổn định là tích cực hay tiêu cực. Các phép hồi quy tăng trưởng, trong đó chứa đựng nhiều thước đo về trình độ mở cửa tài chính quốc tế, dường như đã kết luận rằng, cả hai xu hướng trên đều không thể hiện mối quan hệ có ý nghĩa thống kê (Kraay 1998; Rodrik 1998c), hoặc tất cả những mối quan hệ như vậy chỉ diễn ra tại các nước có thu nhập cao (Edward 2000d).

Tuy nhiên, có một điều đã trở nên rõ ràng là việc hoạch định các chính sách để đối phó với tình trạng căng thẳng, cũng như để tận dụng được lợi ích của quá trình quốc tế hoá hệ thống tài chính trong nước, là một trong các thách thức chính sách lớn nhất hiện nay.<sup>4</sup> Tác động và tầm quan trọng của luồng lưu chuyển vốn quốc tế rõ ràng là vượt quá tác động của chúng lên các trung gian và thị trường tài chính trong nước. Tuy nhiên, chúng đang ở tuyến đầu và không thể không chịu ảnh hưởng, bởi vì, cho dù các biện pháp được đem ra sử dụng để hạn chế sự luân chuyển vốn có như thế nào đi chăng nữa thì cũng khó lòng hạn chế được sự mở cửa cho các dòng luân chuyển như vậy trong điều kiện công nghệ thông tin liên lạc đang được cải thiện nhanh chóng không

**¼ vaãchúa coãúãõng  
thuã vi ìlúãich roãng củã  
noã**

ngừng, cho phép có thể tiến hành ngày càng nhiều các giao dịch tài chính xuyên biên giới với chi phí gần như bằng không. Trong khi các biện pháp kiểm soát chỉ có tác động nhất thời – nghĩa là mặc dù được duy trì thường xuyên nhưng chỉ có tác động trong thời gian khủng hoảng – có thể vẫn tiếp tục phát huy tác dụng, thì các biện pháp khác có tác động thường xuyên sẽ ngày càng trở nên hạn chế.

Đây là một định đề được duy trì trong phần còn lại của chương này: các chính phủ không thể tiếp tục hy vọng duy trì được một khoảng cách lớn thường xuyên giữa tỷ giá thực có và cân bằng thị trường, và lãi suất bán buôn thực tế, mà không phải duy trì các biện pháp kiểm soát hành chính đối với ngoại thương, cũng như thanh toán đến mức độ gây ra tác hại rõ rệt tới tăng trưởng và mức sống. Tuy nhiên, định đề này không loại trừ các hình thức kiểm soát nhẹ nhàng hơn, bao gồm thuế và các hạn chế đối với sự luân chuyển vốn quốc tế, đối với việc người nước ngoài mua cổ phần trong nước, và việc cho phép các công ty dịch vụ tài chính nước ngoài, chẳng hạn như các ngân hàng, được hoạt động. Trên thực tế, đây là ba lĩnh vực chính mà kinh nghiệm thực tế về các hệ thống tài chính quy mô nhỏ, cũng như tác động đến chúng, cần phải được tìm hiểu, và chúng ta sẽ lần lượt nghiên cứu chúng.

**Các thị trường mua nội có  
thị là ưu tiên của  
khâu các dịch vụ tài  
chính**

### **Dịch vụ tài chính: Cho phép nước ngoài cung ứng**

**N**GÀNH DỊCH VỤ TÀI CHÍNH TẠI BẤT CỨ QUỐC gia nào cũng sẽ phải chịu tổn thất do việc xoá bỏ các biện pháp bảo hộ, vốn đã nuôi dưỡng những nhà cung ứng hoạt động với chi phí và lợi nhuận cao trong nhiều năm. Việc thông tin dễ dàng hơn và việc dỡ bỏ các hạn chế đối với hoạt động vay và gửi tiền ở nước ngoài, đã buộc các ngân hàng trong nước phải cắt giảm chi phí, ít nhất là cho các khách hàng lớn, đồng thời ép chúng phải nâng cao chất lượng phục vụ nếu không muốn mất chỗ đứng. Như chúng ta sẽ thấy, phần lớn việc mua bán cổ phiếu trong nước là do các chứng chỉ tiền gửi (DR – xem Hộp 4.1) diễn ra ở nước ngoài

### Hộp 4.1 Chứng chỉ tiền gửi quốc gia

#### Chứng chỉ tiền gửi

CHỨNG CHỈ TIỀN GỬI (DRS) TỪ LÂU ĐÃ được sử dụng để giúp các nhà đầu tư Mỹ né tránh chi phí giao dịch và một số rủi ro của việc giữ và mua bán chứng khoán tại các thị trường xa lạ, cho dù đó là một thị trường đã trưởng thành hay là mới nổi.<sup>1</sup> Chứng cũng có thể được dùng để tránh khỏi các rào cản điều tiết đang ngăn trở các nhà đầu tư Mỹ, kể cả các nhà đầu tư theo tổ chức, được nắm giữ cổ phiếu của các công ty không phải của Mỹ. Chứng chỉ tiền gửi được thiết lập lần đầu tiên tại Mỹ vào năm 1927 cho công ty bán lẻ của Anh là Selfridges. Ngày nay, các chứng chỉ tiền gửi cũng được mua bán tại các thị trường đã trưởng thành khác. Hiện đang có các chương trình chứng chỉ tiền gửi cho hơn 2.000 công ty, trong đó gần một nửa đến từ các thị trường mới nổi. Vô số các công ty đang có cổ phiếu được mua bán gián tiếp tại Mỹ (như đã được Errunza, Hogan và Hung chỉ ra năm 1999), có nghĩa là các nhà đầu tư Mỹ có thể đạt được sự đa dạng hoá, về cơ bản là hoàn toàn, mà không cần phải đứng ngoài các chứng khoán đang được mua bán tại Mỹ.

Chứng chỉ tiền gửi thường do một trong bốn ngân hàng lớn của Mỹ phát hành chứng nhận rằng, ngân hàng tiền gửi đang cầm giữ cổ phiếu của các công ty không phải Mỹ là người được những ai nắm giữ chứng chỉ tiền gửi này ủy nhiệm. Thường thì các công ty không phải của Mỹ yêu cầu ngân hàng nhận tiền gửi phải phát động một chương trình chứng chỉ tiền gửi, với mục đích cho phép các

công ty có thể tiếp cận được một nhóm lớn hơn, bao gồm các nhà đầu tư trên toàn thế giới. Các chứng chỉ tiền gửi có thể được chào bán tại nước Mỹ theo quy định của ủy ban Chứng khoán (SEC) nhằm bảo đảm rằng, bên cạnh các yêu cầu khác, thông tin về tài khoản của các công ty nước ngoài được cung cấp đầy đủ. Việc công bố thông tin càng đầy đủ thì việc mua bán chứng chỉ tiền gửi tại thị trường Mỹ càng ít bị hạn chế. Tiêu chuẩn công bố thông tin cho các chương trình chứng chỉ tiền gửi càng cao thì lợi ích đem lại cho các cổ đông trên thị trường nội địa càng cao, và có thể gián tiếp tạo ra sức ép về công khai hoá thông tin nhiều hơn, thậm chí đối với cả những công ty không có chương trình chứng chỉ tiền gửi.

#### Quỹ vốn quốc gia

Các quỹ tương hỗ được thiết lập trên thị trường Mỹ (và Châu Âu) chuyên doanh cổ phiếu của các thị trường mới nổi nhất định, hoặc tại một nhóm theo khu vực của các thị trường mới nổi, đã đóng vai trò quan trọng trong quá trình mở rộng sở hữu nước ngoài đối với cổ phiếu của các thị trường mới nổi, đặc biệt là cuối thập kỷ 80 và đầu thập kỷ 90. Các quỹ toàn cầu đã nắm giữ một danh mục đầu tư đa dạng, bao gồm cả chứng khoán từ các thị trường mới nổi, và đang ngày càng trở nên quan trọng hơn. Các quỹ quốc gia đã có trao đổi mua bán trên thị trường Mỹ và

*(Xem tiếp trang sau)*

**Hộp 4.1.** *(Tiếp theo)*

chuyên hoạt động ở các quốc gia công nghiệp cụ thể cũng đang tăng mạnh. Các quỹ này không chỉ tạo ra khả năng tập hợp rủi ro thông thường và mang lại những lợi ích về chi phí giao dịch của các phương thức tiết kiệm tập thể, mà trong một số trường hợp, khả năng tiếp cận thị trường bị giới hạn cho một số quỹ đã được chấp thuận, điều này khiến cho các quỹ trở thành con đường duy nhất để các công ty trong nước và các nhà đầu tư nước ngoài có thể tiếp cận lẫn nhau. Ngày nay, một phần việc nắm giữ chứng khoán từ các thị trường mới nổi của các nhà đầu tư theo tổ chức ở các nước giàu là nắm giữ trực tiếp, còn một phần khác vẫn nằm dưới dạng cổ phiếu của các quỹ quốc gia.

Các quỹ đầu tiên là các quỹ đóng, nghĩa là cổ phiếu của chúng không thể chuyển nhượng lại được – một sự hạn chế hợp lý khi các quỹ này đầu tư vào những thị trường kém thanh khoản. Với việc các thị trường mới nổi

đang ngày càng trở nên dễ thanh khoản hơn, thì các quỹ mở đang trở thành phổ biến. Giá cổ phiếu của các quỹ đóng quốc gia có thể chênh lệch nhiều so với giá trị thị trường của các cổ phiếu mà chúng nắm giữ. Sự khác biệt này cũng có thể nhận thấy được tại các quỹ tương hỗ đầu tư vào thị trường chứng khoán trong nước và các quỹ quốc gia chuyên về các thị trường tiên tiến. Tuy nhiên, sự chênh lệch này có xu hướng lớn hơn trong trường hợp các quỹ quốc gia chuyên về các nước đang phát triển, và chúng cũng biến thiên nhiều hơn. Kể cả trước khi có các vụ xáo trộn năm 1997-98, sự biến thiên trong lợi tức của các quỹ quốc gia cao gấp ba lần so với sự biến thiên của các tài sản do chúng nắm giữ (Hardouvelis và những người khác 1994). Tại những nơi quỹ quốc gia ít bị hạn chế hơn trong khả năng tiếp cận thị trường so với các nhà đầu tư nước ngoài khác, thì nó thường có xu hướng cao hơn giá trị tài sản ròng.<sup>2</sup>

1. Từ đó xuất hiện tên gọi là chứng chỉ tiền gửi Mỹ (ADR). Không có sự khác biệt giữa chứng chỉ tiền gửi Mỹ và chứng chỉ tiền gửi toàn cầu (GDR), tên gọi sau thường được ưa chuộng hơn do các nguyên nhân về marketing. Các chứng chỉ tiền gửi theo đồng Euro khác biệt chủ yếu với chứng chỉ tiền gửi Mỹ và chứng chỉ tiền gửi toàn cầu là, loại đầu chia cổ tức bằng đồng Euro, còn hai loại sau chia cổ tức bằng đồng đôla Mỹ theo tỷ giá hối đoái hiện hành.

2. Tham khảo thêm các tài liệu Kaminsky, Lyons và Schmukler (2001) và Quỹ Tiền tệ Quốc tế (2000)

thực hiện, và các hoạt động phát hành cổ phiếu ban đầu mới của các công ty trong nước, giờ đây có thể tiến hành trên các thị trường đã trưởng thành mà không cần phải thông qua các sở giao dịch trong nước.

Không còn nghi ngờ gì nữa, sự hiện diện ngày càng tăng



của Internet đã bắt đầu tạo ra các giao dịch tài chính quốc tế trực tiếp mà thậm chí các công ty nhỏ và các cá nhân cũng có khả năng tiếp cận được, tuy rằng tốc độ phát triển và mức độ các dịch vụ này có thể thay thế được sự cần thiết phải có mặt tại chỗ của các công ty dịch vụ tài chính vẫn còn chưa rõ ràng (Claessens, Glaessner và Klingebiel 2000).

Hiện nay, phần lớn các công ty dịch vụ tài chính, cho dù chúng hoạt động trong lĩnh vực ngân hàng, bảo hiểm, quản lý quỹ vốn hay là trong các dịch vụ giao dịch chứng khoán, vẫn duy trì quyền lợi kinh doanh quan trọng của mình bằng sự có mặt thị trường trong nước. Hầu hết đây đều là các công ty sở hữu trong nước, nhưng các công ty nước ngoài cũng đang tăng cường tìm cách xâm nhập. Quá trình tư nhân hoá ngân hàng, đặc biệt là tại các nền kinh tế chuyển đổi, và việc bán tổng bán tháo các ngân hàng bị phá sản, đã tạo ra các cơ hội tốt cho ngân hàng từ các nước tiên tiến mua được mạng lưới chi nhánh có sẵn, và nhờ đó, có thể xâm nhập vào thị trường ngân hàng bán lẻ. Ngân hàng của một số nước Tây Âu nhỏ đã hoạt động rất tích cực tại Trung và Đông Âu, cũng như các ngân hàng Tây Ban Nha đã bành trướng nhanh chóng sang châu Mỹ La tinh – tại một số quốc gia, điều này đã làm tăng mối lo ngại về sự tập trung sở hữu trong ngành ngân hàng vào tay một số ít người. Trên thực tế, tỷ lệ tài sản ngân hàng dưới sự kiểm soát của các ngân hàng nước ngoài đã tăng mạnh tại nhiều nước trong những năm gần đây (xem Quỹ Tiền tệ Quốc tế; Hình 4.2).

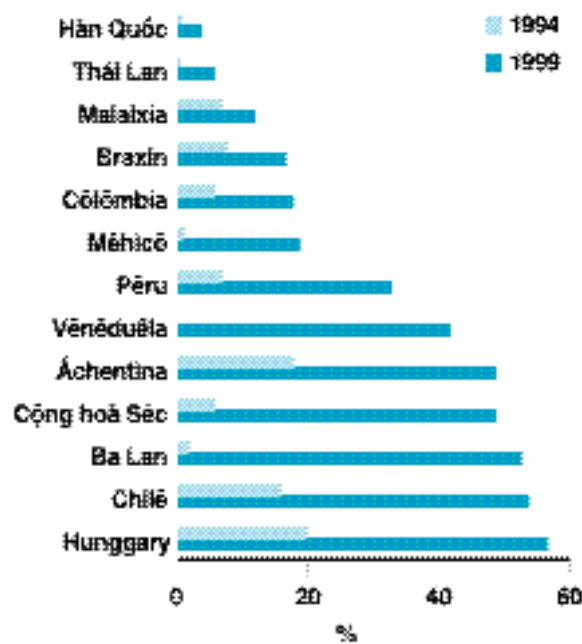
Tuy nhiên, một số nước vẫn hết sức chậm trễ trong việc tiếp nhận các công ty tài chính nước ngoài vào thị trường trong nước, vì họ sợ các công ty này sẽ làm mất ổn định hệ thống tài chính trong nước và đánh bật các công ty tài chính trong nước ra khỏi thị trường, và kết quả cuối cùng là, một vài khu vực nào đó hay là một nhu cầu quốc gia cụ thể nào đó được phục vụ rất nghèo nàn.<sup>5</sup> Phần này sẽ xét xem liệu các lo ngại này có cơ sở không và chỉ ra rằng chúng không, có cơ sở.

Chắc chắn có một số nhược điểm tiềm năng trong việc dựa

**Mùa du xuân là lo sợ  
rừng, các công ty nước  
ngoài sẽ gây mất ổn định  
nền tài chính nội địa**



Hình 4.2 Thị phần của đa số các ngân hàng nước ngoài đều tăng lên, một số nước chọn lọc, năm 1994 và 1999



Nguồn: BankScope, IMF (2000)

quá nhiều vào một số ít các thể chế tài chính nước ngoài, đặc biệt là nếu chúng đều của một quốc gia nhất định. Nó có thể mang theo các nguồn lây nhiễm, giống như khi các điều kiện trong nước đã gây ra sự thắt chặt tín dụng của các ngân hàng Nhật Bản tại các các nước Đông Á khác (và tại Ca-li-phoóc-nia), để lại hậu quả to lớn cho nước chủ nhà. Ngoài ra, người ta còn thấy chính phủ có thể sẽ nhận ra mình đang ở một vị thế yếu để có thể chống lại sự lạm dụng quyền lực của một tập đoàn các tổ chức tài chính do sở hữu nước ngoài chi phối. Và trong khi sự phát đạt của các ngân hàng thường đi đôi với sự phát đạt của quốc gia chủ nhà, thì việc các ngân hàng nước ngoài có các cam kết dài hạn ít hơn đối với nước chủ nhà cũng là một điều hợp lý.

Tuy nhiên, bất chấp sự có mặt ngày càng tăng của các tổ chức trung gian tài chính nước ngoài, vẫn khó có thể tìm được

**¾ những cố gắng  
chúng ta đã nỗ lực  
sử dụng**

chúng cứ vững chắc nào ủng hộ luận điểm cho rằng, việc tiếp nhận các công ty nước ngoài đem lại các hậu quả xấu cho nền kinh tế nói chung. Trên thực tế, các dấu hiệu chỉ dẫn đều chứng tỏ rằng, thông qua việc cải thiện hiệu quả hoạt động tổng thể, và thông qua việc thúc đẩy sự cải thiện trong các thành phần tư nhân và nhà nước trong hạ tầng cơ sở tài chính, sự xâm nhập của các công ty nước ngoài đã giúp tạo điều kiện hoàn thiện các trung gian tài chính và tăng trưởng dài hạn (Levine 2000).

Khu vực ngân hàng là nơi gây ra mối lo ngại lớn nhất trong số những người phản đối sự xâm nhập nước ngoài. Hiện đã có nhiều bằng chứng cho thấy các ngân hàng nước ngoài đã hoạt động và đóng góp như thế nào vào việc phát triển khu vực tài chính và tăng trưởng kinh tế quốc dân.

Tại các nước có thu nhập cao và trung bình cao, mặc dù bình quân cứ năm ngân hàng thì có một là ngân hàng nước ngoài, nhưng các tổ chức nước ngoài nay vẫn chiếm chưa đến 10% tài sản ngân hàng địa phương. Chúng thường tập trung vào một thị trường đặc biệt, thường là phục vụ cho các công ty nước ngoài, và tập trung vào thương mại quốc tế. Trong môi trường như vậy, chúng thường hoạt động với chi phí cho mỗi đơn vị nhỏ hơn và lợi nhuận cho mỗi đơn vị thấp hơn so với các ngân hàng trong nước. Tuy nhiên, tại nhiều nước giàu có hơn ở Mỹ La tinh và Trung Âu (cũng như tại một số nước phát triển như Niu Dilân), các ngân hàng nước ngoài đang bắt đầu đóng một vai trò lớn hơn (xem Hình 4.2).<sup>6</sup>

Ngay cả trước khi các ngân hàng nước ngoài mở rộng phạm vi hoạt động thì họ thường vẫn chiếm được thị phần lớn hơn tại các nước nghèo hơn. Tại 16 trong số các nước này, các ngân hàng nước ngoài chiếm hơn một phần ba hệ thống (ngân hàng). Ở đó, tính bình quân, các ngân hàng nước ngoài hoạt động có lãi hơn các ngân hàng trong nước mặc dù chúng có chi phí hoạt động lớn hơn, có lẽ là do chúng đầu tư vào các dịch vụ chất lượng cao hơn. Ngân hàng nước ngoài cũng có chênh lệch lãi suất cao hơn và nộp thuế nhiều hơn. Các quốc gia càng nhỏ thì càng có xu hướng dựa vào ngân hàng nước

**Ngân hàng nước ngoài  
có nhiều lợi ích  
về mặt tài chính trung  
và dài hạn  
bởi vì**

ngoài, còn ở một số nước lớn như Ấn Độ, Indônêxia và Pakixtan, các ngân hàng nước ngoài cũng chiếm một thị phần đáng kể.

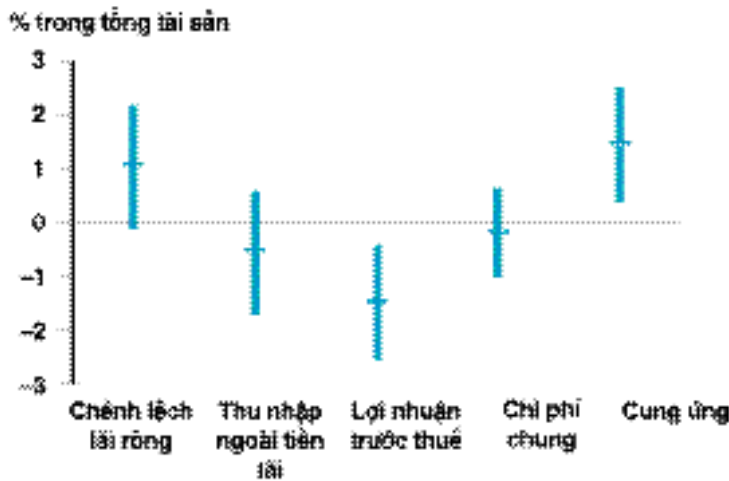
Bất chấp các ý kiến ngược lại, không có chứng cứ nào cho thấy sự hiện diện của các ngân hàng nước ngoài đã gây bất ổn cho luồng tín dụng. Trái lại, sự xâm nhập của các ngân hàng này lại kéo theo những thay đổi trong môi trường cạnh tranh và trong chất lượng điều tiết và công khai hoá thông tin.

Một loạt các nghiên cứu tình huống về sự xâm nhập của ngân hàng nước ngoài vào các nước khác nhau như Áchentina, Ôxtrâylia và Hunggari đã ghi lại được tác động mạnh mẽ của sự xâm nhập này đến tính hiệu quả và khả năng cạnh tranh của hệ thống ngân hàng của nước sở tại (xem phần tổng quan trong Levine 1996 và Claessens và Jansen 2000). Một mối đe dọa rất thực tế đủ kích động các ngân hàng trong nước phải bắt tay vào đại tu cơ cấu chi phí, phạm vi và chất lượng dịch vụ của mình với kết quả cuối cùng là việc các ngân hàng nước ngoài xâm nhập thị trường không đem lại cho họ mức lợi nhuận lớn như dự tính.

Các phân tích số liệu thống kê về tài khoản của các ngân hàng riêng biệt đã khẳng định lại cảm nhận cho rằng, sự xâm nhập của các ngân hàng nước ngoài đã làm cho hệ thống ngân hàng nội địa trở nên cạnh tranh hơn. Vì vậy, thị phần của ngân hàng nước ngoài càng lớn thì các ngân hàng trong nước thu được tỷ lệ lợi nhuận càng nhỏ, và số lượng khoản cho vay thua lỗ càng lớn (tuy cũng được bù lại bằng một khoảng chênh lệch lãi suất ròng lớn hơn) (Hình 4.3).<sup>7</sup> Hiệu quả của nền hành chính hiện tại cũng được cải thiện. Mặc dù các thay đổi sơ bộ trong chi phí chung không có ý nghĩa thống kê, nhưng có lẽ hiện tượng này là kết quả của việc chuyển dịch rõ ràng trong danh mục đầu tư sang cho vay các món rủi ro cao hơn, một sự chuyển dịch kéo theo các chi phí hành chính lớn hơn.

Như vậy, mặc dù không phải là một thần dược, nhưng việc mở cửa hệ thống ngân hàng cho ngân hàng nước ngoài có thể giúp mở rộng các lợi ích về giá cả và tính hiệu quả của tiền

Hình 4.3 Tác động dự tính của việc ngân hàng nước ngoài tham gia vào hoạt động của các ngân hàng trong nước



Chú thích: Hiệu số thể hiện tác động của việc tăng thị phần của các ngân hàng nước ngoài lên 30% đến khả năng sinh lời của ngân hàng trong nước. Các trục cho biết khoảng tin cậy 95% và thanh ngang cho biết các ước tính điểm, tức là thành tích tài sản cùng tổng 100 điểm cơ sở.

Nguồn: Dựa trên phép hồi quy số liệu chéo theo chuỗi thời gian của các quốc gia để tập hợp theo nhóm trong Claessens, Deminor, Kunt, và Prasad (2003).

Sự tham gia của các ngân hàng nước ngoài làm tăng tính cạnh tranh - đây là một chỉ số tích cực của quá trình hội nhập tài chính quốc gia. Tuy nhiên, khi là một nhà cho vay cho các doanh nghiệp mới chỉ là một nhà đầu tư thì rủi ro của họ là rất cao.

trình toàn cầu hoá tài chính đến với các khách hàng nhỏ, những người không có khả năng tiếp cận các dịch vụ tài chính nước ngoài một cách dễ dàng.

Nỗi lo sợ sự hiện diện của các ngân hàng nước ngoài ở trong nước có thể gây bất ổn cho các luồng vốn vì các ngân hàng này sẽ xuất khẩu các nguồn lực của chúng vào đúng lúc quốc gia chủ nhà phải chịu các sức ép, đã không được chứng minh trong các cuộc khủng hoảng lớn gần đây. Ngược lại, các ngân hàng nước ngoài tại Argentina đã sử dụng các kênh tín dụng bên ngoài của chúng để đáp ứng phần nào các luồng tiền gửi chảy ra bất thành lĩnh trong cuộc khủng hoảng Tequila. Trong một chừng mực nhất định, những người gửi tiền đã đổ xô tới chi nhánh của các ngân hàng nước ngoài nổi tiếng trong các cuộc khủng hoảng, nơi họ có thể chuyển vốn ra nước ngoài (Claessens và Glaessner 1998). Khái quát hơn, các ngân hàng nước ngoài tại Argentina và Mêhicô đã chứng

**Cạnh tranh từng, dần  
giảm chỉ nh li ảnh lủa  
nhuêà trong nưúá**

tỏ rằng chúng là các lực lượng ổn định luồng tín dụng nói chung (Cull và các tác giả khác 2000, Goldberg, Dages và Kinney 2000).

Sức ép đối với các ngân hàng trong nước do sự cạnh tranh của các ngân hàng nước ngoài đem lại, có thể có nguy cơ gây ra sự thiếu thận trọng, nếu như sự cạnh tranh này làm xói mòn uy tín kinh doanh của các tổ chức hoạt động với chi phí cao tới mức khiến các tổ chức này chấp nhận đánh bạc để phục hồi, mặc dù trên thực tế sự cạnh tranh quyết liệt trong nước trong một môi trường tự do hơn dường như là một vấn đề lớn hơn, và sự hiện diện của các ngân hàng nước ngoài có vẻ như đã làm giảm bớt rủi ro xảy ra khủng hoảng (tham khảo Demirgüç-Kunt, Levine và Min 1998). Cũng có thể có nguy cơ xâm nhập của một số ngân hàng nước ngoài ít tiếng tăm có dấu hiệu thiếu lành mạnh – như trường hợp của BCCI, một ngân hàng tự mở rộng hoạt động của mình sang các nước đang phát triển, cũng như ở các nước công nghiệp, đây là trường hợp cần hết sức lưu ý. Tất nhiên, với hiện tượng này chúng ta đã có thêm một lý do nữa để tăng cường các quy định phòng ngừa. Trên thực tế, sự xuất hiện của các ngân hàng nước ngoài nổi tiếng thường kéo theo sự cải thiện về tính minh bạch, nhất là khi các ngân hàng này mang theo mình các thông lệ kế toán hoàn thiện hơn. Và nếu các ngân hàng trong nước muốn tạo lập sự hiện diện của mình tại các trung tâm (tài chính) tiên tiến để có thể cạnh tranh được với các dịch vụ tài chính quốc tế mà các ngân hàng nước ngoài đang cung cấp cho khách hàng trong nước, thì các ngân hàng này sẽ phải tìm cách xin giấy phép hoạt động tại các trung tâm nói trên. Để an lòng nước chủ nhà là quy chế điều tiết trong nước đã tương đối thoả đáng, thay vì mong muốn có được các quy định lỏng lẻo hơn, các ngân hàng này sẽ gây áp lực với các nhà điều tiết trong nước phải nâng cấp các quy định đó, như trường hợp của Mêhicô trong bối cảnh Hiệp định Tự do Thương mại Bắc Mỹ (NAFTA).

Về vấn đề các ngân hàng nước ngoài bỏ qua khách hàng nhỏ, các chứng cứ chỉ ra rằng, cần phải phân biệt giữa cách

điều hành của ngân hàng nước ngoài và của ngân hàng trong nước, cũng như kết quả hoạt động tương đối của các hệ thống trong đó ngân hàng nước ngoài chiếm một thị phần lớn. Đúng là các ngân hàng nước ngoài thường chuyên môn hoá trong những phân đoạn thị trường khác, và để lại các phân đoạn thị trường nhỏ cho các chi nhánh địa phương. Tuy nhiên, không có bằng chứng thống kê nào cho thấy những hệ thống có nhiều ngân hàng nước ngoài đã bỏ qua khách hàng nhỏ. Có thể có một số dấu hiệu gián tiếp từ kinh nghiệm hợp nhất ngân hàng tại Mỹ. Khi mà các ngân hàng nhỏ, thường chuyên môn hoá vào việc tài trợ cho các công ty nhỏ, bị hút vào một tổ chức lớn hơn – thì cho dù lúc đầu có sự suy giảm tín dụng cung cấp cho phân đoạn thị trường này – hiện tượng đó chỉ mang tính tạm thời và chẳng mấy chốc, các doanh nghiệp nhỏ sau đó lại được phục vụ đầy đủ như trước đây. Kinh nghiệm tại Argentina cũng nhất quán với xu hướng đó. Các ngân hàng bị nước ngoài mua lại, ban đầu không chú trọng tới việc cho vay tiêu dùng, vay cầm cố và mua nhà trả dần, và cũng chỉ hiện diện khiêm tốn tại thủ đô Buenos Aires. Tuy nhiên, chúng nhanh chóng xâm nhập thị trường cầm cố một cách tích cực, làm cho mức chênh lợi nhuận trong lĩnh vực kinh doanh này tại các ngân hàng trong nước giảm xuống (Clarke và những người khác 2000).

Trong ba phương diện toàn cầu hoá tài chính được xem xét tại đây, thì sự xâm nhập của các thể chế nước ngoài dường như ít rắc rối nhất, theo quan điểm quốc gia. Chất lượng dịch vụ và giá cả được cải thiện, rủi ro nhỏ, và có thể kiểm soát được. Lợi ích của các công ty trong khu vực tài chính có vẻ bị thiệt thòi vì quyền lực thị trường của các công ty tài chính hiện có bị giảm đi, tuy nhiên về lâu dài, các công ty trong nước có khả năng theo kịp hiệu quả hoạt động của các ngân hàng nước ngoài, sẽ tiếp tục hưng thịnh trong một môi trường năng động hơn.

Nhiều quốc gia không có được khả năng xa xỉ là lựa chọn giữa việc chấp nhận hay không các ngân hàng nước ngoài hàng đầu. Trên thực tế, có thể chỉ có một vài hoặc không có

**Không có bằng chứng cho thấy rằng toàn cầu hoá tài chính đã đưa vào ngân hàng nước ngoài kỹ năng bổ sung cho các khách hàng nhỏ**

ứng cử viên ngân hàng nào thích hợp (xem Hộp 3.3 về các kinh nghiệm tại châu Phi). Trong khi sự xâm nhập của các ngân hàng ít kinh nghiệm hơn có trụ sở chính tại các nước láng giềng có thể tạo ra được lợi thế kinh tế nhờ quy mô, thì các lợi ích thu được từ việc tăng cường hiệu quả hoạt động và cơ sở hạ tầng có lẽ bị hạn chế nhiều. Những sự xâm nhập như vậy nhất thiết phải được xem xét kỹ lưỡng để bảo đảm rằng, công tác quản trị của chúng đạt được chất lượng cần thiết. Nếu như môi trường kinh doanh yếu kém hoặc thị trường quá nhỏ bé thì chi phí thành lập quá cao khiến cho việc xâm nhập là không hợp lý và các cơ quan chức năng có thể sẽ gặp phải khó khăn để tìm ra người mua phù hợp, kể cả trong trường hợp rao bán các ngân hàng lớn nhất của quốc gia.

Mặc dù vậy, nói chung, chính sách mở cửa cho phép các công ty tài chính nước ngoài đáp ứng đủ điều kiện và có danh tiếng vào hoạt động có vẻ như là chính sách tốt nhất và là chính sách có thể đem lại tác động cực kỳ có lợi cho tăng trưởng.

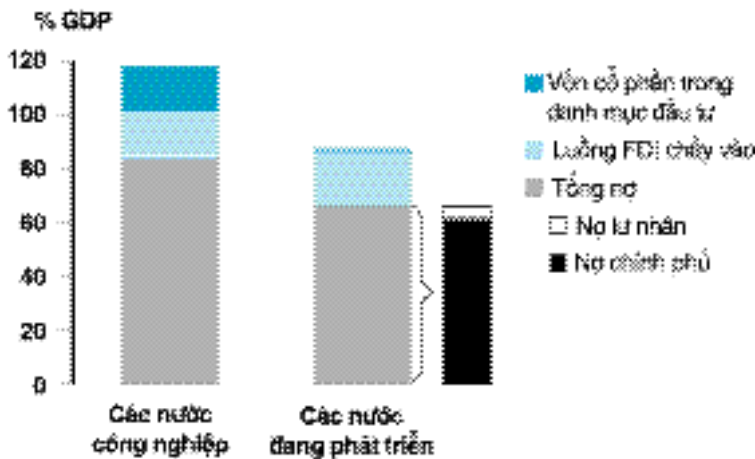
### **Mức độ thị trường cổ phiếu**

**S**Ự PHÁT TRIỂN CƠ CẤU ÁN TƯỢNG NHẤT TRONG tài chính quốc tế cho các nước đang phát triển trong thập kỷ qua là sự tăng trưởng của đầu tư vốn cổ phần ra nước ngoài, dưới dạng đầu tư trực tiếp nước ngoài (nhà đầu tư nắm vai trò kiểm soát) hay là đầu tư gián tiếp vào các cổ phiếu được niêm yết và không niêm yết.

Năm 1997, tổng lượng đầu tư trực tiếp nước ngoài chảy vào trung bình chiếm tới 20% GDP của các nước đang phát triển, với khoảng 1,3% nữa là lượng đầu tư gián tiếp (Hình 4.4).<sup>8</sup> Mặc dù đầu tư trực tiếp nước ngoài là hình thức phổ biến để đầu tư vốn cổ phần ra nước ngoài, nhưng có lẽ lượng đầu tư gián tiếp ít hơn lại gần trực tiếp hơn với việc xem xét các chính sách trong khu vực tài chính.

Đối với một quốc gia có thị trường cổ phiếu sôi động, mở cửa thị trường này cho các nhà đầu tư nước ngoài là một bước

**Hình 4.4 Tổng nợ và vốn cổ phần thuộc sở hữu nước ngoài năm 1997**



Nguồn: Lane và Milesi-Ferretti (1999)

đi mang tính quyết định, hy vọng sẽ có tác động đến mức độ và động thái của việc định giá tài sản. Hơn 30 sở giao dịch chứng khoán có quy mô đáng kể tại các nền kinh tế thị trường mới nổi đã tiến hành tự do hoá mạnh mẽ hầu như chỉ tập trung trong khoảng thời gian 10 năm, từ giữa những năm 80 tới giữa những năm 90. Như vậy, có lẽ cũng là điều tự nhiên khi đặt câu hỏi: liệu các tác động dự kiến có xảy ra trong thực tế không? Liệu giá trung bình của các chứng khoán có cao hơn so với mức giá của chúng nếu không tự do hoá hay không? Liệu độ biến thiên trong giá chứng khoán sẽ tăng lên hay giảm đi? Trên thực tế, việc trả lời những câu hỏi này khó hơn ta tưởng ban đầu. Mặc dù vậy, nói chung (như sẽ được trình bày cụ thể dưới đây), theo các kết quả nghiên cứu thì giá cả có vẻ tăng lên, và do đó, làm giảm chi phí vốn mà không gây ra sự biến động thái quá. Việc mở cửa thị trường cũng đẩy nhanh quá trình hoàn thiện việc cung cấp thông tin và tính hiệu quả của các thị trường chứng khoán trong nước, mặc dù các thị trường này đã mất đi một thị phần nhất định trong lĩnh vực kinh doanh đang tiến triển là niêm yết và mua bán

**Suy cho cùng, mức độ thị trường chứng khoán giảm chi phí vốn ¼**



**những nhũg cuối khuãg  
hoaãg vũa qua laã laãn  
dẽy li n nõi lo vĩ isũũbẽẽ  
õn àiñh**

cổ phiếu.

Sự sụp đổ bi thảm của thị trường chứng khoán tại Đông Á trong các năm 1997-98 – với chỉ số chứng khoán trung bình trong năm 1998 của Ấn Độ, Malaixia và Thái Lan chỉ đạt 20 tới 30% giá trị của chúng vào cuối năm 1996 tính theo đôla Mỹ (và khoảng 40% cho Hàn Quốc và Philippin) – đã làm mất đi phần lớn sự huy hoàng của một quá trình tự do hoá tương chừng như không có vấn đề gì. Tuy nhiên, vào giữa năm 2000, giá cổ phiếu tại Châu Á, nói chung đã lấy lại được gần bằng mức cuối năm 1996. Hơn thế nữa, phần lớn sự sụt giá là do ảnh hưởng trực tiếp của việc sụt giá đồng tiền trong khu vực, và do đó không nhất thiết là do quá trình mở cửa thị trường cổ phiếu cho các nhà đầu tư nước ngoài. Tuy nhiên, các sự kiện này rõ ràng là đã đặt ra câu hỏi về hậu quả, lợi ích và chi phí của việc tự do hoá thị trường cổ phiếu.

Không ở nơi nào mà việc mở cửa thị trường cổ phiếu lại là một cú nhảy ngoạn mục từ tình trạng nghiêm cấm hoàn toàn sở hữu nước ngoài đối với các chứng khoán được niêm yết sang một thị trường tự do tuyệt đối cho phép người nước ngoài được quyền tiếp cận tất cả các loại cổ phiếu. Các bước đệm quan trọng bao hàm các hoạt động sau:

- tăng dần từng bước hạn mức trần về tỉ lệ cổ phiếu của mỗi công ty đã niêm yết mà người nước ngoài được phép mua.
- thiết lập (tại một thị trường trưởng thành) một quỹ tương hỗ "quốc gia", với những cổ đông nước ngoài, nhưng có thể đầu tư vào thị trường trong nước.
- phát động một chương trình chứng chỉ tiền gửi (DR) tại Mỹ hay tại một thị trường trưởng thành khác (Hộp 4.1).

Không chỉ dừng lại ở vấn đề bức xúc về sự lan truyền tính chất bất ổn định trong giá chứng khoán giữa các thị trường mở, mà người ta còn tranh luận về tác động của tự do hoá thị trường cổ phiếu, một phần là do các khó khăn trong việc xác định thời điểm diễn ra tự do hoá. Xác định chính xác thời điểm này rất quan trọng: nếu thời điểm này được xác định

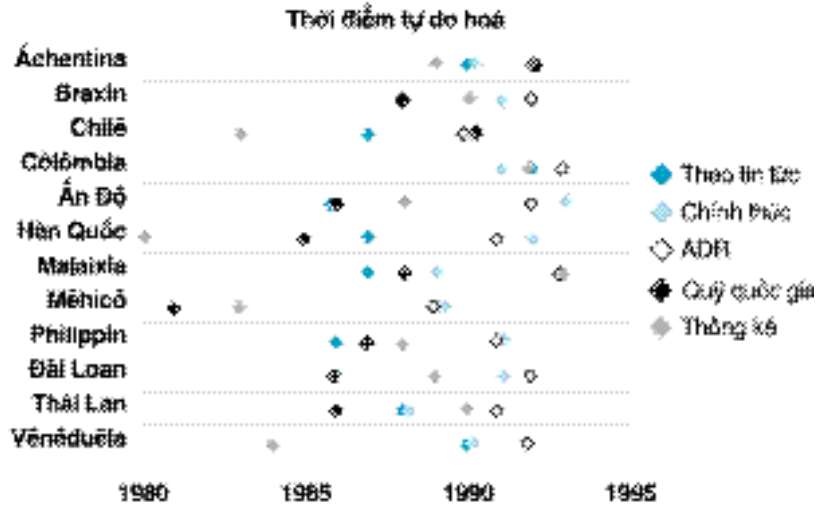
quá muộn thì một số thay đổi trong giá cả sẽ bị gán ghép sai là do thời kỳ đóng cửa, do đó có thể làm sai lệch các ước tính về sự thay đổi. Nếu thời điểm tự do hoá được xác định quá sớm thì các tác động của quá trình này cũng sẽ bị đánh giá thấp đi.

Các nhà nghiên cứu đã sử dụng ba cách tiếp cận sau để xác định thời điểm tự do hoá thị trường chứng khoán:

- Cách tiếp cận dựa vào thời điểm công bố theo luật định, trong đó thời điểm mở cửa thị trường là thời điểm có hiệu lực của một số biện pháp thích hợp được quốc gia chủ nhà áp dụng, như nới rộng đáng kể tỷ lệ cổ phiếu mà người nước ngoài có thể được nắm giữ.
- Cách tiếp cận dựa trên hành động của các nhà đầu tư, trong đó thời điểm công bố về một quỹ tương hỗ quốc gia, hay là một chương trình chứng chỉ tiền gửi tại thị trường Mỹ, là thời điểm then chốt.
- Cách tiếp cận thống kê khảo sát sự tiến hoá theo thời gian của số liệu về giá chứng khoán và các biến số miễn cảm thị trường khác, và xác định thời điểm thay đổi bằng cách tham khảo những đột biến trông thấy trong các tính chất thống kê của chuỗi số liệu theo thời gian.

Hai cách tiếp cận đầu đem lại các thời điểm hoàn toàn khác nhau. Trên thực tế, so sánh thời điểm sớm nhất và thời điểm muộn nhất cho mỗi nước trong số 10 quốc gia trong bốn nghiên cứu gần đây đã cho thấy một khoảng chênh lệch trung bình là 44 tháng (Hình 4.5). Kể cả khi đã xác định thống nhất được thời điểm mở cửa thực sự, thì vẫn còn có khả năng ngay sau khi nhìn thấy có xu thế tự do hoá, thị trường sẽ dự đoán thời điểm mở cửa thực sự thông qua việc đấu giá trước cho mức giá kỳ vọng mới của chúng. Vì vậy, chúng ta lại gặp phải một khó khăn mới trong việc xác định các thời điểm thích hợp để phân tích. Cách tiếp cận thứ ba (mang tính thống kê) đã nhận định từ trước về việc có sự thay đổi trong các đặc tính động của giá chứng khoán hay không, nhưng không xác định trước được chiều hướng của sự thay đổi này, cũng như mức

Hình 4.5 Thời điểm tự do hoá thị trường cổ phiếu



Chú thích: Hình vẽ thể hiện thời điểm dự tính của quá trình tự do hoá thị trường cổ phiếu của 13 quốc gia trên 5 cách tiếp cận khác nhau: (i) khởi sát báo của các cơ quan thống kê; (ii) công bố chính thức; (iii) phát hành ADR đầu tiên; (iv) thành lập quỹ quốc gia đầu tiên; (v) chuyển đổi các đặc tính kế toán về giá tài sản và tài sản tức.  
 Nguồn: Bekaert et al. (2000); Harvey (2000a); Levine và Zervos (1998).

Coáúkhá bii à lúá vì i thúa àii m coáhi íxaé ành lân khúa àii m chính của quaátrnh túá do hoááhi trúúág coíphii à

**Túádo hoáácoááé àoàng nhoáàii à thi trúúág coíphii à nhúng coáhi ào lúúág àúúá**

độ biến thiên trung bình.

Với tất cả sự mơ hồ trong việc xác định chính xác thời điểm mở cửa, không có gì đáng ngạc nhiên khi nhận thấy tác động đo lường được của quá trình tự do hoá đến giá cổ phiếu, mức độ vốn hoá qua thị trường, và khối lượng mua bán, là tương đối nhỏ. Tuy nhiên, nó vẫn có ý nghĩa thống kê, ngay cả sau khi đã giữ nguyên các sự kiện khác không liên quan diễn ra đồng thời nhưng có tác động đến xu hướng biến động trong giá chứng khoán, chẳng hạn như các chính sách cải cách khác không liên quan trực tiếp đến thị trường cổ phiếu, bao gồm việc giảm thuế quan và bãi bỏ các hạn chế khác đối với ngoại thương.

Thí dụ, trong nghiên cứu của mình về 20 quốc gia đang tự do hoá, Bekaert, Harvey và Lumsdaine (2000) đã xác định được 13 quốc gia, nơi mà sự đột biến về mặt thống kê trong các chuỗi số liệu theo thời gian trước khi cổ tức trung bình

giảm liên tục trung bình từ khoảng 5% xuống 3% một năm. Mức độ vốn hoá qua thị trường cũng tăng vọt tại các quốc gia này: trung bình tăng hơn gấp đôi trong một vài năm đầu của quá trình tự do hoá, bởi vì có nhiều công ty tham gia niêm yết hơn, và các công ty khác thì huy động được nhiều vốn hơn. Mặc dầu tỷ lệ doanh thu mua bán cổ phiếu so với mức độ vốn hoá qua thị trường không biểu hiện một hình thái rõ ràng nào, nhưng tính thanh khoản đã tăng mạnh khi được đo bằng tỷ lệ giữa giá trị trao đổi trung bình trên GDP (như đã được Levine và Zervos 1998a trình bày lần đầu tiên). Biến số thanh khoản này có ý nghĩa quan trọng, bởi vì (như sẽ bàn đến dưới đây) nó là một chỉ số của thị trường chứng khoán có mối quan hệ đáng tin cậy nhất với tăng trưởng kinh tế.

Một nghiên cứu khác, tập trung vào thời điểm sớm nhất công bố quyết định hay là thời điểm hành động của nhà đầu tư, đã tìm thấy một mức lợi nhuận vượt trội tích lũy đạt tới gần 40% quanh thời điểm tự do hoá, và chỉ có một phần ba của lượng này có thể quy được cho các nhân tố bên ngoài khác. Lượng vượt trội này có vẻ như là một sự điều chỉnh đáng giá, tuy không quá lớn, giá của các cổ phiếu trong nước tới một mức giá mới, phản ánh khả năng tập hợp rủi ro của một thị trường thế giới rộng lớn hơn (Henry 2000a). Nói một cách khác, chi phí vốn trung bình đã giảm xuống do tự do hoá thị trường cổ phiếu, nhưng mức độ giảm không lớn.

Không có một giả định lý thuyết rõ ràng nào về việc liệu giá cổ phiếu sẽ biến động mạnh lên hay giảm đi sau khi hội nhập vào thị trường thế giới. Hội nhập có thể cách ly giá ra khỏi các cú sốc ảnh hưởng tới mức của cải phi thị trường hay là hành vi tiết kiệm của các nhà đầu tư trong nước, nhưng nó lại làm cho thị trường phải cọ xát nhiều hơn với sự thăng trầm của giá tài sản thế giới và với sự thay đổi trong sở thích của các nhà đầu tư bên ngoài. Các nghiên cứu đã nêu ở trên cũng chỉ ra một mức tăng tương đối nhỏ trong giá trị đồng chuyển dịch (bê ta) trung bình của các thị trường đang tự do hoá so với thị trường thế giới, nhưng không có một hình thái rõ ràng

về độ biến thiên giá tài sản và tỉ suất lợi nhuận. Một số quốc gia có độ biến thiên tăng, trong khi các quốc gia còn lại có độ biến thiên giảm.<sup>9</sup>

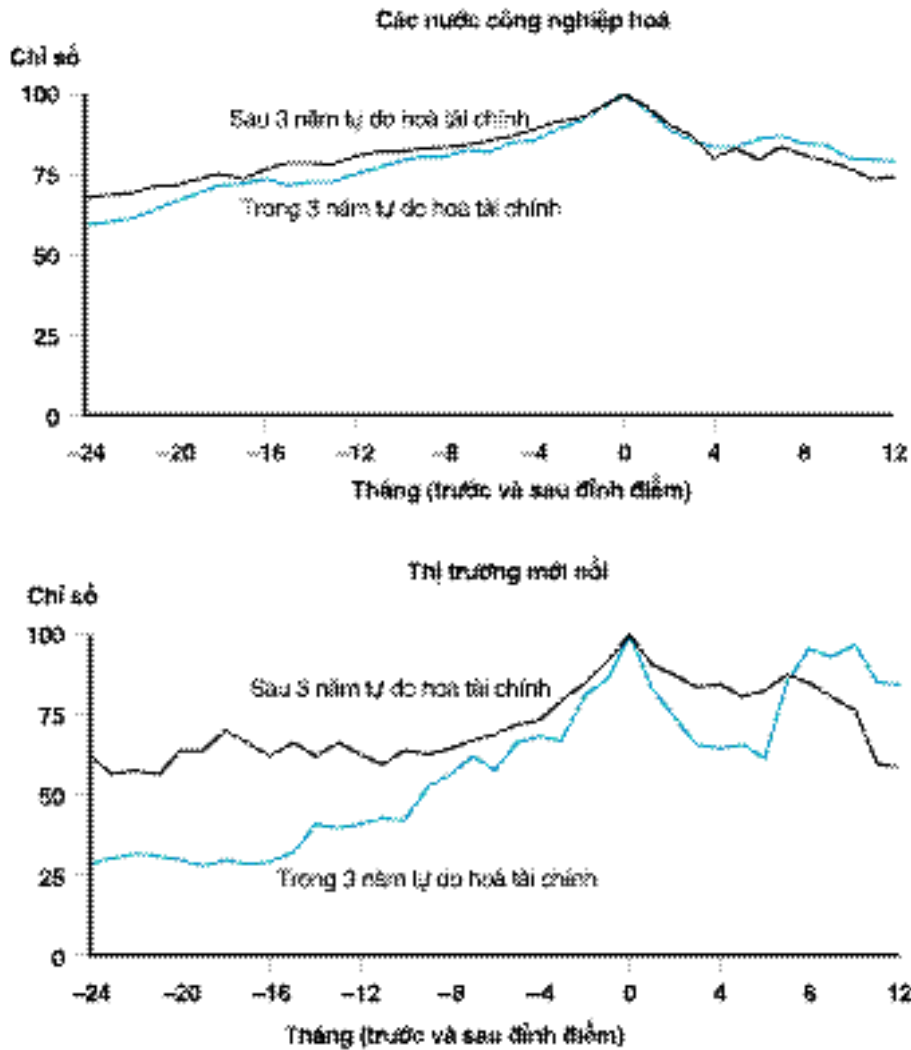
Một cách tiếp cận khác coi sự vận động của giá tài sản được đặc trưng, không chỉ bởi các cú sốc ngẫu nhiên, mà còn bởi những thăng trầm từ từ và có tính chu kỳ. Khi Kaminsky và Schmukler (2001) tách các tính chất chu kỳ như vậy ra khỏi thực tế về giá chứng khoán tại khoảng 28 quốc gia, thì họ đã tìm ra cường độ của những chu kỳ này tăng lên ngay lập tức sau khi tự do hoá, tuy nhiên cường độ trung bình này sẽ giảm sau khoảng ba năm hoạt động dưới một chế độ đã được tự do hoá. Điều này nói lên rằng, quá trình tự do hoá báo trước một thời kỳ chuyển đổi của nguy cơ dễ bị tổn thương cao độ trước những chu kỳ lên xuống cực điểm, tuy nhiên với việc thị trường dần dần trưởng thành, tính dễ bị tổn thương này cũng sẽ giảm dần (xem Hình 4.6).

Việc bóc tách các tín hiệu thực tế có liên quan tới chính sách ra khỏi các thông tin nhiễu rất nhiều xung quanh sự vận động của giá cổ phiếu không phải là một nhiệm vụ dễ dàng. Mặc dù vậy, nhìn chung, sự giảm sút trong lãi cổ tức, phản ánh sự tăng lên trong giá cổ phiếu trung bình, sẽ kéo theo những đợt phát hành mới làm tăng mức độ vốn hoá qua thị trường. Điều này gợi ý rằng, việc mở cửa thị trường cổ phiếu cho các nhà đầu tư nước ngoài bản thân nó cũng tương đối nhẹ nhàng.

Việc tự do hoá tài khoản vốn không chỉ có nghĩa là người nước ngoài có khả năng tiếp cận thị trường vốn trong nước mà cũng có nghĩa là các công ty và các hộ gia đình trong nước có khả năng tiếp cận thị trường thế giới. Các nhà đầu tư trong nước cũng được lợi nhờ giá tăng, nhưng để có thể tận dụng hết các cơ hội đa dạng hoá rủi ro do thị trường tài chính thế giới mang lại, họ cần phải nắm giữ các tài sản nước ngoài trong danh mục đầu tư của họ. Đây là một điểm cần quan tâm, thí dụ như, trong quá trình thiết kế các quy định chi phối hoạt động đầu tư gián tiếp của các quỹ lương hưu và các

## **Àa daàng hoaáseägiañ nguy cú bì tổn thúng**

Hình 4.6 Tác động của tự do hoá đến cường độ của chu kỳ giá cổ phiếu



Sau thuậkyâêu lân từng tình  
bê ổn ành, túáo hoããããããã  
giañ nguy cú di ìbã tòn thúng

Chỉ định: Hình vẽ dựa trên việc phân tích các dữ liệu đồng giá tiền thị trường chứng khoán diễn ra trong vòng 3 năm sau khi tự do hoá thị trường từ các thị trường còn lại. Xu hướng giá trung bình trong 36 tháng trước và 12 tháng sau điểm được xác định trên đồ thị. Với các thị trường mới nổi, số lượng vụ vỡ điểm giảm sau khi tự do hoá và sau đó là một sự giảm mạnh (mặc dù chỉ 6 tháng sau khi sự giảm là phục hồi ngay một cách đột ngột).  
Nguồn: Dora và Kaminsky và Schenker (2001).

phương thức đầu tư tập thể khác. Tự do hoá luồng vốn ra có tổ chức có vẻ như có nhiều vướng mắc, nhưng nó cho phép việc đa dạng hoá danh mục đầu tư quốc tế trong hoạt động

**Các nhà đầu tư nước  
ngoài đã chi số  
billion trong năm 2004**

đầu tư theo tổ chức có thể, thí dụ như, bảo vệ những người về hưu khỏi bị nguy cơ rơi vào cảnh đói nghèo. Các quỹ đầu tư quốc gia do nhà nước kiểm soát tại Na Uy và Xingapo được đầu tư toàn bộ (Na Uy), hoặc một phần đáng kể (Xingapo) vào các tài sản nước ngoài. Tuy nhiên, các quỹ tương hỗ, quỹ lương hưu và các nhà đầu tư khác theo tổ chức tại nhiều nước đang phát triển vẫn vấp phải các rào cản điều tiết lớn trong quá trình đầu tư ra nước ngoài.

Bên cạnh trường hợp của Đông Á đã nêu, các thị trường cổ phiếu đã được tự do hoá cũng phải chịu sự tấn công của các cuộc khủng hoảng tài chính lớn khác của thập kỷ 90 (Tequila 1994-95, Nga-Braxin-LTCM 1998), tuy một lần nữa thị trường cổ phiếu không phải là xuất phát điểm của các cuộc khủng hoảng này. Hành vi của các nhóm nhà đầu tư khác nhau trong các thị trường cổ phiếu đang nổi trong những cuộc khủng hoảng này đã được nhiều nhà nghiên cứu khảo sát một cách kỹ lưỡng. Các kết quả nghiên cứu của họ có vẻ như đã khẳng định lại niềm tin rằng, sự dao động trong hoạt động mua, bán tại các thị trường cổ phiếu mới nổi có các tác động đáng kể đến sự thăng trầm của giá cả, nhưng cũng cho thấy, sự tham gia của các nhà đầu tư nước ngoài có thể giúp cho việc cách ly thị trường ra khỏi các cú sốc trong nước, trong khi làm tăng phản ứng với các cú sốc tại các nơi khác.

Theo dõi sát hàng ngày các luồng vốn ròng của một tầng lớp các nhà đầu tư nước ngoài và sự vận động tương ứng của giá cả đã bộc lộ hình thái tương tác qua thời gian. Và hình thái này khác một chút ít so với các mô hình đơn giản trong sách giáo khoa, trong đó giá cả được điều chỉnh ngay tức khắc cho phù hợp với các thông tin mới.<sup>10</sup> Thay vào đó, các chứng cứ thực tế đã chỉ ra rằng, giá tăng lên dường như tạo đà cho các luồng vốn chảy vào trong các ngày tiếp theo, và điều này lại làm cho giá tăng lên, và sự vận động đó của giá cũng cuốn đi trong một thời gian nhất định. Điều này như thể là tác động tức thời đến giá cả của một mẫu thông tin liên quan đến giá, chỉ là tác động cục bộ. Các nhà đầu tư nước ngoài điều chỉnh dần danh mục đầu tư của họ, và điều này đã làm cho giá tiếp

tục tăng lên, cả hai đều do sức nặng của tiền và do mọi người đều kỳ vọng rằng dòng vốn sẽ tiếp tục tiếp diễn. Quá trình này có thể đi quá xa, và trên thực tế, sự sụt giá trong thời kỳ khủng hoảng có vẻ không phản ánh dòng vốn ra của các nhà đầu tư nước ngoài, mà phần lớn phản ánh dòng vốn vào dự kiến bị gián đoạn.

Hành vi của các quỹ tương hỗ mở và đóng chuyên môn hoá trong các thị trường mới nổi cũng làm rõ thêm hành vi của các nhà đầu tư nước ngoài. Hiện có hơn 2.000 quỹ như thế, và lượng cổ phiếu do chúng nắm giữ trong hai tá thị trường mới nổi hàng đầu chiếm khoảng 5% tổng mức vốn hoá qua thị trường vào thời điểm giữa thập kỷ 90. Đối với các quỹ mở, các số liệu thích hợp là các số liệu về các luồng lưu chuyển của chúng. Các số liệu này cho thấy, rất cuộc thì nhà đầu tư chứ không phải là những người quản lý quỹ chịu trách nhiệm về sự nhạy cảm của các luồng vốn ra vào một thị trường mới nổi nhất định trước sự vận động của giá cả. Điều này đúng cho cả trường hợp vận động của chính giá trên thị trường đang xét hay là các luồng phát sinh do sự vận động của giá cả trên các thị trường khác gây ra; các luồng này có thể được gọi là các luồng lây nhiễm. Các chứng cứ chỉ ra rằng, việc rút tiền hàng loạt ra khỏi các quỹ tương hỗ chủ yếu xảy ra tại các nước có nền tảng kinh tế vĩ mô yếu, bởi vì các chỉ số từng được thực tế chứng tỏ là các chỉ báo đáng tin cậy để dự báo sự sụp đổ tài chính trong tương lai đã bước vào vùng nguy hiểm. Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu cũng chỉ ra rằng, các thị trường cổ phiếu có tính thanh khoản cao nhất (như Braxin tại Mỹ La tinh và Hồng Kông (Trung Quốc), Xingapo và Đài Loan tại Châu Á) phải chịu thiệt hại không đều từ việc rút tiền hàng loạt, có lẽ là do các nhà quản lý quỹ hoạt động trên nhiều thị trường tìm cách giảm thiểu tác động trung bình lên giá cả mà họ nhận được khi họ phải thu hẹp danh mục của họ để phản ứng lại việc các nhà đầu tư rút vốn (Kaminsky, Lyons và Schmukler 2000a, 2001). Đây là một tác động phụ không mấy dễ chịu của quá trình phát triển thị trường cổ phiếu.

**4. những cường àuả àềề  
nũúế trũúế nguy cú bì lỳ  
nhĩi m**



Đối với các quỹ quốc gia đóng, có thể thu được các thông tin khác từ sự vận động trong khoảng chênh lệch; khoảng chênh lệch này (cũng như trong trường hợp của các quỹ đóng tại các thị trường trưởng thành) thường tồn tại giữa giá cổ phiếu của quỹ và giá trị tài sản ròng của quỹ. Tuy nguyên nhân dẫn đến khoảng chênh lệch này không được xác định một cách thống nhất, nhưng có một số hiện tượng bất thường đáng chú ý. Thí dụ, khi khả năng tiếp cận của các nhà đầu tư nước ngoài tới thị trường tài sản còn bị hạn chế, thì cổ phiếu các quỹ quốc gia thường được bán với giá cao hơn (giá trị thực). Điều này có vẻ như phản ánh cầu bị dồn nén của các nhà đầu tư đối với các tài sản của thị trường này, và cầu này chỉ được đáp ứng đầy đủ thông qua quỹ quốc gia. Cùng với quá trình tự do hoá được tiếp tục, giá cổ phiếu của các quỹ quốc gia dần dần nhỏ hơn giá trị tài sản ròng – thường hơn 5% và dao động nhiều – và do đó phù hợp với một tính chất chung, vẫn chưa được giải thích đầy đủ, của các quỹ đóng tại phần lớn các thị trường. Tuy nhiên, trong thời kỳ khủng hoảng, khi mà thị trường trong nước bị sụp đổ, chúng ta thường thấy giá của các quỹ này không giảm nhiều như vậy, và do đó, một lần nữa chúng lại trở nên cao hơn so với giá trị tài sản ròng (Hình 4.7). Có vẻ như các nhà đầu tư trong nước phản ứng mạnh mẽ hơn đối với các xáo trộn trong nước – có lẽ do họ có cách nhìn khác về ý nghĩa thực sự của các cú sốc thông tin trong nước đang làm đình trệ thị trường, hoặc do họ không được đa dạng hoá tốt như các nhà đầu tư nước ngoài, nên tài sản của họ bị ảnh hưởng của cú sốc nhiều hơn. Theo cách nhìn này thì các cổ đông của quỹ quốc gia có lẽ đã mong chờ thị trường cổ phiếu sẽ phục hồi đủ nhanh để không bỏ công tiến hành các giao dịch mua bán ngay ăn chênh lệch giá đầy tổn kém (Levy-Yeyati và Ubide 1998).

Nhìn một cách tổng quát vào cơ chế tương tác giữa các nhà đầu tư nước ngoài và thị trường trong nước cho thấy, sự tham gia của nước ngoài đã làm mức giá chung của cổ phiếu trong nước tăng vượt quá cả mức điều chỉnh tăng lên thường xuyên ban đầu. Sự khác biệt về thông tin và cách thức phản ứng lại

Hình 4.7 Chiết khấu quỹ quốc gia México 93-99



Chú thích: Trong khi quỹ mua bán cổ phiếu có chiết khấu trên giá trị tài sản ròng trước khi có khủng hoảng Tequila, thì ngay sau cuộc khủng hoảng số, công và việc thị trường cổ phiếu trong một giảm mạnh, giá quỹ lại tăng lên, và lên cao hơn giá trị tài sản ròng trong một vài tháng, các nhà đầu tư trong các quỹ này có phần ủng hộ mạnh mẽ trước khủng hoảng khi so với các nhà đầu tư nước ngoài trong quỹ.  
 Nguồn: Cập nhật từ Bhandal và Schumacher (1996).

Hình vẽ minh họa khoa học chỉ ra ảnh hưởng giữa giá thị trường của quỹ Mexico và giá của các khoa học đầu tư của người Mexico trong quỹ.

các thông tin đó của các nhà đầu tư nước ngoài, cùng những điểm khác biệt trong khung thời gian điều chỉnh danh mục đầu tư của họ, đều có tác động đến động thái của giá cổ phiếu trong nước. Chúng có thể gây bất ổn đối với giá cả, đặc biệt là thông qua việc lan truyền các rối loạn từ thị trường thế giới, hay từ các thị trường có những nét tương đồng thực sự hay do người ta cho là như vậy, thông qua một hình thức lây lan. Tuy nhiên, chúng cũng có thể có phản tác dụng trước những xáo trộn xuất phát từ điều kiện trong nước.<sup>11</sup>

Tuy thế, cũng phải ghi nhận rằng, không phải tất cả lượng giao dịch tăng lên về cổ phiếu trong nước đều xảy ra trên thị trường nội địa. Thí dụ, việc mua bán trong các quỹ quốc gia đóng, bản thân nó không tạo nên bất cứ một giao dịch nào qua sổ giao dịch trong nước, và điều này cũng đúng cho phần lớn các giao dịch chứng chỉ tiền gửi – những loại chứng chỉ chỉ đơn thuần buôn bán trao tay tại các thị trường trường

**Tỷ lệ mua bán cổ phiếu giữa nhà đầu tư nước ngoài và nhà đầu tư trong nước**

thành. Có thể 95% lượng trao đổi chứng chỉ tiền gửi không có liên quan tới các sở giao dịch trong nước, trong khi lượng mua bán còn lại gần như cũng đủ để khai thác hết các cơ hội buôn bán ăn chênh lệch giá giữa hai thị trường.

Hiện tượng này có thể có tác động xấu đến vai trò của thị trường trong nước, nếu các công ty lớn bắt đầu phát hành các chứng chỉ tiền gửi. Đối với các công ty này, các hoạt động và việc định giá là do các thị trường trưởng thành bên ngoài thống trị, do đó thị trường phát hành ban đầu trở nên ngày một ít quan trọng hơn, và cuối cùng chỉ còn giá trị như là một thị trường vệ tinh cho các thị trường chứng chỉ tiền gửi. Trên phương diện này, mở cửa thị trường có thể đồng nghĩa với việc một số lượng lớn các hoạt động sẽ được chuyển ra nước ngoài.

Quốc tế hoá cũng làm cho một số cổ phiếu bị xoá khỏi danh sách niêm yết tại các thị trường mới nổi, thường là do các công ty nước ngoài đứng ra thôn tính các công ty niêm yết. Những công ty phát hành mới, đặc biệt là trong lĩnh vực công nghệ, ngày nay thường chỉ chọn niêm yết trên các thị trường trưởng thành.

Mặt khác, yêu cầu cung cấp thông tin cho các chương trình chứng chỉ tiền gửi thường buộc phải có sự cải tiến trong việc công khai hoá thông tin trên thị trường trong nước, ngay cả trước khi có những quy định chính thức trong nước yêu cầu điều này. Một khi công ty đã đáp ứng được đòi hỏi cung cấp thông tin để được niêm yết chứng chỉ tiền gửi, thì cả công ty này và các đối thủ cạnh tranh của nó đều khó có thể tránh được công khai hoá ít hơn lượng thông tin tại thị trường trong nước. Theo cách này thì sự tồn tại của các chứng chỉ tiền gửi đã có tác động gián tiếp lên chất lượng cung cấp thông tin, kể cả đối với những công ty chưa tìm cách niêm yết chứng chỉ tiền gửi, và do đó, cải thiện được hiệu quả của thông tin tại các thị trường mới nổi. Các tác động tích cực này của chứng chỉ tiền gửi chắc chắn vượt xa các tác động tiêu cực của chúng.

Khả năng bị mất khách hàng trên các sở giao dịch trong nước có thể khiến cho chủ nhân của các sàn giao dịch này lo

lãng, nhưng các cơ quan chức năng không nên quá quan ngại về điều này – cho dù việc mở cửa thị trường đối với việc làm và khả năng thu lợi của các công ty môi giới trong nước và các công ty khác cung cấp dịch vụ tài chính gắn với các sở giao dịch trong nước, có thể phải trả giá. Như vậy, cần phải luôn ghi nhớ rằng tạo thêm cơ hội làm ăn cho các chuyên gia thị trường không phải là mục tiêu chính của chính sách mở cửa thị trường cổ phiếu. Thay vào đó, là mục tiêu đạt được tăng trưởng, ổn định vĩ mô và thành tích xoá đói giảm nghèo do việc phát triển thị trường tài chính nói chung mang lại, như đã bàn đến trong Chương 1. Nếu việc các công ty lớn chuyển trụ sở ra thị trường nước ngoài và khối lượng giao dịch cùng với tính thanh khoản trên thị trường trong nước giảm sút làm hạn chế khả năng tiếp cận của các công ty nhỏ tới các hoạt động tài trợ qua vốn cổ phần, coi đó là kết quả của việc hợp nhất và đóng cửa một số sàn giao dịch, thì đây là một vấn đề khác, tuy nhiên một số người cho rằng, tác động này dường như là việc gieo hoang mang vô căn cứ. Tuy thông điệp đưa ra có vẻ khắc nghiệt đối với các công ty tài chính, nhưng điều quan trọng là khả năng tiếp cận dịch vụ tài chính, *chứ không phải là việc ai là người cung cấp các dịch vụ này.*

**Kha ñùng tii ã cêã ñich  
vuã ã chính quan troãg  
hún vềã ài ìai laãg ùã  
cung cêp chuãg**

### **Luồng nú ãi suêã va ãyã gia ñhõã ão ãi**

**T**RƯỚC KHI HOẠT ĐỘNG ĐẦU TƯ CỔ PHIẾU quốc tế bùng nổ, phương thức cổ điển của tài chính quốc tế là thông qua các luồng nợ: cho vay và đi vay quốc tế. Phân tích các luồng nợ này và các vấn đề chính sách có liên quan là một trong các nhánh tích cực nhất và lâu năm trong công tác nghiên cứu kinh tế và tài chính. Ở đây, chúng ta chỉ tập trung thảo luận một số vấn đề chính sách hiện tại có quan hệ mật thiết với các chức năng của tài chính trong nước.<sup>12</sup>

Mặc dù phần lớn các hoạt động vay và cho vay quốc tế từ lâu đã được thể hiện bằng các đồng tiền quốc tế mạnh (ban đầu sử dụng các loại tiền bản vị vàng), nhưng việc mở cửa cho

các luồng vốn quốc tế có các tác động gián tiếp lên lãi suất nội địa và tỷ giá. Đây là chỗ làm nảy sinh các rủi ro, và cũng là nơi mà các chính sách kinh tế vĩ mô, tài khoá và tiền tệ từ lâu đã được nhằm vào việc kiểm soát các rủi ro đó. Đặc biệt, các biện pháp chính sách tài chính cũng thường được cân nhắc xem nên can thiệp trực tiếp vào chính các luồng vốn hay là vào lãi suất nội địa hoặc chế độ tỷ giá. Phần này sẽ lần lượt khảo sát ngắn gọn ba vấn đề này. Chúng ta cần lưu ý đến một sự đồng thuận mới có cho rằng, các biện pháp có tính chất như thuế có tác dụng nhất định trong việc hạn chế các luồng nợ ngắn hạn, tuy nhiên, những cố gắng rời rạc như vậy nhằm kiểm soát cơ cấu và việc định giá của các luồng tài chính nội địa trong khi hệ thống đã được mở cho các luồng vốn nước ngoài, sẽ là phản tác dụng và có hại. Quá trình tự do hoá cả tài chính trong nước và quốc tế đã tạo nên một sự hội tụ trong sự vận động của lãi suất, mặc dù hiện nay các nước đang phát triển đang phải chịu một khoản chênh lệch lãi suất do rủi ro cơ cấu. Một phần của khoản chênh lệch này là do rủi ro hối đoái: việc cố định đồng bản tệ có điều chỉnh với một đồng ngoại tệ mạnh càng làm nặng nề thêm rủi ro này, nhất là với quá trình đôla hoá ở các nước đang phát triển.

Một bài học rõ ràng của thời kỳ tự do hoá tài chính quốc tế trong vài thập kỷ vừa qua là, cái giá của việc kiểm chế tài chính trong nước đã trở nên không phù hợp, khi mà thị trường vốn đã mở cửa. Trên thực tế, thời vàng son của việc kiểm chế tài chính là trong khoảng thời gian từ năm 1914 đến năm 1973, khi các hệ thống tài chính quốc gia hoạt động gần như tách biệt nhau. Thời kỳ gián đoạn kéo dài này của thị trường tài chính do Đại chiến Thế giới lần Thứ nhất và nạn lạm phát sau đó gây ra, và tiếp tục với các cố gắng kéo dài vô vọng để thiết lập lại chế độ bản vị vàng ở những nước lớn. Sự gián đoạn này càng trầm trọng thêm với những cố gắng để bảo vệ nền kinh tế nội địa khỏi cuộc Đại Suy thoái của những năm 30 (là giai đoạn mà chủ nghĩa bảo hộ và chủ nghĩa biệt lập mạnh hơn đang có ảnh hưởng mạnh mẽ đến mức ngay cả Keynes cũng phải viết “trên hết, hãy để nền tài chính của

**Các luồng vốn nhảy cao  
vừa là sự sụt giảm phải  
xem xét là các chính  
sách tài chính**

chúng ta là của quốc gia". Quan điểm này kéo dài cho đến tận Chiến tranh Thế giới lần Thứ hai. Sau đó, bất chấp trào lưu tự do hoá thương mại mạnh mẽ, các hàng rào điều tiết đối với các luồng vốn vẫn được duy trì, chủ yếu là vì tự do hoá các luồng vốn ra được xem như không thích hợp với tỉ giá hối đoái cố định và với chính sách quản lý tổng cầu.

Đứng đằng sau bức tường kiểm soát tỷ giá là sự kiểm soát tài chính. Đứng trước việc những rào cản đối với sự vận động quốc tế của các luồng vốn khiến cho các qui định điều tiết trong nước có được tác dụng lớn, thì không chỉ đồng tiền mà cả lãi suất, ngân hàng (xét về mặt sở hữu và điều hành), và trước tiên là sở giao dịch chứng khoán đều phải đặt dưới sự quản lý quốc gia.

Mặc dầu bị hạn chế khỏi các hoạt động quốc tế và lãi suất cho vay nhiều khi bị cố định, các ngân hàng thu được lợi từ khả năng tiếp cận sẵn có đến các khoản tiền gửi rẻ, bởi chúng được bảo hộ một cách không chính thức khỏi các hình thức cạnh tranh trong và ngoài nước, đồng thời chúng phần nào đã cấu kết với nhau thành tập đoàn. Đổi lại, hệ thống ngân hàng lại chuyển một lượng vốn vay đáng kể cho chính phủ và những cá nhân hoặc ngành đi vay theo chỉ định (Wyplosz 2001). Nơi nào thành lập thị trường chứng khoán thì các thị trường này cũng phải chịu những thông lệ trói buộc của những người trong cuộc, và thường phải phân phối theo định suất khả năng tiếp cận thị trường phát hành mới cho các công ty để duy trì trật tự.

Tác dụng của các biện pháp kiểm soát hành chính đến quá trình vận động của vốn là tương đối hạn chế và giảm dần, cùng với sự cải tiến trong các phương tiện giao thông liên lạc và sự gia tăng trong khối lượng mua bán, kéo theo những luồng thanh toán lớn mà thời gian và khối lượng của những thanh toán có thể thay đổi để che đậy luồng vốn (Dooley 1996). Sức ép mang tính chất đầu cơ lên việc cố định tỷ giá hối đoái - đặc biệt là vào cuối thập kỷ 60 - đã cho thấy rõ tác dụng đang giảm dần này, mặc dù khối lượng của luồng đầu cơ và mức chênh lệch lãi suất do chúng tạo ra còn khiêm tốn

so với các thời kỳ sau. Khi hệ thống tỷ giá hối đoái cố định bị bãi bỏ vào đầu những năm 70, thì sự cần thiết mà người ta cảm thấy đối với việc kiểm soát vốn cũng ít gay gắt hơn, và một tiến trình xoá bỏ các biện pháp kiểm soát này cũng đã được bắt đầu.

Ngày này, chỉ có ba loại đối tượng tham gia thị trường tư nhân có thể bị loại trừ một cách không chính thức khỏi thị trường vốn quốc tế, đó là các hộ gia đình có thu nhập thấp, các công ty rất nhỏ, và các công ty tài chính bị điều tiết. Tuy nhiên, kể cả các công ty tài chính bị loại trừ không được tham gia trực tiếp vào thị trường tài chính quốc tế cũng có thể chịu tác động gián tiếp bởi thị trường này.

Cũng có thể tự do hoá tài chính trong nước mà không cần phải mở cửa nền kinh tế cho các luồng vốn quốc tế. Còn khi đã mở cửa thì việc tự do hoá là điều không tránh khỏi. Mở cửa thị trường vốn làm cho nỗ lực cố định lãi suất và các giá tài chính trong nước khác lệch khỏi giá cân bằng thị trường trở nên vô ích.<sup>13</sup> Những người gửi tiền lớn luôn luôn đối phó với những nỗ lực như vậy bằng cách đầu tư ra nước ngoài. Các công ty lớn cũng tận dụng khả năng tiếp cận tài chính nước ngoài của họ. Như vậy, tự do hoá tài khoản vốn đã làm suy yếu và làm méo mó khu vực tài chính trong nước đang bị kìm hãm, và cuối cùng buộc các nước phải tự do hoá tài chính trong nước. Nếu như tiến trình này bị kéo quá dài thì quá trình tự do hoá cục bộ tài chính trong và ngoài nước một cách thiếu tính toán có thể gây ra một tình thế rất nguy hiểm và thiếu lành mạnh. Điều này được minh hoạ rõ nét trong trường hợp cổ điển nhưng quan trọng của Hàn Quốc trong những năm 90, khi trình tự tự do hoá đã khiến một số công ty lớn chuyển sang vay nợ nước ngoài ngắn hạn quá nhiều, và hệ thống tài chính trong nước thì phải quay sang phục vụ các công ty trong nước có chất lượng hoạt động kém hơn, và cho các công ty này vay quá nhiều (Hộp 4.2).

Với việc đua nhau mở cửa thị trường tài chính tại các nước đang phát triển thì dự kiến lãi suất cân bằng thị trường ở đây sẽ phải chịu sức ép quốc tế ngày một tăng. Điều này đã trở thành một thực tế, và đã được các số liệu chứng minh. Tuy

**Laasuee cao hún trong  
caé thũ trũuag múã nõi  
phaã aãh ruãro cao hún**

## Hộp 4.2. Trình tự tái cấu trúc tài chính không hợp lý tại Hàn Quốc

BẤT CHẤP CÓ MỘT QUÁ TRÌNH PHỤC hồi tương đối nhanh, sự sụp đổ của nền kinh tế Hàn Quốc vào năm 1997 là một đòn nặng nề. Trên thực tế, cuộc khủng hoảng ở Hàn Quốc có ý nghĩa toàn cầu, mặc dầu các sự kiện của cuộc khủng hoảng này chủ yếu diễn ra trong một phạm vi hẹp hơn là về ngoài ta tưởng ban đầu. Đối với một số người, thì cuộc khủng hoảng ở Hàn Quốc đã cho thấy quá trình tự do hoá tài chính mà Hàn Quốc đã khởi sự mấy năm trước đó là một sai lầm, và việc tiếp tục cách làm trước đây là kiềm chế tài chính, có thể là một chính sách hợp lý hơn. Những người khác thì lại có cách nhìn khác, họ cho rằng, hệ thống tài chính của Hàn Quốc về cơ bản vẫn còn bị kìm hãm, và một quá trình tự do hoá giả tạo là nguyên nhân của cuộc khủng hoảng.

Câu chuyện trọn vẹn có phần tinh tế hơn, tuy rằng đến đây chúng ta đã có thể rút ra các bài học sâu sắc và rõ ràng. Hàn Quốc đã tự do hoá một cách cơ bản hệ thống tài chính của mình, nhưng nước này đã thực hiện theo một trình tự sai lầm, khuyến khích sự phát triển của một cấu trúc tài chính dễ đổ vỡ, cả về phương diện các công cụ tài chính sẽ được sử dụng (lệ thuộc quá nặng nề vào kỳ phiếu ngắn hạn), cả về các trung gian tài chính được tinh cờ khuyến khích (các chi nhánh tín thác của ngân hàng bị điều tiết một cách lỏng lẻo và các trung gian tài chính gần như ngân hàng mới được thành lập khác), và về phát triển hạ tầng cơ sở thị trường (thất bại không xây dựng được các thể chế cho thị trường vốn dài hạn).

Thông qua việc tự do hoá vay nợ nước ngoài ngắn hạn (chứ không phải dài hạn), các cơ quan chức năng của Hàn Quốc đã khiến cho gần như chắc chắn các ngân hàng lớn và có tiếng tăm cũng như các chaebols ngầm bị coi là đang mắc nợ ngắn hạn bằng ngoại tệ rất nặng nề. Các quy định hạn chế sử dụng các sản phẩm phái sinh đã hạn chế khả năng tự bảo hiểm. Trong khi đó, các chaebols hạng hai lại tăng cường vay nợ ngắn hạn thị trường tài chính trong nước (được tài trợ gián tiếp bằng các món vay nước ngoài của ngân hàng). Số tiền vay được được đầu tư vào việc mở rộng quá mức năng lực sản xuất.

Việc tự do hoá từng bước lãi suất cũng bị hiểu nhầm. Lãi suất tiền gửi ngân hàng bị duy trì ở mức thấp xa so với mức cạnh tranh, và do đó đã rút các nguồn lực ra khỏi các ngân hàng, cũng như khu vực ngân hàng bị điều tiết nói chung. Kinh nghiệm cho rằng, sự giảm bớt điều tiết chính thức chưa đem lại khả năng để thị trường tự do quyết định phần lớn các mức lãi suất.

Các lý do dẫn đến hình thái phải giảm bớt điều tiết, bao gồm việc coi trọng quá máy móc vai trò của tổng tiền (điều này đã làm cho các cơ quan chức năng duy trì kiểm soát tổng tiền, trong khi lại tự do hóa các phương tiện gần như thay thế), quá quan tâm tới việc duy trì một thị trường vốn dài hạn có tổ chức (điều này đã làm cho họ sao nhãng không quan tâm đến sự xuất hiện của một thị trường chứng

*(Xem tiếp trang sau)*



**Hộp 4.1.** (Tiếp theo)

phiếu công ty mới, lộn xộn hơn nhiều) và sự tồn tại dai dẳng của chính sách cho vay theo chỉ định (điều này có nghĩa là biên độ chênh lệch lãi suất phải đủ lớn để có thể trợ cấp chéo, tuy nhiên lại làm cho các ngân hàng mất thị phần).

Chất lượng đánh giá vốn vay, sự điều tiết ngân hàng và xếp hạng tín dụng tư nhân chưa lúc nào đáng tin cậy. Tâm lý lạc quan tếu và bệnh tự mãn bao trùm khắp nơi.

Cuối cùng, không phải sự sụp đổ của bong bóng tài sản đã cáo chung sự mở rộng của Hàn Quốc, mà chính là sự từ chối của các chủ

nợ nước ngoài không cho đảo nợ. Sự từ chối này bắt nguồn từ chỗ họ ngày càng cảm nhận sâu sắc sự bất an do các công ty con nợ của Hàn Quốc đang mất dần tính cạnh tranh và nợ nần quá nhiều. Kể cả khi nguyên nhân chính của cuộc khủng hoảng nằm ở chỗ nào khác thì trình tự tự do hoá không hợp lý cũng sẽ góp phần đẩy nhanh tốc độ và mức độ trầm trọng của cuộc khủng hoảng, thông qua việc buộc hệ thống phải gánh chịu các rủi ro đảo nợ, cũng như thông qua việc khuyến khích các công ty vay nợ thái quá.

*Nguồn: Dựa vào Cho (2001).*

nhiên, lãi suất ở các nước đang phát triển đã tăng lên từ mức bị điều tiết, và xu hướng đó vẫn không dừng lại ngay cả khi đã đạt bằng với mức của các nước công nghiệp.

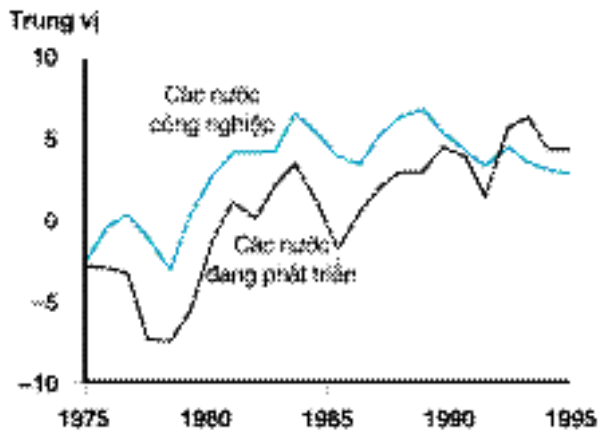
Tại các nước công nghiệp lẫn các nước đang phát triển, lãi suất của kỳ phiếu kho bạc đã ở mức thấp kỷ lục, xét về lãi suất thực ở cuối thập kỷ 70, phản ánh hiện tượng lạm phát đang leo thang trên toàn thế giới, và các nước đang phát triển vẫn tiếp tục kìm hãm tài chính. Trong khi lãi suất thực tại các nước công nghiệp tăng dần trong những năm 80, thì các nước đang phát triển vẫn tụt lại, nhưng sau đó đã bắt đầu đuổi kịp, khi ngày càng nhiều nước đang phát triển tự do hoá lãi suất một cách không chính thức, khiến các mức lãi suất này tiến gần hơn tới mức cân bằng thị trường. Cho đến thập kỷ 90, lãi suất thực tế trung vị của các nước đang phát triển đã cao hơn ở các nước công nghiệp, có lẽ là phản ánh một khoản chênh lệch lãi suất do rủi ro cao hơn (Bảng 4.1, Hình 4.8). Tuy nhiên, các đợt giảm lãi suất thực tiếp sau đó từ giữa thập kỷ 90 của các nước

Bảng 4.1 Laäsuêêthúa

Năm	Laäsuêêthúa (% , trung vò)					
	Thò trúuäg tíih tíä		Kyäpñië kho baä		Tíih güä	
	Caánñih cöng nghiïp	Äang pháã tríin	Caánñih cöng nghiïp	Äang pháã tríin	Caánñih cöng nghiïp	Äang pháã tríin
1975-79	-0,8	-1,3	-1,4	-4,8	-2,9	-4,7
1980-84	3,8	2,8	3,1	-0,7	0,9	-0,9
1985-89	5,1	4,1	4,9	1,0	2,5	1,3
1990-94	5,8	4,3	5,2	3,2	2,9	2,0
1995-99	2,7	6,4	3,3	5,0	1,7	3,4

Ngúөн: Honohan (2001a).

Hình 4.8 Lợi tức thực trên kỳ phiếu kho bạc ở các nước công nghiệp và các nước đang phát triển



Ngúөн: Honohan (2001a).

công nghiệp đã không được các nước đang phát triển hưởng ứng một cách có hệ thống. Trái lại, lãi suất bán buôn tại các nước đang phát triển nhìn chung vẫn tiếp tục cao hơn tại các nước công nghiệp. Điều này đã báo trước cuộc khủng hoảng 1997-98 và cho thấy có vấn đề về cơ cấu.

Hình vẽ biểu ú thò lúä túä trung vò củä kyäpñië kho baë úä cáé nướä äang pháã tríin, củä thêp hún nhiï ù, nhúng äääüüi kíp vaäbëy giúä thò lúä hún úä cáé nướä công nghiïp

Có nhiều nguyên nhân có thể giải thích cho khoản chênh lệch lãi suất này: không còn nghi ngờ gì nữa, một yếu tố phù hợp với nhiều nước đang phát triển là tình hình ngân sách rất khó khăn, trong đó ngân sách phải chi trả cho các cuộc khủng hoảng ngân hàng lớn và cho tình trạng sở hữu nhà nước; điểm này càng làm rõ thêm thông điệp của các chương trước. Tuy nhiên, trong nhiều trường hợp, chúng cũng có thể phản ánh sự hồ nghi, không chỉ về độ tin cậy của chính sách chính phủ nói chung, mà cụ thể là về các rủi ro hối đoái. Nếu rủi ro chính sách là nguyên nhân chính thì khoản chênh lệch lãi suất này là phi kinh tế và tốn kém; cải thiện việc hoạch định chính sách có thể làm giảm được khoản này.

Trong các giai đoạn của cuộc khủng hoảng, cho dù bất nguồn từ đâu, các hoạt động đầu cơ về sự vận động tương lai của tỷ giá có thể trở thành vấn đề nổi cộm, làm cho lãi suất không ổn định và đe dọa gây ra thua lỗ nghiêm trọng cho các trung gian tài chính và một số khách hàng của họ. Đây là một câu hỏi vẫn còn để ngỏ – một vấn đề được tranh cãi nhiều nhưng vượt quá khuôn khổ cuốn sách này – rằng liệu việc lựa chọn chế độ tỷ giá có ảnh hưởng đến mức độ và sự biến thiên của mức chênh lệch lãi suất đó không. Tuy nhiên, cho dù một quốc gia có chọn chế độ tỷ giá như thế nào đi chăng nữa thì chúng ta vẫn phải thừa nhận rằng, sự vận động của lãi suất thế giới sẽ có xu hướng lan truyền sang thị trường nội địa.

Giả thuyết hợp lý và được nhiều người biết đến về “sự ngang giá lãi suất phi bảo lãnh” – lãi suất trong nước sẽ bằng lãi suất tại nước ngoài cộng với tốc độ mất giá dự kiến của đồng bản tệ và cộng với một khoản chênh lệch bù đắp rủi ro – nói chung đã phát huy tác dụng trong nhiều thời kỳ, qua nhiều năm (trừ trường hợp có kìm hãm tài chính), và đặc biệt là khi đồng bản tệ mất giá đều đặn. Mô hình này không dự báo được nhiều về sự vận động ngắn hạn. Trong trường hợp khoảng chênh lệch lãi suất lớn bất thường thì mô hình này không dự đoán được một cách chắc chắn khả năng mất giá đồng bản tệ. Nói cách khác, có thể có sự lên xuống ngắn hạn

mạnh và không lường trước được trong khoản chênh lệch bù đắp rủi ro, và chênh lệch lãi suất lớn dường như có liên quan tới khoản chênh lệch bù đắp rủi ro cao.<sup>14</sup>

Rủi ro tỉ giá đã trở thành một vấn đề có tầm quan trọng hàng đầu trong việc điều hành các trung gian tài chính. Nếu muốn thu hút được các nguồn vốn bên ngoài, hoặc đáp ứng nhu cầu của các khách hàng thương mại quốc tế, thì các ngân hàng không thể tránh khỏi việc phải cọ xát với các nguy cơ do sự vận động mạnh của tỷ giá hối đoái.

Những rủi ro này có vẻ như có thể kiểm soát được với các kỹ thuật đo lường và tự phòng tránh rủi ro đã biết. Tuy nhiên, tính toán và định giá rủi ro của một thị trường mới nổi không phải là vấn đề đơn giản. Những rủi ro này không tĩnh tại theo thời gian, và có thể phụ thuộc vào các vấn đề mà bản chất là không thể dự đoán được, chẳng hạn như sự thay đổi trong lựa chọn chính sách của một nước giữa ổn định lạm phát và sản lượng. Điều này đặc biệt đúng đối với các chế độ tỷ giá gàn như cố định, do các lần giảm giá đồng tiền lớn, tuy ít xảy ra, của chế độ này. Hơn nữa, các nỗ lực để tự bảo hiểm rủi ro, thí dụ như thông qua việc sử dụng cùng một loại ngoại tệ cho tài sản có và nợ, có thể bị thất bại vì các rủi ro tín dụng từ phía đối tác. Nếu như đồng bản tệ sụp đổ, đi kèm với sự bố trí sai hàng loạt công việc kinh doanh, thì khách hàng vay ngoại tệ của một ngân hàng có thể không có khả năng trả nợ. Tuy vậy, nhiều công ty đã chuẩn bị để chấp nhận các rủi ro này có lẽ là dựa vào một mạng lưới an sinh ngầm định (xem Hộp 4.3). Giả định rằng, việc cho các trung gian tài chính và các công ty lớn vay tiền có rủi ro tỉ giá rất lớn, có thể gây ra các chi phí xã hội nếu như họ đặt cược nhầm. Đây được coi là nguyên nhân biện hộ cho việc áp đặt các quy định không chỉ đối với các ngân hàng, mà còn đối với các công ty phi tài chính, là những công ty đang tìm cách hạn chế việc phải đương đầu với rủi ro tỉ giá. Việc các ngân hàng ở Mêhicô đã thoát khỏi các quy định kiểm soát này trong năm 1994, bằng cách sử dụng các phương tiện phái sinh phục vụ cho một mục tiêu đặc biệt, là một thí dụ cổ điển về các khó khăn thực tiễn trong quá trình thực thi hiệu lực các quy định này (xem Hộp 4.4)

### **Ruĩro tỉ giá cũng là một gánh nặng cho các trung gian tài chính**

**Hộp 4.3. Lý thuyết về việc sụp đổ của ngân hàng song sinh - từ những nguyên nhân**

MỞ CỬA CHO VỐN NƯỚC NGOÀI CÓ thể tạo ra một sự kết hợp chết người với sự bảo lãnh ngầm của chính phủ cho các chủ nợ ngân hàng. Khi cộng thêm với tình trạng bất trắc của tỷ giá và các vị thế tỉ giá phi bảo hiểm của các ngân hàng và khách hàng đi vay của chúng, thì sự kết hợp này có khả năng bùng nổ. Vấn đề cơ bản là ở chỗ, thông qua việc đảm bảo ngầm một cách gần như không giới hạn đối với các chủ nợ nước ngoài – và bằng ngoại tệ nữa – thì mức độ của tâm lý lợi dụng bảo lãnh, cố ý làm liều sẽ gia tăng một cách đáng kể.

Các ngân hàng trong nước thường thích thu hút vốn từ nước ngoài (và bằng ngoại tệ), không chỉ vì sự sẵn có của các nguồn vốn này, mà còn vì chi phí lãi suất thấp hơn, phản ánh việc người gửi tiền nước ngoài không phải chịu rủi ro tỷ giá công khai. Tuy nhiên, các nguồn vốn này đem lại các rủi ro tỷ giá cho ngân hàng, kể cả khi chúng cho khách hàng trong nước mình vay tiếp bằng ngoại tệ, bởi vì vận động của tỷ giá ảnh hưởng tới khả năng trả nợ của khách hàng. Tâm lý lợi dụng bảo lãnh, cố ý làm liều, xuất phát từ chỗ rằng, với một mạng lưới an sinh ngầm hào phóng, các ngân hàng và những người gửi tiền sẽ tiến hành mọi việc như thể không hề có rủi ro. Điều này hoàn toàn phù hợp với phần đã bàn trong Chương 2.

Khi cuộc khủng hoảng bắt đầu, yếu tố tỷ giá hối đoái này sẽ gây ra một vòng xoắn mới, không có trong các cuộc khủng hoảng nội địa. Khủng hoảng nội địa được đặc trưng bởi việc giảm giá phần lớn các tài sản. Nói cho cùng, đây chính là vấn đề làm cho người

đi vay rất khó trả nợ. Tuy nhiên, đối với một nền kinh tế mở vay nợ bằng ngoại tệ chong chóng, bên cạnh việc giá của phần lớn các tài sản trong nước giảm xuống, thì giá bằng tiền của các món nợ bằng ngoại tệ cũng tăng lên vì đồng bản tệ sụt giá.

Mức độ và thời điểm của việc sụp đổ tiền tệ có liên quan đến kỳ vọng của thị trường về khả năng chính phủ đáp ứng được khối lượng nợ của chủ nợ ngân hàng. Nếu như hệ thống ngân hàng bị phá sản ở tỷ giá hối đoái hiện tại và thị trường kỳ vọng rằng, chính phủ phải dựa vào “thuế lạm phát” để trang trải một phần chi phí cứu trợ, thì tỷ giá cố định sẽ không thể duy trì được. Nếu như vậy thì đồng tiền sẽ sụp đổ, và do đó, làm tồi tệ thêm tình trạng phá sản của các ngân hàng.

Ngay cả khi hệ thống ngân hàng không bị phá sản tại mức tỷ giá hiện thời, thì niềm tin của thị trường về đồng bản tệ sẽ bị phá giá cũng đủ làm phá sản các ngân hàng và phát sinh nhu cầu cứu trợ; yêu cầu bảo lãnh này, cuối cùng sẽ được chi trả một phần bằng “thuế lạm phát”.

Hình thái này đã được nhiều nhà quan sát tinh tường biết đến, ít nhất là từ cuộc khủng hoảng ở Chile vào đầu những năm 80 (Díaz-Alejandro 1985), tuy nhiên điều này đã không ngăn được các ngân hàng và các con nợ của họ đi vào vết xe tương tự tại Đông Á; điều này không chỉ đã góp phần gây ra cuộc khủng hoảng năm 1997-98 mà còn tạo ra một phong trào phân tích lý thuyết để làm sâu sắc hơn rất nhiều hiểu biết của chúng ta về các tiến trình đã xảy ra (thí dụ, xem McKinnon và Pill 1999; Burnside, Eichenbaum và Rebelo 2000).

#### Hộp 4.4. Các công cụ tài chính phái sinh và/hoặc để tránh rủi ro ngoại hối

TRONG LỊCH SỬ, VIỆC KIỂM SOÁT VỐN đã bị lẩn tránh bằng nhiều thủ thuật, như viết hoá đơn không đúng giá trị hàng nhập khẩu (nhiều lên) và hàng xuất khẩu (ít đi) và các thông lệ khác, thường là bất hợp pháp. Các cá nhân giàu có và các công ty lớn có thể lẩn tránh kiểm soát vốn một cách tương đối dễ dàng. Đây là lý do tại sao, ở Italia, khi dỡ bỏ việc kiểm soát vốn ra, luồng vốn vào thực tế lại tăng lên, không chỉ vì có nhiều người đầu tư vào Italia hơn, do cho rằng, họ có thể rút vốn ra dễ dàng, mà còn vì có nhiều người Italia giàu có, có các tài khoản tại Thụy Sĩ trước khi việc kiểm soát được dỡ bỏ khá lâu.

Tuy nhiên, với sự bùng nổ của các sản phẩm phái sinh trong những năm gần đây, việc lẩn tránh kiểm soát vốn trở nên dễ hơn rất nhiều và không hề phạm luật, đồng thời việc phân tách luồng vốn dài và ngắn hạn cũng khó khăn hơn nhiều. Chúng ta hãy xem xét một vài thí dụ từ Folkerts-Landau và Garber (1997). Trước hết, chúng ta giả định tổng luồng vốn vào bị đánh thuế và các nhà đầu tư nước ngoài muốn đầu tư vào cổ phiếu. Họ có thể mua ở nước ngoài một hình thức hoán đổi cổ phiếu (một sản phẩm phái sinh tài chính cho phép họ có thể thu lợi trên vị thế đầu tư đó, giả định đây chính là lý do tại sao họ muốn đầu tư), và các cá nhân trong nước sẽ là các đối tác, với lời hứa sẽ trả hết tất cả lợi tức của khoản đầu tư và tự bảo hiểm sự rủi ro này bằng cách mua khoản đầu tư đó (tức là cổ phiếu) – và không phải trả thuế cho luồng vốn vào. Các loại thuế khác – tuy không đúng loại được áp dụng ở Chi Lê – cũng có thể bị lẩn tránh với các giao dịch phái sinh khác nhau.

Tệ hơn nữa, các cơ quan chức năng không thể phân biệt được luồng vốn ngắn hạn và dài hạn. Các số liệu này hoàn toàn dựa vào các giao dịch “trên bảng tổng kết tài sản”, nhưng

với hoạt động phái sinh thì đây chỉ là một phần của giao dịch thực tế. Thí dụ như (cũng trích từ Garber và Folkerts-Landau), giả thiết rằng, một tổ chức ở Mêhicô muốn mua cổ phiếu trong nước dưới hình thức giao dịch trên biên (on margin), một điều bị cấm. Anh ta có thể mua một khoản hoán đổi cổ phiếu từ một công ty tại New York, hứa rằng sẽ trả một tỷ suất lợi tức nổi cho công ty này và đem thế chấp một ít tài sản. Công ty ở New York không được tự bảo hiểm trong trường hợp này, nhưng lại có thể bù đắp rủi ro bằng việc mua chứng khoán trên thị trường Mêhicô. Giao dịch mua chứng khoán này, nếu đủ lớn thì được ghi nhận như là một luồng vốn dài hạn đầu tư vào Mêhicô, nhưng giao dịch hoán đổi cổ phiếu thì lại không. Tuy nhiên, rõ ràng công ty tại New York chỉ mua chứng khoán để bảo vệ vị thế tài sản của mình, và ngay khi khoản hoán đổi hết hạn – loại giao dịch này thường ngắn hạn, và do đó, khó có thể theo dõi – thì vị thế cổ phiếu này cũng chấm dứt. Như vậy, hoạt động phái sinh có khả năng biến một hình thức rút vốn vào ổn định nhất thành một dạng dễ thay đổi nhất. Mặc dầu khó có thể đo lường được, nhưng có nhiều khả năng là một lượng lớn của các luồng vốn vào được cho là dài hạn đã ru ngủ các nhà chức trách Mêhicô, và họ nghĩ rằng, nguy cơ đảo chiều của các luồng vốn đó nhỏ hơn nhiều so với thực tế.

Như vậy, kể cả khi các biện pháp kiểm soát là cần thiết trong thời gian dài, do mối lo ngại về hiện tượng đa cân bằng, thì vẫn khó có thể thực thi chúng trong tương lai khi các hoạt động phái sinh trở nên rất dễ tiếp cận. Các nhà chức trách có thể đưa ra những biện pháp có thể chấm dứt khả năng lẩn trốn tức thời, nhưng khả năng duy trì lâu dài các biện pháp đó là tương đối mờ nhạt.

Rủi ro do sự vận động quá mức của tiền tệ gây ra thiệt hại cho các trung gian tài chính không được bảo hiểm đầy đủ (và cho các doanh nghiệp nói chung) được một số người cho là vấn đề đau đầu nhất mà toàn cầu hoá gây ra cho sự vận hành của khu vực tài chính. Rõ ràng, cần phải có một khu vực tài chính được cấp vốn hùng hậu và có đủ năng lực cũng như động cơ để quản lý những rủi ro như vậy. Tuy nhiên, ngoài ra, vượt lên trên tất cả mọi sự lựa chọn chế độ tỷ giá, là sự cần thiết phải có một chính sách kinh tế vĩ mô bền vững, đáng tin cậy và thống nhất, để có thể giảm rủi ro.

Một tác động khác của quá trình quốc tế hoá thương mại ngày càng tăng kết hợp với các tình trạng không ổn định tiền tệ là tình trạng rất phổ biến của việc dùng đồng đôla/euro (hoặc mác Đức) làm đồng tiền song song tại nhiều nước dưới dạng tiền mặt, tiền trong tài khoản ngân hàng, hay là, nói chung hơn, được dùng để định giá, và ký kết hợp đồng. Thường thì một làn sóng lạm phát hay giảm giá đồng bản tệ sẽ dẫn đến quá trình đôla hoá rộng rãi lần thứ nhất tại một quốc gia, và quá trình này khó có thể đảo ngược được. Một khi những người nắm giữ tài sản đã bị đánh thuế do lạm phát hay mất giá đồng tiền, thì họ tiếp tục giữ một phần tài sản của mình bằng đôla. Một cuộc khủng hoảng tiếp theo thường làm cho các khoản tài sản này tăng lên, cho dù khoảng chênh lệch lãi suất tăng có lợi cho các tài sản được định giá theo đồng bản tệ (xem Reding và Morales 1999).

Khi nền kinh tế bị đôla hoá, các hiện tượng đầu cơ tiền tệ sẽ xuất hiện trong nước và sẽ không phải chỉ có các luồng vốn quốc tế mới gây bất ổn định tỷ giá. Các hệ thống đôla hoá cục bộ đặt ra những thách thức đặc biệt cho công tác quản lý tiền tệ và cho khu vực tài chính. Có một điều chắc chắn là một nền kinh tế mà trong đó giá cả được định theo đôla là một nền kinh tế trong đó các tỷ giá danh nghĩa thay đổi nhanh chóng và đầy đủ, các thay đổi này sẽ được truyền toàn bộ sang cho giá cả bằng đồng bản tệ. Tương tự như vậy, với một sự thay đổi nhất định trong tỷ giá thực tế – chẳng hạn để điều chỉnh theo các cú sốc thực tế bên ngoài – có xu hướng đòi hỏi một

**Mức độ đôla hoá ngày càng tăng làm mất mát giá trị của khu vực tài chính**

sự vận động lớn hơn của tỷ giá danh nghĩa. Tuy nhiên, như đã nói ở trên, một sự vận động lớn của tỷ giá danh nghĩa có tác động đáng kể đến tình hình tài chính của các trung gian tài chính không được bảo hiểm và các khách hàng của chúng. Và trong một nền kinh tế bị đôla hoá, tỷ lệ của các tài sản có và nợ bằng đồng ngoại tệ trong bảng tổng kết tài sản của các trung gian tài chính thường là lớn. Áp lực giữa nhu cầu phải điều chỉnh tỷ giá thực tế - để lập lại cân bằng trong thương mại và các hoạt động kinh tế hiện hành - và chi phí, bao gồm cả chi phí phá sản, của sự vận động của tỷ giá danh nghĩa kéo theo, đã nhiều lần khiến các nhà hoạch định chính sách ở trong thế lưỡng nan (Hộp 4.5).

Cơ hội để các nhà định chế hoạt động cũng bị hạn chế bởi thực tế: các cơ quan quản lý tiền tệ quốc gia không có được một năng lực vô hạn để đóng vai trò cứu cánh - cho vay - cuối cùng đối với các khoản tiền gửi bằng ngoại tệ trong hệ thống ngân hàng. Như vậy, việc cứu một ngân hàng vẫn còn khả năng trả nợ nhưng đang bị khách hàng trong nước rút tiền ồ ạt thông qua các biện pháp trợ giúp thanh khoản có thể nằm ngoài năng lực của ngân hàng trung ương của một nền kinh tế bị đôla hoá. Điều này, tất nhiên chỉ là một thí dụ cực đoan về những hạn chế của các công cụ chính sách quốc gia mà quá trình hội nhập với hệ thống tài chính toàn cầu đã đặt ra dưới những hình thức khác nhau.

Liệu có thể làm giảm độ lớn và độ biến thiên của các luồng đầu cơ thông qua việc đưa vào một loại thuế đánh vào nhập khẩu vốn (hoặc là các biện pháp kiểm soát giống như thuế, như là khoản tiền gửi bắt buộc) để trừng phạt những sự luân chuyển vốn ngắn hạn, trong khi gần như bỏ qua không tác động đến sự vận động dài hạn của vốn? Nếu chỉ có một quốc gia duy nhất áp dụng thì loại thuế này không thể là một biện pháp thay thế cho chính sách kinh tế vĩ mô lành mạnh, nếu muốn có một chế độ tỷ giá thích hợp và công tác điều tiết phòng ngừa và quản lý rủi ro thích đáng – tuy nhiên liệu nó có tác dụng hay không?<sup>15</sup>

Sử dụng một cơ chế dự trữ không được trả lãi tương đương



**Hộp 4.5 Quá trình đôla hoá gia tăng và lan truyền**

QUÁ TRÌNH ĐÔLA HOÁ CÓ HAI CHIỀU: giá trị bằng tiền của các tài sản và việc sử dụng ngoại tệ định giá và thanh toán trong nước. Tác động của nó đến các lựa chọn chính sách phụ thuộc và mức độ xảy ra của mỗi kiểu đôla hoá. Điều quan trọng là phải ghi nhớ cả hai chiều trong quá trình xem xét nên áp dụng mô hình chính sách tỷ giá nào cho một quốc gia cụ thể.

Thông thường, suy nghĩ về vai trò của sự thay đổi trong tỷ giá thường gợi đến một thể giới trong đó cả hai loại đôla hoá đều không quan trọng (ô nằm phía dưới bên trái của hình). Trong các điều kiện như vậy, việc điều chỉnh tỷ giá thường được thực hiện chủ yếu qua tác động của nó đến giá cả tương đối của hàng hoá và dịch vụ. Đây là một thể giới mang hình chữ J, với các tâm lý lạc quan và bi quan về tính co giãn và các hệ số lan truyền,

giống như trong sách giáo khoa về kinh tế quốc tế trong thập kỷ 60 và 70.

Ở những nước mà tài chính bị đôla hoá cao độ, vai trò của tỷ giá trong giá tài sản bắt đầu lộ ra. Điều này có nghĩa là các cơ quan chức năng và những người tham gia vào thị trường phải quan tâm một cách sâu sắc tới các khoản lãi vốn và lỗ vốn do các thay đổi trong tỷ giá gây ra. Tình hình tại Ấn Độ trong năm 1997 là một thí dụ tốt, khi đó sự lên xuống của tỷ giá đã có tác động lớn đến khả năng thanh toán của các công ty không được bảo hiểm nhiều hơn là khả năng cạnh tranh của hàng hoá xuất khẩu (ô phía trên bên phải của hình vẽ dưới đây, đồng thời tham khảo Hộp 4.3).

Việc định giá hàng hoá và dịch vụ bằng đồng đôla diễn ra càng phổ biến thì hiệu ứng lan truyền của các thay đổi trong tỷ giá sang giá cả nội địa càng diễn ra nhanh chóng và



**Hộp 4.5.** (Tiếp theo)

đầy đủ hơn. Nếu như tỷ lệ đôla hoá của tài sản nhỏ nhưng hiệu ứng lan truyền lại cao, thì nền kinh tế không nhạy cảm mấy với thay đổi trong tỷ giá danh nghĩa. Sự vận động của tỷ giá không các tác dụng để đạt được một sự điều chỉnh thực sự – chúng chỉ làm thay đổi mức giá. Một vấn đề giống như “sự tách rời cổ điển” giữa thực tế và khu vực tiền tệ đã xuất hiện (ô phía dưới bên phải).

Khi mà cả hai kiểu đôla hoá đều cao, thì đồng bản tệ đánh mất vai trò là vật quy đổi chung hay là chuẩn mực đo lường của các

giao dịch kinh tế, bởi vì các tác nhân đã chuyển sang suy nghĩ theo đôla. Mặc dù tiền lương và các khoản thanh toán khác do chính phủ trả vẫn bằng đồng nội tệ, nhưng chúng được coi là các tài sản đầy rủi ro. Việc giữ tiền mặt được giảm tới tối thiểu, và việc định giá chứng khoán theo đồng nội tệ sẽ phải tính thêm vào một khoản chênh lệch bù đắp rủi ro, phản ánh khả năng không thể dự báo được trong tỷ giá - cho dù nó đã ổn định cho tới tận thời điểm đó.

như một loại thuế, Chile là nước được nghiên cứu nhiều vì đã áp dụng một hệ thống như vậy trong gần hết thập kỷ 90. Tác động của hệ thống ở Chile đã được nghiên cứu một cách kỹ lưỡng để đánh giá xem liệu nó có đem lại các hiệu ứng như mong muốn là kéo dài kỳ hạn của luồng vốn và đánh giá mức độ dễ tổn thương của nó trước các thủ thuật lẩn tránh bằng các sản phẩm tài chính phái sinh.<sup>16</sup> Kết luận của nghiên cứu này là, thông qua việc tích cực lấp dần các lỗ hổng và mở rộng phạm vi của loại thuế này, chính phủ Chile đã có thể duy trì được một tình trạng khá ổn định của các luồng vốn. Quá trình này không thể kéo dài vô hạn. Nó có một tác động rõ ràng đến kỳ hạn của luồng vốn và một tác động nhỏ lên tổng luồng vốn và chênh lệch lãi suất. Được bổ sung bằng các biện pháp hạn chế khác đối với sự vận động của vốn trong phần lớn thời gian, cả hệ thống kiểm soát xuất và nhập khẩu của Chile có vẻ như đã có một vai trò khiêm tốn nhưng đáng giá trong việc bảo vệ nền kinh tế Chile khỏi các luồng đầu cơ đầy biến động, và giúp cho các nhà chức trách nước này tăng lãi suất để ổn định tình trạng bùng nổ kinh tế vĩ mô; nhưng biện

**Chile đưa ra mô hình  
hữu ích để phân tích  
kỹ thuật số giao dịch**

pháp này cũng có chi phí, thí dụ như việc đầu tư bị giảm xuống trong thời gian dài (Gallego, Hernández và Schmidt-Hebbel 1999; Edward 200c).

Tính chất hấp dẫn trong chính sách của Chile là ở cách thức sử dụng để hướng các động cơ theo hướng ổn định luồng vốn chứ không đơn thuần là cấm thẳng thừng các luồng vốn. Mục tiêu là, làm việc cùng với thị trường để khuyến khích sự chuyển dịch kỳ hạn luồng vốn mà không làm ảnh hưởng nhiều tới luồng vốn ròng trong thời gian dài hơn. Nó không có nhiều ảnh hưởng, trừ khi các ảnh hưởng này là cần thiết, có nghĩa là, khi mà luồng vốn vào ngắn hạn có nguy cơ trở nên quá lớn. Phần lớn các nhà quan sát đều cho rằng, một chế độ thường trực loại này sẽ có hiệu quả lớn hơn và có ít tác động phụ bất lợi hơn là một cố gắng vội vàng nhằm nghiêm cấm tất cả các luồng vốn ra trong thời kỳ khủng hoảng. Bản chất “đối phó sau” của phương pháp thứ hai sẽ tạo ra các tác động xấu đến niềm tin chung vào tính dự liệu được và độ tin cậy của chính sách nói chung.<sup>17</sup> Kinh nghiệm mới đây của Malaixia cho ta một trường hợp ngoại lệ về nhận định này, mặc dù nó phản ánh một cách hợp lý niềm tin ban đầu rất cao vào chính quyền về tính tạm thời của các biện pháp hạn chế, cũng như quyết tâm duy trì mức độ lạm phát thấp của chính phủ, cả hai đều được hỗ trợ trong một thời gian dài, và nước này đã có thành tích tốt đẹp trong việc kìm giữ lạm phát.

Đối với tất cả các bài phát biểu giáo điều xung quanh cuộc tranh luận gần đây về giá trị của các biện pháp kiểm soát vốn, rất khó có thể biện hộ cho một quan điểm cực đoan nào dựa vào thực tế mà ngày nay đã tiến triển mạnh. Các biện pháp kiểm soát đều có các vấn đề của riêng nó, nhưng trong một số trường hợp nhất định, chúng đều có hiệu lực.

### **Nhìn về tương lai: Công nghệ và truyền thông**

**S**Ự PHÁT TRIỂN LIÊN TỤC TRONG CÔNG NGHỆ máy tính và truyền thông có vẻ như chắc chắn sẽ thay đổi phương thức cung cấp dịch vụ tài chính trên toàn

thế giới. Trong một chừng mực nhất định, tác động này đối với các nền kinh tế đang phát triển là sự tăng tốc của các xu hướng sẵn có gần đây, tuy nhiên cũng sẽ có những sự thay đổi về chất. Lợi thế kinh tế nhờ quy mô hay phạm vi của một số dịch vụ tài chính sẽ bị thu hẹp lại, nhưng một số dịch vụ khác lại tăng lên, đồng thời động năng kết hợp của các dịch vụ tài chính và các dịch vụ kinh tế khác sẽ thay đổi và thường sẽ tăng lên. Điều này sẽ làm thay đổi tổ chức ngành, với việc hợp nhất diễn ra trong lĩnh vực này và phân tách diễn ra trong lĩnh vực khác.

Tiến trình này đã diễn ra được một thời gian. Ngay từ những năm 1980, các ngân hàng đã mất dần vị thế trung gian cho sự lớn mạnh của các loại thương phiếu và các quỹ tương hỗ, đồng thời ngày càng nhiều ngân hàng tham gia vào kinh doanh chứng khoán và bảo hiểm. Các cuộc sáp nhập và liên kết nhằm đạt được lợi thế kinh tế nhờ quy mô và phạm vi hoạt động đã xảy ra trong các ngành ngân hàng, bảo hiểm, khu vực thị trường chứng khoán và giữa các công ty hoạt động trong nhiều lĩnh vực khác nhau, và giữa các dịch vụ tài chính và các dịch vụ nhạy cảm với thông tin khác. Những liên minh này được xây dựng để khai thác lợi thế kinh tế giữa các ngành và khuyến khích tận dụng của các công ty. Tiến trình rối rắm để kết hợp và phân tách các dịch vụ tài chính và các công ty dịch vụ tài chính có vẻ như sẽ tiếp diễn khi các đối tượng tham gia thị trường phản ứng trước tác động của công nghệ.

Động lực chính là sức ép của các cơ cấu chi phí đã thay đổi một cách đáng kể, chẳng hạn như sự tương phản gây được nhiều chú ý giữa chi phí trung bình của một giao dịch vật chất trong các chi nhánh ngân hàng – khoảng trên 1 đôla tại Mỹ – so với chi phí vào cỡ một vài xu của một giao dịch qua Internet.

Không chỉ có các sản phẩm tài chính mới và các cấu trúc thị trường mới nổi lên, mà còn có các loại hình công ty về cơ bản là mới dưới dạng các cổng tài chính (các công ty cung cấp thông tin hướng dẫn về khả năng sẵn có của các dịch vụ và

**Ảiý maàh xu thí đơng  
cōng nghi ảvảđảchinh  
ảii ả túả**

các thông tin theo chủ đề khác, và do đó, có thể được coi như là các tạp chí chuyên ngành trên mạng Internet) và tổ chức tổng hợp tài chính (đóng vai trò như là các môi giới điện tử). Các kiểu công ty mới này không phải chỉ xuất hiện trong lĩnh vực tài chính, nhưng tài chính lại có một vị trí đặc biệt để có thể tận dụng được các phát kiến công nghệ mới, nhất là vì việc cung cấp một cách vật thể các dịch vụ tài chính chỉ đóng vai trò thứ yếu. (Tuy nhiên, chúng ta không thể bỏ qua vai trò của các mối liên hệ và sự tin cậy cá nhân trong tài chính).

Số lượng và độ tinh xảo của các giao dịch điện tử mà các chuyên gia có thể mua bán các công cụ tài chính, đang tăng lên nhanh chóng. Một số trong các giao dịch này hoạt động như là các vệ tinh của các giao dịch truyền thống bị điều tiết, một số khác hoạt động độc lập.

Quá trình này có thể đem lại cho các nước đang phát triển nhờ một số cơ hội phát triển dịch vụ tài chính. Cụ thể là xu hướng tiến tới phân tách các sản phẩm tài chính có thể cho phép những nước này tham gia cung cấp các sản phẩm phụ mà quá trình tạo ra chúng không đòi hỏi quy mô lớn hay độ tinh xảo cao.

Tuy nhiên, lợi ích tiềm năng lớn nhất cho các nước đang phát triển là cho người sử dụng dịch vụ tài chính. Công nghệ sẽ giúp cho họ tiếp cận được các dịch vụ tài chính ở một cấp độ tương đương như những người sử dụng tại các nước tiên tiến, đặc biệt là, nếu khoảng cách vật lý tới người cung cấp dịch vụ sẽ mất dần ý nghĩa. Chắc chắn rằng, sự hiện diện ngày càng mạnh mẽ của mạng Internet sẽ bắt đầu cho phép các công ty nhỏ và các cá nhân tiếp cận trực tiếp các giao dịch tài chính quốc tế. Nhiều ngân hàng tại các nước có thu nhập trung bình đã bắt đầu chào các dịch vụ ngân hàng trực tuyến, nhưng mới chỉ là bước đầu.

Đứng trước những công nghệ đang toả khắp này, các cố gắng của chính phủ để kiểm soát hoặc ngăn chặn giao dịch tài chính điện tử, hoặc là không hiệu quả, hoặc là quá tốn kém. Tài chính quốc tế chắc chắn sẽ được mở rộng cho tầng lớp trung lưu, đây là chưa kể đến các doanh nghiệp.

**¼ àìì ù nàg chuāyì ù seā  
cođũā cho nhũāg ngũũā  
sũđũāg dũch vuāđũā chũnh**

Một khi các chi phí ban đầu đã được trang trải, thì việc cung cấp khả năng tiếp cận các dịch vụ dựa trên Internet sẽ rẻ hơn nhiều. Tất nhiên, tìm cách mang ngay những dịch vụ này đến cho những người nghèo nhất trong diện nghèo không phải là một cách làm khôn ngoan. Một số các điều kiện tiền đề, như trình độ học vấn, điện, điện thoại, cần phải được giải quyết trước khi có thể tiến hành bất kỳ điều gì khác. Do thiếu một trong hoặc tất cả các điều kiện này nên những người chủ trang trại cà phê, ca-cao nhỏ tại những nước như Tây Phi, vốn đang phải chịu vòng kiểm soát của các tư thương đang lợi dụng tình trạng độc quyền tại địa phương, đến nay mới có khả năng sử dụng ngay lập tức những thứ như các thị trường doanh nghiệp-tới-doanh-nghiệp (B2B) dựa trên trang web, chuyên về cà phê và các hàng hoá khác trong tương lai.

Tuy nhiên, chính sách công có thể có tác dụng trong trường hợp này. Thí dụ, các đường truyền thông dải rộng đang được lắp đặt cho hệ thống bưu điện của Ấn Độ sẽ có tiềm năng đem dịch vụ tài chính dựa trên Internet lại cho khoảng 150.000 điểm truy cập. Chúng ta có thể hình dung được các phương thức thanh toán nhanh chóng và rẻ tiền cho những khách hàng tại các điểm vùng sâu, vùng xa, việc đơn giản hoá các thủ tục bảo hiểm, các thông tin cập nhật liên quan đến giá trao đổi nông phẩm, cũng như hiệu quả trong việc xét duyệt cho vay hay các dịch vụ tài chính khác một cách tiện lợi. Thêm vào đó, chính hệ thống mạng đó cũng có thể dùng để cung cấp một cách nhanh chóng và tiện lợi các dịch vụ công và tư khác với một giá thành thấp. Nó không có khả năng giải quyết tất cả mọi rào cản đối với khả năng tiếp cận dịch vụ cho các công ty nhỏ và các cá nhân, tuy nhiên, nó có thể cắt bớt được phần lớn gánh nặng chi phí và việc thiếu cạnh tranh do quá lệ thuộc vào các chi nhánh ngân hàng địa phương. Các sáng kiến tương tự đã đem lại tiềm năng to lớn cho các nước khác, nhất là các quốc gia có mật độ dân số thấp và các dịch vụ tài chính chính thức cho đến hiện nay chưa tạo ra được sự hiện diện vật thể toàn diện trong cả nước.

Để bảo đảm rằng, lợi ích tiềm năng của các phương tiện

điện tử được phổ cập rộng rãi cho những người sử dụng dịch vụ tài chính, bao gồm cả những người sử dụng tại các nước đang phát triển, và để ngăn chặn sự tập trung quyền lực thị trường mới, một số lớn vấn đề về chính sách sẽ được giải quyết trong các chính sách phòng ngừa và cạnh tranh tại các nước tiên tiến, nơi mà những nhà cung cấp dịch vụ tài chính lớn vẫn tiếp tục bị điều tiết. Các vấn đề này bao gồm (Claessens và các tác giả khác 2000):

### **Các vấn đề chính sách**

- Chú ý tới khả năng bùng nổ của các thể chế phi tài chính thay thế cho hệ thống ngân hàng trong việc cung cấp các dịch vụ thanh toán và gửi tiền.
- Các vấn đề phức tạp của chính sách cạnh tranh trong một môi trường đang chịu tác động ngày càng tăng của các ngoại ứng.
- Xác định một cách chắc chắn cơ quan điều tiết thích hợp cho các công ty tài chính có địa bàn hoạt động chính về địa lý là trên mạng Internet, và có phạm vi hoạt động không tương thích với bất cứ một phân đoạn nào của khu vực tài chính truyền thống.

Đối với các nhà hoạch định chính sách tại các nước đang phát triển, những câu hỏi lớn đang nổi lên có nhiều khả năng sẽ liên quan tới sự ổn định của các thể chế tài chính trong nước, khi phải đối mặt với sự cạnh tranh ngày càng tăng. Các mối lo ngại về hậu quả của sự xói mòn không tránh khỏi giá trị danh tiếng kinh doanh sẽ được khẳng định lại và đòi hỏi các biện pháp giải quyết tích cực hơn như đã nêu. Các cơ quan chức năng sẽ phải đối phó với yêu cầu loại bỏ các công ty yếu kém và hành động một cách dứt khoát để hoạch định chính sách phá sản cho chúng.

Khả năng tiếp cận với các dịch vụ tài chính nước ngoài ngày càng tăng, sẽ kéo theo việc sử dụng rộng rãi đồng ngoại tệ, và điều này sẽ làm nặng nề thêm các rủi ro tỉ giá và sự biến thiên của lãi suất cho các quốc gia quyết định vẫn tiếp tục duy trì đồng tiền riêng của mình. Một lần nữa, lại cần phải cảnh giác cao độ.

Mức độ phức tạp ngày càng tăng của các công cụ tài chính được hệ thống tài chính mời chào có thể che lấp các rủi ro thật sự của vị thế tài sản và tốc độ thay đổi giá trị của các tài sản này. Điều này có thể gây ra các vướng mắc, đặc biệt là cho những người sử dụng dịch vụ tài chính nhỏ và thiếu kinh nghiệm tại các nước đang phát triển, do đó cần có các chương trình đào tạo để nâng cao tinh thần cảnh giác đối với các rủi ro này và nguy cơ có các dịch vụ gian lận được chào trên Internet.

Tốc độ phát triển của các công nghệ này và mức độ chúng sẽ thay thế sự cần thiết phải có mặt tại chỗ của các công ty dịch vụ tài chính là một vấn đề chưa rõ ràng, tuy nhiên, ngày càng có nhiều người đặt câu hỏi: liệu các quốc gia nhỏ đang phát triển có cần phải có thị trường chứng khoán và thị trường nợ theo nghĩa truyền thống không, và thậm chí cả câu hỏi: bao nhiêu phần của hệ thống ngân hàng phải nằm dưới sự kiểm soát trong nước. Cách suy nghĩ hợp lý nhất là phải tách riêng các thành tố của hệ thống tài chính nội địa, mà với công nghệ hiện tại, chúng có thể được cung cấp hiệu quả ở các nền kinh tế nhỏ, đồng thời phải hoạch định các cách sắp xếp tổ chức để có thể tách riêng các thành tố này và để cho các nhà cung cấp trong nước đảm nhiệm, còn các dịch vụ khác sẽ được nhập khẩu một cách có hiệu quả.

Quốc gia càng nhỏ thì sức ép của các vấn đề này càng lớn, tuy nhiên, ý nghĩa tổng quát của vấn đề này không chỉ là một chiến lược được áp dụng cho một vài quốc gia. Trong một hệ thống tài chính đang hội nhập và dựa vào công nghệ ngày một nhiều hơn, thì chi phí do quy mô nhỏ gây ra sẽ tiếp tục tăng lên, logic hoạch định chính sách cho các hệ thống nhỏ sẽ được áp dụng một cách mạnh mẽ hơn cho nhiều quốc gia. Thị trường tài chính toàn cầu có thể đem lại cho các hệ thống tài chính nhỏ nhiều điều. Làm việc cùng với thị trường này, trong khi vẫn coi trọng các rủi ro do chúng gây ra, là con đường phía trước. Quản lý rủi ro đóng vai trò thiết yếu, tuy nhiên, nếu chúng ta làm chủ được nó, thì thị trường toàn cầu có thể chuyển các rủi ro tới những đối tượng sẵn sàng gánh

**Toãn cêu hoá/ã công  
nghĩ ãeñĩ u bêã chi phí  
túúng àõẽcuã caé hĩ á  
thõäg tãn chĩnh nõã**



chịu chúng nhất, và làm điều này với chi phí thấp nhất. Hạ tầng cơ sở tốt hơn và một khung điều tiết có các khuyến khích tương thích với nhau hơn, sẽ giải quyết vấn đề này.

### **Kĩ ề luậ**

**T**ÁC ĐỘNG TỔNG QUÁT CỦA QUÁ TRÌNH TOÀN cầu hoá tài chính đến khu vực tài chính trong nước là hết sức to lớn. Tự do hoá các luồng vốn trên thực tế đã làm cho việc tìm hãm tài chính trong nước trở thành lạc hậu. Các kết quả thu được không phải lúc nào cũng thuận lợi. Tiếp sau quá trình tự do hoá, lãi suất trong nước tại các nước đang phát triển đã cao hơn lãi suất tại các nước công nghiệp một khoản chênh lệch bù đắp rủi ro, đồng thời lãi suất này cũng có thể tăng mạnh tại các thời điểm có các hoạt động đầu cơ tiền tệ. Lãi suất lên cao và tỷ giá bất ổn đã đem lại nhiều khó khăn cho công tác quản lý rủi ro trong thực tiễn đối với các trung gian tài chính, đặc biệt là trong các nền kinh tế bị đôla hoá cục bộ, đồng thời củng cố thêm sự cần thiết phải có cơ sở hạ tầng thích hợp và các động cơ nhằm hạn chế rủi ro, cũng như các chính sách kinh tế vĩ mô lành mạnh.

Mặt khác, chi phí của vốn cổ phần cũng được giảm xuống do các nhà đầu tư nước ngoài được phép đầu tư vào thị trường cổ phiếu trong nước và các công ty trong nước được phép niêm yết ở nước ngoài. Các luồng vốn đang tăng mạnh thông qua thị trường cổ phiếu, góp phần lớn gây ra những bất ổn quốc tế ngày một tăng.

Bên cạnh việc mở cửa cho các dịch vụ tài chính bắt nguồn từ nước ngoài, ngày càng có nhiều quốc gia cho phép ngân hàng và công ty tài chính nước ngoài vào hoạt động trong thị trường nội địa. Mặc dù đây là mối đe dọa đối với chủ các công ty tài chính trong nước, nhưng điều bất lợi đó đã bị lấn át bởi chất lượng dịch vụ sẽ được cải thiện khi các công ty tài chính nổi tiếng của nước ngoài làm cho hệ thống nội địa thấm thía những thông lệ và thủ tục hiệu quả hơn hẳn của họ.

Trên cả ba mặt trận – nợ, vốn cổ phần và dịch vụ – đánh

giá của chúng tôi ghi nhận chi phí và rủi ro của quá trình đẩy mạnh toàn cầu quá, tuy nhiên quá trình này cũng mang lại các lợi ích. Đánh thuế có phân biệt tùy theo tác động gây gián đoạn đến các luồng vốn vào, trong một số trường hợp có thể hạn chế bớt các tác động của luồng vốn đầu cơ đẩy biến động đến nền kinh tế, trong khi vẫn duy trì được lợi ích của việc tiếp cận dần dần thị trường tài chính toàn cầu. Tuy nhiên, có thể ai đó nghi ngờ rằng, những nỗ lực tích cực của từng chính phủ nhằm ngăn chặn các luồng tài chính có lẽ sẽ tạo ra phản tác dụng, và có lẽ chúng ta có thể thu được nhiều lợi ích nếu áp dụng thay vào đó một quan điểm chính sách hỗ trợ cho khả năng tiếp cận sâu hơn của nền kinh tế trong nước đến các dịch vụ tài chính có chất lượng hàng đầu trong một bối cảnh quốc tế cởi mở.

Hệ thống tài chính của phần lớn các nước đang phát triển là tương đối nhỏ so với quy mô của thị trường tài chính toàn cầu. Tài chính điện tử lại càng làm cho biên giới giữa các quốc gia trở nên mờ nhạt hơn trước. Chỉ có các chính phủ đại dốt mới không nhận thấy thực tế của thị trường và không học cách làm việc với chúng.

## Chú thích

1. So sánh sự kiện này với sự phân bố GDP trên toàn thế giới, theo đó có năm nước đang phát triển khác cũng đạt được mức độ 1% (10 nước nếu tính theo ngang giá sức mua).

2. Không thể phủ định mặt trái của tài chính quốc tế. Vốn ra khỏi các nước nghèo, bao gồm cả việc xuất khẩu số vốn kiếm được bằng con đường tham nhũng, từ lâu đã là một khía cạnh tai hại – cũng là một khía cạnh hiểm khi có thể ngăn chặn được bằng các biện pháp kiểm soát vốn. Con người ngày càng nhận thức được về sự cần thiết phải thắt chặt các biện pháp đối phó với việc sử dụng các giao dịch tài chính quốc tế cho mục đích

rửa hoặc che giấu những đồng tiền bất chính, kể cả trong số các nhà điều tiết các trung tâm tài chính hải ngoại.

3. Tuy nhiên, tâm lý lợi dụng bảo lãnh, cố ý làm liều, bắt nguồn từ sự bảo lãnh ngầm định của chính phủ, kể cả đối với các chủ nợ nước ngoài của hệ thống ngân hàng, gắn với rủi ro về tỷ giá không có bảo hiểm, ngày càng có nhiều ý nghĩa trong quá trình kiến thiết, trước khi có sự chấm dứt đột ngột như thế (xem Hộp 4.3).

4. Lợi ích bao gồm một tiềm năng to lớn mà các thị trường tài chính quốc tế có thể đem lại cho việc

giảm các rủi ro quốc gia (xem Ferranti và các tác giả khác 2000).

5. Thái độ đôi chút có tính chất phân biệt đối xử đối với các ngân hàng nước ngoài là phổ biến, nhưng không phải là ở mọi nơi mọi chỗ. Khi mà tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của người nước ngoài trong ngân hàng AIB, ngân hàng lớn nhất Aixolen, lần đầu tiên vượt quá 50% vào năm 1999 với tác động dẫn đến tình trạng hiện nay là hơn một nửa các ngân hàng tại nước này do nước ngoài chiếm đa số, sự kiện này đã xảy ra rất yên ả và hầu như không có một phản ứng bất lợi nào từ phía công chúng.

6. Việc phân tích các cơ sở dữ liệu lớn cấp doanh nghiệp ở Áchentina đã khẳng định lại rằng, khách hàng đi vay của các ngân hàng nước ngoài thường là các công ty lớn. Tuy nhiên, một điều thú vị là chỉ ở những nơi mà ngân hàng nước ngoài có trụ sở chính ở một nước châu Mỹ La tinh khác thì chất lượng trung bình của các món vay mới được cải thiện (Berger, Klapper và Udell 2001).

7. Xem Claessens, Demirgüç-Kunt và Huizinga (2000). Họ cũng nhận thấy rằng, thành tích tương đối của các ngân hàng nước ngoài có vẻ như là khác và kém khả quan hơn tại các nước công nghiệp.

8. Tất nhiên là tỷ lệ của các món đầu tư này không đồng nhất giữa các quốc gia. Đặc biệt là, như Lane và Milesi-Ferretti (1999) đã minh họa, châu Mỹ La tinh và các quốc gia chuyển đổi có tỷ lệ vốn cổ phần gián tiếp cao nhất.

9. Trong bất cứ trường hợp nào, cũng cần ghi nhớ rằng, sự biến thiên của thị trường chứng khoán không liên quan chặt chẽ với tăng trưởng (Levine và Zervos 1998a).

10. Trong phần này chúng tôi sử dụng tư liệu của Froot, O'Connell và Seasholes (2001). Cơ sở dữ liệu của họ phản ánh các trao đổi của khách hàng của một ngân hàng trông coi lớn của Mỹ.

11. Cũng cần phải nhấn mạnh rằng, các nhà đầu tư nước ngoài không phải là những người đi đầu khi có các áp lực bán cổ phiếu nội địa: xem Frankel và Schmukler (1996) cho trường hợp của Mêhicô, và Choe, Kho và Stulz (1999); Kim và Wei (1999) cho trường hợp của Hàn Quốc. Nói chung, các nhà đầu tư nước ngoài có vẻ như ưa thích đầu tư vào các công ty xuất khẩu lớn, đặc biệt là các công ty có các chương trình chứng chỉ tiền gửi (xem Kang và Stulz 1999).

12. Luận điểm của chúng tôi bổ sung cho các luận điểm trong báo cáo thường niên *Tài chính Phát triển Toàn cầu* của Ngân hàng Thế giới.

13. Chính sách tiền tệ vẫn tiếp tục tác động lên mức lãi suất danh nghĩa, nhưng trong một bối cảnh cân bằng thị trường tổng thể.

14. Đối với các nước công nghiệp, đường hồi quy của sự thay đổi của tỷ giá hối đoái từng quý theo sự chênh lệch lãi suất đầu quý đã cho kết quả là các hệ số tương quan âm theo sự chênh lệch này, thay vì giá trị dự kiến là +1. Tuy nhiên, đối với các nước đang phát triển, hệ số ước tính về sự chênh lệch là +0,59, gần với dự đoán lý thuyết hơn rất nhiều (Honohan 2001a). Cochrane (1999) đã gợi ý rằng, câu đố về sự khác biệt ngang giá lãi suất và sự bất thường được nhiều người biết đến khác trong thị trường tài sản có thể là do giá tài sản thấp (trong trường hợp này là giá trái phiếu nước ngoài thấp) có mối tương quan với độ rủi ro cao.

15. Các trào lưu tăng độ biến thiên của luồng vốn cũng thường xuyên làm sống lại các đề án

nhằm đặt ra một loại thuế như vậy lên sự vận động của vốn quốc tế, không phải chỉ ở một quốc gia mà được điều phối trên cơ sở toàn cầu, với mục đích kép là hạn chế các luồng đầu cơ và tạo ra một luồng doanh nhập thuế quốc tế hữu ích. Tuy nhiên, tính thực tế của kiểu thuế toàn cầu như vậy, được gọi là thuế Tobin, vẫn chưa được chứng minh, và trên thực tế, sự hoài nghi khắp nơi về mức độ thành công của nó đã làm cho đề án này chết yểu (xem Haq, Kaul và Grunberg 1996).

16. Mặc dù mức thuế hiện nay là bằng không - phản ánh một luồng vốn ra lớn có liên quan tới các quỹ lương hưu của Chile nhằm cân đối lại các

danh mục đầu tư của chúng sau quá trình tự do hoá, một quá trình đã cho phép các quỹ này tăng đầu tư vào tài sản nước ngoài - làm cho hệ thống đã nêu không có tác động thực tế vào thời điểm hiện nay. Trong quá trình hoạt động, chế độ của Chile khuyến khích ngân hàng trung ương tích lũy dự trữ, một đặc điểm làm nổi bật vai trò quản lý dự trữ tiềm năng với tư cách là một công cụ quản lý kinh tế vĩ mô để giúp cách ly các quốc gia ra khỏi các cú sốc bên ngoài của tài khoản vốn.

17. Bartolini và Drazen (1997) đã đưa ra một báo cáo đầy tính thuyết phục về cơ chế này.