

**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ TP.HCM**



ĐỖ GIOAN HẢO

**QUẢN LÝ TÀI KHOẢN VỐN CỦA VIỆT NAM
TRONG BỐI CẢNH
HỘI NHẬP KINH TẾ QUỐC TẾ**

Chuyên ngành: Kinh tế Phát triển

Mã số: 60.31.05

LUẬN VĂN THẠC SĨ KINH TẾ

Người hướng dẫn khoa học:

TS. NGUYỄN HOÀNG BẢO

TP. Hồ Chí Minh – 2007

=====

LỜI CAM ĐOAN

Tôi cam đoan đây là công trình nghiên cứu của cá nhân tôi. Các dẫn chứng và các số liệu được trích dẫn trong luận văn là trung thực và có nguồn gốc rõ ràng.

TÁC GIẢ LUẬN VĂN

ĐỖ GIOAN HẢO

MỤC LỤC

Mục lục	ii
Danh mục bảng	iv
Danh mục hình	v
Danh mục chữ viết tắt	vi
MỞ ĐẦU	vii
CHƯƠNG 1 KHUÔN KHỔ LÝ THUYẾT	1
1.1 Lý thuyết về tự do hóa và kiểm soát vốn	1
1.1.1 <i>Khái niệm</i>	1
1.1.2 <i>Lý thuyết Cổ điển về sự di chuyển của dòng vốn</i>	1
1.1.3 <i>Lý thuyết Tân cổ điển về tự do hóa tài khoản vốn và tăng trưởng kinh tế</i>	2
1.1.4 <i>Lý lẽ của việc kiểm soát vốn</i>	5
1.1.5 <i>Nội dung kiểm soát vốn</i>	7
1.1.6 <i>Rủi ro của việc tự do hóa dòng vốn di chuyển</i>	9
1.2 Chính sách đối với dòng vốn di chuyển	11
1.2.1 <i>Khuôn khổ phân tích vĩ mô ngắn hạn</i>	12
1.2.2 <i>Chính sách tiền tệ và tỷ giá</i>	15
1.2.3 <i>Hệ thống kiểm soát và giám sát</i>	17
1.2.4 <i>Lộ trình tự do hóa</i>	17
CHƯƠNG 2 ĐO LƯỜNG MỨC ĐỘ VÀ TÁC ĐỘNG CỦA CHÍNH SÁCH QUẢN LÝ TÀI KHOẢN VỐN	19
2.1 Các phương pháp đo lường kiểm soát vốn	19
2.1.1 <i>Các phương pháp chỉ số</i>	19
2.1.2 <i>Các phương pháp định lượng</i>	21
2.2 Kết quả nghiên cứu về mối liên hệ giữa tự do hóa tài khoản vốn và tăng trưởng kinh tế	22
2.3 Quản lý tài khoản vốn – kinh nghiệm từ một số quốc gia	26
2.3.1 <i>Chilê</i>	26
2.3.2 <i>Indonesia</i>	27
2.3.3 <i>Hàn Quốc</i>	29
2.3.4 <i>Thailand</i>	31
2.3.5 <i>Kinh nghiệm</i>	32
CHƯƠNG 3 THỰC TRẠNG QUẢN LÝ TÀI KHOẢN VỐN Ở VIỆT NAM	35
3.1 Phân tích tài khoản vốn Việt Nam giai đoạn 2000-2006	35

3.1.1	<i>Nền tảng kinh tế</i>	35
3.1.2	<i>Tài khoản vốn Việt Nam giai đoạn 2001-2005</i>	37
3.1.3	<i>Phân tích xu hướng dòng vốn vào/ra giai đoạn 1995-2006</i>	38
3.2	Các biện pháp quản lý dòng vốn nước ngoài ở Việt Nam	44
3.2.1	<i>Biện pháp hành chính</i>	44
3.2.2	<i>Các biện pháp kinh tế (market-based)</i>	46
3.2.3	<i>Đánh giá mức độ kiểm soát vốn</i>	50
3.3	Hệ thống tài chính: đánh giá những kết quả cải cách	53
3.3.1	<i>Mức độ phát triển hiện tại</i>	53
3.3.2	<i>Đánh giá kết quả cải cách</i>	57
3.4	Nghiên cứu kinh tế lượng	61
3.4.1	<i>Mục tiêu và cơ sở dữ liệu</i>	61
3.4.2	<i>Điều kiện ngang bằng lãi suất</i>	63
3.4.3	<i>Phạm vi tác động của các yếu tố đến dòng vốn vào Việt Nam</i>	65
3.4.4	<i>Đo lường kiểm soát vốn và chính sách tiền tệ tại Việt Nam</i>	68
	CHƯƠNG 4 GIẢI PHÁP VÀ KIẾN NGHỊ	72
4.1	Lộ trình tự do hóa dòng vốn	72
4.1.1	<i>Thứ tự ưu tiên mở cửa dòng vốn</i>	72
4.1.2	<i>Thực hiện tự do hóa có kiểm soát</i>	74
4.2	Một số giải pháp trực tiếp trong điều kiện tự do hóa tài khoản vốn	75
4.2.1	<i>Chính sách tỷ giá hối đoái</i>	75
4.2.2	<i>Phát triển thị trường ngoại hối và chính sách quản lý ngoại hối</i>	77
4.2.3	<i>Cải cách ngân hàng nhà nước phù hợp với cơ chế điều hành tỷ giá linh hoạt</i>	79
4.2.4	<i>Tăng cường hệ thống giám sát và quản lý rủi ro trong điều kiện cơ chế tỷ giá hối đoái linh hoạt</i>	80
4.2.5	<i>Chính sách lãi suất</i>	81
4.3	Cải cách hệ thống tài chính nhằm phù hợp với điều kiện tự do hóa	81
4.3.1	<i>Tăng cường cạnh tranh trong hệ thống ngân hàng</i>	82
4.3.2	<i>Phát triển thị trường vốn</i>	83
	KẾT LUẬN	
	TÀI LIỆU THAM KHẢO	
	PHỤ LỤC	

DANH MỤC BẢNG

Bảng 1-1: Các giao dịch thuộc đối tượng kiểm soát vốn.....	8
Bảng 1-2: Tóm tắt tác động của chính sách vĩ mô trong ngắn hạn	15
Bảng 2-1: Tác động của các biện pháp kiểm soát vốn và chỉ số Quinn	20
Bảng 2-2: Tóm tắt trình tự tự do hóa dòng vốn và cải cách kinh tế tại Indonesia	28
Bảng 2-3: Hàn Quốc – tự do hóa các dòng vốn giai đoạn 1985-1996	30
Bảng 3-1: Các chỉ số kinh tế chủ yếu – Việt Nam giai đoạn 1995-2006.....	36
Bảng 3-2: Tài khoản vốn Việt Nam 2000-2005	38
Bảng 3-3: Dòng vốn vay vào Việt Nam giai đoạn 2000-2006	41
Bảng 3-4: Tóm tắt cơ chế kiểm soát vốn nước ngoài tại Việt Nam.....	51
Bảng 3-5: Số lượng các tổ chức tín dụng ở Việt Nam.....	54
Bảng 3-6: Hệ thống các công cụ tài chính và mức phổ biến trong hệ thống tài chính Việt Nam.....	56
Bảng 3-7: Khu vực tài chính Việt Nam 2000-2005	58
Bảng 3-8: Kiểm định điều kiện cân bằng lãi suất ở Việt Nam.....	64
Bảng 3-9: Kết quả kiểm định nghiệm đơn vị cho các biến số dCF , IRD , $\log GDP$, $\log M2$ và $\log CPI$	66
Bảng 3-10: Ma trận tương quan giữa các biến dCF , IRD , $\log GDP$, $\log M2$ và $\log CPI$	67
Bảng 3-11: Kết quả ước lượng mô hình hồi quy về các yếu tố xác định dòng vốn vào Việt Nam.....	68
Bảng 3-12: Kết quả ước lượng mô hình chính sách tiền tệ độc lập	70
Bảng 4-1: Việt Nam – các cam kết đổi mới chính sách quản lý ngoại hối.....	78

DANH MỤC HÌNH

Hình 1-1: Tác động dài hạn của việc tự do hóa tài khoản vốn	4
Hình 1-2: Chính sách tiền tệ trong điều kiện vốn luân chuyển không hoàn hảo và tỷ giá hối đoái thả nổi.....	14
Hình 1-3: Tác động của chính sách tài khóa trong điều kiện vốn luân chuyển không hoàn hảo và tỷ giá hối đoái thả nổi	15
Hình 2-1: Kết quả nghiên cứu của Henry - 2006.....	24
Hình 3-1: Vốn FDI thực hiện tại Việt Nam giai đoạn 1995-2006	39
Hình 3-2: Tỷ trọng đầu tư gián tiếp so với đầu tư trực tiếp, 1999-2006.....	40
Hình 3-3: Qui mô của các quỹ đầu tư nước ngoài tại Việt Nam tính đến hết năm 2006.....	40
Hình 3-4: Lượng kiều hối vào Việt Nam hàng năm, 1991-2006.....	43
Hình 3-5: Chênh lệch lãi suất trong và ngoài nước kỳ hạn 3 tháng (1997-2006)	47
Hình 3-6: Chỉ số Đôla hóa nền kinh tế Việt Nam, 1995-2006	50

DANH MỤC CHỮ VIẾT TẮT

- ASEAN : Hiệp hội các nước Đông Nam Á
- BP : Balance of Payment – cán cân thanh toán
- CIEM : Central Institute of Economic Management – Viện Nghiên cứu Quản lý Kinh tế Trung ương
- CPI : Consumer Price Index – chỉ số giá tiêu dùng.
- ĐTNN : Đầu tư nước ngoài
- FDI : Foreign Direct Investment - Đầu tư trực tiếp nước ngoài.
- IMF : International Monetary Fund – Quỹ tiền tệ quốc tế
- KH&ĐT : Kế hoạch và đầu tư
- L/C : Letter of Credit – tín dụng thư
- NHNN : Ngân hàng Nhà nước
- ODA : Official Development Assistance – Viện trợ phát triển chính phủ
- OECD : Organization of Economic Co-operation and Development – Tổ chức Hợp tác và Phát triển Kinh tế
- USD : Đôla Mỹ
- VNĐ : Đồng Việt Nam
- XHCN : Xã hội Chủ nghĩa
- WTO : World trade Organization – Tổ chức thương mại thế giới.

MỞ ĐẦU

I. Đặt vấn đề

Một trong bốn xu thế lớn của thế giới hiện đại là hội nhập. Nguyên tắc quan trọng nhất của hội nhập chính là tự do hóa. Với nội dung là “Tháo bỏ những áp đặt của chính phủ làm méo mó dòng hàng hóa, dịch vụ và dòng vốn di chuyển giữa các quốc gia”, điều này hàm ý rằng hãy để cho thị trường (cả thị trường hàng hóa, dịch vụ, thị trường lao động thị trường vốn) tự điều chỉnh và phân bổ nguồn lực trên phạm vi toàn cầu. Cơ chế tự điều chỉnh sẽ khiến “nước chảy vào chỗ trũng” và như vậy tất cả các bên đều có lợi. Tuy nhiên điều này không hề đơn giản. Khi nền kinh tế mở cửa, chính sách vĩ mô đòi hỏi sự ổn định và cân bằng bên trong và bên ngoài và đôi khi người ta buộc phải chấp nhận trả một cái giá nào đó để đánh đổi giữa ổn định và tăng trưởng. Nếu quốc gia theo đuổi mục tiêu ổn định, chính sách thương mại và đầu tư sẽ khác quốc gia đang theo đuổi mục tiêu tăng trưởng.

Hoạt động của nền kinh tế với bên ngoài thể hiện qua cán cân thanh toán. Chính sách mở cửa, hội nhập kinh tế quốc tế khiến hoạt động cũng như qui mô của từng loại tài khoản cấu thành trong cán cân thanh toán ngày càng lớn và phức tạp. Trong khi việc tự do hóa thương mại đã được nhiều quốc gia cam kết rõ ràng thì việc tự do hóa tài khoản vốn là việc làm tương đối rủi ro, vì mặc dù nó góp phần mang lại nguồn vốn đáng kể từ bên ngoài cho các nước đang phát triển với thu nhập và tiết kiệm thấp nhưng nó lại đòi hỏi khá nhiều điều kiện đi kèm, từ mức độ lành mạnh của hệ thống tài chính đến chính sách lãi suất và tỷ giá mang tính cạnh tranh, điều mà khó có quốc gia nào có thể theo đuổi một cách trọn vẹn. Nghiên cứu của Sebastián Edwards¹ về mức độ mở cửa tài khoản vốn ở các nhóm quốc gia theo nguồn dữ liệu của IMF trong suốt ba thập niên cuối cùng của thế kỷ 20 cho thấy ngay cả những quốc gia trong nhóm các nước công nghiệp cũng chỉ có chỉ số mở cửa tài khoản vốn trung bình là 65.5% trong thập niên 1970-1980s và 88.8% trong thập niên 1990s. Mặc dù trong giai đoạn sau, nhiều nước đã mở cửa hoàn toàn tài khoản vốn (ở mức 100%) nhưng mức độ chênh lệch còn khá lớn giữa các quốc gia. Đối với các nước đang phát triển, mức độ mở cửa còn kém hơn nhiều do sự cảm nhận được tính chất dễ tổn thương của nền kinh tế qua các cuộc khủng hoảng tiền tệ: Mexico năm 1994, Đông Á năm 1997, Nga năm 1998, Brazil năm 1999 và Argentina năm 2001 ... mức độ mở cửa của các khu vực kinh tế khác ngoài

¹ Sebastián Edwards, 2005, “Managing the capital account”, University of California at Los Angeles.

các nước công nghiệp trung bình cao nhất chỉ đạt 66.3% tại khu vực Trung Đông và Bắc Phi thập niên 1990s.

Nhìn chung, đề cập vấn đề quản lý tài khoản vốn hiện nay, hầu hết các nghiên cứu lý luận và thực nghiệm đều công nhận rằng về nguyên tắc, tự do hóa là điều kiện lý tưởng để quốc gia tiếp cận với nguồn vốn bên ngoài với khả năng cao nhất nhưng điều này cũng làm cho đất nước trở nên dễ bị tổn thương hơn trước các cú sốc kinh tế. Sự nhạy cảm của thị trường tài chính làm cho vấn đề quản lý tài khoản vốn đôi khi vượt quá giới hạn cho phép của khoa học mà thể hiện luôn cả yếu tố nghệ thuật.

Đối với Việt Nam, khái niệm tự do hóa tài khoản vốn là một khái niệm còn khá xa lạ mặc dù chúng ta đang trong quá trình nỗ lực cam kết để hội nhập kinh tế quốc tế nhằm tranh thủ những điều kiện bên ngoài cho phát triển. Trong thời gian qua, Việt Nam đã có những cam kết mạnh mẽ trong vấn đề hội nhập, đã có những động thái căn bản để chuẩn bị cho quá trình hội nhập. Tuy nhiên, trước hiện trạng yếu kém của nền kinh tế nói chung và của khu vực tài chính nói riêng, hội nhập cũng đồng nghĩa với việc phải đối mặt với nhiều thách thức to lớn.

Hiện tại Việt Nam đang theo đuổi một cơ chế kiểm soát vốn chặt chẽ. Cơ chế này buộc phải dỡ bỏ khi chúng ta tiến sâu trên con đường dỡ bỏ các rào cản kiểm soát vốn khi thực hiện các cam kết trong khuôn khổ WTO. Nhưng dỡ bỏ như thế nào, cơ chế nào sẽ thay thế nó trong điều kiện Việt Nam đang phải đối diện với nguy cơ khủng hoảng từ các khoản đầu tư trực tiếp hay bằng nguồn vay mượn cho các dự án ít hiệu quả. Đây là vấn đề lý ra phải được đặt ra từ trước đây khá lâu nhưng vẫn còn bỏ trống. Bởi vậy, các nghiên cứu về quản lý tài khoản vốn của Việt Nam vẫn còn nguyên giá trị khoa học lẫn thực tiễn.

II. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu

Với cách đặt vấn đề như đã nêu, có thể nói rằng nghiên cứu về lĩnh vực quản lý tài khoản vốn là nghiên cứu có phạm vi khá rộng. Tuy nhiên, để có thể tiếp cận được vấn đề một cách sát thực thì chỉ có những dòng vốn vào – ra thuộc cơ sở thống kê của tài khoản vốn và cách thức cũng như cơ chế quản lý những dòng này là trọng tâm. Một số những vấn đề có liên quan được giả định như là các yếu tố ngoại sinh và chỉ đề cập lướt qua để đảm bảo tính toàn diện của công trình.

Thời điểm nghiên cứu đối với Việt Nam chỉ hạn chế trong khoảng thời gian 10 năm từ 1995 đến 2005. Trong trường hợp cho phép mở rộng thời gian nghiên cứu sẽ được chỉ rõ trong nội dung của công trình.

III. Câu hỏi nghiên cứu

1. Có phải tự do hóa tài khoản vốn sẽ tác động tích cực đến sự phát triển của một quốc gia?
2. Lựa chọn giữa hai thái cực: tự do hóa và kiểm soát hoàn toàn: các yếu tố để xác định một mức độ phù hợp?
3. Chính sách phục vụ cho việc quản lý tài khoản vốn vận hành như thế nào?
4. Việt Nam cần làm gì để có thể quản lý tài khoản vốn đáp ứng yêu cầu hội nhập?

IV. Phương pháp và nguồn số liệu sử dụng trong nghiên cứu

Cả hai phương pháp nghiên cứu phân tích định tính và định lượng đều được sử dụng trong luận văn. Tuy nhiên do không có điều kiện để thực hiện các so sánh chéo giữa các quốc gia nên việc định lượng chỉ giới hạn trong trường hợp Việt Nam.

Đối với các nghiên cứu về Việt Nam, do nguồn số liệu không hoàn chỉnh và độ tin cậy không thể kiểm chứng nên các phân tích định lượng chỉ mang ý nghĩa tham khảo. Số liệu sử dụng được trích dẫn chủ yếu trong Thống kê Tài chính Quốc tế theo quý (*Quarterly International Financial Statistics*) của Quỹ Tiền tệ Quốc tế – IMF (bản online). Các số liệu miêu tả được chọn lọc bởi nhiều nguồn: Tổng cục Thống kê, Ngân hàng Nhà nước, Bộ Tài chính và Bộ Kế hoạch và Đầu tư, trong các ấn bản công bố chính thức. Một vài số liệu được trích dẫn có nguồn từ báo chí và các nguồn khác (sẽ được chỉ rõ nếu có).

V. Kết cấu của luận văn

Luận văn được kết cấu theo hướng dẫn tại Quy chế đào tạo sau đại học hiện hành, chia làm 4 chương: Chương 1 khái quát lại những lý thuyết chính về kinh tế vĩ mô liên quan đến tài khoản vốn để nhằm trả lời cho câu hỏi tự do hóa tài khoản vốn sẽ tác động tích cực đến sự tăng trưởng của quốc gia hay không? Tại sao một số quốc gia lại chọn tự do hóa trong khi số khác lại kiểm soát dòng vốn một cách chặt chẽ? Chương 2 tóm lược các kết quả nghiên cứu về tự do hóa và kiểm soát vốn thời gian qua và đưa ra một số kinh nghiệm quốc gia về chính sách tự do hóa tài khoản vốn ở một số nước đang phát triển với việc lựa chọn mô hình thành công và thất bại. Chương 3 dành riêng để nghiên cứu về Việt Nam. Các phân tích định lượng cũng sẽ được đưa ra để minh họa ít nhiều về mối tương quan giữa kiểm soát vốn, cán cân thanh toán, quản lý vĩ mô, yếu tố thị trường và thể chế cũng như các yếu tố khác. Điểm quan trọng nhất của chương này là tìm ra điểm bất hợp lý của chính sách hiện hành và từ đó làm cơ sở xây dựng những kiến nghị, đề xuất và kết luận trong chương 4 – chương cuối cùng của luận văn.

CHƯƠNG 1

KHUÔN KHỔ LÝ THUYẾT

1.1 LÝ THUYẾT VỀ TỰ DO HÓA VÀ KIỂM SOÁT VỐN

1.1.1 Khái niệm

Dòng vốn vay, đầu tư trực tiếp hay gián tiếp, mua bất động sản hay các giao dịch mang tính chất vốn khác từ quốc gia này sang quốc gia khác được ghi nhận trên tài khoản vốn. Tài khoản vốn² phản ánh tất cả các giao dịch giữa cư dân trong và ngoài một quốc gia, có dẫn đến sự thay đổi về quyền sở hữu tài sản. Một cách khác, đó là những khoản đầu tư quốc tế vào hoặc/và ra, ngắn hạn hoặc/và dài hạn; mang tính chất tư nhân hay công cộng; có thể là đầu tư trực tiếp nước ngoài hoặc những thay đổi về việc nắm giữ cổ phiếu, trái phiếu, vay nợ, tài khoản ngân hàng và tiền tệ³.

Cùng với tài khoản vãng lai, tài khoản vốn cấu thành cán cân thanh toán (balance of payment – BP) của quốc gia. Trong đó nhìn chung kết số của tài khoản vốn mang tính bù đắp cho những thâm hụt trong cán cân vãng lai, kết số còn lại sẽ phản ánh biến động trong dự trữ ngoại tệ.

Trong bối cảnh thế giới đang ngày càng xích lại gần nhau thông qua xu hướng hội nhập với nguyên tắc chủ đạo là mở cửa, tự do hóa nền kinh tế; sự tranh luận về mô thức tự do hay đóng cửa có lợi hơn cho nền kinh tế đang là đề tài tranh luận gay gắt với hai hệ thống quan điểm trái ngược nhau. Đối với dòng vốn quốc tế, vấn đề cũng không phải ngoại lệ. Các phân tích vĩ mô cả ngắn hạn lẫn dài hạn đều có thể dẫn đến kết quả khác nhau. Trong khuôn khổ của luận văn, việc phân tích tác động của việc ngăn cản hay thả nổi dòng vốn quốc tế trong ngắn và dài hạn được đặt trên nền tảng nền kinh tế đang trong tình trạng khiếm dụng và mục tiêu của chính sách vĩ mô là thúc đẩy tăng sản lượng.

1.1.2 Lý thuyết Cổ điển về sự di chuyển của dòng vốn

Lập luận ban đầu và mang tính tiên khởi cổ vũ cho sự di chuyển của vốn là lý lẽ của trường phái Cổ điển. Các nhà kinh tế thuộc trường phái này cho rằng việc để dòng vốn quốc tế tự do di chuyển khiến cho các quốc gia có mức tiết kiệm thấp có thể thu hút được nguồn tài trợ cho các dự án trong nước vốn có năng suất cao; các nhà đầu tư sẽ có cơ hội đa dạng hóa danh mục đầu tư và do

² Nhiều tài liệu gọi là “tài khoản vốn và tài chính”.

³ Lược dịch từ khái niệm “capital account” đưa ra bởi Wikipedia.

vậy rủi ro sẽ được rải đều trên một phạm vi rộng; và nguồn vốn khi tự do di chuyển sẽ khuyến khích thương mại vượt thời gian (intertemporal trade): trao đổi hàng hóa hiện tại với hàng hóa trong tương lai. Tác động cụ thể của việc tự do di chuyển vốn được miêu tả như là (Barry Eichengreen *et al*, 1999):

- Khiến cho hộ gia đình, doanh nghiệp và thậm chí là quốc gia có thể giải quyết nhu cầu về tiêu dùng bằng việc vay mượn từ bên ngoài khi thu nhập tại quốc gia đó là thấp và sẽ hoàn trả khi thu nhập cao. Khả năng vay mượn từ nước ngoài sẽ giúp làm giảm tác động của chu kỳ kinh doanh bằng việc cho phép các hộ gia đình và doanh nghiệp tiếp tục mua và đầu tư ngay cả khi sản lượng và thu nhập của quốc gia giảm xuống.
- Bằng việc cho vay ra nước ngoài, hộ gia đình và doanh nghiệp có thể làm giảm mức độ thiệt hại trước các nhiễu loạn kinh tế. Doanh nghiệp có thể tự bảo vệ khi chi phí trong nước tăng bất ngờ bằng việc đầu tư ra các chi nhánh ở nước ngoài. Vốn tự do di chuyển còn làm cho nhà đầu tư đạt được tỷ suất lợi nhuận cao hơn sau khi đã điều chỉnh rủi ro. Đến lượt nó, tỷ suất lợi nhuận cao sẽ khuyến khích tiết kiệm và đầu tư mà điều này sẽ dẫn đến sự tăng trưởng kinh tế cao hơn.

1.1.3 Lý thuyết Tân cổ điển về tự do hóa tài khoản vốn và tăng trưởng kinh tế

Kế thừa các lập luận ban đầu của các nhà kinh tế cổ điển, trường phái Tân cổ điển đã xây dựng mô hình phân tích tài khoản vốn trong dài hạn, đối với tăng trưởng kinh tế. Bằng mô hình tăng trưởng Solow-Swan, kết luận phân tích lý thuyết của trường phái Tân Cổ điển đưa ra hàm ý chính sách là cần tháo bỏ các rào cản vốn di chuyển – nhất là đối với các nước đang phát triển, qui mô kinh tế nhỏ bé và nguồn vốn là khan hiếm, chi phí sử dụng cao - để tận dụng nguồn vốn bên ngoài vốn dồi dào và có giá rẻ hơn. Henry (Peter Blair Henry, 2007) cho rằng “dù chỉ có tác động nhất thời nhưng với hệ quả là làm tăng mức thu nhập đầu người lên một cách đáng kể thông qua cú hích tự do hóa, điều này cũng thích đáng để các nước đang phát triển xem xét và tự do hóa trong bối cảnh thế giới ngày càng nhỏ bé và xoay chuyển không ngừng”.

Bắt đầu với hàm sản xuất Cobb-Douglas ⁴, trên giả định là qui mô sản xuất không đổi theo đầu vào:

$$Y = F(K, AL) = K^\alpha (AL)^{1-\alpha} \quad (1.1)$$

⁴ Các biến đổi toán học của mô hình, xem chi tiết tại Barro, Robert J. and Xavier Sala-I Martin (1995) *Economic growth*, chapter one “Growth models with Exogenous saving rates”, McGraw-Hill International Editions.

Trong đó AL là lượng lao động hiệu dụng.

Chia hai vế cho AL, đặt $y = Y/AL$ là sản lượng trên một đơn vị lao động hiệu dụng và $k = K/AL$ là vốn trên một đơn vị hiệu dụng, hàm sản xuất được viết lại:

$$y = f(k) = k^\alpha \quad (1.2)$$

Gọi s là tỷ lệ tiết kiệm; δ là tỷ lệ khấu hao; n là tỷ lệ tăng trưởng của lực lượng lao động; và g là tỷ lệ tăng trưởng của năng suất tổng yếu tố. Tiết kiệm ở mỗi kỳ sẽ làm tăng khối lượng vốn của nền kinh tế trong khi đó, tỷ lệ tăng dân số, khấu hao và tổng năng suất yếu tố tăng lại tác động theo chiều ngược lại. Do vậy, vốn tăng thêm trên mỗi đơn vị lao động hiệu dụng vào một năm t nào đó có thể biểu diễn qua phương trình:

$$\Delta k(t) = s.f[k(t)] - (n+g+\delta)k(t) \quad (1.3)$$

Khi nền kinh tế đạt được trạng thái ổn định ở mức k^* , tổng vốn tăng lên $s.f(k)$ bằng với tổng vốn giảm đi tính trên mỗi đơn vị lao động hiệu dụng $(n+g+\delta)k$, tỷ lệ vốn trên đơn vị lao động hiệu dụng là không đổi nhưng tổng vốn (K) lại tăng trưởng ở mức $n+g$, do vốn trên mỗi lao động tăng với tỷ lệ g . Nói chung, tại trạng thái ổn định thì mức vốn biên tế sẽ bằng lãi suất cộng với tỷ lệ khấu hao.

$$f'(k^*) = r + \delta \quad (1.4)$$

Giả định lãi suất thế giới là r^* , làm biến ngoại sinh và $r^* < r$, do bởi vốn trên mỗi lao động hiệu dụng ở phần còn lại của thế giới nhiều hơn so với trong nước (phù hợp với giả định về một quốc gia nhỏ, đang phát triển và không tác động được đến giá cả của thế giới). Khi đó nếu quốc gia tự do hóa tài khoản vốn, vốn bên ngoài sẽ tràn vào để san bằng sự khác biệt về lãi suất và suất sinh lợi trên vốn: không có rào cản, tỷ lệ vốn trên lao động hiệu dụng của quốc gia gần như lập tức tăng lên ở mức k^{**} - trạng thái ổn định trong điều kiện tự do hóa tài khoản vốn và khi đó, mức vốn biên tế sẽ bằng chính lãi suất thế giới cộng với tỷ lệ khấu hao, tức là:

$$f'(k^{**}) = r^* + \delta \quad (1.5)$$

Dễ dàng nhận thấy $k^{**} > k^*$, và khoảng thời gian chuyển đổi là rất nhanh và trong quá trình chuyển đổi đó, tốc độ tăng trưởng vốn K sẽ lớn hơn $n+g$.

Sự tăng trưởng vốn mang tính tạm thời, xảy ra trong quá trình chuyển đổi làm cho nền kinh tế đạt mức tăng trưởng cao hơn, vì tỷ lệ tăng trưởng, tính toán từ hàm sản xuất giả định, được cho bởi công thức:

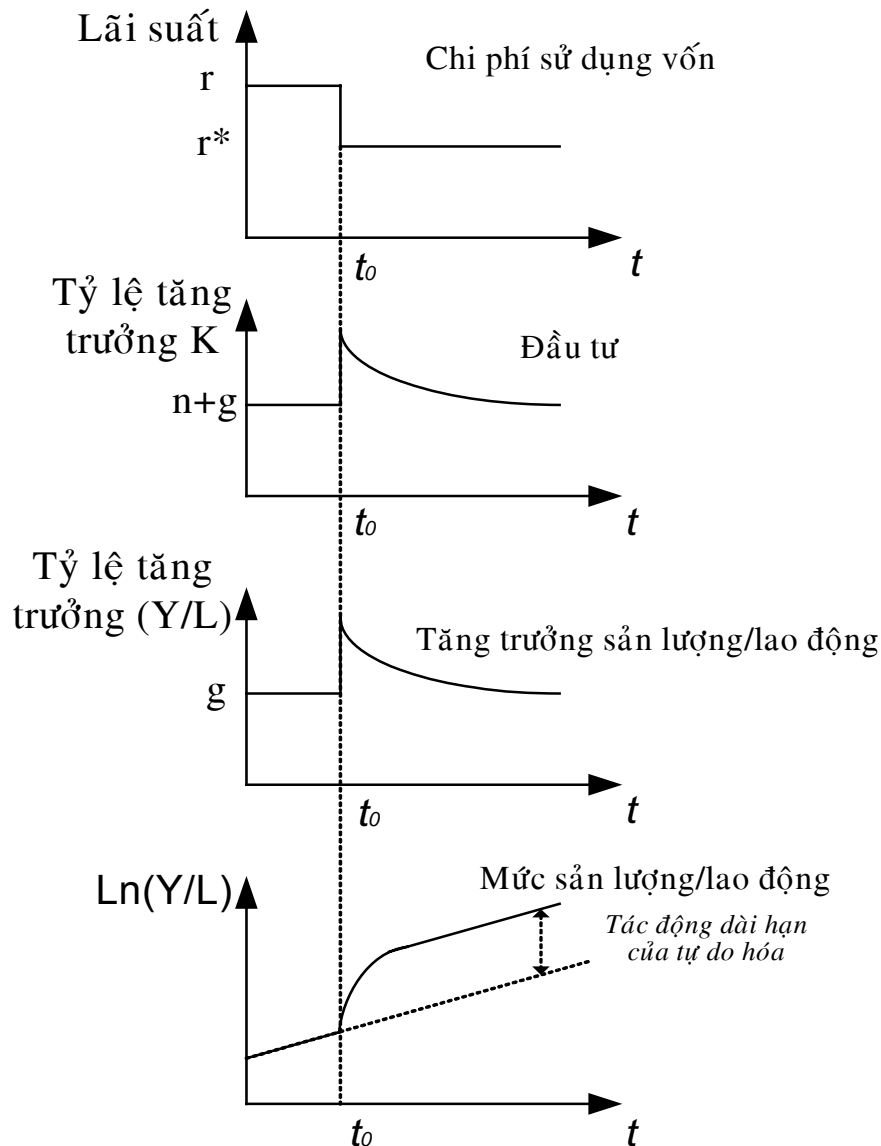
$$\gamma_{Y/L} = \alpha.\Delta k/k + g \quad (1.6)$$

Khi tỷ lệ tăng trưởng K lớn hơn $n+g$ trong quá trình chuyển đổi thì $\Delta k/k > 0$ và do vậy tỷ lệ tăng trưởng sản lượng trên mỗi lao động tăng.

Như vậy, mô hình tăng trưởng Tân cổ điển được xây dựng với hàm ý cổ vũ cho việc tự do hóa tài khoản vốn. Khi không còn các rào cản đối với nguồn vốn di chuyển ra – vào quốc gia, đối với một nước nhỏ và đang phát triển ít nhất sẽ đạt được các lợi ích sau:

- Chi phí sử dụng vốn hạ xuống, bằng với mức lãi suất của thế giới.
- Giai đoạn thuộc quá trình chuyển đổi từ việc kiểm soát vốn sang cơ chế tự do: (i) có sự đột biến về đầu tư; (ii) tăng trưởng sản lượng tăng đột biến, sau đó trở lại như cũ; (iii) nhưng quá trình ấy tạo một cú hích, đẩy mức sản lượng trên mỗi lao động lên một mức cao hơn và tác động này kéo dài theo thời gian; như được minh họa bằng đồ thị (hình 1.1).

Hình 1-1: Tác động dài hạn của việc tự do hóa tài khoản vốn



Quan điểm về tự do hóa tài khoản vốn hiện nay – trong “thời đại của hội nhập” – trở nên phổ biến và thành trào lưu kinh tế; tuy nhiên bên cạnh đó vẫn có

những quan điểm trái ngược, cổ vũ cho việc kiểm soát vốn trên các giao dịch được ghi chép vào tài khoản vốn quốc gia.

1.1.4 Lý lẽ của việc kiểm soát vốn

Phân tích lý thuyết như đã đề cập hàm ý rằng việc để cho vốn tự do di chuyển là hợp lý trong ngắn hạn lẫn dài hạn. Tuy nhiên, quan điểm tự do hóa không phải hoàn toàn được chấp nhận rộng rãi. Các nghiên cứu lý thuyết trong thập niên 80 thuộc trường phái tân cấu trúc đưa ra các kết quả ngược lại, đó là thường dẫn đến thất bại của thị trường vốn do cấu trúc thị trường không hoàn hảo và sự tồn tại của thị trường vốn phi thể chế. Các lý thuyết trường phái Keynes khi nghiên cứu về vấn đề lạm phát do chi phí đẩy, vấn đề định giá và cơ chế tự điều chỉnh lại đi đến kết luận: “sự tồn tại của cơ chế trong đó có sự can thiệp của chính phủ không chỉ làm cho thị trường tốt hơn mà còn cải thiện hoạt động của nền kinh tế” (Fry, 1995).

Kết quả nghiên cứu lý thuyết và thực nghiệm gần đây cũng cho thấy rằng tự do hóa chưa chắc đã là con đường chắc chắn dẫn đến thành công và do vậy, thường các quốc gia ít nhiều phải đặt ra những biện pháp nhằm hạn chế vốn di chuyển. Các động cơ được viện dẫn cho sự kiểm soát sự di chuyển của vốn qui về bốn nhóm chính: (i) bảo vệ cán cân thanh toán và phục vụ cho mục tiêu quản lý cấp vĩ mô; (ii) từ sự kém phát triển của thị trường tài chính và hệ thống kiểm soát; (iii) sự cản trở; và (iv) các lý do khác⁵. Cụ thể là:

1. Bảo vệ cán cân thanh toán, phục vụ cho mục tiêu quản lý vĩ mô

Lập luận phổ biến nhất cho việc áp đặt các biện pháp kiểm soát vốn di chuyển là nhằm bảo vệ cán cân thanh toán. Kiểm soát vốn được coi là một công cụ quản lý vĩ mô đối với nền kinh tế. Thông qua việc kiểm soát ngoại hối, quốc gia có thể ngăn ngừa được tình trạng vốn chảy ngược ra một cách ồ ạt từ đó làm cán cân thanh toán xấu đi một cách nhanh chóng.

Khi quốc gia phải đối mặt với thâm hụt tài khóa và cán cân thanh toán, kiểm soát vốn được áp đặt nhằm mục tiêu giảm chi phí dịch vụ nợ và duy trì mức lạm phát chấp nhận được bằng cách giữ lãi suất trong nước ở mức thấp và do vậy, bảo vệ các nhà đầu tư vào tài sản nội địa. Kiểm soát vốn ra là biện pháp rất được hưởng ứng trong trường hợp này nhằm giảm sự mất giá của đồng tiền nội địa trong cơ chế tỷ giá hối đoái cố định khi các chính sách khác – vốn tác động chậm chạp và khó sử dụng hơn – chưa kịp phát huy tác dụng.

Nói chung, lý lẽ cổ vũ cho chính sách kiểm soát vốn cũng chính là các lập luận mà mô hình kinh tế có hệ thống tài chính bị kìm hãm đưa ra và kiểm soát vốn cũng chính là một yếu tố kìm hãm tài chính bên cạnh việc giới hạn lãi suất,

⁵ Xem R. Barry Johnston và Natalia T. Tamirisa (1998).

trần tín dụng, tín dụng chỉ định trực tiếp hay tỷ lệ dự trữ bắt buộc cao và các nỗ lực loại trừ yếu tố cạnh tranh trong nền kinh tế.

2. Bảo vệ cho thị trường và các chế tài chính còn đang ở giai đoạn kém phát triển

Lý do thứ hai cổ vũ cho việc đề ra các biện pháp kiểm soát vốn đó là nhằm bảo vệ thị trường và các tổ chức tài chính ở các nước đang phát triển vốn đang trong tình trạng yếu kém. Đối với thị trường, kiểm soát dòng vốn vào sẽ giúp bảo hộ các ngành công nghiệp còn non trẻ tránh sự cạnh tranh từ dòng vốn trực tiếp với lợi thế theo qui mô.

Các ngành công nghiệp còn non trẻ, bên cạnh được bảo hộ thương mại như áp đặt thuế quan và rào cản phi thuế cũng có thể được bảo hộ thông qua việc giảm chi phí sản xuất thông qua thị trường vốn trong điều kiện thị trường này không hoàn hảo. Các biện pháp bảo hộ trực tiếp theo hướng này thường là trợ cấp, cho vay từ chính phủ hay gián tiếp bằng cách giới hạn sự cạnh tranh, tính đa dạng của hệ thống tài chính. Điều này vừa đạt đến hai mục tiêu: bảo hộ ngành công nghiệp non trẻ vừa duy trì sự méo mó của hệ thống tài chính – tình trạng này dễ tồn tại và được chấp nhận khi hệ thống tài chính còn trong trạng thái kém phát triển;

Thông qua việc duy trì những méo mó của hệ thống tài chính; quốc gia sẽ tìm cách ngăn chặn luồng vốn di chuyển vì chính dòng vốn này sẽ làm giảm đi hiệu quả của chính sách kiểm soát lãi suất và tín dụng chỉ định – những chính sách được duy trì cho các mục tiêu tiền tệ. Trong các trường hợp khác, sự kiểm soát dòng vốn được duy trì tối thiểu trong một khoảng thời gian cần thiết để thị trường, công cụ và tổ chức tài chính có thể phát triển dựa trên các biện pháp hỗ trợ trực tiếp như đã nói.

3. Lý lẽ từ sự thận trọng

Nhóm động cơ thứ ba ủng hộ cho việc kiểm soát sự di chuyển vốn quốc tế xuất phát từ lý do thận trọng. Những người đưa ra lập luận này cho rằng các giao dịch quốc tế có thể liên quan đến rủi ro ở mức độ cao hơn các giao dịch nội địa. Ngoài ra, việc kiểm soát vốn cũng được coi là một biện pháp nhằm ổn định hóa hệ thống tài chính (*systemic stability*); bởi vì kiểm soát vốn sẽ dẫn đến việc dự trữ ngoại hối ở các định chế tài chính nội địa ở giới hạn lớn hơn nhằm mục tiêu duy trì sự ổn định và lành mạnh hóa khả năng thanh toán các khoản nợ nước ngoài.

Các biện pháp kiểm soát vốn từ mục tiêu chủ yếu ngăn chặn sự đa dạng hóa của đầu tư gián tiếp, làm gia tăng rủi ro đầu tư và làm chậm lại mức độ phát triển của thị trường tài chính để thông qua đó giảm tính thanh khoản và chất lượng của các tài sản tài chính khiến thị trường này không còn hấp dẫn đối với nhà đầu tư. Tuy nhiên biện pháp này thường tỏ ra kém hiệu quả trong việc kiểm

soát rủi ro và ngăn chặn sự luân chuyển của vốn. Do bởi chính biện pháp kiểm soát vốn sẽ bị phá vỡ thông qua các giao dịch với các công cụ và thông qua các định chế nhiều rủi ro và ít bị khống chế hơn; do vậy chính nó sẽ làm gia tăng rủi ro do chứ không phải là kiểm soát rủi ro.

4. Những động cơ kiểm soát khác

Ngoài ba nhóm động cơ đã đề cập, quốc gia có thể áp đặt sự kiểm soát đối với dòng vốn di chuyển bởi những lý do khác: có thể là từ qui mô của nền kinh tế, từ mức độ mở cửa và cũng có thể từ những động cơ chính trị, xã hội. Sự quan tâm xuất phát từ nhóm động cơ này cho rằng: quốc gia lớn sẽ có nhiều cơ hội để đa dạng hóa đầu tư hơn do vậy họ không nhất thiết phải mở cửa tài khoản vốn như các quốc gia nhỏ bé.

Một mặt, khi nền kinh tế càng mở cửa thì càng nhạy cảm với các cú sốc bên ngoài và việc kiểm soát vốn di chuyển phải được thực hiện như một biện pháp phòng ngừa; tuy nhiên mặt khác nếu quốc gia mở cửa mạnh mẽ hơn thì sẽ tạo ra nhiều cơ hội hơn trong việc phá hỏng cơ chế kiểm soát vốn: tự do hóa một bộ phận thuộc tài khoản vốn, chẳng hạn như các giao dịch về tài chính chính là một trong các yêu cầu của tự do hóa thương mại.

Nhìn chung, khi nền kinh tế trong đó khu vực công và khu vực doanh nghiệp được quản lý yếu kém và thiếu minh bạch thường kiểm soát chặt chẽ dòng vốn trực tiếp đổ vào các khu vực nhạy cảm để đảm bảo an toàn, quyền lực của nhà nước và định kiến của xã hội.

1.1.5 Nội dung kiểm soát vốn

Phương thức kiểm soát vốn phổ biến có thể qui về hai nội dung: kiểm soát trực tiếp và kiểm soát gián tiếp.

Kiểm soát trực tiếp hay kiểm soát bằng biện pháp hành chính đưa ra những mệnh lệnh hạn chế các giao dịch hay những khoản thanh toán liên quan đến vốn từ nước này sang nước khác và trực tiếp áp đặt vào hệ thống tài chính.

Kiểm soát gián tiếp hay kiểm soát trên cơ sở thị trường bằng cách áp đặt các khoản chi phí, thuế công khai hay ẩn và các biện pháp tác động đến giá cả để làm tăng chi phí giao dịch từ đó tác động đến qui mô giao dịch liên quan đến vốn quan biên giới quốc gia. Các biện pháp kiểm soát phổ biến là:

- Chế độ đa tỷ giá nhằm phòng tránh hoạt động đầu cơ bằng cách vay tiền trong nước để mua ngoại tệ hay nhằm ngăn chặn dòng vốn vào vượt mức nhằm ổn định tỷ giá hối đoái đối với giao dịch trên tài khoản vãng lai. Các biện pháp này làm cho chi phí giao dịch tăng lên và qui mô của giao dịch giảm đi (Nguyễn Thị Ngọc Trang *et al*, 2006).
- Đánh thuế công khai và có sự phân biệt trên các dòng luân chuyển vốn quốc tế giữa tài sản trong nước và tài sản nước ngoài; giữa người

cư trú và không cư trú làm tăng chi phí sử dụng vốn, giảm suất sinh lợi của các khoản đầu tư nước ngoài.

- Yêu cầu dự trữ bắt buộc không sinh lãi là qui định buộc các ngân hàng hoặc trung gian tài chính phải ký gửi tại ngân hàng trung ương một khoản ngoại tệ bắt buộc khi sử dụng các tài khoản giao dịch liên quan đến vốn. Do vậy dòng vốn ra khỏi quốc gia sẽ hạn chế do tăng tính nhạy cảm của chúng với lãi suất trong nước và dòng vốn vào sẽ giảm tỷ suất sinh lợi.
- Một số biện pháp gián tiếp khác cũng được sử dụng khá phổ biến, đó là các biện pháp khống chế tính tự do và cạnh tranh trong việc tham gia vào các giao dịch liên quan đến vốn vào/ra của quốc gia như yêu cầu về vị thế của một tổ chức khi được vay nước ngoài; các khống chế đối với giao dịch của người không cư trú hay cơ chế báo cáo ... tác động đến cả chi phí hoặc/và qui mô giao dịch (*sdd*).

Các giao dịch liên quan đến kiểm soát vốn (hoặc được coi là đối tượng kiểm soát vốn) là khá đa dạng. Theo Johnston (R. Barry Johnston *et al*, 1998) thì kiểm soát vốn có thể được áp đặt lên các giao dịch về cổ phiếu, trái phiếu, các công cụ đầu tư trực tiếp hay gián tiếp, hoạt động tín dụng, các giao dịch về bất động sản hay đơn thuần là các dòng vốn cá nhân – như liệt kê trong bảng 1.1.

Bảng 1-1: Các giao dịch thuộc đối tượng kiểm soát vốn

Vốn vào	Vốn ra
Thị trường tiền tệ và thị trường vốn	
Cổ phiếu	
Giao dịch mua trong nước thực hiện bởi người không cư trú	Giao dịch bán hoặc phát hành trong nước thực hiện bởi người không cư trú
Giao dịch bán hoặc phát hành ra nước ngoài thực hiện bởi người cư trú	Giao dịch mua ở nước ngoài thực hiện bởi người cư trú
Trái phiếu và các công cụ nợ	
Giao dịch mua trong nước thực hiện bởi người không cư trú	Giao dịch bán hoặc phát hành trong nước thực hiện bởi người không cư trú
Giao dịch bán hoặc phát hành ra nước ngoài thực hiện bởi người cư trú	Giao dịch mua ở nước ngoài thực hiện bởi người cư trú
Các công cụ của thị trường tiền tệ	
Giao dịch mua trong nước thực hiện bởi người không cư trú	Giao dịch bán hoặc phát hành trong nước thực hiện bởi người không cư trú
Giao dịch bán hoặc phát hành ra nước ngoài thực hiện bởi người cư trú	Giao dịch mua ở nước ngoài thực hiện bởi người cư trú
Các chứng chỉ sở hữu khác	
Giao dịch mua trong nước thực hiện bởi người không cư trú	Giao dịch bán hoặc phát hành trong nước thực hiện bởi người không cư trú
Giao dịch bán hoặc phát hành ra nước ngoài thực hiện bởi người cư trú	Giao dịch mua ở nước ngoài thực hiện bởi người cư trú
Các công cụ đầu tư khác	
Giao dịch mua trong nước thực hiện bởi người không cư trú	Giao dịch bán hoặc phát hành trong nước thực hiện bởi người không cư trú

Giao dịch bán hoặc phát hành ra nước ngoài thực hiện bởi người cư trú	Giao dịch mua ở nước ngoài thực hiện bởi người cư trú
Hoạt động tín dụng	
Tín dụng thương mại	
Từ người không cư trú đến người cư trú	Từ người cư trú đến người không cư trú
Tín dụng tài chính	
Từ người không cư trú đến người cư trú	Từ người cư trú đến người không cư trú
Bảo lãnh, dự phòng ...	
Từ người không cư trú đến người cư trú	Từ người cư trú đến người không cư trú
Đầu tư trực tiếp	
Đầu tư vào trong nước	Đầu tư ra nước ngoài
	Kiểm soát tính thanh khoản của vốn đầu tư
Giao dịch về bất động sản	
Người không cư trú mua bất động sản trong nước	Người cư trú mua bất động sản nước ngoài
	Người không cư trú bán bất động sản trong nước
Các qui định đặc thù đối với ngân hàng	
Tiền gửi của người nước ngoài	Tiền gửi ở ngân hàng nước ngoài
Vay nợ nước ngoài	Cho vay ở nước ngoài
Di chuyển vốn cá nhân: tiền gửi, quà tặng, cho vay, thừa kế ...	
Từ người nước ngoài sang người trong nước	Từ người trong nước sang người nước ngoài.
Các qui định đặc thù với các nhà đầu tư có tổ chức	
Khống chế mức tối đa danh mục đầu tư (đối với nhà đầu tư không cư trú)	Khống chế mức tối đa đối với số chứng khoán được phát hành bởi nhà đầu tư không cư trú và đối với danh mục đầu tư ở nước ngoài (của nhà đầu tư cư trú)

Nguồn: R. Barry Johnston et al, 1998. trang 6.

1.1.6 Rủi ro của việc tự do hóa dòng vốn di chuyển

Các tranh luận về tự do di chuyển vốn hay kiểm soát di chuyển vốn vẫn chưa kết thúc. Tuy nhiên, xu thế tự do hóa là xu thế thời đại hiện đang được khá nhiều quốc gia theo đuổi – như sẽ trình bày trong chương 2. Bản thân tự do hóa di chuyển vốn cũng làm nảy sinh nhiều vấn đề và tiềm ẩn nhiều nguy cơ bên cạnh các lợi điểm tiềm năng có thể có được. Các rủi ro – theo tiếp cận của IMF (xem R. Barry Johnston *et al*, 1998) - chủ yếu phát sinh từ việc dòng vốn vào không được sử dụng một cách hiệu quả và điều này tất yếu dẫn đến khả năng chảy ngược khi quốc gia không kiểm soát được mức độ của dòng vốn vào cũng như hạn chế khả năng thực hiện các dịch vụ một cách tương thích với các khoản nợ nước ngoài. Tình trạng này làm cán cân thanh toán xấu đi và tiềm ẩn những nguy cơ khủng hoảng tiền tệ hay hệ thống ngân hàng.

1. Vấn đề thông tin không cân xứng

Tính kém hiệu quả trong việc phân bổ và sử dụng nguồn vốn vào khi tự do hóa tài khoản vốn được kinh tế học qui về vấn đề thông tin không cân xứng. Thông tin không cân xứng (mà suy cho cùng, có liên quan chặt chẽ với các lý lẽ nhằm bảo vệ cho quan điểm kiểm soát vốn – như lý lẽ về sự thận trọng đã trình bày) cũng là vấn đề được nêu ra nhằm cảnh báo cho xu thế tự do hóa và phần nào cũng chống lại các lý thuyết tự do hóa. Một khi thị trường không hoàn hảo

và một trong hai bên giao dịch có ít thông tin hơn thì sự lựa chọn bất lợi và tâm lý ỷ lại sẽ làm tổn hại đến thị trường với nhiều mức độ; trong đó nhẹ nhất là tính kém hiệu quả và nặng nề hơn, có thể dẫn đến khủng hoảng tài chính (khung 1.1).

Khung 1-1: Các vấn đề nảy sinh khi thông tin không cân xứng

Thông tin không cân xứng phát sinh khi một bên tham gia liên kết hay giao dịch có ít thông tin hơn phía còn lại. Các nhà kinh tế học tin rằng vấn đề này đang tràn ngập trên thị trường tài chính và nó làm nảy sinh các lựa chọn bất lợi, tâm lý ỷ lại cũng như các hành vi kéo bè (herding behaviour). Những tác động này làm cho thị trường mất ổn định và kém hiệu quả:

Lựa chọn bất lợi: người cho vay không thể biết hết được thông tin đánh giá chất lượng người đi vay, do vậy họ sẽ ra một cái giá phản ánh mức chất lượng trung bình. Giá này thấp hơn giá thị trường đối với người vay có chất lượng cao nhưng lại cao hơn người vay có chất lượng thấp. Người đi vay có chất lượng cao biết rõ họ bị đánh giá thấp nên họ sẽ tránh vay trên thị trường; do vậy thị trường chỉ còn lại người đi vay có chất lượng thấp. Điều này làm cho nhiều dự án tốt không được thực hiện trong khi đó có nhiều dự án khác, chất lượng tồi hơn – thậm chí lỗ – sẽ được tài trợ. Một kết quả thể hiện sự kém hiệu quả.

Tâm lý ỷ lại: xảy ra khi một trong hai phía của giao dịch có động cơ và khả năng đẩy chi phí cho phía còn lại. Trên thị trường tài chính, khi thông tin không cân xứng thì người cho vay không thể giám sát được liệu người đi vay sẽ đầu tư vào dự án nào? An toàn hay đầy rủi ro? Nếu người đi vay được bảo vệ bằng những giới hạn về nghĩa vụ nợ hoặc được bảo lãnh bằng cách này hay cách khác thì những dự án nhiều rủi ro sẽ được thực hiện.

Trường hợp nghiêm trọng hơn của tâm lý ỷ lại là người cho vay sẽ có tâm lý đánh cược – tức là thực hiện đầu tư mang tính mạo hiểm cao nhưng khả năng thành công là rất thấp. Theo thời gian, người cho vay sẽ buộc phải cho vay nhưng số tiền cho vay sẽ ít hơn số tiền hiệu quả đứng trên quan điểm kinh tế.

Tâm lý bầy đàn (herding behavior): người cho vay sẽ hành xử theo hướng của một người khác mà họ tin rằng hành xử hợp lý. Tâm lý bầy đàn cũng có thể xảy ra khi nhà đầu tư thiếu thông tin về chất lượng của người quản lý quỹ của họ. Các nhà quản lý quỹ tôi thường cảm thấy hợp lý khi thực hiện các quyết định đầu tư theo người khác thay vì tự tìm kiếm cơ hội. Chính hành vi này kéo theo sự “chết chum” khi có một biến cố bất lợi bất ngờ xảy đến.

Nguồn: Barry Eichengreen et al, 1999.

Tính không cân xứng của thông tin là phổ biến; do vậy câu hỏi liệu việc tự do hóa dòng vốn di chuyển có thực sự mang lại hiệu quả trong phần bổ nguồn lực? Câu trả lời là có rất nhiều khả năng nhưng việc tự do hóa dòng vốn di chuyển – như tất cả các quá trình tự do hóa khác - chỉ mang lại hiệu quả khi được đi kèm với một hệ thống chính sách hạn chế được tâm lý ỷ lại, lựa chọn bất lợi, các tâm lý bầy đàn và những vấn đề liên quan khác nhằm hạn chế các hành vi quá nhiều rủi ro của những người tham gia thị trường vốn quốc tế và những nhiễu loạn thị trường xuất phát từ hệ thống. Ngoài ra, các nỗ lực nhằm hướng tới các chuẩn mực chung phải được thực thi nhằm tăng cường mức độ mạnh mẽ của hệ thống qui định khổng chế và hỗ trợ thị trường, bảo vệ nhà đầu tư, người cho vay trước những hành vi không công bằng (Barry Eichengreen et al, 1999).

2. Tự do hóa di chuyển vốn và khủng hoảng

Các lý thuyết kinh tế cũng cảnh báo rằng việc tự do hóa tài khoản vốn trong điều kiện hệ thống tài chính yếu kém sẽ góp phần gây ra những vấn đề kinh tế nghiêm trọng; các rủi ro khủng hoảng sẽ gia tăng nếu quá trình tự do hóa

không được giám sát bởi các qui định chặt chẽ và tập hợp các chính sách tương thích. Nếu quá trình tự do hóa nội địa bằng việc tăng cường tính cạnh tranh cho khu vực tài chính; dỡ bỏ các công cụ bảo vệ các trung gian tài chính trước nợ xấu và quản lý tồi, thì đồng thời nó cũng cho phép các ngân hàng mở rộng các hoạt động mang tính rủi ro cao và làm giảm hiệu lực của các qui tắc nhằm giám sát rủi ro thì quá trình tự do hóa tài chính ở cấp độ quốc tế độ quốc tế. Tự do hóa tài chính ở cấp độ quốc tế sẽ khuyến đại các tác động từ chính sách không tương xứng làm tăng nguy cơ rủi ro vượt quá dự kiến. Sự xuất hiện của các ngân hàng nước ngoài, tính cạnh tranh ở tầm quốc tế – như quá trình tự do hóa tầm nội địa – cũng sẽ tháo bỏ những công cụ bảo vệ ngân hàng trong nước trước nợ xấu. Tự do hóa sẽ thúc đẩy ngân hàng trong nước tiếp cận với các quỹ và dòng vốn nước ngoài vốn đầy rủi ro. Khủng hoảng tiền tệ hay sự mất giá sẽ làm tăng tình trạng nợ nần đối với những khoản nợ định giá bằng ngoại tệ nhưng không được bảo vệ trước những thay đổi về tỷ giá. Ngoài ra, tự do hóa tài khoản vốn - làm tăng khả năng chảy ngược của dòng vốn vào – buộc các nhà quản lý tiền tệ phải sử dụng công cụ lãi suất để bảo vệ tiền tệ một cách miễn cưỡng nhất là khi hệ thống tài chính trong tình trạng dễ sụp đổ.

Nghiên cứu về khả năng thất bại của hệ thống tài chính trong quá trình tự do hóa, IMF, trong mùa thu năm 1998, đã nhấn mạnh về quá trình tự do hóa với cách thức: theo từng bước với lộ trình được tính toán cẩn thận; bởi (*sdd*):

- Cơ chế đe dọa sự ổn định của hệ thống tài chính luôn tồn tại, dù quá trình tự do hóa diễn ra ở mức độ nào. Kết quả của tự do hóa bên cạnh hiệu quả kinh tế mang lại còn bao hàm nhiều nguy cơ. Hệ thống tài chính trong quá trình tìm kiếm lợi nhuận cần có những hành động cẩn trọng khi tiếp cận và quản lý rủi ro của đầu tư.
- Tự do hóa không phải là nguồn gốc của những đổ vỡ mà chính việc quản lý hệ thống tài chính một cách yếu kém và những qui định giám sát thiếu khả thi – được khuyến đại từ quá trình tự do hóa - chính là nguyên nhân.

1.2 CHÍNH SÁCH ĐỐI VỚI DÒNG VỐN DI CHUYỂN

Các phân tích lý thuyết như đã nêu hàm ý rằng tự do hóa dòng vốn di chuyển để có thể đạt được những lợi ích cần có các biện pháp phòng ngừa rủi ro và tránh được khủng hoảng. Nói cách khác tự do hóa chính là một quá trình trong đó quốc gia phải lựa chọn trình tự và bước đi trên cơ sở cải cách toàn bộ nền kinh tế và xây dựng hệ thống chính sách thích ứng. Tuân thủ theo lộ trình ấy được coi là kiểm soát quá trình tự do hóa. Do vậy điều cơ bản nhất là phải xác định bản chất của tự do hóa hay kiểm soát vốn: đó không phải là sự hoàn toàn mà trái lại có sự giao thoa lẫn nhau. Trong khi có những giao dịch được tự do hóa thì cũng có những giao dịch khác buộc phải được kiểm soát chặt chẽ. Tất cả phụ thuộc

vào mục tiêu và cấu trúc của nền kinh tế. Điều quan trọng nhất là quá trình và mức độ tự do hóa cần phải đặt trong mối tương quan với cải cách kinh tế một cách toàn diện; từ đó xây dựng chính sách thích ứng.

1.2.1 Khuôn khổ phân tích vĩ mô ngắn hạn

Lý thuyết kinh tế vĩ mô về nền kinh tế mở trong ngắn hạn phân tích vai trò của tài khoản vốn nói riêng và của cán cân thanh toán nói chung trong mô hình cân bằng cả hai khu vực: bên trong và bên ngoài nền kinh tế, từ đó phân tích, đánh giá tác động của chính sách.

Khác với tài khoản vãng lai (CS); trong đó chủ yếu bao gồm xuất khẩu (X) và nhập khẩu (M) và các chuyển nhượng ròng; biểu thị bằng phương trình:

$$CS = X - M + R = X - (eP_f/P)Y + R \quad (1.7)$$

Trong đó eP_f/P là tỷ giá hối đoái thực.

Đặt trong giả định sự luân chuyển vốn quốc tế hoàn toàn phụ thuộc vào lãi suất trong nước (r) so sánh với nước ngoài và các yếu tố khác là không đổi, tài khoản vốn được biểu thị bằng phương trình:

$$F = F(r) \quad F(r) > 0 \quad (1.8)$$

Trong đó F là luồng vốn vào ròng bằng nội tệ.

Cán cân thanh toán của quốc gia (BP) – trường hợp không có chuyển nhượng ròng – được thể hiện bằng phương trình:

$$BP = N(Y, e) + F(r) \quad (1.9)$$

Cán cân thanh toán cân bằng khi: $N(Y, e) + F(r) = 0$

Trên cơ sở này có thể thiết lập mối quan hệ giữa Y và r và đây chính là đường BP (lưu ý rằng $dr/dY > 0$).

Mô hình cân bằng cả hai khu vực bên trong đòi hỏi đồng thời nền kinh tế phải đạt được sự cân bằng trên thị trường hàng hóa (đường IS), tiền tệ (đường LM) và thị trường vốn quốc tế (đường BP). Tùy theo mức độ lưu động của dòng vốn quốc tế và độ nhạy của vốn với lãi suất (hình dạng đường BP) mà chính phủ có thể can thiệp với các mức độ chính sách khác nhau. Tuy nhiên mức điều chỉnh còn phụ thuộc vào cơ chế tỷ giá hối đoái:

1. Dòng vốn không lưu động

Với chế độ tỷ giá cố định, khi không có lưu động vốn, các điều chỉnh của chính phủ nhằm tăng sản lượng (thông qua việc sử dụng chính sách tài chính và tiền tệ) đều không thành công; bài toán chỉ được giải quyết khi điều chỉnh tỷ giá thông qua chính sách thay đổi cơ cấu chi tiêu (nhằm hạn chế nhập khẩu bằng nhiều biện pháp), tuy nhiên điều này vừa không phù hợp với thể chế thương mại

toàn cầu, vừa tạo ra áp lực lạm phát đòi hỏi phải có những biện pháp cắt giảm chi tiêu để thích ứng.

Khi tỷ giá hối đoái thả nổi, ngân hàng trung ương không phải bán ngoại tệ khi chính phủ điều chỉnh chi tiêu và cũng như vậy, chính phủ không cần điều chỉnh chi tiêu khi ngân hàng trung ương điều chỉnh cung tiền. Do đó, dù dòng vốn không lưu động nhưng các chính sách can thiệp để tăng sản lượng là có tác dụng; và chính sách tài khóa, chính sách tiền tệ trở thành công cụ để theo đuổi mục tiêu vĩ mô trong nước.

2. Dòng vốn lưu động hoàn hảo

Mô hình được sử dụng để phân tích khi vốn được tự do di chuyển được Mundell và Fleming xây dựng và công bố năm 1962; với các giả thiết (i) lãi suất nước ngoài là biến tự định; (ii) nhà đầu tư trung lập với rủi ro; và (iii) không có dự đoán về thay đổi của tỷ giá hối đoái.

Với hệ thống tỷ giá hối đoái cố định: khi chính phủ tăng chi tiêu làm lãi suất tăng, tác động đến tỷ giá. Để duy trì tỷ giá cố định, ngân hàng trung ương buộc phải tăng cung tiền để hạ lãi suất; kết quả là sản lượng tăng. Tuy nhiên nếu chỉ sử dụng chính sách tiền tệ thì không có tác động vì phải đối mặt với nguy cơ dòng vốn ra và thâm hụt cán cân thanh toán, từ đó gây áp lực lên tỷ giá buộc ngân hàng trung ương phải đưa ra các điều chỉnh theo hướng ngược lại. Cuối cùng thì sản lượng và lãi suất sẽ được duy trì như trạng thái cũ.

Trong cơ chế tỷ giá hối đoái thả nổi thì điều ngược lại sẽ xảy ra: chính sách tài khóa sẽ không có tác dụng do bởi khi chính phủ tăng chi tiêu sẽ làm cán cân thanh toán thặng dư và làm giảm tỷ giá hối đoái, từ đó tác động xấu đến xuất khẩu ròng và kết quả là sự tăng chi tiêu của chính phủ sẽ bù đắp cho sự giảm trong xuất khẩu ròng, sản lượng không tăng. Ngược lại, khi ngân hàng trung ương tăng lượng tiền cung ứng sẽ gây ra sự thâm hụt và làm tăng tỷ giá, làm xuất khẩu ròng tăng và như vậy, cuối cùng thì sản lượng cân bằng cũng tăng. Nói cách khác, trong trường hợp này, chính sách tiền tệ sẽ đạt hiệu quả tối đa.

3. Khi dòng vốn không hoàn toàn tự do di chuyển

Đây là mô hình gần với thực tiễn nhất. Với thái độ không bàng quan với rủi ro và chi phí giao dịch, nhà đầu tư luôn duy trì một tổ hợp tài sản cả trong nước lẫn nước ngoài; chúng không thể thay thế hoàn hảo và tác động của chính sách lại phụ thuộc vào cơ chế tỷ giá hối đoái.

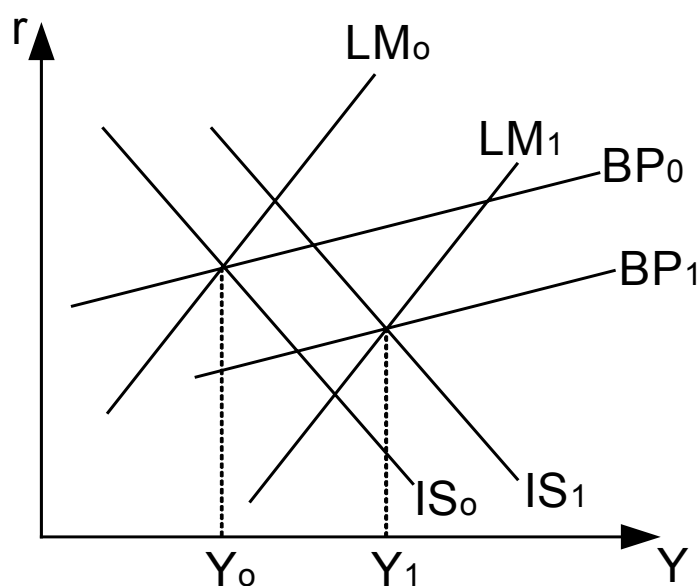
Với cơ chế tỷ giá hối đoái cố định, do cam kết phải duy trì một tỷ giá không đổi mà ngân hàng trung ương luôn phải điều chỉnh nên bất cứ sự mở rộng tiền tệ nào cũng không đem lại hiệu quả. Ngược lại, khi chính phủ tăng chi tiêu thì sản lượng lại tăng theo lập luận:

- Khi dòng vốn ít được tự do di chuyển: Chi tiêu tăng \Rightarrow thu nhập và lãi suất tăng \Rightarrow xuất khẩu ròng giảm \Rightarrow thâm hụt cán cân thanh toán \Rightarrow tỷ giá tăng \Rightarrow giảm cung tiền \Rightarrow lãi suất tiếp tục tăng và sản lượng giảm chút ít.
- Khi dòng vốn tương đối được tự do di chuyển: Chi tiêu tăng \Rightarrow thu nhập và lãi suất tăng \Rightarrow xuất khẩu ròng giảm \Rightarrow thặng dư cán cân thanh toán \Rightarrow tỷ giá giảm \Rightarrow tăng cung tiền \Rightarrow lãi suất giảm chút ít và sản lượng tiếp tục tăng.

Với cơ chế tỷ giá hối đoái thả nổi, cả chính sách tài khóa và tiền tệ đều có tác dụng ở mức độ khác nhau.

Tác động của chính sách tiền tệ: khi ngân hàng trung ương tăng cung tiền sẽ làm lãi suất giảm và thu nhập tăng lên (đường LM sang phải), cán cân thanh toán thâm hụt phôi thai làm tỷ giá hối đoái tăng (tác động này được minh họa bằng sự dịch chuyển sang phải của cả hai đường IS và BP – hình 1.2.).

Hình 1-2: Chính sách tiền tệ trong điều kiện vốn luân chuyển không hoàn hảo và tỷ giá hối đoái thả nổi.



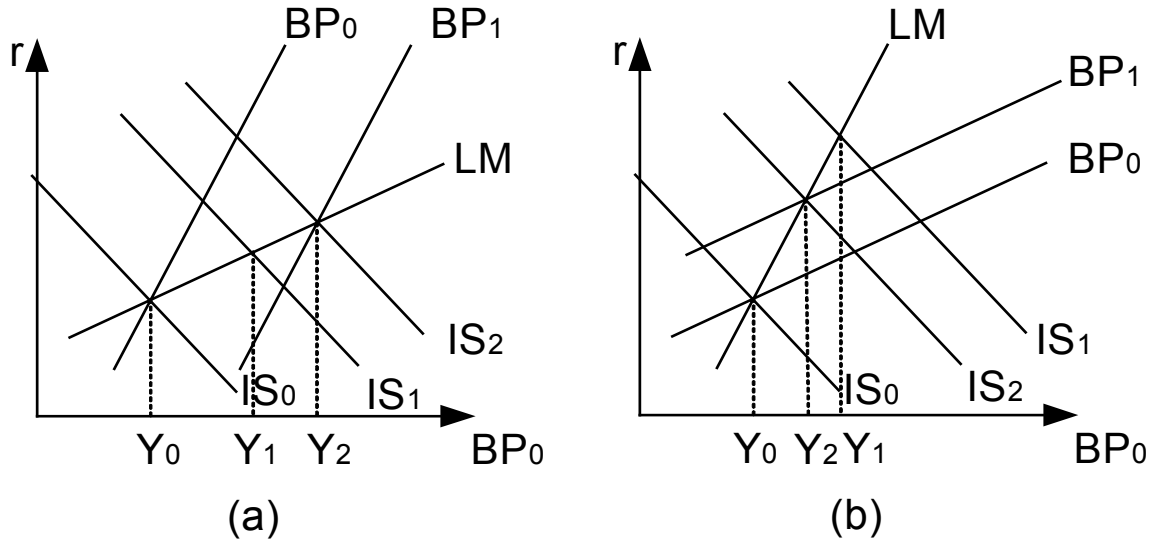
Tác động của chính sách tài khóa: khi chính phủ tăng chi tiêu, thu nhập và lãi suất đều tăng. Khi đó xảy ra hai trường hợp:

Khi vốn luân chuyển ít tự do thì sự tăng chi tiêu của chính phủ làm thu nhập và lãi suất tăng, tạo ra sự thâm hụt trong cán cân thanh toán. Vì vốn luân chuyển thấp nên làm cho tỷ giá tăng. Sản lượng và lãi suất do vậy tiếp tục tăng lên để đạt đến điểm cân bằng đồng thời trên cả ba thị trường (hình 1.3.a.)

Ngược lại, khi mức độ luân chuyển vốn tương đối cao thì sự tăng chi tiêu của chính phủ sẽ dẫn đến thặng dư cán cân thanh toán làm giảm tỷ giá hối đoái.

Điều này làm thu nhập và lãi suất giảm đi nhưng vẫn cải thiện được tình trạng ban đầu (đường IS sang phải rồi sang trái – hình 1.3.b.)

Hình 1-3: Tác động của chính sách tài khóa trong điều kiện vốn luân chuyển không hoàn hảo và tỷ giá hối đoái thả nổi



Nhìn chung, trong ngắn hạn, có thể tóm tắt tác động của chính sách vĩ mô theo bảng 1.2; theo đó, cơ chế tỷ giá là điều kiện tiên quyết để quyết định mức độ cũng như tính chất can thiệp của chính phủ nhằm phục vụ mục tiêu kinh tế; trong đó khi vốn được tự do di chuyển nhưng không hoàn hảo (thực tế nhất) thì để có thể can thiệp mạnh cần cơ chế tỷ giá linh hoạt và một chính sách tiền tệ tương đối độc lập. Bên cạnh đó cũng cần phải thực hiện sự cải cách mạnh mẽ nền kinh tế – nhất là khu vực chính phủ và khu vực tài chính cũng như phải xây dựng được hệ thống kiểm soát chặt chẽ quá trình tự do hóa - đảm bảo ngăn ngừa được những rủi ro và đạt được các mục tiêu lợi ích của quá trình này.

Bảng 1-2: Tóm tắt tác động của chính sách vĩ mô trong ngắn hạn

Chính sách	Vốn không lưu chuyển	Vốn lưu chuyển không hoàn hảo	Vốn lưu chuyển tự do
<i>Chế độ tỷ giá cố định</i>			
Tài khóa	0	+	+
Tiền tệ	0	0	0
<i>Chế độ tỷ giá thả nổi</i>			
Tài khóa	+	+	0
Tiền tệ	+	+	+

Nguồn: Tác giả tự tóm tắt qua phân tích lý thuyết.

1.2.2 Chính sách tiền tệ và tỷ giá

Để có thể thấy được một cách rõ nét hơn tác động của chính sách tỷ giá và tiền tệ khi tự do hóa tài khoản vốn, luận văn sử dụng mô hình đơn giản với điều kiện ngang bằng lãi suất để xem xét tác động của dòng vốn tự do di chuyển lên chính sách tiền tệ và tỷ giá. Gọi i_d : lãi suất trong nước; i_f : lãi suất nước ngoài cùng kỳ hạn; F_d : suất chiết khấu hối đoái giao sau theo kỳ hạn; e^s : tỷ giá hối đoái (lấy đơn vị tiền trong nước làm chuẩn) trên thị trường hối đoái giao ngay; e^f : tỷ giá hối đoái trên thị trường kỳ hạn. Với điều kiện ngang bằng lãi suất, ta có:

$$i_d = i_f + F_d \quad (1.10)$$

$$\text{Với } F_d = \frac{e^f - e^s}{e^s} \times 100 \quad (1.11)$$

Nếu lãi suất nước ngoài và tỷ giá giao sau được xác định trước thì quốc gia chỉ xác định được tỷ giá giao ngay hoặc lãi suất trong nước.

Trong điều kiện vốn được tự do di chuyển thì tỷ giá ngắn hạn sẽ nhanh chóng được xác định bởi tính chất cân bằng của lãi suất. Các nỗ lực nhằm ấn định lãi suất trong nước và tỷ giá không thích hợp với điều kiện trên đều tạo ra động cơ để tăng qui mô dòng vốn di chuyển. Do vậy chính sách tài chính và chính sách tỷ giá được xây dựng với các mục tiêu vĩ mô nhằm kiểm soát dòng vốn di chuyển qua biên giới quốc gia theo mục tiêu ấy. Nếu mục tiêu của chính sách tiền tệ là lạm phát thì tỷ giá hối đoái cần được kiểm soát; ngược lại nếu chính sách tỷ giá được sử dụng với mục tiêu cải thiện cán cân vãng lai hoặc nếu tỷ giá hối đoái được giữ cố định thì chính sách tiền tệ sẽ có rất ít tác dụng trong việc duy trì ổn định vĩ mô trong nước hay trong việc kiểm soát tác động của dòng vốn vào ngắn hạn.

Để kiểm soát dòng vốn vào, chính sách ban đầu được sử dụng chính là chính sách cố định tỷ giá hối đoái; tuy nhiên thực hiện chính sách này thường đi kèm với việc phải giữ lãi suất trong nước ở mức cao và điều này lại tạo ra các khuyến khích đối với dòng vốn vào. Tỷ giá hối đoái cố định trong nhiều trường hợp còn bao hàm các rủi ro không lường trước đối với việc vay ngoại tệ. Do đó trường hợp này cần theo đuổi chính sách tỷ giá hối đoái linh hoạt như là việc kiểm soát dòng vốn vào trên cơ sở ngang bằng lãi suất.

Nếu quốc gia duy trì tỷ giá hối đoái danh nghĩa ở mức cố định thì chính sách tiền tệ phải được sử dụng để phục vụ cho việc neo giữ tỷ giá; nói cách khác, lãi suất được tự do điều chỉnh nhằm phản ứng với dòng vốn vào ở các thời điểm khác nhau nhằm tránh sự chảy ngược của dòng vốn. Trong trường hợp này sự quan tâm lại nằm ở các biện pháp phòng ngừa rủi ro tiền tệ bởi vì công cụ tỷ giá giờ đây không còn tác dụng.

Tự do hóa tài khoản vốn cũng đặt ra các vấn đề đối với việc sử dụng các công cụ của chính sách tiền tệ. Trong điều kiện ngang bằng lãi suất, việc điều

chính lượng tiền tệ là khó khăn và rất nhạy cảm với những thay đổi của các biến số kinh tế khác; do vậy, một chính sách tiền tệ thích hợp trong điều kiện tự do hóa tài khoản vốn chính là một chính sách mang tính chiết trung đi kèm với việc cải cách hệ thống tài chính trong nước nhằm để các công cụ của chính sách tiền tệ phát huy tác dụng hiệu quả (Phụ lục 1) trong việc kiểm soát vốn di chuyển theo mục tiêu xác định.

1.2.3 Hệ thống kiểm soát và giám sát

Hệ thống kiểm soát và giám sát được coi là nhân tố chủ đạo trong việc tự do hóa cũng như nhằm phát triển hệ thống tài chính. Một hệ thống kiểm soát và giám sát tốt bao gồm:

- Hệ thống pháp luật hợp lý: nhằm đảm bảo (i) mức thận trọng cần thiết trong các giao dịch với bên ngoài; (ii) đưa ra các biện pháp ngăn ngừa trốn thuế; và (iii) đảm bảo rằng việc báo cáo phải thường xuyên và cập nhật về dữ liệu. Tất cả nhằm duy trì sự minh bạch vốn dĩ là điều kiện tiên quyết của sự phát triển.
- Những qui định và giám sát: bổ sung cho tự do hóa, đảm bảo sự đa dạng hóa và hiệu quả phân bổ tiết kiệm và đầu tư. Nếu lợi ích của tự do hóa được biết đến thông qua việc khuyến khích cạnh tranh và đa dạng hóa rủi ro thì hệ thống qui định giám sát bổ sung cho khả năng đạt được lợi ích đó qua việc tăng cường và đảm bảo cho các hoạt động hiệu quả của hệ thống tài chính và hệ thống thanh toán. Hệ thống qui định nhằm giám sát thường là luật, qui định, các chính sách và chương trình đã được phê chuẩn nhằm đến hai mục tiêu chính: (i) tăng cường sự lành mạnh cho các thể chế tài chính tư nhân bằng việc buộc phải thực hiện quản lý rủi ro một cách thích đáng, tăng cường hiệu quả quản lý nội bộ và kỷ luật thị trường; và (ii) bảo vệ nhà đầu tư trước những hành vi gian lận và dối trá cũng như đảm bảo trách nhiệm của các đại lý được ủy thác.

Nói chung, khi quốc gia đang trong thời kỳ đầu của quá trình phát triển, quá trình tự do hóa và củng cố hệ thống giám sát là phức tạp. Nguyên tắc chung là một mặt cần thời gian để phát triển thị trường, định chế cũng như các công cụ trước khi tự do hóa; nhưng mặt khác cần phải thiết lập các biện pháp hướng đến các mục tiêu thận trọng. Các biện pháp này phải được triển khai mạnh mẽ và đôi khi có tác động ngăn cản dòng vốn. Tuy nhiên đây là việc làm cần thiết để đảm bảo lợi ích trong dài hạn.

1.2.4 Lộ trình tự do hóa

Khi đặt vấn đề tự do hóa tài khoản vốn, mỗi quốc gia đều kỳ vọng vào mục tiêu tối đa hóa lợi ích và tối thiểu hóa rủi ro từ điều này. Tuy nhiên nên tự do hóa lúc nào là việc còn gây tranh cãi. Các nhà kinh tế theo quan điểm truyền

thống nhấn mạnh đến các điều kiện tiên quyết như phải đạt được sự ổn định vĩ mô và phát triển hệ thống tài chính trong nước, thị trường và thể chế; tự do hóa do vậy nên được tiến hành sau khi đã thực hiện cải cách toàn diện nền kinh tế. Tuy nhiên các nhà kinh tế chính trị lại cho rằng bản thân quốc gia sẽ không muốn hoặc không tập trung được năng lực cải cách nếu không có những áp lực bên ngoài. Do vậy tự do hóa đóng vai trò xúc tác quan trọng, giúp tạo những lỗ hổng để chính sách phản ứng – đồng nghĩa với thực hiện cải cách cần thiết. Quan điểm thứ ba mang tính trung dung cho rằng tự do hóa tài khoản vốn là một bộ phận được tiến hành đồng thời, tương tác với các công việc khác trong chương trình cải cách vĩ mô và cấu trúc của nền kinh tế. Theo quan điểm này, việc kết hợp giữa tự do hóa và cải cách một số lĩnh vực cụ thể ở khu vực trong nước và bên ngoài là cần thiết; nếu quá trình cải cách trong nước là chậm thì không thể mở cửa thị trường vốn một cách nhanh chóng; ngược lại, khi mở cửa tài khoản vốn đòi hỏi khu vực trong nước phải được cải cách với tốc độ nhanh hơn.

Vấn đề lựa chọn quan điểm và hành động phụ thuộc vào từng quốc gia cụ thể; theo xuất phát điểm và mục tiêu kinh tế. Tuy vậy các nghiên cứu thực tiễn đã chứng minh rằng tự do hóa tài khoản vốn sẽ cải thiện được hiệu quả nếu như nó hình thành với sự đa dạng hóa hệ thống tài chính bằng công nghệ và công cụ mới, cải thiện được khả năng quản lý rủi ro và khuyến khích cạnh tranh trong hệ thống tài chính (R. Barry Johnston *et al*, 1998). Để có thể tiến hành tự do hóa (và cũng chính từ kết quả tự do hóa), hệ thống tài chính cần phải (hay sẽ được) cải cách theo hướng hiệu quả trong phân bổ nguồn lực và tài sản. Tự do hóa cũng sẽ khuyến khích phát triển theo hướng tăng cường hệ thống pháp lý, năng lực quản lý và giảm các nghi ngại về lựa chọn bất lợi. Đây là hướng phát triển tốt hơn nhiều – xét trên phương diện hiệu quả và ổn định – so với các hướng phát triển khác.

Nói chung khi tự do hóa tài khoản vốn, một số nguyên tắc đơn giản cần phải nắm rõ như tự do hóa dòng vốn dài hạn trước dòng vốn ngắn hạn; tự do hóa dòng vốn trực tiếp trước khi tự do hóa dòng vốn gián tiếp; tuy nhiên tùy vào quan điểm của quốc gia về tính chất thay thế mà có thể vẫn sẽ duy trì sự kiểm soát đối với một số loại giao dịch – điều này là cần thiết để có đủ thời gian hoàn thiện cấu trúc và thị trường trước khi mở cửa hoàn toàn. Bên cạnh đó, cũng có thể khi mở cửa tài khoản vốn, ngoài những lợi ích đạt được thì sự méo mó cũng tồn tại; những méo mó này lại tác động bất lợi đến sự ổn định, phát triển của hệ thống tài chính nói riêng và nền kinh tế nói chung. Do vậy mỗi quốc gia cần cân nhắc kỹ lưỡng về lộ trình trước khi tiến hành nhằm đảm bảo khả năng thành công trước những rủi ro tiềm ẩn.

CHƯƠNG 2

ĐO LƯỜNG MỨC ĐỘ VÀ TÁC ĐỘNG CỦA CHÍNH SÁCH QUẢN LÝ TÀI KHOẢN VỐN

Trong suốt hơn 3 thập niên gần đây, kể từ khi Shaw-McKinnon đề xướng các ý tưởng về tự do hóa tài chính⁶, nhiều nghiên cứu đã được thực hiện theo cả hai hướng: cổ vũ và chỉ trích tự do hóa. Trong khi các nghiên cứu chỉ trích tự do hóa tập trung vào việc tìm ra các bằng chứng cho thấy rằng chẳng có liên hệ gì giữa việc tự do hóa và tăng trưởng kinh tế⁷ thì các nghiên cứu theo hướng cổ vũ cho tự do hóa được chia thành hai loại: loại thứ nhất cố gắng tìm mối liên hệ giữa việc tự do hóa tài khoản vốn, mở cửa thị trường chứng khoán và tăng trưởng kinh tế thông qua việc sử dụng các chỉ số đo lường mức độ tự do hóa tài khoản vốn tương quan với thu nhập bình quân đầu người ở các mẫu dữ liệu so sánh chéo giữa các quốc gia; loại thứ hai ghi nhận sự thành công và thất bại của từng quốc gia và cố gắng tìm ra nguyên nhân nằm đằng sau thực tế đó. Các nghiên cứu gần đây được công bố của các tác giả thuộc IMF đều thuộc loại này.

2.1 CÁC PHƯƠNG PHÁP ĐO LƯỜNG KIỂM SOÁT VỐN

Việc đo lường mức độ kiểm soát vốn (hay ở khía cạnh ngược lại là mức độ tự do hóa tài khoản vốn) bắt đầu bằng ý tưởng đưa ra các thước đo bằng số liệu đối chiếu giữa các quốc gia. Các thước đo được thiết kế ở hai dạng: chỉ số và định lượng. Một số thước đo điển hình được sử dụng trong các nghiên cứu được công bố gần đây là:

2.1.1 Các phương pháp chỉ số

1. Chỉ số SHARE

Chỉ số định lượng để đo lường mức tự do hay kiểm soát tài khoản vốn đơn giản nhất được xây dựng dựa trên báo cáo hàng năm của IMF về chính sách và các tác động hạn chế hối đoái ở từng quốc gia (AREAER). Quan điểm xây dựng chỉ số này cho rằng thấy sự hiện diện của các điều khoản pháp lý hay những hạn chế khác nhằm chặn dòng vốn vận động qua biên giới quốc gia hoặc nhằm phân biệt đối xử giữa người cư trú và không cư trú chính là sự thể hiện của kiểm soát vốn. Xét trong một khoảng thời gian nào đó, chỉ số này được cải tiến thành chỉ số SHARE – đây chính là chỉ số được áp dụng chính thức từ năm 1967. Trong

⁶ Xem Fry, 1995, *chapter 2*.

⁷ Xem Edison *et al*, 2004 để thấy được những mô tả về kết quả nghiên cứu theo hướng này.

khoảng thời gian được xem xét, số năm mà quốc gia đã tháo bỏ các biện pháp ngăn chặn vốn tự do di chuyển sẽ quyết định SHARE lớn hay nhỏ. Ví dụ như nếu quốc gia còn kiểm soát tài khoản vốn trong toàn bộ khoảng thời gian cho trước thì $SHARE = 0$.

Tuy chỉ số này là dễ tính toán nhưng lại hàm chứa rất nhiều hạn chế. Nó chỉ có ý nghĩa khi $SHARE = 1$ (quốc gia chưa từng kiểm soát tài khoản vốn) hoặc khi $SHARE = 0$ (quốc gia luôn áp đặt giới hạn nhằm kiểm soát tài khoản vốn); trong khoảng $0 < SHARE < 1$ thì không thể đánh giá được giữa quốc gia hiện đang tự do hóa hay đã từng tự do hóa và bây giờ quay trở lại áp đặt các giới hạn lên dòng vốn luân chuyển.

2. Chỉ số Quinn

Hạn chế cơ bản của phương pháp sử dụng chỉ số SHARE như đã đề cập được cải thiện thông qua chỉ số Quinn do Dennis Quinn công bố trên tạp chí *American Political Science Review* năm 1997⁸. Chỉ số này cơ bản cũng dựa trên dữ liệu AREAER nhưng các biện pháp kiểm soát nếu có được phân chia một cách độc lập trên cơ sở tác động đến dòng vốn ra hay vào. Mức độ các biện pháp kiểm soát được chia thành 5 cấp độ như bảng 2.1 đề cập; kết quả là chỉ số Quinn sẽ nằm trong khoảng từ 0-4.

Bảng 2-1: Tác động của các biện pháp kiểm soát vốn và chỉ số Quinn

Mức độ tác động của các biện pháp kiểm soát	Điểm
Giao dịch hoàn toàn bị cấm	0,0
Giao dịch bị hạn chế bởi các biện pháp hành chính	0,5
Giao dịch bị đánh thuế ở mức cao	1,0
Giao dịch bị đánh thuế ở mức thấp	1,5
Giao dịch hoàn toàn không bị kiểm soát hay đánh thuế	2,0

Nguồn: Quinn (1997), trích từ Edison *et al* (2004).

Trong một khoảng thời gian nhất định, có thể xem xét các thay đổi của chỉ số Quinn hàng năm để xác định tính chất liên tục cũng như sự thay đổi của chính sách tác động lên dòng vốn luân chuyển. Nếu quốc gia có những nỗ lực tự do hóa tài khoản vốn một cách liên tục thì suốt khoảng thời gian xem xét, chỉ số Quinn tăng dần hoặc ngược lại; nếu quốc gia thay đổi chính sách từ việc tự do hóa dòng vốn sang kiểm soát chặt chẽ thì chỉ số này đang ở mức cao lập tức giảm xuống một cách tương ứng.

⁸ Quinn, Dennis, 1997, "The Correlates of Change in International Financial Regulation," *American Political Science Review*, Vol. 91, No. 3 (September), pp. 531–51. Trích từ Edison *et al* (2004).

Với bản chất như đã nêu, chỉ số Quinn được sử dụng như là chỉ số chủ yếu để xác định tính chất và quá trình tự do hóa tài khoản vốn. Tuy nhiên, điều khó khăn là việc chuyển chỉ số này thành biến giả trong các mô hình kinh tế lượng. Do vậy, việc đưa chỉ số này vào mô hình phụ thuộc vào phương pháp của từng nhà nghiên cứu. Một phái sinh của chỉ số Quinn thường được sử dụng là Δ Quinn, đây là một chỉ số chỉ sự thay đổi của chỉ số Quinn qua từng năm – do những thay đổi của chính sách tác động lên dòng vốn luân chuyển.

3. Chỉ số tự do hóa di chuyển vốn của OECD

Chỉ số này chỉ sử dụng được đối với các nước thành viên OECD; do bởi nguồn dữ liệu chỉ có sẵn đối với các nước thành viên của tổ chức này (phản ánh trong tài liệu xuất bản hàng năm mang tựa đề “Code of Liberalization of Capital Movements”). Dữ liệu dùng để xây dựng chỉ số tự do hóa di chuyển vốn được chia thành tỷ số giữa tự do và kiểm soát; do vậy chỉ số này nằm trong khoảng từ 0-1; tuy nhiên không giống như chỉ số SHARE, chỉ số tự do hóa di chuyển vốn được tính toán từ các dữ liệu hàng năm, thông qua việc đánh giá phạm vi tác động của các chính sách giới hạn áp dụng cho từng loại giao dịch (11 loại, theo Edison *et al*, 2004), nên mọi điều chỉnh của chính sách đều thể hiện hàng năm theo dữ liệu được công bố.

4. Chỉ số Montiel-Reinhart

Chỉ số Montiel-Reinhart nhấn mạnh đến mức độ tác động của các chính sách nhằm kiểm soát các giao dịch liên quan đến dòng vốn quốc tế. Chỉ số này được xây dựng dựa trên việc phân tích dữ liệu hàng năm của 15 quốc gia⁹ trong khoảng thời gian từ 1992-1996. Chỉ số Montiel-Reinhart nằm trong khoảng từ 0-2 trong đó nếu quốc gia có chỉ số cao đồng nghĩa với việc áp đặt biện pháp kiểm soát vốn một cách mạnh mẽ hơn, trong khi đó chỉ số Montiel-Reinhart bằng không cho thấy “hoàn toàn không có sự kiểm soát hay thuế áp đặt lên dòng vốn vào cũng như hoàn toàn không có sự hạn chế khi các tổ chức tài chính trong nước vay nợ vượt quá mức an toàn” (Morientel và Reinhart, 1999).

5. Chỉ số tự do hóa thị trường vốn

Chỉ số tự do hóa thị trường vốn tập trung đánh giá vào việc tự do hóa các giao dịch mua, bán vốn chứng khoán qua biên giới quốc gia, đặc biệt là xem xét các qui định hạn chế đối với nhà đầu tư nước ngoài. Thời gian mở cửa thị trường vốn càng sớm đồng nghĩa với việc tài khoản vốn tự do hóa càng sớm.

2.1.2 Các phương pháp định lượng

⁹ Gồm Argentina, Brazil, Chile, Colombia, Costa Rica, Cộng hòa Czech, Ai Cập, Indonesia, Kenya, Malaysia, Mexico, Philippines, Sri Lanka, Thailand, và Uganda.

Các phương pháp định lượng được sử dụng trong việc đo lường mức độ tự do hóa hay kiểm soát tài khoản vốn được sử dụng rộng rãi bên cạnh các phương pháp chỉ số. Nguyên tắc của các phương pháp định lượng là đưa ra một số liệu cụ thể để thấy được những hạn chế áp đặt lên các giao dịch thuộc tài khoản vốn với những biến số kinh tế có sẵn. Các nhà nghiên cứu thường sử dụng:

- Tỷ lệ tiết kiệm tương quan với tỷ lệ đầu tư.
- Mức chênh lệch tỷ giá hối đoái.
- Qui mô dòng vốn quốc tế.

Việc sử dụng các biện pháp định lượng vốn đã phổ biến nhưng cũng có những hạn chế nhất định; các mô hình kinh tế làm rõ mối tương quan giữa tự do hóa tài khoản vốn và tăng trưởng kinh tế cho thấy cả sự chênh lệch tỷ giá lẫn tỷ lệ tiết kiệm so sánh với tỷ lệ đầu tư đều không được sử dụng trong dài hạn, mặc dù có nhiều nỗ lực sử dụng biến qui mô dòng vốn thực trong ước tính tác động của những hạn chế tài khoản vốn đến tăng trưởng (*sdd*). Mặc dù vậy, chúng vẫn được sử dụng rộng rãi trong phân tích mối liên hệ giữa tự do hóa tài khoản vốn và tăng trưởng kinh tế giữa các quốc gia trong một khoảng thời gian nhất định.

Trong các nghiên cứu gần đây, các biến số về chênh lệch tỷ giá huy động vốn trong và ngoài nước cũng như những điều chỉnh chênh lệch tỷ giá được xử lý và đưa vào các mô hình kinh tế như là những biến số mạnh để đánh giá mức độ kiểm soát vốn; tuy nhiên dữ liệu sẵn có chỉ tồn tại ở một số nước nhất định. Ngoài ra các biến như dòng vốn vào/ra thực trên GDP hay vốn trực tiếp/gián tiếp trên GDP cũng tỏ ra là các biến đo lường độ mở của tài khoản vốn ít nhất trong một thời điểm nhất định.

2.2 KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VỀ MỐI LIÊN HỆ GIỮA TỰ DO HÓA TÀI KHOẢN VỐN VÀ TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ

Câu trả lời cho vấn đề tự do hóa tài khoản vốn sẽ tác động tích cực đến tăng trưởng kinh tế như thế nào bắt đầu từ năm 1977 qua nghiên cứu của Dennis Quinn. Bằng việc hồi qui giữa biến tăng trưởng (GDP bình quân đầu người, đầu tư trên GDP, tăng trưởng dân số ...) và chỉ số Quinn cũng như các chỉ số đại diện cho sự mở cửa tài khoản vốn, sử dụng số liệu so sánh với mẫu nghiên cứu gồm 58 quốc gia trong thời gian từ 1960-1989, nghiên cứu chỉ ra rằng sự đổi trong mức độ mở cửa tài khoản vốn tác động mạnh mẽ đến sự tăng trưởng, cụ thể là lên biến GDP bình quân đầu người. Nghiên cứu này sau đó bị chỉ trích do không phân định được tác động độc lập của việc mở cửa tài khoản vốn trong tổng hòa sự mở cửa nền kinh tế đến tăng trưởng; do vậy mức độ tác động của việc mở cửa tài khoản vốn đến tăng trưởng còn bao gồm tác động của việc mở cửa đối với thương mại hàng hóa và dịch vụ (nhưng chưa được loại trừ). Trên thực tế trong

mẫu nghiên cứu có những quốc gia chỉ mở cửa đối với thương mại hàng hóa và dịch vụ và thiết lập các rào cản đối với dòng vốn di chuyển.

Sau nghiên cứu của Quinn, một số nghiên cứu khác được thực hiện ¹⁰, đáng chú ý là:

- Nghiên cứu của Klein và Olivei công bố năm 1999 với kết quả cho thấy tự do hóa tài khoản vốn tác động tích cực đến tăng trưởng ở các nước công nghiệp; nhưng đối với các nước đang phát triển thì sự tác động là không rõ ràng. Tự do hóa; do vậy chỉ phát huy lợi ích trong môi trường thể chế thích hợp với những thay đổi do dòng vốn tự do di chuyển mang đến.
- Nghiên cứu của Edwards công bố năm 2001 sử dụng phương pháp bình phương nhỏ nhất với trọng số là thu nhập bình quân đầu người vào năm 1985 với mẫu 60 quốc gia trong thời gian thập niên 1980; kết quả cho thấy chỉ số *Quinn* và Δ *Quinn* có liên hệ trực tiếp và đồng biến với tăng trưởng thu nhập. Tuy nhiên đối với các nền kinh tế có thu nhập thấp thì hệ số tương quan lại âm; do vậy, tự do hóa có thể chỉ có tác động tích cực khi nền kinh tế đã đạt đến trình độ phát triển tương đối, như các nước công nghiệp và các nước đang phát triển có thu nhập cao.
- Phương pháp luận của Edwards được Arteta, Eichengreen và Wyplosz xem xét và bình luận trong nghiên cứu được công bố năm 2001. Các tác giả này cho rằng kết quả do Edwards đưa ra sẽ dĩ có những khác biệt do bởi chỉ số *Quinn* được đưa ra từ năm 1973 và được Edwards áp dụng vào năm 1988 là không còn thích hợp; vả lại sử dụng trọng số thu nhập bình quân đầu người năm 1985 đồng nghĩa với việc nước giàu (trọng số cao) có tác động lớn hơn so với nước nghèo (trọng số thấp). Ước lượng của các tác giả này do vậy cho thấy rằng phương pháp tính toán của Edwards nhạy cảm với nhiều yếu tố và bằng chứng của việc tự do hóa đối với tăng trưởng là ít mạnh mẽ như đã công bố; đặc biệt là đối với những nước có thu nhập cao.

Một số tác giả khác cũng đã tiếp cận với vấn đề tự do hóa tài khoản vốn và tăng trưởng trên những góc độ khác nhau và kết quả được công bố cho thấy là sự liên hệ giữa hai vấn đề này là không rõ ràng. Tuy nhiên có thể chia làm hai hướng: các nghiên cứu cho thấy có sự tác động tích cực của tự do hóa đến tăng trưởng và các nghiên cứu cho thấy kết quả theo hướng ngược lại – giữa tự do hóa tài khoản vốn và tăng trưởng là không liên quan. Nghiên cứu của Henry – trong một nghiên cứu được công bố năm 2006 bởi cục nghiên cứu kinh tế quốc gia Mỹ

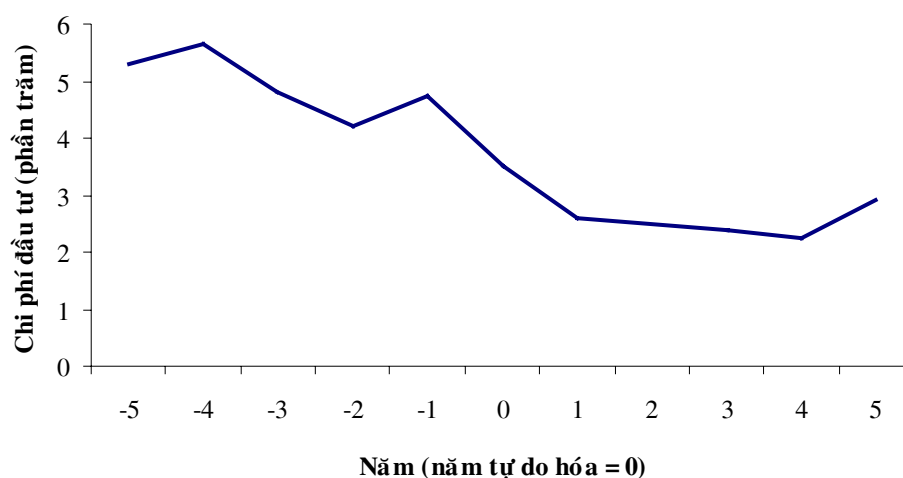
¹⁰ Xem thống kê tại Phụ lục 2.

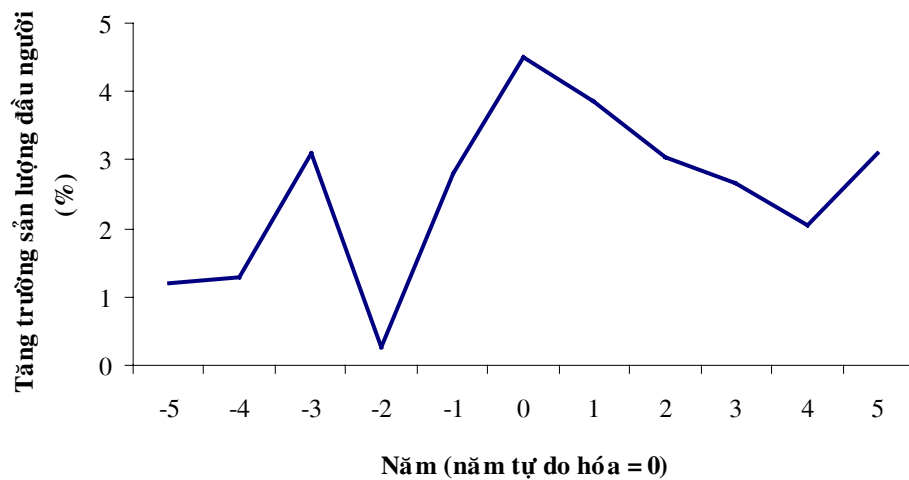
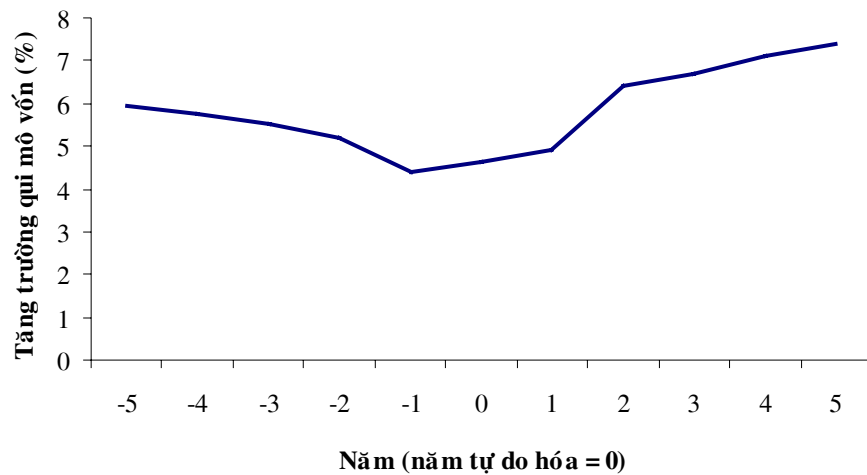
– cho thấy rằng: có rất ít bằng chứng về tác động của tự do hóa tài khoản vốn đến tăng trưởng; điều này do bởi (i) bản thân các chỉ số đo lường mức tự do hóa tài khoản vốn có những hạn chế nhất định, do vậy khi áp dụng vào để đo lường trong nền kinh tế thực sẽ có những trở ngại; (ii) các quốc gia được lựa chọn trong mẫu nghiên cứu là không đồng nhất. Tính không đồng nhất ấy không được loại trừ qua việc xử lý dữ liệu; và (iii) quan trọng nhất là các nghiên cứu đều tính toán trong khoảng thời gian quá dài; do vậy tác động được đo lường nếu có là tác động lâu dài của tự do hóa tài khoản vốn; trong khi đó lý thuyết lại cho thấy tự do hóa chỉ có tác động nhất thời. Do vậy tạo ra sự khác biệt về kết quả tính toán (Peter Blair Henry, 2006).

Sử dụng cách tiếp cận gián tiếp, thông qua việc thực hiện các quan sát trên thị trường chứng khoán với luận điểm “giá trên thị trường chứng khoán nghịch chiều với chi phí đầu tư”, khi “chi phí đầu tư thấp thì khối lượng đầu tư tăng và kết quả là thu nhập bình quân đầu người tăng”, nghiên cứu này cho thấy trong khoảng thời gian năm năm trước và sau thời điểm tự do hóa, với mẫu quan sát gồm 18 nước đang phát triển (hình 2.1.) thì:

- Chi phí đầu tư giảm gần như ngay sau khi tiến hành tự do hóa, tuy nhiên lại có xu hướng tăng dần trong dài hạn.
- Tự do hóa làm qui mô dòng vốn tăng trưởng một cách nhanh chóng, đối với các nước trong mẫu quan sát, sau 5 năm chưa có dấu hiệu cho thấy sự tăng trưởng chậm lại.
- Tự do hóa thúc đẩy tăng trưởng thu nhập bình quân đầu người ở mức cao hơn, nhưng xu hướng là không ổn định và khác biệt khá lớn giữa các quốc gia.

Hình 2-1: Kết quả nghiên cứu của Henry - 2006





Nguồn: Peter Blair Henry, (2006). Số liệu trích từ Phụ lục 2, 3 và 4; trang 80-82.

Kết quả nghiên cứu này cho thấy có sự tương đồng chặt chẽ với lý thuyết Tân cổ điển về tự do hóa tài khoản vốn đã nêu trong chương 1; tuy nhiên sự chặt chẽ trong mối tương quan giữa tự do hóa và tăng trưởng vẫn không rõ ràng.

Nói chung, các kết quả nghiên cứu, ước lượng như đã trình bày cho thấy có rất ít bằng chứng về mối liên hệ giữa mức độ mở cửa của tài khoản vốn và tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên lại có nhiều bằng chứng cho thấy rằng việc mở cửa đối với tài khoản vốn trong nhất thời lại khiến quốc gia thu hút được đầu tư nhiều hơn và đạt mức tăng trưởng cao hơn so với thời gian trước khi tài khoản vốn còn bị đóng. Điều này gợi ý rằng bản thân tự do hóa – bên cạnh các rủi ro – là một quá trình mang đến các lợi ích nhất định. Bản thân tự do hóa không chắc chắn sẽ giúp quốc gia đạt sự tăng trưởng kinh tế trong dài hạn mà đòi hỏi sự cải cách kinh tế một cách liên tục nhằm tạo các bước đột phá về tăng trưởng sau mỗi khoảng thời gian nhất định. Đây chính là điều căn bản nhất để tạo ra các bước nhảy trung hạn, đưa nền kinh tế đạt được sự tăng trưởng bền vững trong dài hạn.

2.3 QUẢN LÝ TÀI KHOẢN VỐN – KINH NGHIỆM TỪ MỘT SỐ QUỐC GIA

Hướng nghiên cứu thứ hai đặt trên cơ sở thừa nhận các lợi ích của tự do hóa tài khoản vốn đối với quốc gia thông qua mối quan hệ giữa tự do hóa và cải cách hệ thống tài chính, chính sách tiền tệ và tỷ giá; nhưng nhấn mạnh đến lộ trình tự do hóa. Chính lộ trình tự do hóa: thời gian, mức độ và sự tương thích với kết quả cải cách kinh tế quyết định sự thành, bại của quốc gia trong việc đạt được lợi ích hay phải gánh chịu rủi ro thất bại từ quá trình này.

2.3.1 Chilê

Chilê được xem là một trong những nền kinh tế điển hình kiểm soát vốn giai đoạn 1991-1998. Sau khi đã tiến hành mở cửa tài khoản vốn vào thập niên 1980s, Chilê đã tiếp nhận một lượng vốn vào khổng lồ và điều này, trong điều kiện hệ thống tài chính chưa đạt đến mức phát triển như mong đợi, đã dẫn đến những bất lợi cho nền kinh tế. Thập niên 1990, quốc gia này đã thiết lập một hệ thống chính sách kiểm soát trở lại dòng vốn vào nhằm tăng cường khả năng của ngân hàng trung ương trong việc kiểm soát chính sách tiền tệ, tránh việc nâng giá một cách quá mức đồng nội tệ và bảo vệ nền kinh tế trong tình trạng quá nóng về tiền tệ (Sebastian Edwards, 1999).

Các biện pháp thuộc chính sách kiểm soát vốn của Chilê được thiết lập nhằm ba mục tiêu lớn: (i) giảm qui mô dòng vốn vào và chuyển chúng sang các nguồn vốn có thời gian đáo hạn dài hơn; (ii) giảm hay ít nhất là trì hoãn sự tăng giá đồng nội tệ nảy sinh từ dòng vốn này; và (iii) kỳ vọng vào các biện pháp kiểm soát giúp cho ngân hàng trung ương duy trì được sự khác biệt cao giữa lãi suất trong nước và lãi suất quốc tế từ đó giúp chính phủ duy trì lạm phát ở mức thấp như mong đợi. Tất cả các biện pháp kiểm soát được kỳ vọng sẽ làm giảm đi tính chất dễ bị tổn thương của nền kinh tế từ sự không ổn định của hệ thống tài chính toàn cầu.

Các biện pháp kiểm soát vốn của Chilê khá đa dạng; bắt đầu từ năm 1991, các dòng vốn gián tiếp buộc phải ký gửi 20% không lãi suất ở ngân hàng. Các dòng vốn ngắn hạn cũng buộc tuân theo qui định này dựa trên thời hạn lưu trú trong nước. Đến năm 1992, tỷ lệ dự trữ tăng lên 30% và phải dự trữ theo năm, không phụ thuộc vào thời hạn lưu trú của vốn. Việc dự trữ, đến năm 1995, bao gồm luôn cả dòng vốn giao dịch trên thị trường chứng khoán New York, dòng vốn “tài chính” nước ngoài và dòng vốn từ phát hành trái phiếu. Đối với dòng vốn trực tiếp, biện pháp kiểm soát bao gồm qui định không được rút vốn trong thời gian 3 năm mặc dù không hạn chế việc chuyển lợi nhuận ra nước ngoài. Các biện pháp trên chỉ được điều chỉnh vào năm 1998 khi Chilê bị tác động bởi khủng hoảng tài chính Đông Á – khi nó trở thành khủng hoảng toàn cầu.

Kết quả đạt được sau thập niên 1990 của Chilê là sự ổn định của hệ thống tài chính tăng. Do vậy vấn đề đặt ra là liệu kiểm soát vốn thực sự phát huy hiệu

quả đối với một nền kinh tế đang phát triển như Chilê? Các nghiên cứu về Chilê của Valldés-Prieto and Soto, của De Gregorio, Edwards và Valdes (*sdd*) qui đổi tất cả các biện pháp trên tương đương với một loại thuế đánh trên dòng vốn vào với thuế suất phụ thuộc vào chi phí cơ hội và thời gian mà dòng vốn đó lưu lại trong nước. Sử dụng số liệu lãi suất danh nghĩa và chỉ số thị trường chứng khoán theo tuần cũng như chuỗi số liệu tương ứng của Hong Kong nhằm trả lời bốn câu hỏi: (i) tác động của chính sách kiểm soát vốn đến qui mô và kết cấu của dòng vốn vào; (ii) tác động đến tỷ giá thực; (iii) tác động đến lãi suất nội địa và khả năng thực thi chính sách tiền tệ độc lập; và (iv) tác động đến tính không ổn định và dễ bị tổn thương của hệ thống tài chính, Sebastian Edwards (*sdd*) đã đưa ra kết quả: các biện pháp kiểm soát vốn phát huy hiệu quả, tuy nhiên chúng bị đánh giá một cách quá cao, trên các khía cạnh:

- Làm tăng thời gian lưu lại trong nước của dòng vốn vào một cách đáng kể. Tuy nhiên, khối lượng vốn di chuyển vào trong nước dường như không bị tác động.
- Không có tác động đáng kể nào đến tỷ giá hối đoái thực, mặc dù trên thực tế, tỷ giá hối đoái thực có thay đổi.
- Tác động đến lãi suất nội địa trong ngắn hạn, nhưng với mức độ không nhiều. Điều này đặt ra sự nghi ngờ về khả năng của ngân hàng trung ương trong việc đề ra một chính sách tiền tệ độc lập chỉ đơn thuần bằng kiểm soát vốn.
- Làm giảm tính bất ổn định của thị trường chứng khoán, nhưng lại không có tác động giúp Chilê đứng vững trước cú sốc tài chính bất nguồn từ Đông Á giai đoạn 1997-1999.

Bên cạnh kết quả đạt được, kiểm soát vốn ở Chilê cũng có cái giá phải trả: chi phí vốn tăng một cách đáng kể, làm méo mó và phân biệt đối xử với các doanh nghiệp vừa và nhỏ (cao hơn 26% đối với vốn nội tệ; 21% đối với vốn ngoại tệ – tính theo năm); điều này đẩy các doanh nghiệp vừa và nhỏ vào tình thế rất khó khăn trong quyết định đầu tư và như vậy sẽ không khuyến khích được sự phát triển của toàn bộ khu vực này nói chung.

2.3.2 Indonesia

Indonesia tiến hành tự do hóa trong giai đoạn 1985-1996 với những cải cách vừa nhằm tự do hóa, vừa nhằm giảm bớt sự phụ thuộc của nền kinh tế vào dầu mỏ. Cải cách được tiến hành theo trình tự: theo đuổi chính sách tỷ giá và tiền tệ nhằm mục tiêu ổn định hóa môi trường vĩ mô, cải cách cấu trúc kinh tế nhằm mục tiêu đạt được sự đa dạng hóa và tăng trưởng bền vững. Mấu chốt của cải cách là: tự do hóa một cách dần dần dòng vốn FDI đổ vào nền kinh tế nhằm tăng sự đa dạng hóa và khuyến khích xuất khẩu ở khu vực phi dầu mỏ, duy trì tỷ giá hối đoái mang tính cạnh tranh, cải cách thuế quan và thương mại, tăng cường

quản lý tiền tệ và cải cách hệ thống tài chính thông qua việc tự do hóa dòng vốn vào từ bên ngoài, tăng cường cạnh tranh trong khu vực ngân hàng, lành mạnh hóa các định chế và kích thích tăng trưởng thị trường vốn (bảng 2.2).

Bảng 2-2: Tóm tắt trình tự tự do hóa dòng vốn và cải cách kinh tế tại Indonesia

Cải cách	Từ năm	Nội dung
Dòng FDI	1985	<ul style="list-style-type: none"> • Kết hợp với cải cách thuế quan và cải cách cấu trúc nền kinh tế. • Mở rộng lĩnh vực được đầu tư và quyền sở hữu, kéo dài thời gian tồn tại của doanh nghiệp có vốn FDI trước khi nó phải chuyển đổi thành doanh nghiệp nội địa. • Tự do hóa mua bán ngoại hối đối với nhà đầu tư nước ngoài (1989).
Dòng vốn gián tiếp	1985	<ul style="list-style-type: none"> • Duy trì chính sách song song, hạn chế cho vay của cá nhân ra nước ngoài. • Tự do hóa dòng vốn gián tiếp đổ vào (1989): không giới hạn việc vay mượn nước ngoài của ngân hàng, cho phép người nước ngoài đầu tư trên thị trường chứng khoán đến mức 49%.
Chế độ tỷ giá	1983-1986	<ul style="list-style-type: none"> • Phá giá đồng nội tệ theo tình trạng thị trường và theo cải cách cấu trúc nền kinh tế. • Phát triển thị trường ngoại hối và việc bán ngoại tệ theo các hợp đồng swap được tự do hóa.
Khu vực tài chính	1983	<ul style="list-style-type: none"> • Thiết lập thị trường tài chính và hệ thống đặt trên cơ sở thị trường. • Tự do hóa lãi suất và từ bỏ cơ chế chỉ định tín dụng. • Cải cách thị trường chứng khoán (1987), đa dạng hóa thị trường. • Chính sách tiền tệ được điều hành thông qua mục tiêu dự trữ quốc tế: tỷ giá và lãi suất do thị trường xác định.
Hệ thống ngân hàng	1988	<ul style="list-style-type: none"> • Cho phép thành lập chi nhánh ngân hàng nước ngoài. • Cho phép người nước ngoài tham gia vào các định chế phi ngân hàng (như bảo hiểm). • Tăng cường vai trò của thị trường vốn thông qua hình thức quỹ đầu tư và, tăng kỳ hạn của các công cụ thị trường tiền tệ.

Nguồn: Tóm lược từ Johnston *et al*, (1997), trang 19-24.

Các cải cách tự do hóa phát huy tác dụng rõ nét nhất vào các năm đầu thập niên 1990s, Indonesia đạt được sự tăng trưởng kinh tế cần thiết và là một nước hấp thu nhiều vốn nước ngoài với dòng vốn vào chủ yếu thông qua các khoản vay bên ngoài qua ngân hàng. Tuy vậy nền kinh tế trở nên quá nóng: lãi suất tăng không ngừng, lạm phát trở nên khó kiểm soát và các áp lực trong nước khác đòi hỏi chính phủ phải các lập các biện pháp kiểm soát vốn trở lại đối với khu vực có liên quan đến nhà nước: đưa ra hạn mức vay nước ngoài đối với các ngân hàng và doanh nghiệp nhà nước; hạn chế hoạt động kinh doanh ngoại hối và giảm mức độ kinh doanh ngoại tệ theo hình thức swap trên cơ sở vốn của ngân

hàng. Khu vực công cũng bị hạn chế vay nước ngoài; trong khi đó các pháp nhân khu vực tư nhân tiếp tục được duy trì các giao dịch tài chính với nước ngoài.

Việc duy trì sự ổn định của tỷ giá thông qua sự khác biệt về lãi suất khiến cho vốn tư nhân nước ngoài đổ vào Indonesia khá lớn; cả vốn trực tiếp lẫn vốn gián tiếp. Cho đến năm 1997, khi chính phủ không còn khả năng duy trì sự ổn định tỷ giá thì khủng hoảng tiền tệ xảy ra tương tự như ở Thailand.

2.3.3 Hàn Quốc

Hàn Quốc tiến hành tự do hóa tài khoản vốn từ 1985. Quá trình tự do hóa kéo dài trong hơn 8 năm với các bước thực hiện một cách chậm rãi, có chọn lọc (Johnston *et al*, 1997). Bắt đầu bằng việc tự do hóa hệ thống tài chính phục vụ cho nền kinh tế đang ở quá trình công nghiệp hóa, những cải thiện về cán cân thanh toán xuất phát từ quá trình tự do hóa dòng vào FDI, dòng vốn dùng để mua bất động sản ở nước ngoài và dòng vốn gián tiếp đầu tư ra nước ngoài của các tổ chức khiến chính phủ áp dụng các biện pháp can thiệp nhằm kiểm soát và duy trì tình trạng ổn định cho nền kinh tế. Sự can thiệp của chính phủ là khá linh hoạt:

Năm 1988, với kết quả thặng dư trên cán cân vãng lai và cán cân thanh toán, ngân hàng trung ương thi hành những biện pháp nhằm hạn chế dòng vốn vào thuần qua việc khuyến khích trả nợ nước ngoài, hạn chế vay mượn từ nước ngoài và giới hạn các giao dịch mua bán ngoại tệ qua các ngân hàng nội địa. Chính phủ cũng phát hành một lượng rất lớn trái phiếu mà khả năng thanh khoản được kiểm soát cũng như yêu cầu dự trữ bắt buộc tại ngân hàng.

Năm 1989, tình hình xấu đi của cán cân vãng lai khiến chính sách thay đổi một cách nhanh chóng: những hạn chế đối với các giao dịch trên tài khoản vốn được tháo bỏ. Tuy nhiên trong khi dòng vốn gián tiếp vào thuần tăng một cách đáng kể thì dòng FDI thuần lại mang giá trị âm do chi phí lao động trong nước quá cao. Thập niên 1990 tiếp tục phản ánh các điều chỉnh kịp thời của chính sách theo diễn biến thực tế của nền kinh tế Hàn Quốc (xem bảng 2.3); đất nước này luôn duy trì tình trạng là nhà xuất khẩu vốn FDI nhưng lại là người tiếp nhận vốn đầu tư gián tiếp.

Các điều chỉnh chính sách của Hàn Quốc trong thập niên 1990s chủ yếu nhằm vào mục tiêu cải cách thị trường tiền tệ, thị trường chứng khoán và thị trường hối đoái (*sdd*):

- Năm 1988 tiến hành tự do hóa lãi suất theo một lộ trình 7 năm; tiến đến tự do hóa hoàn toàn vào năm 1995.
- Hệ thống tài chính được cải cách bằng việc thay đổi luật lệ và qui trình, hướng đến các khuyến khích hoạt động theo khuôn khổ thị trường; tăng cường sự minh bạch nhằm phát triển thị trường giao sau cũng như thị trường chứng khoán – nhất là các thị trường địa phương.

- Công nghệ hóa nhằm quản lý tất cả các giao dịch tài chính và thực thi các bước nhằm củng cố và phát triển hệ thống giám sát thị trường tài chính, đảm bảo sự minh bạch đối với khu vực này.
- Phát triển hình thức trái phiếu ổn định tiền tệ và trái phiếu kiểm soát thanh toán; đây là hai công cụ chủ lực của chính sách tiền tệ; chuyển từ hệ thống neo tỷ giá bằng rổ tiền tệ qua hình thức quản lý tỷ giá trên mức tỷ giá trung bình thị trường – nhằm tăng cường vai trò của thị trường trong việc xác định tỷ giá – bên cạnh việc nới rộng biên độ dao động tỷ giá.

Đối với dòng vốn, chính phủ Hàn Quốc khuyến khích dòng vốn ra bằng việc gỡ bỏ các giới hạn về đầu tư trực tiếp ra bên ngoài (về chủ thể được đầu tư, phạm vi đầu tư); dòng vốn vào được tự do hóa bắt đầu từ năm 1992 bằng việc cho phép người nước ngoài tham gia vào thị trường chứng khoán với vai trò nhà đầu tư. Các giới hạn dần được nới rộng từ thị trường chứng khoán sang thị trường nợ; từ năm 1996, người nước ngoài được phép đầu tư vào thị trường trái phiếu nội địa; mặt khác, trái phiếu chính phủ Hàn Quốc cũng được niêm yết trên thị trường chứng khoán London.

Bảng 2-3: Hàn Quốc – tự do hóa các dòng vốn giai đoạn 1985-1996

	85	86	87	88	89	90	91	92	93	94	95	96
Tự do hóa dòng vốn gián tiếp												
Vốn vào	x				x		x	x	x	x	x	x
Vốn ra		x	x	x		x	x	x	x	x	x	x
Tự do hóa dòng vốn trực tiếp												
Vốn vào	x		x	x	x	x	x			x	x	
Vốn ra	x	x	x	x	x			x	x	x	x	
Tự do hóa dòng vốn khác												
Vốn vào							x	x				
Vốn ra				x			x	x				

Nguồn: Johnston *et al*, 1997; bảng 3, trang 25.

Nhìn chung, Hàn Quốc là quốc gia có mức độ tự do hóa tài khoản vốn khá lớn; tuy nhiên hệ thống tài chính vẫn nằm trong tầm can thiệp của chính phủ; do vậy kết quả của cải cách không rõ ràng. Sau tác động của khủng hoảng tài chính Đông Á, Hàn Quốc bước vào giai đoạn mới của cải cách với mục tiêu ổn định vĩ mô trong khuôn khổ vẫn duy trì mức độ tự do hóa đối với thị trường và hệ thống tài chính. Dòng vốn vào/ra biên giới đất nước này tiếp tục được coi là khá tự do; đây là mô hình ít nhiều được coi là thành công trong quá trình tự do hóa tài khoản vốn – quá trình nhiều rủi ro tiềm ẩn nhưng cũng là quá trình cần thiết phải thực hiện khi nền kinh tế hòa mình vào phần còn lại của thế giới (*sđd*).

2.3.4 Thailand

Thập niên 1980s và 1990s, Thailand đã có sự phát triển đang kinh ngạc. Bằng việc thực hiện các cải cách nhằm cấu trúc lại nền kinh tế, nước này tiến hành tự do hóa khu vực tài chính và đưa đất nước hội nhập sâu rộng vào nền kinh tế thế giới. Ước tính trong giai đoạn 1988-1996, Thailand hàng năm thu hút được lượng vốn nước ngoài tương đương 9,4% GDP. Dòng vốn vào một cách ồ ạt làm cho nền kinh tế trở nên quá nóng, chính sách tiền tệ kém hiệu quả và khu vực tài chính trở nên dễ bị tổn thương trước các cú sốc bên trong và bên ngoài.

Khu vực tài chính của Thailand được coi là khá phát triển so với các nền kinh tế đang nổi khác với tổng giá trị lên đến 98,9% GDP (thập niên 1980); tuy nhiên hệ thống tài chính của Thailand cơ bản dựa vào ngân hàng, thị trường chứng khoán còn kém phát triển. Sau cuộc khủng hoảng 1983-1987, Thailand một mặt cấu trúc lại hệ thống tài chính; mặt khác theo đuổi chương trình tự do hóa tài khoản vốn và thị trường tài chính bằng các chính sách:

- Các giao dịch thuộc tài khoản vãng lai: tháo bỏ hoàn toàn các hạn chế về tỷ giá trong các giao dịch thuộc tài khoản vãng lai.
- Đầu tư gián tiếp: giảm thuế đối với dòng vốn vào, đặc biệt dòng vốn dùng để mua các chứng chỉ quỹ hỗ tương (từ 1986); giảm thuế đối với cổ tức, bản quyền, lợi nhuận, tiền lãi trả cho người nước ngoài (từ 1991-1992); tự do hóa hoàn toàn việc chuyển tiền vốn, tiền lãi và lợi nhuận ra nước ngoài (từ 1991).
- Đầu tư trực tiếp: khuyến khích đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI), ngoài khuyến khích theo luật, chính phủ đưa ra các giải pháp đặc biệt cho doanh nghiệp FDI xuất khẩu 100% sản lượng. Đầu tư của người Thái ra nước ngoài được tự do hóa từng bước từ năm 1991.
- Hệ thống hối đoái: chính sách để đẩy nhanh việc làm cho Bangkok trở thành trung tâm tài chính: các thị trường tài chính hải ngoại sẽ nhận được các lợi thế về thuế và cơ chế quản lý (từ 1993); các tài khoản của người nước ngoài trong hệ thống ngân hàng nội địa Thailand sẽ phải dự trữ bắt buộc thấp hơn; từ bỏ dần các hạn chế về mua ngoại tệ đối với người dân cũng như đổi sang đồng baht ở nước ngoài.

Các biện pháp tự do hóa tài khoản vốn của Thailand – đi kèm cùng với việc tự do hóa hệ thống tài chính – theo nghiên cứu của Pedro Alba, Leonardo Hernandez và Daniela Klingebiel (Pedro Alba *et al*, 2000) đã góp phần làm cho nền kinh tế Thailand dễ bị tổn thương hơn trên giác độ vĩ mô lẫn vi mô. Trên phương diện vĩ mô, chương trình tự do hóa làm dòng vốn vào tư nhân gia tăng một cách mạnh mẽ, qua hệ thống ngân hàng và thông qua: vốn FDI, vốn đầu tư gián tiếp, các tài khoản bằng đồng baht của người nước ngoài, tín dụng thương mại và các khoản vay mượn khác. Việc gia tăng lượng vốn vào tư nhân và hiện

tượng “bùng nổ tín dụng – credit boom” nhanh chóng làm tăng các rủi ro về tỷ giá và làm ngấn đi cấu trúc kỳ hạn. Nền kinh tế do vậy rất dễ bị tổn thương khi có sự đảo ngược dòng vốn. Trên phương diện vi mô, các rủi ro về tỷ giá từ phân tích đã nêu được khuếch đại lên trên giác độ doanh nghiệp: doanh nghiệp đua nhau vay và ngân hàng do vậy dễ sụp đổ khi có cú sốc; vì (i) cho vay quá nhiều vào khu vực mà khả năng trả nợ rất dễ bị ảnh hưởng bởi cú sốc; và (ii) làm giảm khả năng trung hòa những tác động từ cú sốc bất lợi, đặc biệt là các cú sốc về tiền tệ, về thời hạn, về giá trị khoản cho vay và về khả năng giám sát những tổn thất tiềm năng.

Sự thất bại của Thailand trong việc tự do hóa tài khoản vốn - nằm trong chương trình tự do hóa tài chính – qua nhiều nghiên cứu (*sdd*) được qui về các nguyên nhân:

- Nguyên nhân chính nằm ở khu vực tư nhân, đây là khu vực dễ bị tổn thương nhất nhưng chính sách điều chỉnh không có sự tương thích;
- Sự yếu kém của khu vực tài chính, bao gồm cả tính không thích đáng của cơ chế quản lý và giám sát, cơ chế bảo hiểm. Chính điều này đã góp phần làm trầm trọng thêm tính chất dễ bị tổn thương cho khu vực tư nhân bằng việc khuyến khích các hành vi rủi ro đối với các tổ chức tài chính;
- Sự yếu kém trong quản lý doanh nghiệp, bao gồm cả mối liên kết chặt chẽ với hệ thống ngân hàng. Điều này làm tăng rủi ro của đầu tư từ việc đa dạng hóa một cách quá mức; và
- Trên phương diện chính sách, phối hợp giữa chính sách tiền tệ chặt chẽ và chính sách tỷ giá hối đoái thả nổi khuyến khích một cách mạnh mẽ người dân tự rủi ro hóa việc nắm giữ ngoại tệ và khả năng thanh khoản.

Khủng hoảng tài chính 1997 ở Thailand là kết quả tất yếu của việc tự do hóa thiếu kiểm soát chặt chẽ. Điều này hàm ý rằng việc mở cửa tài khoản vốn không luôn luôn mang lại thành công. Sự thành công có được qua mô hình Thailand hàm ý rằng tự do hóa cần phải được quản lý rất cẩn thận vì nó sẽ ít nhất gia tăng sự cạnh tranh và làm giảm quyền lực của các định chế hiện hữu; nó cũng khuyến khích các hoạt động được coi là không lành mạnh của ngân hàng và kết quả là nguy cơ đổ vỡ luôn tồn tại.

2.3.5 Kinh nghiệm

Nói chung, đối với mỗi quốc gia, không chắc chắn rằng tự do hóa tài khoản vốn sẽ giúp đạt được tăng trưởng kinh tế bền vững; một cách khác, tự do hóa tài khoản vốn là một vấn đề quan trọng nhưng phức tạp và có sự khác biệt rất lớn giữa các nước, phụ thuộc vào trình độ phát triển của nền kinh tế và hệ

thống tài chính, vào hệ thống pháp lý và môi trường kinh doanh, vào khả năng điều hành trước những thay đổi của những lĩnh vực chịu tác động bởi tự do hóa.

Có thể nếu như quốc gia đã tự do hóa hoàn toàn hệ thống tài chính nội địa cần thiết lập các biện pháp bảo vệ cần thiết để đảm bảo rằng nhanh chóng tạo ra nền tảng vững chắc cho việc tự do hóa hoàn toàn tài khoản vốn và lời khuyên ở đây chỉ là cần phải có chính sách tự do hóa thích ứng đối với dòng vốn quốc tế. Nhưng việc duy trì các biện pháp kiểm soát chặt chẽ đối với tất cả các dạng giao dịch tài chính quốc tế đến khi hệ thống tài chính nội địa được tự do hóa thành công là không cần thiết. Hai cấp độ tự do hóa có thể bổ sung và giúp ích cho nhau nếu chúng được thực hiện một cách đồng thời. Nếu quốc gia đang tiến hành tự do hóa lãi suất nhưng chính sách cải cách bị đình đốn thì áp lực bên ngoài – được tạo ra bởi quá trình mở cửa thị trường vốn – sẽ tạo thành một sự thúc đẩy cần thiết. Ngược lại, nếu quá trình tự do hóa nội địa được chuẩn bị chu đáo thì điều này sẽ thúc đẩy quá trình tự do hóa tài khoản vốn diễn ra một cách nhanh chóng – như các thị trường mới nổi có điều kiện tốt đã thực hiện. Nói chung, khi các điều kiện nền tảng tự do hóa và tính ổn định của hệ thống tài chính là không cao thì quá trình tự do hóa ở bất kỳ cấp độ nào cũng cần một khoảng thời gian tương đối dài hơn.

Kết quả tự do hóa và chính sách cần thiết trong quá trình tự do hóa, qua kinh nghiệm của các nước, cũng cho thấy một số bài học đáng chú ý:

- Mặc dù dòng vốn FDI đôi khi làm nảy sinh các nghi ngại về mức độ kiểm soát và sở hữu nhưng nó chính là dòng vốn có thể mang lại lợi ích một cách đáng kể, bao gồm cả việc chuyển giao công nghệ và các bí quyết kinh doanh. Vốn FDI có rất ít khả năng quay ngược trở lại một cách bất ngờ – và do đó gây ra những vấn đề nghiêm trọng có thể dẫn đến khủng hoảng – như dòng vốn vay qua ngân hàng hay việc tài trợ nợ. Do vậy, tự do hóa dòng vốn FDI vào nói chung là điều cần thiết trước khi tiến hành chương trình tự do hóa ở mức rộng hơn.
- Sai lầm thường gặp đối với các quốc gia là tự do hóa hệ thống ngân hàng hoặc mở cửa hoàn toàn đối với dòng vốn vào trong khi đó khả năng vỡ nợ không được tính đến. Khả năng này sẽ trầm trọng thêm khi tự do hóa. Như một qui tắc chung, các định chế kém cỏi phải được loại bỏ trước khi tự do hóa hay mở cửa hệ thống ngân hàng nội địa.
- Hệ thống ngân hàng ở các nước đang phát triển đóng vai trò trung tâm của các giao dịch tài chính. Dòng vốn vào/ra thông qua hệ thống ngân hàng là dòng vốn được tự do hóa đáng kể nhất ở nhiều quốc gia. Việc thiết lập trở lại những rào cản đối với dòng vốn này được coi là việc làm nhạy cảm. Thực tế là dòng vốn qua hệ thống ngân hàng thường tạo áp lực để dỡ bỏ những hạn chế đối với các giao dịch trên tài khoản

vốn một cách quá nhanh, trước khi các vấn đề của hệ thống tài chính được tính đến. Hệ thống kế toán, kiểm toán và những hành động khác không tương tích làm yếu đi tính kỷ luật của thị trường; sự bảo lãnh ngầm của chính phủ sẽ khuyến khích dòng vốn đổ vào một cách quá mức nhưng không mang tính bền vững; và việc giám sát cũng như hệ thống luật lệ về hệ thống và thị trường tài chính nếu không thỏa đáng có thể làm nảy sinh vấn đề tham nhũng, cho vay trên mối quan hệ hay hối lộ ... Các nước nếu còn tồn tại các vấn đề như vậy nên tự do hóa một cách chậm rãi; quá trình tự do hóa nên kết hợp với quá trình loại trừ những méo mó đã nêu.

- Thị trường và các điều kiện nền tảng đối với dòng vốn đầu tư gián tiếp ở các nước đang phát triển thường trong tình trạng yếu kém. Điều này cần được khắc phục trước khi mở cửa thị trường vốn ra bên ngoài. Nền kinh tế cũng có thể đạt được những lợi ích từ việc phát triển thị trường vốn cho phép các dòng vốn luân chuyển bớt dựa vào hệ thống ngân hàng.
- Mặc dù có những vấn đề liên quan tới nợ nước ngoài ngắn hạn nhưng có thể tự do hóa dòng vốn dài hạn, đặc biệt là đối với dòng vốn FDI, trước khi tự do hóa dòng vốn vào ngắn hạn.
- Đối với dòng vốn ra, vấn đề nằm ở chỗ khi các rào cản được tháo bỏ sẽ hoặc làm mất cân đối vĩ mô hoặc gây méo mó đối với hệ thống tài chính. Nếu tỷ giá hối đoái được giữ ở mức cao nhằm tạo ra rào cản đối với dòng vốn ra thì chính phủ cần chuẩn bị điều chỉnh khi tháo dỡ các rào cản. Tương tự, nếu chính sách lãi suất được duy trì ở mức thấp thì các đối tượng tham gia thị trường cần chuẩn bị trước việc điều chỉnh tăng. Nói chung, để có thể tránh phải trả giá đắt, quốc gia cần tự do hóa dòng vốn ra sau khi đã giảm được sự mất cân đối vĩ mô và sự méo mó của hệ thống tài chính ở mức có thể quản lý được.

CHƯƠNG 3

THỰC TRẠNG QUẢN LÝ TÀI KHOẢN VỐN Ở VIỆT NAM

3.1 PHÂN TÍCH TÀI KHOẢN VỐN VIỆT NAM GIAI ĐOẠN 2000-2006

3.1.1 Nền tảng kinh tế

Kinh tế Việt Nam trải qua 20 năm đổi mới, xây dựng mô thức kinh tế thị trường¹¹. Kể từ năm 1986 đến nay, với nhiều nỗ lực cải cách một cách toàn diện, nền kinh tế Việt Nam đã có những bước tiến vượt bậc và ấn tượng: kinh tế tăng trưởng với tốc độ cao và duy trì ổn định, cơ cấu kinh tế phát triển theo chiều hướng công nghiệp hóa – hiện đại hóa; tỷ lệ tiết kiệm và đầu tư đạt tương đương so với các nước trong khu vực (Thailand chỉ có tỷ lệ đầu tư đạt 36,2% và tỷ lệ tiết kiệm đạt 29,6% năm 2000 – nguồn: Pedro Alba *et al*, 2000) mặc dù thu nhập bình quân đầu người còn ở mức thấp. Nền kinh tế phát triển hướng mạnh ra bên ngoài, đánh dấu sự khởi đầu bằng việc gia nhập Hiệp hội các nước Đông Nam Á – ASEAN năm 1995.

Chính phủ Việt Nam hiện đang theo đuổi chiến lược kinh tế lấy mục tiêu tăng trưởng kinh tế và tăng thu nhập, từ đó giải quyết các mục tiêu kinh tế khác của đất nước. Mục tiêu tăng trưởng luôn được đề cao bằng bài học của các nước trong khu vực (bên cạnh việc trả lời câu hỏi làm thế nào để tránh được các rủi ro về bất ổn tài chính cản trở một số nước trong số đó). Mô thức phát triển của Việt Nam được xem xét một cách thận trọng nhưng mục tiêu chủ yếu vẫn là “bắt kịp” (UNDP, 2001). Bài học rút ra từ sự thành công của các nước trong khu vực trước khủng hoảng cho thấy tăng trưởng kinh tế cao chỉ có thể đạt được bằng việc tăng đầu tư và năng suất. Với mức tăng năng suất ngày càng giảm dần so với những năm đầu của quá trình đổi mới do việc giải phóng năng lực sản xuất trong nước đã phát huy hết tác dụng, chỉ còn một cách thức duy nhất để có thể đẩy nhanh tốc độ tăng trưởng, đó là tăng mở cửa nền kinh tế, tiến hành tự do hóa nhằm thúc đẩy cạnh tranh từ đó cải thiện hiệu quả về mặt năng suất của nền kinh tế (*sđd*).

¹¹ Quá trình đổi mới nền kinh tế về danh nghĩa được tiến hành từ tháng 12/1986 sau đại hội Đảng lần VI; tuy nhiên, điểm bắt đầu thực sự còn gây ra nhiều tranh cãi; Haughton, trong bài viết về Việt Nam, “Cải cách kinh tế theo hướng rộng rãi” cho rằng thực sự, đổi mới đã được tiến hành từ năm 1979 trên lĩnh vực nông nghiệp; trong khi đó một số tác giả khác lại cho rằng cải cách chỉ thực sự bắt đầu bởi “chương trình ổn định hóa” tiến hành từ 1989. Ở đây, luận văn lấy mốc gia nhập ASEAN năm 1995 để bắt đầu phân tích; tuy nhiên, dựa trên các số liệu có sẵn một cách tương đối đầy đủ theo hệ thống tài khoản quốc gia (SNA), nguồn gốc tương đối tin cậy được; sự phân tích chỉ thực sự chú trọng vào giai đoạn từ 2000–2006.

Bảng 3-1: Các chỉ số kinh tế chủ yếu – Việt Nam giai đoạn 1995-2006

	1995	1997	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Tăng trưởng GDP (%)	--	8,2	4,8	6,7	6,89	7,08	7,34	7,79	8,43	8,2
Tăng trưởng XK (theo USD - %)	34,4	26,6	23,3	17,6	8,1	15,8	19,5	29,3	23,8	22,9
Đầu tư (%GDP)	31,7	34,6	32,8	34,2	35,4	37,4	39,0	41,0	40,9	41,0
Tiết kiệm nội địa (%GDP)	--	--	--	31,7	33,2	32,0	29,7	31,7	32,2	29,9
Cán cân vãng lai (%GDP)	-7,7	-10,1	-13,1	2,1	2,1	-1,2	-4,7	-4,4	-4,5	-1,2
Tăng trưởng M2 (%)	22,6	26,1	28,5	39,0	25,5	17,6	24,9	26,4	26,5	33,6
Tăng trưởng tín dụng nội địa (%)	24,1	33,0	26,8	38,1	21,4	22,2	28,4	35,7	33,3	35,0
Tỷ giá hối đoái thực (% thay đổi)	--	--	--	-2,8	0,9	-0,6	-5,0	-1,7	2,1	0,8
Lạm phát (%)	12,7	3,6	0,1	-0,6	0,8	4,0	3,0	7,7	8,5	7,3

Nguồn: Tổng hợp từ nhiều nguồn số liệu.

- Các số liệu trước năm 2000 trích dẫn từ nguồn số liệu của CIEM (1999).

- Các số liệu từ 2000-2006 trích dẫn từ IMF, nhiều năm.

Quá trình hội nhập của nền kinh tế được đánh dấu bằng việc trở thành thành viên chính thức của Hiệp hội các nước Đông Nam Á (ASEAN) năm 1995. Quá trình hơn 10 năm sau đó Việt Nam luôn được đánh giá cao với những nỗ lực thực hiện tự do hóa thương mại và cải cách toàn diện nền kinh tế theo hướng mở cửa thị trường, tận dụng cơ hội xuất khẩu và thu hút vốn đầu tư nước ngoài trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt. Đỉnh cao của lộ trình hội nhập là tháng 11/2006 khi Việt Nam trở thành thành viên thứ 150 của Tổ chức thương mại thế giới WTO.

Quá trình hội nhập kinh tế quốc tế ở Việt Nam thể hiện khá nhiều kết quả khả quan, cho đến nay, một chặng đường dài của cải cách kinh tế đã được thực hiện với cam kết mạnh mẽ của chính phủ (*sđd*):

- Duy trì chính sách tài chính và chính sách tiền tệ thận trọng để tạo ra môi trường vĩ mô ổn định cho phép các chủ thể đầu tư trong và ngoài nước đưa ra các quyết định có tính chất hiệu quả về tiết kiệm và đầu tư.
- Tạo điều kiện để phát triển doanh nghiệp trong một môi trường cạnh tranh, sử dụng các nguyên tắc kỷ luật cạnh tranh và kỷ luật tài chính làm cho doanh nghiệp hoạt động hiệu quả.
- Định hướng chính sách theo các khuyến khích mà chúng tạo ra cho các quyết định mang tính phân cấp hơn là điều tiết cân đối cung – cầu về mặt hành chính.
- Hợp lý hóa khu vực doanh nghiệp nhà nước, chuyển cơ chế quản lý từ áp đặt sang giám sát nhằm khuyến khích doanh nghiệp theo đuổi tính hiệu quả và khả thi về tài chính.

- Tạo điều kiện thuận lợi cho sự phát triển các thị trường và hình thành khung pháp lý với mục tiêu tạo điều kiện thuận lợi và giảm chi phí giao dịch, đơn giản hóa các qui trình và thủ tục, thúc đẩy cạnh tranh và thử nghiệm các hình thức giao dịch mới.

Trên giác độ tài chính, vấn đề hội nhập của Việt Nam với bên ngoài nằm trong khuôn khổ chương trình hội nhập chung của nền kinh tế. Bên cạnh việc xác định rõ vai trò tạo ra khả năng sử dụng các nguồn lực bên ngoài cho phát triển, nhất là cho đầu tư, Việt Nam cũng ý thức được đây là quá trình nhiều rủi ro và tác động mạnh mẽ tới các biến số vĩ mô khác thông qua tỷ giá hối đoái, các luồng vốn và sự lan truyền của những cú sốc bên ngoài. Mức độ hội nhập tài chính – như sẽ được phân tích trong mục 3.3 - ở Việt Nam thời gian qua được tiến hành với những bước được khá thận trọng, với một tư duy kiểm soát vốn chặt chẽ để tránh rủi ro. Đây vừa là rào cản đối với sự phát triển của hệ thống tài chính, vừa mang tính hợp lý trong điều kiện hệ thống tài chính còn đang trong tình trạng kém phát triển.

Hội nhập kinh tế ở Việt Nam nói chung và hội nhập tài chính quốc tế nói riêng, nhìn tổng thể chính là quá trình tự do hóa. Kết quả đạt được, như trình bày trong bảng 3.1 là rất đáng tự hào tuy trong bản chất của hội nhập còn nhiều bất cập.

3.1.2 Tài khoản vốn Việt Nam giai đoạn 2001-2005

Dòng vốn vào Việt Nam các năm qua, phản ánh trên tài khoản vốn và tài chính mặc dù có sự khác nhau về mặt số liệu công bố giữa các cơ quan, nhưng xu hướng biến đổi trong cả giai đoạn 2000-2006 là giống nhau. Sử dụng nguồn số liệu thống kê của IMF (bảng 3.2), có thể thấy rằng dòng vốn nước ngoài ròng của Việt Nam bắt đầu chuyển sang thặng dư từ năm 2002 và nhanh chóng tăng lên về qui mô, đạt mức 6.438 tỷ USD năm 2005. Điều này chứng tỏ rằng nền kinh tế nhìn chung có sức hấp dẫn nhất định với nhà đầu tư nước ngoài. Kết quả vận động của dòng vốn ra/vào Việt Nam liên quan chặt chẽ với quá trình hội nhập kinh tế (năm 2001, Việt Nam ký kết được hiệp định thương mại song phương với Mỹ – hiệp định có hiệu lực thi hành vào tháng 12/2001 - sự kiện này được đánh giá là biến cố quan trọng trong quá trình hội nhập kinh tế quốc tế do ít nhiều củng cố được niềm tin của nhà đầu tư vào một thị trường đang nổi đầy tiềm năng – (Worldbank, 2003)).

Trong khuôn khổ luận văn, có thể coi rằng chính quá trình mở cửa nền kinh tế và hội nhập với nền kinh tế khu vực góp phần không nhỏ vào việc hình thành dòng vốn vào/ra khỏi biên giới quốc gia. Đặc điểm và tính chất của từng nguồn vốn (kể cả vốn kiều hối, được ghi nhận trên tài khoản vãng lai nhưng trong nhiều nghiên cứu, đây lại được coi là một dòng vốn vào khá quan trọng đối với nền kinh tế) sau đây:

Bảng 3-2: Tài khoản vốn Việt Nam 2000-2005*Đơn vị tính: triệu USD, trừ khi được chỉ rõ.*

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Cán cân vãng lai	642	670	-419	-1.946	-1700	-2246
<i>Trong đó: chuyển giao chính phủ</i>	506	520	-551	-2.085	-1.874	-2.431
Cán cân vốn – tài chính (1)=(2)-(5)+(7)+(11)	-526	-476	883	4.097	2.380	6.438
Dòng vốn FDI vào (gộp) (2)=(3)+(4)	1.101	1.252	2.023	1.894	1.763	3.961
<i>Vốn chủ đầu tư (3)</i>	977	1.067	1.882	1.294	1.204	2.337
<i>Vốn vay (4)</i>	124	185	141	600	559	1.624
Trả nợ vay (5)	601	819	414	590	536	713
Vay trung và dài hạn (ròng) (6)=(7)-(10)	729	623	526	1.048	1.443	3.050
Vốn vào (7)=(8)+(9)	1411	988	1.102	1.541	1.920	3.593
<i>Vay ODA (8)</i>	1.361	958	1.073	1.258	1.394	2.068
<i>Vay thương mại (9)</i>	50	30	29	283	526	1.525
<i>Trả nợ vay (10)</i>	682	365	576	493	477	543
Vay ngắn hạn (ròng) (11)	-1.755	-1.532	-1.252	1.745	-290	140

Nguồn: IMF, (2005), (2006), table 3.

3.1.3 Phân tích xu hướng dòng vốn vào/ra giai đoạn 1995-2006

Dòng vốn vào/ra qua biên giới Việt Nam hiện nay được ghi nhận bởi nhiều nguồn tài liệu khác nhau. Sự khác biệt ấy cho thấy cơ sở thống kê là không thống nhất. Đặc điểm của các tài liệu được công bố của Việt Nam cho thấy mức độ phản ánh khá chi tiết; tuy vậy chúng không đạt được tính hệ thống theo các chuẩn mực thống kê tài khoản quốc gia; ngược lại, các tài liệu của Worldbank hay IMF phản ánh tốt kết quả về mặt thống kê nhưng lại chưa cho thấy được mức chi tiết cần thiết. Do vậy, luận văn sẽ sử dụng cả hai nguồn tài liệu để phân tích, mặc dù không tránh khỏi mâu thuẫn về số liệu nhưng xu thế chung của sự vận động dường như ít có sự khác biệt.

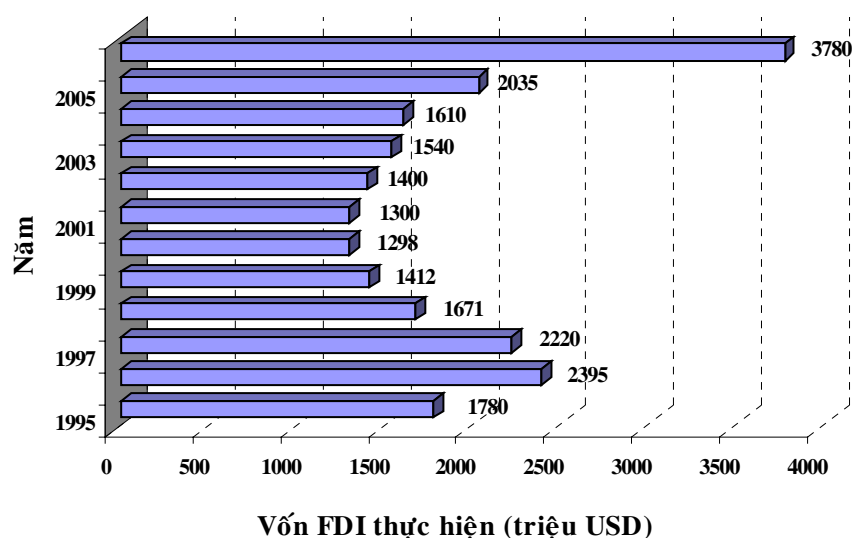
1. Vốn FDI

Đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) được coi là “nguồn bổ sung quan trọng cho nền kinh tế đang trong giai đoạn phát triển cần vốn trầm trọng”¹². Việt Nam thực tế thu hút FDI bắt đầu từ năm 1990 tuy nhiên có những ngộ nhận nhất định về nền kinh tế nên dòng vốn FDI thực sự phản ánh đúng khả năng thu hút của nước chủ nhà kể từ năm 1995, sau giai đoạn chững lại của ngành kinh doanh địa ốc. Tính đến hết năm 2006, vốn FDI đầu tư vào Việt Nam lũy kế đạt khoảng 55

¹² Có thể tìm thấy mệnh đề này trong hàng loạt sách giáo khoa hiện hành.

tỷ USD trong hơn 5.000 dự án đầu tư. Sau giai đoạn “thoái trào” từ năm 1998, dòng vốn FDI vào Việt Nam tăng mạnh từ năm 2003 và chưa có dấu hiệu dừng lại, bản chất dòng vốn FDI vài năm gần đây có những đặc điểm mới: chú trọng đến các lĩnh vực sản xuất công nghệ cao và phân bố đều hơn với đối tác đầu tư đa dạng. Việt Nam hiện đang là một điểm đến đầy triển vọng của dòng vốn FDI thế giới với thứ hạng cao trong báo cáo đầu tư hàng năm của UNCTAD¹³ mặc dù khả năng thực hiện đầu tư chưa được cải thiện một cách thỏa đáng và độ thuận lợi trong môi trường kinh doanh còn ở thứ hạng thấp.

Hình 3-1: Vốn FDI thực hiện tại Việt Nam giai đoạn 1995-2006



Nguồn: Cục đầu tư nước ngoài, Bộ Kế hoạch và Đầu tư

Vốn FDI trở thành dòng vốn vào quan trọng nhất đối với nền kinh tế Việt Nam hiện nay về qui mô cũng như độ an toàn; tuy vậy dường như hiện nay có sự chú trọng quá mức về việc thu hút nguồn vốn này đã dẫn đến các thiên lệch về chính sách trong khi đó việc đánh giá tác động thực tế của FDI dường như chưa được thực hiện thấu đáo, nhất là trên lĩnh vực thương mại, việc làm và công nghệ (UNDP, 2001, hộp 1.2, trang 315-317).

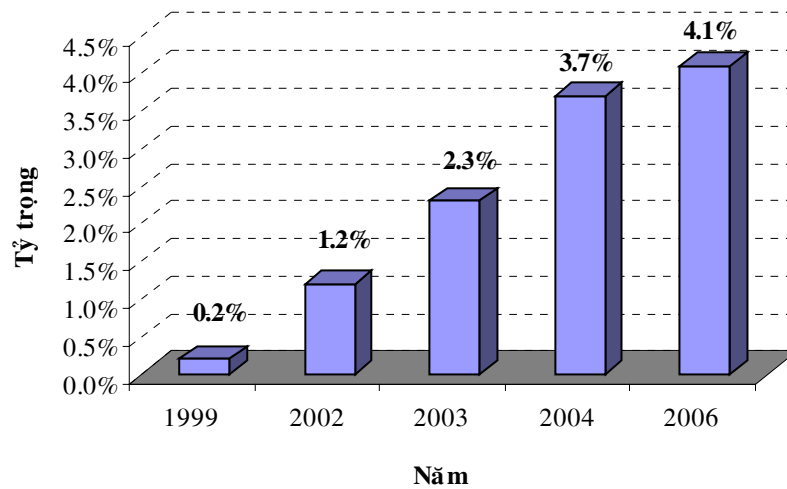
2. Vốn đầu tư gián tiếp

Dòng vốn đầu tư gián tiếp vào Việt Nam hiện nay chủ yếu được tính toán từ nguồn vốn nước ngoài đầu tư trên thị trường chứng khoán; dòng vốn đầu tư gián tiếp ra nước ngoài hiện nay được đo lường bằng qui mô đầu tư chứng khoán trên thị trường quốc tế.

¹³ UNCTAD: World Investment Review 2007

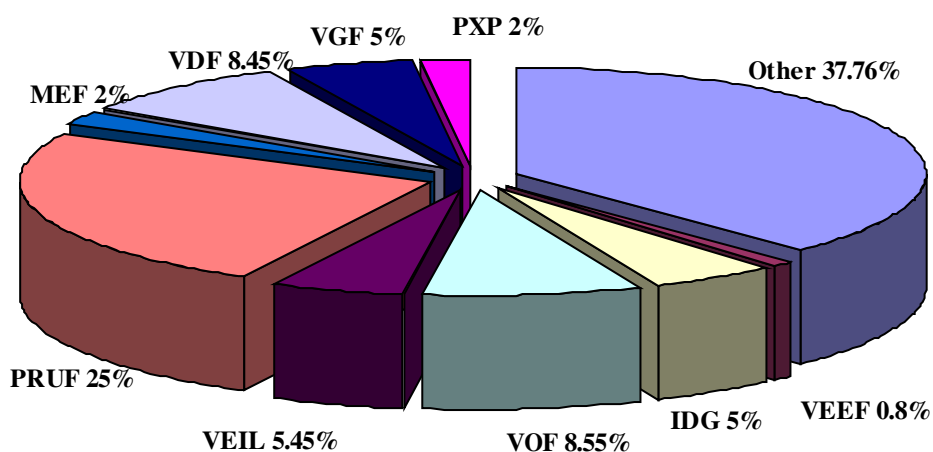
Dòng vốn nước ngoài đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam hiện nay, so sánh với vốn FDI, có qui mô không đáng kể, theo tính toán của Bộ Tài chính, chỉ chiếm khoảng 3% so với vốn FDI hàng năm; so với năm 1999 với tỷ lệ 0,2% thì tốc độ tăng hàng năm của dòng vốn này đáng lưu ý nhưng vì xuất phát điểm quá thấp nên mức ý nghĩa của tỷ lệ tăng trưởng chưa gây được sự quan tâm (hình 3.2).

Hình 3-2: Tỷ trọng đầu tư gián tiếp so với đầu tư trực tiếp, 1999-2006



Nguồn: www.ckvn.com

Hình 3-3: Qui mô của các quỹ đầu tư nước ngoài tại Việt Nam tính đến hết năm 2006



Nguồn: www.mofa.gov.vn

Tiếp cận trên tổng số vốn tích lũy tại các quỹ đầu tư đang hoạt động ở nước ta, nếu coi toàn bộ vốn của các quỹ này là đầu tư gián tiếp thì đến hết năm 2006, tổng đầu tư gián tiếp nước ngoài trong 19 quỹ đầu tư nước ngoài ước tính

khoảng 2 tỷ USD; trong đó 9 quỹ có số vốn lớn nhất chiếm gần 70% tổng vốn (hình 3.3).

Vốn đầu tư gián tiếp vào Việt Nam hiện nay đang gây những tranh cãi về qui mô. Trong khi báo cáo của Viện Nghiên cứu Quản lý Kinh tế Trung ương cho rằng tính tích lũy đến hết năm 2006, Việt Nam chỉ tiếp nhận khoảng 1 tỷ USD vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài (CIEM, 2007) thì ngân hàng thế giới lại cho rằng con số này lên đến 4 tỷ USD. Sự khác biệt cũng xảy ra giữa thống kê của Ngân hàng nhà nước – NHNN - (cho rằng đến năm 2006, Việt Nam chỉ nhận khoảng 1,6 tỷ USD vốn đầu tư gián tiếp) và Ủy ban chứng khoán, (3,5 – 4,2 tỷ USD trong trường hợp các nhà đầu tư rút vốn ra khỏi thị trường) (Phước Hà, 2007).

Tính không thống nhất về số liệu thống kê đối với vốn đầu tư gián tiếp tại Việt Nam phản ánh sự lúng túng của cơ quan quản lý trong việc kiểm soát dòng vốn này; mặc dù đây là dòng vốn tiềm ẩn nhiều nguy cơ rủi ro về sự đảo chiều hay bốc hơi. Mặc dù hiện tại NHNN khẳng định dù cho nhà đầu tư có rút toàn bộ vốn ra khỏi Việt Nam thì cũng chưa thể làm cạn kiệt dự trữ ngoại hối nhưng cũng thừa nhận nếu điều này xảy ra thì cũng đặt nền kinh tế trước những rủi ro nhất định. Rõ ràng việc không nắm được diễn biến về dòng vốn này sẽ dẫn đến sự lúng túng trong quản lý và theo thông lệ bất thành văn, các biện pháp hành chính lại đặt ra và chính chúng lại cản trở sự phát triển của thị trường – một kết quả không hề được mong đợi.

3. *Vốn vay*

Việt Nam bắt đầu tiếp cận với việc vay nợ quốc tế từ năm 1993 sau khi Liên xô sụp đổ; các nguồn viện trợ, trao đổi trong hệ thống quan hệ giữa Việt Nam và các nước XHCN bị cắt đứt. Dòng vốn vay đổ vào Việt Nam từ đó đến nay tồn tại dưới hai hình thức: ODA và vay thương mại; trong đó phần lớn là ODA (bảng 3.2).

Bảng 3-3: Dòng vốn vay vào Việt Nam giai đoạn 2000-2006

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<i>Qui mô (triệu USD)</i>							
ODA	1.361	958	1.073	1.258	1.394	1.525	1.850
Vay thương mại	50	30	29	283	526	543	750
Vốn ngắn hạn ròng	-1.755	-1.532	-1.273	1.745	-290	140	--
<i>Tỷ lệ trên GDP (%)</i>							
ODA	4,36	2,96	3,06	3,16	3,07	2,87	3,04
Vay thương mại	0,16	0,09	0,08	0,71	1,16	1,02	1,23
Vốn ngắn hạn ròng	-5,62	-4,73	-3,63	4,38	-0,64	0,26	--

Nguồn: IMF (2006);

- Tỷ lệ trên GDP được tính toán từ số liệu của Tổng cục Thống kê qui đổi theo tỷ giá danh nghĩa công bố hàng năm.
- Vay ngắn hạn ròng được tính bao gồm cả sai số thống kê.

Nếu như các khoản ODA là vay nợ của chính phủ với lãi suất ưu đãi (trong phần lớn trường hợp) thì các khoản vay thương mại quốc tế ở Việt Nam chủ yếu cũng thông qua chính phủ với việc phát hành trái phiếu quốc tế nhằm tài trợ cho các dự án, các doanh nghiệp nhà nước cụ thể nào đó. Một số khoản vay khác xuất phát từ quan hệ tín dụng với nước ngoài của các doanh nghiệp FDI và một lượng rất nhỏ doanh nghiệp Việt Nam; tuy nhiên tỷ trọng là rất khiêm tốn: tính đến năm 2006, trong cơ cấu nợ nước ngoài của Việt Nam chỉ có 18% là nợ của các doanh nghiệp; trong đó 13,6% là nợ vay của các doanh nghiệp FDI còn lại là của doanh nghiệp trong nước (Nguyễn Thị Ngọc Trang *et al*, 2006). Có thể coi rằng, dòng vốn vay đổ vào Việt Nam hiện hay chỉ thông qua con đường chính phủ. Nguồn vốn vay thông qua con đường chính phủ là vốn vay trung và dài hạn với độ rủi ro thấp và dường như ít có khả năng đảo ngược hay bốc hơi (volatile). Tuy nhiên, ODA lại là nguồn vốn không ổn định và phụ thuộc nhiều vào quan hệ chính trị; nguồn vay trung và dài hạn hiện nay đang có tiềm năng trở thành nguồn chủ lực trong cơ cấu vay nợ hàng năm của chính phủ nhưng tương lai ấy còn khá xa.

Đối với khu vực tư nhân, tình hình vay thương mại qua các L/C trả chậm; phản ánh trên tài khoản vốn bằng dòng vốn vay ngắn hạn hàng năm là điều làm nảy sinh nhiều vấn đề. Đây là nguồn vốn nhạy cảm và phản ánh một cách nhanh chóng với các điều kiện chính sách. Việt Nam đã từng xảy ra khủng hoảng thanh toán các L/C vào các năm cuối thập niên 1990 từ chính sách trần tín dụng và chênh lệch lãi suất cũng như cơ chế tỷ giá hối đoái cố định và thiếu các công cụ phòng ngừa rủi ro (Tran Thi Ngoc Diep, 2002). Tuy vậy đến nay, chính phủ chưa có biện pháp kiểm soát một cách đầy đủ tình hình vay và trả nợ thương mại của các doanh nghiệp, thậm chí chưa có báo cáo chính thức về vấn đề này.

Nói chung, mặc dù theo số liệu thống kê (bảng 3.2), các khoản vay ngắn hạn ở Việt Nam thông qua hình thức tín dụng thương mại là phức tạp, không cho thấy xu hướng đặc thù qua từng năm. Tuy nhiên so với vốn ODA, đây là một dòng vốn có qui mô khá lớn. Mức độ thâm hụt theo thống kê mặc dù có cải thiện qua một vài năm gần đây nhưng không đảm bảo một sự chắc chắn là sẽ tiếp tục được cải thiện qua những năm tới. Điều này mang một hàm ý rằng chính sách của Việt Nam có hướng đến sự kiểm soát đối với dòng vốn này hay không? Các phân tích về điều kiện lãi suất, tỷ giá trong mục 3.3 sẽ làm rõ điều kiện Việt Nam hiện tại sẽ hạn chế hay khuyến khích dòng vốn nước ngoài ngắn hạn.

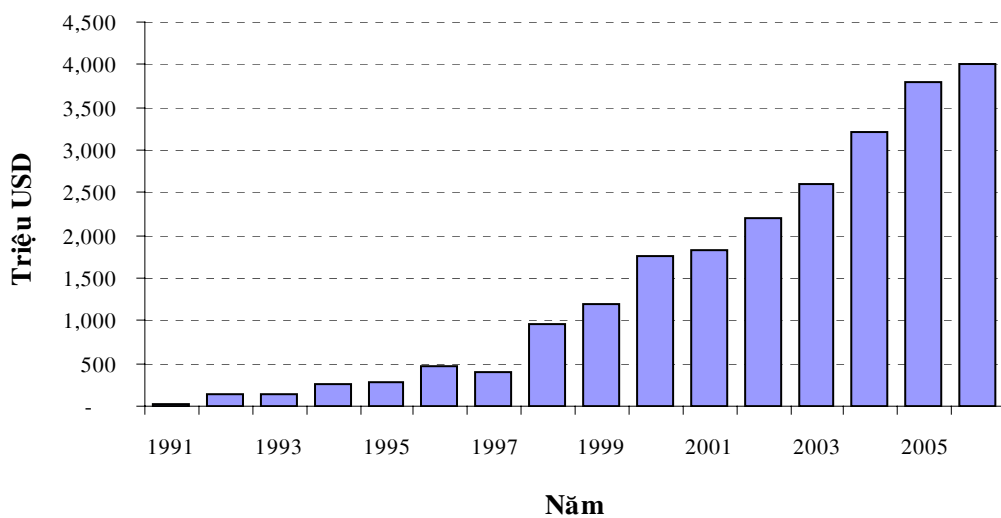
4. Vốn kiều hối

Kiều hối đối với nền kinh tế Việt Nam là một nguồn lực quý giá theo nhiều nghĩa. Trong hơn 10 năm qua, lượng kiều hối chuyển vào nền kinh tế Việt

Nam tăng liên tục (hình 3.4), tổng giá trị lượng kiều hối chuyển vào Việt Nam hiện nay vượt xa lượng vốn ODA đã giải ngân và bằng khoảng 59% vốn FDI đã thực hiện (Ngọc Minh, 2007).

Vốn kiều hối của đổ vào Việt Nam, bên cạnh việc thể hiện các mục tiêu xã hội thì trên giác độ kinh tế, đây là nguồn quan trọng để bù đắp thâm hụt cán cân thương mại và là một kênh dẫn vốn đầu tư đối với nền kinh tế trong nước. Với giá trị và qui mô như đã phản ánh, đây là dòng vốn vào quan trọng đối với nền kinh tế Việt Nam với nhiều lợi ích.

Hình 3-4: Lượng kiều hối vào Việt Nam hàng năm, 1991-2006



Nguồn: www.vietnamnet.vn

5. Đầu tư ra nước ngoài

Bên cạnh việc thu hút dòng vốn vào có qui mô đáng kể như đã phân tích, Việt Nam bắt đầu xuất khẩu vốn ra nước ngoài từ năm 2004; mặc dù được phép thực hiện từ năm 2000 (sau khi được chính phủ cho phép qua Nghị định 22/1999 NĐ-CP). Đến nay tổng vốn đầu tư ra nước ngoài của Việt Nam chỉ tồn tại ở dạng FDI, trong khoảng 110 dự án công nghiệp, xây dựng, thăm dò khai thác dầu khí và nông nghiệp. Các nước tiếp nhận đầu tư đầu tư của Việt Nam là những nền kinh tế lân cận (Lào, Campuchia và Indonesia) hoặc có quan hệ từ trước (liên bang Nga), tổng vốn đầu tư ra nước ngoài ước thực hiện đến giữa năm 2007 khoảng 250 triệu USD ¹⁴.

Với qui mô xuất khẩu vốn còn nhỏ bé và manh mún, được lý giải bằng nhiều nguyên nhân như tiềm lực tài chính còn yếu, kinh nghiệm đầu tư chưa

¹⁴ Nguồn: website của Bộ Kế hoạch và Đầu tư.

nhiều ... nên mặc dù đây là hoạt động có nhiều tiềm năng nhưng còn rất lâu mới có thể phát triển. Do vậy Việt Nam hiện tại và trong tương lai gần vẫn là nước tiếp nhận vốn và chính sách đối với dòng vốn chủ yếu phản ánh sự biến động của dòng vốn vào.

3.2 CÁC BIỆN PHÁP QUẢN LÝ DÒNG VỐN NƯỚC NGOÀI Ở VIỆT NAM

Cùng với quá trình mở cửa nền kinh tế, tiếp nhận nguồn vốn nước ngoài, Việt Nam đã dần xây dựng cơ chế quản lý dòng vốn nước ngoài. Các biện pháp hành chính được thực thi sớm nhất trong hệ thống luật về đầu tư nước ngoài ban hành năm 1988. Bên cạnh đó, chính sách lãi suất, tiền tệ và tỷ giá hối đoái cũng được duy trì nhằm tạo ra hành lang an toàn cho nền kinh tế trước các nguy cơ khủng hoảng; mặt khác cũng nhằm bảo vệ hệ thống tài chính nội địa còn yếu kém. Cho đến nay, các hạn chế ban đầu đang dần được tháo bỏ bằng việc sửa đổi hệ thống pháp lý và cải cách hệ thống tài chính. Các biện pháp quản lý dòng vốn nước ngoài hiện nay bao gồm:

3.2.1 Biện pháp hành chính

1. Đối với dòng vốn FDI

Phục vụ mục tiêu “bình đẳng hóa về chính sách với mọi đối tượng đầu tư, tích cực cải thiện và nâng cao hiệu quả sử dụng nguồn vốn FDI theo hướng bền vững hơn”¹⁵, các biện pháp hành chính nhằm quản lý dòng vốn FDI vào Việt Nam hiện nay đã được cải thiện theo hướng đơn giản hóa, bao gồm:

- Đơn giản hóa thủ tục cấp phép, thành lập doanh nghiệp, phân cấp mạnh mẽ cho địa phương như Hà Nội và TP. Hồ Chí Minh cấp phép đầu tư theo quy mô vốn.
- Đa dạng hoá hình thức đầu tư, Nghị định 38/2003/NĐ-CP cho phép cổ phần hóa các doanh nghiệp có vốn FDI trước đây.
- Nới lỏng các qui định vốn tỷ lệ góp vốn trong các liên doanh, cụ thể nhất là đối với các ngành xây dựng cơ sở hạ tầng như điện, viễn thông ...
- Xóa bỏ hoàn toàn cơ chế hai giá đối với nhà đầu tư cũng như cơ chế kiểm soát việc chuyển thu nhập và lợi nhuận ra nước ngoài.
- Minh bạch hóa trong cơ chế khuyến khích thông qua biện pháp thuế.
- Xóa bỏ các hạn chế trong hoạt động của doanh nghiệp như các qui định về lao động, tỷ lệ nội địa hóa ...

¹⁵ Chiến lược phát triển kinh tế – xã hội đến năm 2010.

- Minh bạch hóa các lĩnh vực không cấp phép và cấp phép có điều kiện bên cạnh việc xây dựng lộ trình công khai nhằm loại trừ các hạn chế vốn FDI vào các ngành dịch vụ, xây dựng cơ sở hạ tầng phù hợp với các cam kết quốc tế.

2. Đối với vốn gián tiếp (không kể ODA)

Biện pháp hành chính chủ yếu nhằm quản lý vốn đầu tư gián tiếp vào Việt Nam hiện nay chủ yếu tồn tại ở hai dạng: hạn chế tỷ lệ tham gia của nhà đầu tư nước ngoài trong việc nắm giữ cổ phiếu của các doanh nghiệp niêm yết tại thị trường chứng khoán Việt Nam; và danh mục ngành nghề đầu tư được phép đầu tư với hình thức gián tiếp.

- Theo qui định hiện hành (Quyết định 238/2005/QĐ-TTg) mức tối đa mà nhà đầu tư nước ngoài được nắm giữ là 49% lượng cổ phiếu (chứng chỉ quỹ) niêm yết, đăng ký giao dịch của một tổ chức niêm yết, giao dịch (hoặc một quỹ đầu tư) trên thị trường chứng khoán. Qui định này thể hiện một bước cải thiện đáng kể so với tỷ lệ 30% được qui định trước đây (Quyết định số 146/2003/QĐ-TTg).
- Nhà đầu tư nước ngoài hiện được phép lập công ty chứng khoán hoặc công ty quản lý quỹ với mức góp vốn tối đa 49% vốn điều lệ.
- Danh mục đầu tư đối với nhà đầu tư nước ngoài hiện nay đã được nâng lên 35 ngành nghề từ mức 15 ngành nghề. Điều này được ghi nhận là một bước tiến đáng kể trong việc cải thiện môi trường đầu tư đối với vốn đầu tư gián tiếp nhưng so với 2.000 ngành nghề trong danh mục được công nhận hiện nay thì con số này còn quá khiêm tốn, đặc biệt, các ngành nghề chưa được phép đầu tư còn có những ngành, nghề đòi hỏi vốn lớn; do vậy đây vẫn được coi là một rào cản hơn là sự nỗ lực tự do hóa.
- Bên cạnh hai biện pháp tác động chủ yếu đến vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài như đã nêu, cơ chế chuyển vốn ra nước ngoài (sau một năm trong lĩnh vực đầu tư chứng khoán) mới được dỡ bỏ từ 2005 cũng coi là biện pháp quản lý hành chính đối với dòng vốn này.

3. Đối với các dòng vốn khác

Đối với các dòng vốn tư nhân khác, bao gồm cả những giao dịch vãng lai và giao dịch vốn, biện pháp quản lý hành chính được tích hợp trong khuôn khổ quản lý ngoại hối. Nhìn chung, chính sách quản lý ngoại hối hiện nay có những bước cải cách đáng kể nhằm tự do hóa mặc dù – như sẽ phân tích ở mục 3.2.2 - mức độ kiểm soát còn khá cao. Các biện pháp hành chính trong việc quản lý dòng vốn vào/ra hiện nay được áp dụng là (Ngân hàng nhà nước, 2007):

- Thiết lập hạn mức tuyệt đối trên một số khoản tiền chuyển vãng lai của cá nhân ra nước ngoài cũng như các khoản tiền thoái hồi của người nước ngoài không cư trú.
- Duy trì giấy phép mua, chuyển, mang ngoại tệ của cá nhân ra nước ngoài với các mục đích phi đầu tư. Hình thức giấy phép cũng được duy trì đối với hoạt động chuyển ngoại tệ tiền mặt ra nước ngoài của các tổ chức tín dụng.
- Đối với các giao dịch vốn, hình thức giấy phép được duy trì khi doanh nghiệp nhà nước vay nước ngoài (phải được phép của NHNN). Các doanh nghiệp khác phần lớn không được tiếp cận với việc vay nợ nước ngoài.

3.2.2 Các biện pháp kinh tế (market-based)

1. Chính sách lãi suất

Lãi suất là công cụ thông dụng nhất để quản lý dòng vốn; bởi vì như chương 1 đã chỉ rõ, trong điều kiện vốn tự do luân chuyển và tỷ giá hối đoái được vận hành theo cơ chế tỷ giá cố định thì công cụ lãi suất là công cụ nội sinh nhằm đảm bảo rằng sự chênh lệch lãi suất bằng sự mất giá của đồng nội tệ.

Chính sách lãi suất hiện nay về cơ bản đã được tự do hóa. Quá trình tự do được đánh dấu bằng các mốc cơ bản:

- Tháng 8/2000: NHNN ấn định lãi suất cơ bản và biên độ biến động (0,3%/tháng đối với vốn ngắn hạn và 0,5%/tháng đối với vốn trung và dài hạn). Lãi suất thực tế được xác định trên sự thỏa thuận giữa ngân hàng và khách hàng. Nếu so sánh với công cụ trần lãi suất được áp dụng từ năm 1998 trở về trước thì đây là cơ chế lãi suất có nhiều ưu điểm, vì tăng tính chủ động của ngân hàng trong việc quản lý và phòng ngừa rủi ro mặc dù còn bị phê phán là hạn chế cơ hội tiếp cận tín dụng của khu vực tư nhân – nhất là những người vay vốn nhỏ.
- Tháng 11/2001: xóa bỏ trần lãi suất cho vay ngoại tệ.
- Tháng 6/2002: lãi suất VNĐ được tự do hóa, lãi suất cơ bản của NHNN chỉ mang tính tham khảo. Cuộc cạnh tranh về lãi suất giữa các ngân hàng bắt đầu hình thành và kéo dài cho đến nay.

Quá trình tự do hóa lãi suất ở Việt Nam hiện nay một mặt khiến lãi suất phản ánh suất phản ánh được quan hệ cung – cầu trên thị trường tiền tệ; nhưng mặt khác, nó lại phân hóa lãi suất thành hai nhóm cơ bản (khung 3.1); trong đó nhóm lãi suất phục vụ điều hành chính sách tiền tệ lại có xu hướng tách ra khỏi biến động thị trường mặc dù NHNN luôn có những động thái điều chỉnh một cách thường xuyên.

Khung 3-1: Lãi suất trên thị trường tiền tệ Việt Nam hiện nay

Theo NHNN, lãi suất trên thị trường hiện nay chia làm 2 nhóm cơ bản:

Nhóm thứ nhất: lãi suất do các ngân hàng thương mại xác định, bao gồm: (i) lãi suất tín dụng ngắn hạn – là lãi suất cao nhất, đóng vai trò là lãi suất cơ bản (prime rate bank); (ii) lãi suất vay vốn giữa các ngân hàng thương mại trên thị trường tiền tệ liên ngân hàng; (iii) lãi suất huy động vốn; và (iv) lãi suất tín phiếu kho bạc – đóng vai trò là lãi suất chuẩn. Nhóm lãi suất này phản ánh quan hệ cung – cầu về vốn trên thị trường tiền tệ.

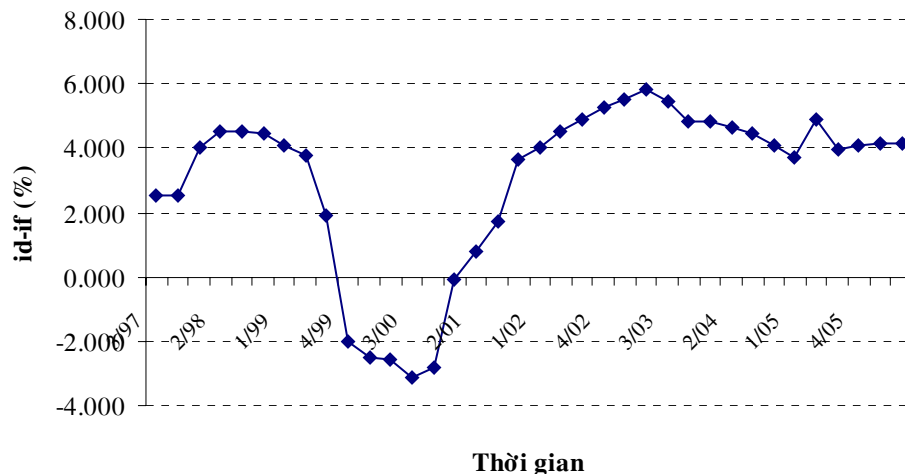
Nhóm thứ hai: lãi suất do NHNN công bố bao gồm (i) lãi suất chiết khấu, lãi suất tái cấp vốn, lãi suất cho vay qua đêm, lãi suất định hướng thị trường liên ngân hàng và lãi suất nghiệp vụ thị trường mở. Nhóm lãi suất này phục vụ cho việc điều hành chính sách tiền tệ.

Nguồn: www.sbv.gov.vn

Ngay trong nhóm lãi suất phản ánh quan hệ cung – cầu về vốn trên thị trường tiền tệ. Mức độ phản ánh hiện tại cũng chưa thực sự đúng đắn do sự chi phối về tín dụng của các ngân hàng thương mại quốc doanh. Sự độc quyền chi phối thị trường của nhóm ngân hàng này khiến thị trường trở nên méo mó và hạn chế những hiệu quả vốn có của cơ chế lãi suất tự do đã hình thành.

Mặc dù lãi suất VNĐ được tự do hóa, nhưng lãi suất ngoại tệ vẫn được kiểm soát một cách chặt chẽ và được ấn định bởi NHNN. Điều này nhằm khuyến khích việc mua bán ngoại tệ thông qua các ngân hàng thương mại và nhằm ngăn chặn ngân hàng thương mại gửi tiền ra nước ngoài.

Hình 3-5: Chênh lệch lãi suất trong và ngoài nước kỳ hạn 3 tháng (1997-2006)



Nguồn: Số liệu trích từ IFS và Nguyễn Thị Ngọc Trang *et al*, 2006.

Có thể thấy rằng mặc dù cơ chế lãi suất của Việt Nam là tự do đã khuyến khích thị trường vốn Việt Nam phát triển, tuy nhiên chưa thực sự hòa nhập vào thị trường vốn quốc tế. Lãi suất VNĐ so với USD chưa phản ánh sự chênh lệch về tỷ giá. Trong cơ chế tỷ giá hối đoái tương đối cố định, sự thay đổi của lãi suất trong nước không phản ánh được sự mất giá của đồng Việt Nam (như sẽ được

kiểm định bằng mô hình cân bằng lãi suất – mục 3.4.2); hình 3.5 cho thấy giữa lãi suất trong nước và lãi suất nước ngoài của cùng một kỳ hạn (3 tháng) mặc dù trong thời gian từ năm 2002 đến nay có sự thay đổi theo xu hướng chung; mức chênh lệch giao động trong khoảng 2% nhưng không vì thế mà lãi suất Việt Nam phản ánh tốt sự chênh lệch về tỷ giá. Nói cách khác, khi điều kiện ngang bằng lãi suất không tồn tại và đồng tiền Việt Nam không thể chuyển đổi thì cơ chế lãi suất thời gian qua là công cụ tốt để kiểm soát vốn; nhất là đối với dòng vốn ra, qua các kênh ngắn hạn.

2. Chính sách tỷ giá hối đoái

Chính sách tỷ giá hối đoái của Việt Nam hiện được coi là khá ổn định, mang tính linh hoạt của cơ chế “tỷ giá thả nổi có kiểm soát”¹⁶. Đây là kết quả của quá trình điều chỉnh lớn vào các năm 1997-1998 nhằm tránh nguy cơ của khủng hoảng do hàng loạt các đồng tiền trong khu vực bị phá giá. Việt Nam đã chuyển từ cơ chế cố định hoàn toàn tỷ giá hối đoái sang cơ chế cố định với biên độ dao động thường xuyên được điều chỉnh. Cơ chế tỷ giá hối đoái thả nổi có kiểm soát hiện nay được duy trì từ tháng 2/1999 với việc xác định tỷ giá hàng ngày dựa trên mức bình quân mua bán thực tế trên thị trường ngoại tệ liên ngân hàng vào ngày giao dịch gần nhất trước đó và biên độ dao động được giữ ở mức $\pm 0.1\%$. Cơ chế điều hành tỷ giá này, theo đánh giá của NHNN, hình thành một chế độ tỷ giá hối đoái mới mang tính thị trường cao hơn. Sự ổn định về mặt tỷ giá, theo phân tích định lượng của Ulrich Carmen (Ulrich Carmen, 2006) cho thấy đồng Việt Nam mất giá một cách tương đối đều đặn khoảng 0.7-2% hàng năm so với USD. Tuy vậy, dường như thực tế lại trái ngược với những công bố chính thức: Việt Nam dường như vẫn theo đuổi chế độ tỷ giá hối đoái cố định khi các năm gần đây tỷ lệ mất giá của đồng tiền thực tế lại vừa đúng bằng mức mà NHNN công bố dự kiến. Ước lượng hồi qui cũng cho thấy rằng dường như biến động trong tỷ giá VND/USD không tương quan một cách hệ thống so với các tỷ giá liên quan (*sdd*). Rõ ràng thực tế cơ chế tỷ giá hối đoái ở Việt Nam vẫn gắn với cơ chế tỷ giá hối đoái cố định.

Chế độ tỷ giá hối đoái Việt Nam hiện hành kết hợp với việc lãi suất không phản ánh được sự mất giá của đồng tiền làm điều kiện ngang bằng lãi suất bị vi phạm. Do đó về nguyên tắc sẽ xuất hiện dòng vốn chảy vào hoặc chảy ra khỏi biên giới quốc gia nếu vốn được tự do di chuyển. Tuy nhiên Việt Nam hiện nay (xem bảng 3.4) có sự kiểm soát khá chặt chẽ các giao dịch về vốn xuất phát từ nhiều nguyên nhân; do vậy điều này đã không xảy ra và nền kinh tế thực chất không được lợi gì nhiều (cũng như ít có khả năng thiệt hại lớn) từ dòng vốn ngắn hạn.

¹⁶ Theo đánh giá của Susan Adam – trưởng đại diện IMF tại Việt Nam và của NHNN Việt Nam.

Rõ ràng cơ chế tỷ giá hối đoái hiện hành nhấn mạnh đến sự ổn định và cân đối vĩ mô hiện tại; tuy nhiên việc gắn chặt đồng tiền Việt Nam vào USD và mức độ cố định được duy trì trong điều kiện lạm phát của nền kinh tế đang ở mức đáng lo ngại làm cho tỷ giá hối đoái thực trở nên bất ổn định và không thể dự đoán được. Điều này một mặt phản ánh lý do cần thiết để Việt Nam thiết lập các biện pháp kiểm soát vốn nhằm bảo vệ nền kinh tế; nhưng mặt khác, cũng phản ánh sự yếu kém của hệ thống tài chính và cũng là một thách thức của quá trình hội nhập tài chính quốc tế.

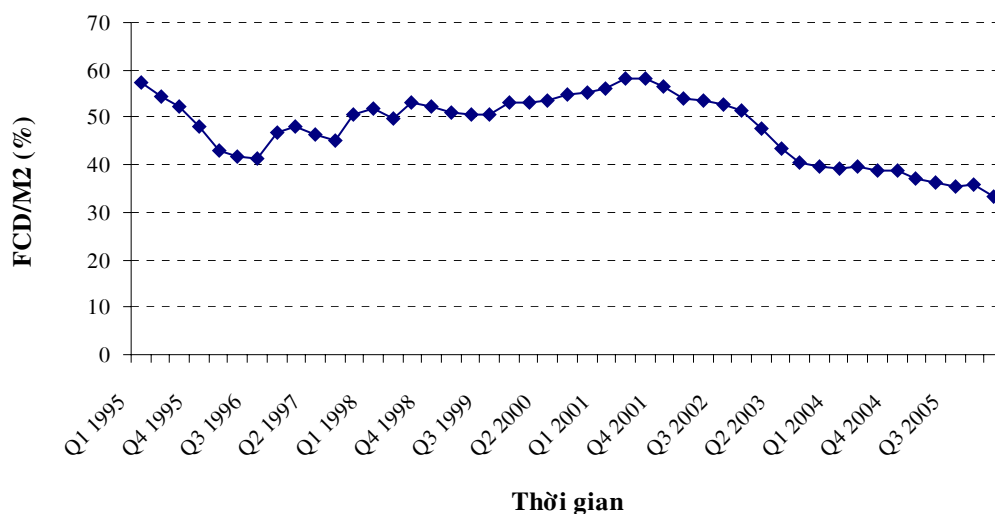
3. Chính sách quản lý ngoại hối

Chính sách quản lý ngoại hối của Việt Nam hiện hành xuất phát từ vị thế yếu kém và tính chất không thể chuyển đổi của đồng tiền Việt Nam. Từ sau khủng hoảng tài chính khu vực, để tránh tình trạng mất ổn định trên thị trường ngoại hối, Việt Nam đã ban hành chính sách quản lý ngoại hối khá chặt chẽ (nghị định 63/1998/NĐ-CP). Mức độ quản lý ngoại hối chỉ được nới lỏng một cách chậm chạp kể từ năm 2004, khi NHNN ban hành quyết định 1542/2004/QĐ-NHNN nới rộng quyền giao dịch ngoại tệ đối với các tổ chức và cá nhân. Hiện nay, cơ chế quản lý ngoại hối đối với các dòng vốn bên ngoài được qui định chi tiết trong pháp lệnh về ngoại hối (có hiệu lực từ 1/1/2006) và nghị định 160/2006/NĐ-CP trong đó tự do hóa hoàn toàn các giao dịch vãng lai. Riêng đối với các giao dịch vốn vẫn bị kiểm soát tương đối chặt chẽ và việc sử dụng ngoại hối trên lãnh thổ Việt Nam vào mục đích thanh toán cũng bị hạn chế nhằm đảm bảo cho khả năng đáp ứng ngoại tệ của NHNN và góp phần ổn định nền kinh tế đang bị Đôla hóa ở mức độ cao.

Trong điều kiện vị thế đồng Việt Nam là quá yếu và không thể chuyển đổi, đôla hóa nền kinh tế là điều tất yếu phải đến. Đây là tình trạng sử dụng đồng ngoại tệ để thay thế chức năng của đồng nội tệ. Theo đánh giá của NHNN hiện nay, mức tiền gửi ngoại tệ trên tổng phương tiện thanh toán (FCD/M2) – chỉ số để đánh giá mức độ đôla hóa thay thế tài sản – ở Việt Nam hiện nay ở mức 24% (Ngân hàng nhà nước, 2007); tuy nhiên các thống kê của IMF lại cho thấy mặc dù có xu hướng giảm dần nhưng tình trạng này luôn ở trên ngưỡng trầm trọng. Theo từng quý từ năm 1995 đến năm 2006, chưa bao giờ tỷ lệ FCD/M2 của Việt Nam xuống chạm ngưỡng 30%¹⁷. So sánh với mức độ 1-9% của các nước lân cận, rõ ràng Việt Nam đang bị đôla hóa trầm trọng và việc thực thi chính sách quản lý ngoại hối theo hướng kiểm soát chặt chẽ và nới lỏng từ từ là điều dễ hiểu.

¹⁷ FCD/M2 = 30% là ngưỡng để xác định mức độ trầm trọng của hiện tượng Đôla hóa, theo quan điểm của IMF.

Hình 3-6: Chỉ số Đôla hóa nền kinh tế Việt Nam, 1995-2006



Nguồn: IFS online, IMF.

Chính sách quản lý ngoại hối được thiết lập trên cơ sở chặt chẽ và được nới lỏng một cách từ từ khiến cho các dòng vốn ở Việt Nam – nhất là các dòng vốn ngắn hạn khó có khả năng đảo ngược. Một ví dụ về nhận định này là tại qui định 1550/2004/QĐ-NHNN mặc dù không còn bị buộc phải lưu giữ tiền vốn trong 1 năm trước khi chuyển về nước nhưng nhà ĐTNN phải mở tài khoản bằng đồng Việt Nam tại các công ty chứng khoán để thanh toán giao dịch, tức là phải chuyển ngoại tệ vào tài khoản ngoại tệ chuyên dùng của công ty chứng khoán trước khi chuyển đổi thành VNĐ để có thể thanh toán giao dịch. Do vậy quyền tự do thương lượng giao dịch ngoại hối với ngân hàng sẽ bị hạn chế và điều này là một bất lợi cho nhà ĐTNN. Rõ ràng mặc dù chính sách quản lý ngoại hối có những điểm nới lỏng nhưng lại thắt ở các điểm khác; điều này một mặt chứng tỏ sự kiểm soát vốn vẫn đang tồn tại trên một góc độ nào đó; phù hợp với ý muốn của các nhà quản lý tiền tệ Việt Nam nhằm đảm bảo mục tiêu khác của nền kinh tế.

3.2.3 Đánh giá mức độ kiểm soát vốn

Các phân tích ở mục 3.2 cho thấy một mặt chính sách quản lý dòng vốn ở Việt Nam ít nhiều mở cửa đối với dòng vốn vào nhưng dòng vốn ra lại được kiểm soát chặt chẽ. Đối với dòng vốn vào, bảng 3.4 cho thấy trong khi vốn FDI được quan tâm chú ý và chính sách được thực hiện một cách thông thoáng nhằm khuyến khích thu hút thì vốn vay ngắn hạn và các khoản đầu tư ngắn hạn được kiểm soát bằng nhiều biện pháp, trong đó các biện pháp hành chính được triển khai một cách triệt để nhằm tạo các rào cản. Ngay cả các dòng vốn gián tiếp mang tính trung và dài hạn cũng chưa nhận được sự quan tâm đúng mức.

Bảng 3-4: Tóm tắt cơ chế kiểm soát vốn nước ngoài tại Việt Nam

Loại vốn	Biện pháp hạn chế
1. Cán cân vãng lai	
1.1. Trạng thái theo các điều khoản của IMF về thỏa thuận và trao đổi	Việt Nam chấp nhận các trách nhiệm theo điều VIII của hiệp định IMF
1.2. Nhập khẩu và thanh toán nhập khẩu	
<ul style="list-style-type: none"> • Ngân sách ngoại hối 	Ngân sách hợp lý và không bắt buộc.
<ul style="list-style-type: none"> • Tài trợ yêu cầu nhập khẩu 	Ưu tiên cho một số sản phẩm thiết yếu như xăng dầu, phân bón.
<ul style="list-style-type: none"> • Chứng từ cần thiết để mua ngoại hối thanh toán nhập khẩu 	Không (từ 2005).
<ul style="list-style-type: none"> • Giấy phép nhập khẩu và các biện pháp phi thuế quan 	Không, ngoại trừ các sản phẩm nhập khẩu chịu sự quản lý của các bộ chuyên ngành hay vì lý do an ninh, đạo đức.
1.3. Xuất khẩu và thu từ xuất khẩu	
<ul style="list-style-type: none"> • Qui định chuyển vốn về nước 	Không
<ul style="list-style-type: none"> • Qui định về tỷ lệ trả trước 	Không
<ul style="list-style-type: none"> • Qui định về chứng từ 	Không
<ul style="list-style-type: none"> • Giấy phép xuất khẩu 	Một số mặt hàng bị cấm như: vũ khí, đạn dược và hàng quân sự; đồ cổ; dược phẩm không sử dụng trong y tế; hóa chất độc hại; động vật hoang dã và quý hiếm; một số loại thực vật.
2. Đầu tư trực tiếp và mua tài sản	
2.1. Đầu tư trực tiếp nước ngoài	
<ul style="list-style-type: none"> • FDI vào trong nước 	Bộ KH&ĐT cấp phép cho dự án vốn trên 20 triệu USD. UBND tỉnh, thành phố cấp phép cho dự án từ 1-dưới 20 triệu USD (Hà Nội và TP. Hồ Chí Minh được cấp phép đến dưới 50 triệu USD). Dự án có vốn dưới 1 triệu USD không cần giấy phép. Các loại hình đầu tư được điều chỉnh bởi luật đầu tư tương ứng. Đối tác nước ngoài phải mở tài khoản ngoại tệ tại các ngân hàng được cấp phép để thực hiện giao dịch.
<ul style="list-style-type: none"> • Chuyển tiền vốn và lãi đầu tư về nước 	Không có thông tin
<ul style="list-style-type: none"> • Sở hữu của người nước ngoài 	Không có thông tin
<ul style="list-style-type: none"> • Mua tài sản cố định 	Không có thông tin
2.2. Đầu tư trực tiếp ra nước ngoài	
<ul style="list-style-type: none"> • Vốn đầu tư trực tiếp ra nước ngoài 	Phải được sự đồng ý của cơ quan có thẩm quyền và phải có khối lượng ngoại tệ nhất định.
<ul style="list-style-type: none"> • Mua tài sản cố định 	Không có thông tin
3. Đầu tư gián tiếp và vốn vay	
3.1. Đầu tư gián tiếp từ nước ngoài (bao	

gồm chuyển tiền vào trong nước và chuyển gốc và lãi đầu tư ra nước ngoài)

- Mua trong nước cổ phiếu và các công cụ liên quan Tổ chức và cá nhân nước ngoài được phép nắm giữ không quá 49% cổ phiếu lưu hành của một tổ chức niêm yết.
- Mua trong nước trái phiếu và các công cụ liên quan Không có thông tin
- Mua từ thị trường tiền tệ trong nước Không có thông tin
- Phát hành và bán trong nước Do NHNN phê chuẩn.

3.2. Đầu tư của các cá nhân ra nước ngoài

Mua cổ phiếu, trái phiếu và các công cụ thị trường tiền tệ nước ngoài Không được phép

Phát hành hoặc bán ra nước ngoài Do NHNN phê chuẩn.

4. Vay và cho vay nước ngoài

4.1. Vay nước ngoài (chuyển tiền vào trong nước, trả gốc và lãi) Doanh nghiệp được tự do ký hợp đồng vay mượn (Nghị định 134/2005/NĐ-CP).

Đối với tín dụng trung và dài hạn, doanh nghiệp phải đăng ký với NHNN

4.2. Cho vay ra nước ngoài (chuyển tiền ra nước ngoài và chuyển vốn và lãi về nước) Không có thông tin.

5. Các giao dịch tài chính xuyên biên giới

5.1. Các tài khoản ngoại tệ Người cư trú và không cư trú được phép mở và duy trì tài khoản ngoại tệ với các ngân hàng được phép tại Việt Nam

5.2. Các tài khoản tiền đồng không cư trú Cho phép với một số điều kiện

5.3. các công cụ phái sinh và các giao dịch khác (Giao dịch giữa người cư trú và người không cư trú) Cho phép một số giao dịch

Nguồn: Bộ Tài chính (2006), trang 263-266.

Nhiều nghiên cứu đã tìm câu giải đáp cho vấn đề này và kết luận chung có thể tìm thấy là xuất phát từ sự yếu kém của hệ thống tài chính, mặc dù Việt Nam được đánh giá là thị trường vốn mới nổi lý tưởng, đầy tiềm năng và hứa hẹn lợi nhuận cao với độ rủi ro khá thấp; xuất phát từ sự mở rộng và thành công nhất định từ chương trình cổ phần hóa các doanh nghiệp nhà nước làm phát triển thị trường cổ phiếu. Các cuộc khủng hoảng tài chính xảy ra cuối thế kỷ trước làm nảy sinh tâm lý thận trọng của các nhà quản lý trong việc tự do hóa vốn di chuyển (khung 3.2). Tất nhiên mục đích kiểm soát vốn không chỉ dừng lại ở mục tiêu duy nhất là xử lý nhằm tránh các rủi ro của sự chu chuyển vốn, đặc biệt là các dòng vốn ngắn hạn. Đánh giá của UNDP cho thấy rằng hầu hết các biện pháp kiểm soát vốn chính thức và không chính thức thường dựa trên các cơ sở đặc biệt, cho nhiều mục đích khác nhau từ điều tiết tỷ giá hối đoái đến việc “kiểm soát hàng nhập khẩu không mong muốn” cũng như bảo hộ cho một số thị trường trong nước trước sự cạnh tranh quốc tế hoặc/và trong nước (UNDP, 2001).

Khung 3-2: Tư duy về kiểm soát vốn của Việt Nam

Hội nhập tài chính quốc tế mang lại cả những rủi ro và cơ hội. Thị trường vốn có thể áp đặt kỷ luật khắc nghiệt đối với những nước phải chịu những cú sốc ngược chiều và mắc sai lầm lớn về chính sách. Các nhà cho vay quốc tế và các nhà đầu tư gián tiếp thường ứng xử theo cảm tính hơn là tính toán kinh tế hợp lý; nguyên nhân là họ sẽ tin tưởng vào sự bảo lãnh của chính phủ đối với các tổ chức tài chính sẽ cứu họ khỏi những hậu quả tiêu cực của các quyết định cho vay. Tâm lý ỷ lại này sẽ khuyến khích việc chấp nhận rủi ro quá mức.

Đối với Việt Nam, áp lực mở cửa thị trường vốn là rất lớn từ việc các cam kết hội nhập hệ thống tài chính quốc tế. tuy nhiên thách thức lớn đối với Việt Nam chính là sự vận động liên tục của dòng vốn gián tiếp làm sâu sắc hơn khiếm khuyết của nền kinh tế; nếu dòng vốn quá lớn chảy vào Việt Nam vượt quá khả năng sử dụng hiệu quả, chúng có thể tác động không tốt tới khu vực tài chính từ đó ảnh hưởng tới nền kinh tế: giảm tỷ giá hối đoái, tăng giá trị đồng bản tệ làm giảm tính cạnh tranh của hàng hóa trong nước và tăng chi phí vốn vay của những khách hàng trong nước sử dụng vốn vay từ nước ngoài. Việt Nam đang cố tránh những cuộc đảo chiều đột ngột với qui mô lớn không thể dự đoán trước của dòng vốn, đặc biệt là các dòng vốn ngắn hạn. Chúng sẽ tạo ra khủng hoảng trong điều kiện nền tảng kinh tế Việt Nam còn nhiều vấn đề. Vì vậy, Việt Nam trước mắt sẽ tiến hành củng cố hệ thống tài chính trong nước trước khi tháo bỏ những rào cản kiểm soát vốn với mục tiêu là thu được lợi ích và hạn chế rủi ro đi kèm với các dòng vốn này.

Nguồn: Trích tham luận của Việt Nam trong Hội nghị Bộ trưởng Tài chính APEC, 2006.

Tất nhiên, nếu đi sâu vào những nguyên nhân sâu xa của Việt Nam trong việc thiết lập các biện pháp kiểm soát vốn sẽ thấy còn rất nhiều vấn đề phải phân tích; tuy nhiên sự giới hạn của khuôn khổ luận văn khiến tác giả chỉ phân tích dựa trên một nền tảng duy nhất, đó là tính chất nhiều khuyết tật, kém minh bạch và không có khả năng dự đoán được của hệ thống tài chính và thị trường tài chính của Việt Nam, như mục 3.3 sẽ trình bày.

3.3 HỆ THỐNG TÀI CHÍNH: ĐÁNH GIÁ NHỮNG KẾT QUẢ CẢI CÁCH

3.3.1 Mức độ phát triển hiện tại

Cải cách hệ thống tài chính Việt Nam thực tế được khởi đi từ năm 1988, bằng việc bãi bỏ hệ thống ngân hàng một cấp, NHNN trở về đúng chức năng của ngân hàng trung ương bên cạnh bốn ngân hàng thương mại quốc doanh được thành lập từ các vụ chức năng (Worldbank, 1995). Gần 20 năm sau cải cách ban đầu, sau ba đợt cải cách lớn, hệ thống tài chính Việt Nam hiện nay đã đạt đến mức đa dạng nhất định với cấu trúc gồm bốn thành tố cấu thành:

1. Thị trường tài chính

Thị trường tài chính Việt Nam hiện nay theo cách phân loại truyền thống gồm thị trường tiền tệ và thị trường vốn; trong khi các vấn đề thuộc thị trường tiền tệ ít có những tranh luận thì thị trường vốn là thị trường được quan tâm và gây tranh luận nhiều. Mặc dù theo chiến lược phát triển thị trường chứng khoán đến năm 2010 đặt mục tiêu quan trọng là biến thị trường này thành một kênh quan trọng để huy động vốn trung và dài hạn cho phát triển kinh tế (Ngân hàng nhà nước, 2006) tuy nhiên cho đến nay bản thân khuôn khổ pháp lý điều hành thị trường này còn chưa nhất quán, bộc lộ khá nhiều điểm yếu về hiệu quả quản lý.

2. Các định chế tài chính

Các tổ chức tài chính ở Việt Nam hiện tại bao gồm: hệ thống ngân hàng hai cấp; ủy ban chứng khoán nhà nước và các tổ chức hoạt động trên thị trường chứng khoán; các công ty bảo hiểm và các tổ chức tài chính khác, trong đó (Nguyễn Minh Kiều và Huỳnh Thế Du, 2006):

- NHNN với chức năng quản lý nhà nước về tiền tệ và hoạt động ngân hàng, phát hành tiền và cung cấp các dịch vụ ngân hàng cho các tổ chức tín dụng cũng như làm dịch vụ tiền tệ cho chính phủ.
- Các tổ chức tín dụng đóng vai trò là ngân hàng thương mại với chức năng chủ yếu là huy động vốn, tín dụng, thực hiện các dịch vụ thanh toán và ngân quỹ và các hoạt động khác như góp vốn, mua bán cổ phần, tham gia thị trường tiền tệ cũng như thực hiện một số dịch vụ liên quan đến hoạt động ngân hàng. Số lượng các tổ chức tín dụng theo thời gian được thống kê trong bảng 3.5.

Bảng 3-5: Số lượng các tổ chức tín dụng ở Việt Nam

	1999	2001	2007
Ngân hàng quốc doanh	5	5	5
Ngân hàng cổ phần	48	48	39
Ngân hàng liên doanh	4	4	4
Chi nhánh ngân hàng nước ngoài	26	26	27
Công ty tài chính	--	7	7
Công ty cho thuê tài chính	2	3	8
Tổng cộng	85	93	90

Nguồn: Báo cáo của NHNN Việt Nam. Hệ thống này không bao gồm ngân hàng chính sách xã hội.

- Các tổ chức hoạt động trên thị trường chứng khoán bao gồm các công ty chứng khoán và các công ty quản lý quỹ đầu tư thuộc sự quản lý của ủy ban chứng khoán nhà nước – cơ quan có nhiệm vụ chính trong việc tổ chức và giám sát các hoạt động của thị trường chứng khoán Việt Nam.
- Các công ty bảo hiểm với 24 doanh nghiệp đang hoạt động, chủ yếu từ lĩnh vực bảo hiểm nhân thọ (4/5 số doanh nghiệp và 2/3 doanh thu bảo hiểm). Doanh thu bảo hiểm chủ yếu đầu tư vào trái phiếu và gửi tại các ngân hàng thương mại.
- Các tổ chức tài chính khác như quỹ lương hưu thuộc bảo hiểm xã hội Việt Nam, tiết kiệm bưu điện và hệ thống các quỹ hỗ trợ/đầu tư phát triển của Bộ Tài chính hay địa phương không thuộc phạm vi điều chỉnh của Luật các tổ chức tín dụng và sự giám sát của NHNN.

Hiện nay, các tổ chức tài chính Việt Nam đang cung cấp vốn cho nền kinh tế và huy động từ nền kinh tế chiếm tỷ lệ khoảng 70% GDP; trong đó các tổ chức tín dụng chiếm khoảng 85%, thị trường chứng khoán chiếm khoảng 6%, tương đương với mức tiết kiệm bưu điện; phần còn lại thuộc về hệ thống các tổ chức bảo hiểm. Tổng vốn mà hệ thống ngân hàng cung cấp cho nền kinh tế chiếm 30% vốn đầu tư toàn xã hội (40% tổng nhu cầu vốn của doanh nghiệp).

3. Các công cụ tài chính

Các công cụ tài chính ở Việt Nam hiện nay theo thống kê trong bảng 3.6 là khá đa dạng; tuy nhiên mức phổ biến của mỗi loại công cụ là không giống nhau, phản ánh trình độ kém phát triển của cả hệ thống: công cụ tín dụng – là công cụ chủ yếu của nền kinh tế; đối với NHNN, các công cụ điều tiết thị trường tiền tệ cũng rất đơn giản (chỉ có tín phiếu kho bạc) nên việc điều tiết thiên về các mệnh lệnh hành chính nhiều hơn là điều tiết bằng chính sách.

4. Hạ tầng tài chính

Hạ tầng tài chính là yếu tố cuối cùng đóng vai trò nền móng để phát triển hệ thống tài chính. Các yếu tố cấu thành hạ tầng tài chính Việt Nam hiện nay bao gồm:

- **Khuôn khổ thể chế và luật pháp:** hiện nay khung pháp lý cho sự vận hành của hệ thống đã tương đối đầy đủ đối với cả lĩnh vực ngân hàng và thị trường vốn; tuy nhiên cơ chế để thực hiện quản lý nhà nước đối với hệ thống tài chính chưa đồng bộ và thống nhất; điển hình là các tổ chức có qui mô hoạt động rất lớn (như quỹ hỗ trợ phát triển: tổng tài sản lớn hơn của ngân hàng Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn) nhưng lại không chịu sự chi phối của Luật các tổ chức tín dụng.

- **Năng lực giám sát:** theo bản chất, nguồn lực và sự giám sát đối với ngân hàng khác biệt hoàn toàn với nguồn lực và giám sát đối với thị trường vốn. Trong lĩnh vực ngân hàng, việc giám sát hiện nay được qui định tương thích với các tiêu chuẩn quốc tế về rủi ro, phân loại nợ và trích lập dự phòng¹⁸; Việt Nam đã áp dụng nguyên tắc Basel 1 vào hoạt động của hệ thống ngân hàng mặc dù Việt Nam không phải là thành viên của hiệp ước này. Trong chiến lược phát triển hệ thống ngân hàng đến năm 2010, các nguyên tắc của hiệp định mới về vốn Basel II đang được xem xét áp dụng nhằm đảm bảo quản lý và phòng ngừa rủi ro cũng như đánh giá được một cách khá đúng đắn rủi ro đối với các hạng mục tín dụng (Ngân hàng nhà nước, 2006).

Trong lĩnh vực thị trường vốn, tính mới mẻ và đang phát triển cũng như qui mô của thị trường còn nhỏ bé nên mặc dù năng lực và kinh nghiệm quản lý, giám

¹⁸ Quyết định 493/2004/QĐ-NHNN.

sát hoạt động thị trường còn hạn chế và mang nặng tính hành chính nhưng được đánh giá là đạt được mức hiệu quả nhất định (Bộ Tài chính, 2006).

**Bảng 3-6: Hệ thống các công cụ tài chính
và mức phổ biến trong hệ thống tài chính Việt Nam**

Công cụ	Mức độ áp dụng
Tín dụng (cho vay)	Chiếm tỷ trọng chủ yếu trong việc phân phối vốn cho nền kinh tế
Trái phiếu chính phủ	Phát hành qua hệ thống kho bạc, tổng giá trị đạt khoảng 24.000 tỷ đồng
Tín phiếu kho bạc	Phục vụ cho các nghiệp vụ thị trường mở của NHNN
Trái phiếu đô thị	Chỉ có TP. Hồ Chí Minh phát hành.
Trái phiếu doanh nghiệp	Tương đối ít, chỉ có 2 loại được phát hành.
Chứng chỉ tiền gửi	Ở Việt Nam gọi là kỳ phiếu, do các ngân hàng phát hành, chủ yếu là ngắn hạn.
Cổ phiếu	Khá phổ biến nhưng giá trị khiêm tốn, chỉ đạt 0,5% GDP
Hợp đồng mua lại chứng khoán	Chưa có giao dịch chính thức.
Thương phiếu	Hầu như chưa được áp dụng
Hối phiếu	Áp dụng trong các giao dịch ngoại thương
Vay liên ngân hàng	Áp dụng phổ biến giữa các ngân hàng với hình thức qua đêm, kỳ hạn 3 tháng, 6 tháng.
Euro-Đôla	Không có
Vay thế chấp mua bất động sản	Phổ biến, các ngân hàng thương mại cổ phần đang đi đầu trong áp dụng
Các công cụ phái sinh	
Hợp đồng kỳ hạn	Chủ yếu trong lĩnh vực mua, bán ngoại tệ
Hợp đồng tương lai	Chưa có
Hợp đồng swap	Giao dịch rất hạn chế, chủ yếu trên thị trường ngoại hối
Quyền chọn (option)	Chưa áp dụng rộng rãi, chủ yếu chỉ thực hiện các chức năng trung gian.

Nguồn: Nguyễn Minh Kiều và Huỳnh Thế Du (2006)

Nói chung so với mức phát triển hiện nay thì hệ thống năng lực giám sát hiện tại đối với hệ thống tài chính tương đối phù hợp; nhưng để đáp ứng với sự phát triển kỳ vọng của hệ thống thì vẫn rất cần có những cải cách cụ thể hơn để đảm bảo sự phát triển lành mạnh, bền vững và hội nhập.

- Hệ thống cung cấp thông tin: các ngân hàng nói riêng và các tổ chức tài chính nói chung hiện nay đang từng bước áp dụng các chuẩn mực kế toán quốc tế dưới sự hỗ trợ về kỹ thuật của Ngân hàng thế giới, IMF Riêng các ngân hàng đã thiết lập cơ chế kiểm toán và kiểm soát nội bộ mặc dù chúng chưa được tuân thủ một cách nghiêm ngặt. Trách nhiệm lưu trữ thông tin tín dụng và tổ

chức xếp hạng tín dụng được giao về cho Trung tâm Thông tin Tín dụng của NHNN; tuy nhiên tổ chức này chưa đạt được độ tin cậy cao (Nguyễn Minh Kiều và Huỳnh Thế Du, 2006).

- Hệ thống thanh toán: đối với hệ thống ngân hàng cơ chế thanh toán tập trung đã hình thành từ năm 2002 bằng việc triển khai hệ thống thanh toán liên ngân hàng. Tuy nhiên, cho đến nay, hệ thống này vẫn chưa hoàn chỉnh; do vậy mức độ tập trung chưa cao, mức độ phân tán còn lớn.

Đối với thị trường vốn, hệ thống thanh toán hiện hành còn mang tính thủ công với độ tin cậy thấp, thời gian thanh toán kéo dài, mặc dù hệ thống chỉ dành cho các chứng khoán được “niêm yết”. Sự hạn chế của hệ thống thanh toán đối với thị trường chứng khoán làm cho các giao dịch không lưu ký vẫn tồn tại và không thể quản lý được.

3.3.2 Đánh giá kết quả cải cách

Sau gần 20 năm cải cách cùng với sự đổi mới của tổng thể nền kinh tế, hệ thống tài chính Việt Nam đã đạt được sự phát triển và hoàn thiện nhất định, nhất là từ các nỗ lực hoàn thiện trong vài năm gần đây. Sự tăng trưởng với tốc độ cao nhất là trong khu vực ngân hàng đi kèm với tỷ lệ giảm dần trong tín dụng cung cấp cho khu vực doanh nghiệp nhà nước khẳng định tính hiệu quả ngày càng cao của hệ thống ngân hàng¹⁹ (bảng 3.7); hơn nữa với sự tham gia của hệ thống các ngân hàng thương mại cổ phần và các ngân hàng nước ngoài thúc đẩy tính cạnh tranh trong khu vực ngân hàng. Sự cạnh tranh đó làm vốn được phân bổ qua kênh ngân hàng sẽ ngày càng hiệu quả.

Đối với thị trường vốn, sự phát triển thị trường chứng khoán một cách nhẩy vọt trong giai đoạn từ 2003 đến nay mặc dù còn nhiều tranh cãi nhưng thành quả đạt được là đáng ghi nhận: khả năng đây là kênh huy động vốn thứ hai cho nền kinh tế là điều có thể xảy ra nếu các hạn chế được khắc phục trong các chương trình cải cách mang tính toàn diện; chú ý đến việc minh bạch hóa và phòng ngừa rủi ro, nhất là đối với dòng vốn nước ngoài khi nền kinh tế hội nhập sâu và rộng hơn vào hệ thống tài chính toàn cầu.

Tuy nhiên, dù đã hội đủ các yếu tố cơ bản của hệ thống tài chính hoàn chỉnh nhưng nhìn chung hệ thống tài chính Việt Nam hiện tại còn trong tình trạng tương đối kém phát triển, chủ yếu vẫn dựa trên hoạt động của hệ thống ngân hàng và các tổ chức tín dụng (với khối lượng vốn cung cấp cho nền kinh tế chiếm

¹⁹ Các nghiên cứu về tính không hiệu quả của hệ thống tài chính thường nhấn mạnh đến đến công cụ tín dụng chỉ định “selective or directed credit program” theo đó các doanh nghiệp nhà nước được ưu đãi từ ngân hàng trong việc tiếp cận với nguồn vốn tín dụng mặc dù hiệu quả sử dụng vốn là không cao nếu không muốn nói là rất thấp; kết quả là hiệu quả hoạt động của khu vực tài chính cũng giảm sút và vốn được phân bổ không hiệu quả. Xem thêm trong Fry (1995), p.23-27.

đến 85% - như đã dẫn chứng). Trong bản thân hệ thống ngân hàng hoặc thị trường tín dụng, hệ thống tài chính Việt Nam vẫn mang tính chất của một thị trường độc quyền nhóm, không có sự phân định rõ ràng giữa các hoạt động mang tính thương mại và mang tính phi thương mại (chính sách) và mọi hoạt động nằm trong tầm kiểm soát của chính phủ (Tran Thi Ngoc Diep, 2002).

Bảng 3-7: Khu vực tài chính Việt Nam 2000-2005

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Ngân hàng						
Tín dụng cung cấp cho nền kinh tế (ngàn tỷ đồng)	156	189	231	297	420	546
Tăng trưởng tín dụng (%)	38.1%	21.4%	22.2%	28.4%	43.5%	30.0%
Tỷ lệ trên GDP (%)	35%	41%	44%	50%	59%	60%
Tỷ trọng cho vay đối với doanh nghiệp nhà nước (% tổng tín dụng)	45%	42%	39%	36%	34%	32%
Tỷ trọng cho vay đối với doanh nghiệp nhà nước (% GDP)	16%	17%	17%	18%	20%	21%
Chứng khoán						
Tổng giá trị chứng khoán niêm yết (ngàn tỷ đồng)	1.5	3.4	5.3	13.0	25.5	30.1
Tỷ lệ tăng trưởng (%)	n.a	125%	56%	147%	96%	18%
Tổng giá trị chứng khoán niêm yết trên GDP (%)	3.0%	0.7%	1.0%	2.2%	3.6%	3.8%
Cổ phiếu						
Số lượng công ty niêm yết	5	11	20	22	26	28
Tổng giá trị vốn hóa thị trường (nghìn tỷ đồng)	n.a	n.a	n.a	2.3	3.8	4.2
Tổng giá trị vốn hóa thị trường (% GDP)	n.a	n.a	n.a	0.4%	0.5%	0.5%
Trái phiếu						
Số trái phiếu niêm yết (phát hành)	4	18	41	103	207	235
Tổng mệnh giá (nghìn tỷ đồng)	1.2	4.1	5.6	18.6	20.9	32.9
Tổng mệnh giá (% GDP)	0.30%	0.85%	1.04%	3.03%	2.93%	3.93%
Quỹ đầu tư						
Số lượng quỹ đầu tư niêm yết	0	0	0	0	1	1
Giá trị niêm yết theo mệnh giá (ngàn tỷ đồng)	0	0	0	0	0.3	0.3
Giá trị niêm yết (% GDP)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.10%	0.08%
Bảo hiểm						
Doanh thu từ phí bảo hiểm (ngàn tỷ đồng)	n.a	n.a	7.0	10.4	12.5	17.0
Doanh thu từ phí bảo hiểm (% GDP)	n.a	n.a	1.30%	1.72%	1.73%	2.03%
Bảo hiểm nhân thọ (% GDP)	n.a	n.a	0.86%	1.06%	1.09%	1.19%
Bảo hiểm phi nhân thọ (% GDP)	n.a	n.a	0.67%	0.65%	0.66%	0.84%

Nguồn: Bộ Tài chính (2006), trang 234.

Sự nguy hiểm của tính chất độc quyền nhóm của ngân hàng thương mại nhà nước được cảnh báo từ rất lâu trong báo cáo của Worldbank²⁰ “nguy cơ tiềm tàng là bốn ngân hàng thương mại nhà nước có thể – thông qua các lựa chọn chiến lược giống nhau – sẽ làm suy yếu lẫn nhau qua cạnh tranh hoặc sẽ hợp lại thành một tổ hợp ngân hàng đa năng”. Điều này đang xảy ra trên thực tế nhưng các biểu hiện khó có thể kiểm định được (Nguyễn Minh Kiều, 2003).

Đối với NHNN, mặc dù trong kết cấu hệ thống ngân hàng hai cấp hiện nay thì đây chính là ngân hàng trung ương với sự độc lập trong việc thực thi chính sách tiền tệ nhưng thực tế lại mang dáng dấp của một bộ chuyên ngành. Sự độc lập và quyền lực thực sự nhằm thực thi chính sách tiền tệ là tương đối thấp, do vậy khả năng sử dụng chính sách tiền tệ nhằm ngăn ngừa tác động của những cú sốc tài chính có thể dẫn đến khủng hoảng yếu đi; trước hết là từ chính bản thân cơ chế giám sát và quản lý hệ thống các tổ chức tín dụng. Nghiên cứu của IMF về tính độc lập của ngân hàng trung ương và khủng hoảng tài chính (IMF, 1999) cho thấy rằng những ảnh hưởng về chính trị và nhà lãnh đạo không trực tiếp quản lý về mặt chuyên môn đôi khi không cảm nhận được mức độ nguy hiểm của những cú sốc, chậm đưa ra các biện pháp kịp thời do vậy sẽ làm gia tăng thiệt hại của cú sốc đến mức có thể dẫn đến khủng hoảng. Xét trên quan điểm này, Việt Nam không phải là một ngoại lệ.

Đối với thị trường vốn, mặc dù có sự phát triển mạnh mẽ về qui mô nhưng do xuất phát điểm quá thấp nên sự tăng trưởng không thực sự mang nhiều ý nghĩa. Thực trạng của thị trường còn khá nhiều vấn đề, chủ yếu là từ hệ thống thông tin không cân xứng làm cho người mua và người bán không thể gặp nhau; mặc dù nguồn tiết kiệm và bảo hiểm hiện có số dư khá lớn. “Bức tường thông tin” làm cho việc xác định giá trị của hàng hóa chứng khoán là vô cùng khó khăn (Huỳnh Thế Du, 2005); do bởi:

- Khó tìm kiếm được thông tin doanh nghiệp trên báo cáo tài chính;
- Khó mà xác định được tính xác thực của thông tin trong trường hợp có được;
- Bản thân người mua khi có thông tin về doanh nghiệp cũng chưa chắc chắn về khả năng phân tích toàn diện để xác định giá trị, trong trường hợp này, vai trò của những tổ chức xếp hạng doanh nghiệp là cần thiết nhưng ở Việt Nam chưa có cơ chế này.

Tính kém thông tin của thị trường làm suy yếu tính công khai và minh bạch – hai tố chất căn bản giúp cho thị trường phát triển lành mạnh. Chính điều

²⁰ Worldbank (1995), *Việt Nam – chương trình nghị sự phát triển ngành Tài chính*. Hà Nội, Nxb Thế giới.

này sẽ kìm hãm sự phát triển của thị trường mà Việt Nam chưa có biện pháp khắc phục triệt để.

Tóm lại, dù còn nhiều nguyên nhân và những phân tích khác nhau nhưng tựu trung thì hệ thống tài chính Việt Nam hiện nay tiềm ẩn khá nhiều hạn chế xuất phát từ khuyết tật của sự kém phát triển. Cũng như nhiều hệ thống kém phát triển khác, có thể quy về các yếu tố chính, bao gồm (IMF, 2006):

- Tính không đồng bộ: Việt Nam chưa có được hệ thống đầy đủ các thị trường cũng như các định chế cần thiết để đáp ứng mọi nhu cầu về tài chính cho mọi đối tượng trong nền kinh tế.
- Tính thiếu gắn kết mặc dù lĩnh vực tài chính bao gồm nhiều mảng thị trường gắn bó và liên kết chặt chẽ với nhau. Thiếu gắn kết sẽ làm thiếu đi cơ chế chia sẻ thông tin và do vậy làm giảm hiệu quả phân bổ nguồn lực. Hậu quả rõ rệt nhất của tính chất thiếu gắn kết chính là sự hiện diện của các thị trường không chính thức.
- Chưa vận hành theo cơ chế thị trường: Nhìn chung, một số các hoạt động của hệ thống tài chính còn ít chịu ảnh hưởng bởi yếu tố thị trường; đôi khi chúng được thực hiện từ những quyết định hành chính trên cơ sở các yếu tố phi thương mại. Đặc biệt là trong hoạt động tín dụng.
- Tính không hiệu quả: do hoạt động thị trường còn thiếu cạnh tranh, và hạ tầng phục vụ cho hệ thống quá lạc hậu. Tất cả các vấn đề này làm cho hoạt động của hệ thống tài chính trở nên đắt đỏ không hợp lý.
- Tính dễ đổ vỡ: do cơ chế quản trị yếu kém, thiếu các qui định cũng như cơ chế giám sát hợp lý khiến hệ thống tài chính dễ gặp các cú sốc hơn.

Các khuyết tật này mặc dù tiềm ẩn nhiều nguy cơ rủi ro khi mở cửa thị trường vốn. Sự luân chuyển của dòng vốn khi đó sẽ khuyếch đại những khuyết tật và làm tăng nguy cơ khủng hoảng vượt ra khỏi sự kiểm soát của chính phủ. Trong điều kiện ấy, lựa chọn của Việt Nam lúc này chính là kiểm soát vốn thông qua các biện pháp hành chính và các biện pháp tiền tệ. Đây có thể coi là sự lựa chọn an toàn, hiệu lực và hiệu quả (Bộ Tài chính, 2006); tuy nhiên cái giá phải trả của nó cũng không hề thấp. Kiểm soát vốn đồng nghĩa với việc hình thành những méo mó trong các quyết định đầu tư và làm tăng chi phí cho nền kinh tế. sự hạn chế trong việc tiếp cận với dòng vốn nước ngoài – vốn là dòng ngoại hối thường dẫn đến các tác động phòng ngừa không thể dự đoán trước. Một tình trạng dễ thấy nhất đó là vấn đề đôla hóa nền kinh tế thông qua việc tiết kiệm được cất giữ bằng ngoại tệ - mà điều quan trọng là nguồn này nằm ngoài nền sản xuất xã hội. Điều này, kết cục sẽ làm giảm tăng trưởng và đôi khi tăng các rủi ro không cần thiết đối với nền kinh tế (UNDP, 2001).

3.4 NGHIÊN CỨU KINH TẾ LƯỢNG

Để có thể xác định một cách khoa học hơn và mang tính định lượng về vấn đề quản lý tài khoản vốn, luận văn sử dụng cách tiếp cận bằng mô hình kinh tế lượng. Tuy nhiên, với sự hạn chế về số liệu cũng như khuôn khổ luận văn, tác giả chỉ sử dụng mô hình đơn giản để đánh giá mức độ và tác động của tự do hóa tài khoản vốn ở Việt Nam trong khoảng thời gian từ năm 1999 (trong một số trường hợp, việc ước lượng có thể từ năm 1997 – khi số liệu cho phép) đến nay theo các giả định mang tính lý thuyết. Các phân tích định lượng dựa trên tài liệu được công bố bởi Pedro Alba *et al* (2000), Johnston *et al* (1997) và Johnston *et al* (1998) với phương pháp luận và thiết lập mô hình ban đầu; bởi sự phù hợp về nguồn số liệu cũng như tương thích của khuôn khổ lý thuyết đã giới thiệu trong chương 1 của luận văn.

3.4.1 Mục tiêu và cơ sở dữ liệu

1. Mục tiêu nghiên cứu

- Thứ nhất: kiểm định điều kiện ngang bằng lãi suất nhằm để xác định bản chất dòng vốn nước ngoài ở Việt Nam: được tự do di chuyển hay bị kiểm soát chặt chẽ. Theo lý thuyết cân bằng lãi suất, dòng vốn khi được tự do di chuyển sẽ ngừng di chuyển khi và chỉ khi chênh lệch giữa lãi suất trong nước và lãi suất bên ngoài bằng tỷ lệ mất giá kỳ vọng của đồng nội tệ. Nếu điều kiện cân bằng lãi suất không được đảm bảo – trong cơ chế dòng vốn tự do di chuyển – thì sẽ xuất hiện các động cơ để dòng vốn vào và/hoặc ra. Mặc dù các nghiên cứu định tính cho thấy Việt Nam hiện đang theo đuổi cơ chế kiểm soát vốn tương đối thận trọng, trong điều kiện hệ thống tài chính đã có những bước hội nhập nhất định vào khu vực và thế giới, việc kiểm định này nhằm làm rõ các biện pháp kiểm soát vốn làm cho lãi suất trong nước xa rời với sự thay đổi của lãi suất bên ngoài và do vậy ngăn ngừa hệ thống tài chính hội nhập với phần còn lại của thế giới.

- Thứ hai: ước lượng hệ số của các yếu tố xác định dòng vốn vào. Đây là điều quan trọng để giải thích cho xu hướng ngày càng tăng trong bản chất của dòng vốn vào Việt Nam thời gian qua. Đứng trên quan điểm của IMF thì dòng vốn vào một quốc gia – đặc biệt là các nước đang nổi - phụ thuộc vào hai nhóm yếu tố (IMF,1999):

- Các động cơ bên trong nền kinh tế - tạo thành độ tin cậy về sự sinh lợi của vốn - bao gồm: (i) nền tảng kinh tế: các nước nhập khẩu vốn sẽ có mức thu hút vốn trên GDP cao hơn khi các yếu tố nền tảng (như đầu tư trên GDP cao, lạm phát thấp và tỷ giá hối đoái thực ổn định) mạnh hơn; (ii) lãi suất – yếu tố này tác động rất lớn đến dòng vốn gián tiếp; trong khi đó vốn FDI dường như ít chịu ảnh hưởng.

- Các động cơ bên ngoài – tạo thành cơ sở để so sánh về tính sinh lợi của vốn, đóng vai trò yếu tố “đẩy” vốn qua các nước nhập khẩu vốn. Chúng bao gồm: (i) sự giảm dần của lãi suất thế giới làm cho cơ hội kiếm lợi ở các nền kinh tế đang nổi trở nên hấp dẫn hơn, đặc biệt khi các nền kinh tế mới nổi mở rộng phạm vi các công cụ cho các nhà đầu tư có tổ chức nhằm tăng khả năng thanh khoản và đa dạng hóa rủi ro cho đồng vốn; (ii) các nhà đầu tư có tổ chức kỳ vọng vào suất sinh lợi ở các nền kinh tế đang nổi thông qua việc cải cách cơ cấu nền kinh tế, tăng cường cạnh tranh và hệ thống tài chính theo các cam kết quốc tế.

Các hệ số xác định đối với từng yếu tố tác động đến dòng vốn vào sẽ giúp giải thích chính sách thu hút vốn của Việt Nam thời gian qua, phân tích định tính ở các mục trước cho thấy Việt Nam chủ yếu chú ý đến những yếu tố nhằm thu hút FDI, trong khi vốn đầu tư gián tiếp – đặc biệt là các nguồn vốn ngắn hạn bị kiểm soát chặt chẽ. Do vậy, hệ số của từng yếu tố tác động đến tổng dòng vốn vào liên quan đến từng loại vốn sẽ có những vai trò khác nhau, phản ánh các tiềm năng và rủi ro của chính sách thu hút vốn của Việt Nam hiện tại.

- Thứ ba: kiểm định về khả năng của NHNN trong việc thực thi chính sách tiền tệ nhằm đối phó với sự vận động của dòng vốn, nói cách khác đây là nghiên cứu kiểm định vốn mức độ kiểm soát vốn thông qua hoạt động của NHNN. Với việc duy trì tỷ giá hối đoái ở mức tương đối cố định, ngân hàng khó có thể duy trì một chính sách tiền tệ độc lập (bao gồm việc duy trì mức lãi suất độc lập với xu hướng của bên ngoài) mặc dù vốn bị hay không bị kiểm soát. Các hệ số của mô hình phản ánh mức độ khó khăn của việc duy trì một chính sách tiền tệ độc lập trong điều kiện tỷ giá hối đoái cố định – như Việt Nam đã thực hiện các năm vừa qua.

Mặc dù thực hiện các ước lượng và kiểm định một cách độc lập; nhưng giữa chúng sẽ có quan hệ lẫn nhau. Các kiểm định về điều kiện cân bằng lãi suất cho thấy được sự thành công của việc duy trì mức lãi suất độc lập với bên ngoài; điều này hàm ý cho việc ước lượng nhằm xác định các nỗ lực duy trì một chính sách tiền tệ độc lập của Việt Nam. Hai kết quả kiểm định và ước lượng vừa nêu làm cơ sở để giải đáp cho những phân tích từ kết quả của việc xác định dòng vốn vào Việt Nam thời gian qua và cũng hàm ý chính sách đối với việc hoàn thiện các khía cạnh cụ thể của chính sách tiền tệ, hướng đến mục tiêu mở cửa thị trường vốn trong tương lai gắn theo các cam kết quốc tế.

2. Dữ liệu của các mô hình

Dữ liệu sử dụng để ước lượng và kiểm định các mô hình có nguồn gốc chủ yếu từ thống kê tài chính quốc tế (International Financial Statistics) của IMF, bảng online và một số tài liệu khác cũng do tổ chức này công bố nhằm đảm bảo

tính tương thích về mặt số liệu. Thời gian thu thập số liệu từ năm 1997 đến năm 2006. Các dữ liệu thô được sử dụng bao gồm:

- GDP và CPI: để đo lường giá trị và sự tăng trưởng của sản lượng.
- M2: để đo lường mức thanh toán của nền kinh tế, qua M2 cũng có thể đánh giá được mức độ phát triển của hệ thống tài chính (mặc dù theo lý thuyết, độ sâu tài chính được đo lường bằng tỷ số M3/GDP; tuy nhiên ở Việt Nam các khoản tiền gửi kỳ hạn số lượng lớn và các thỏa thuận mua lại dài hạn – chênh lệch giữa M3 và M2 – là nhỏ nên có thể sử dụng biến số M2 tính theo GDP để đo lường độ sâu của hệ thống tài chính).
- Tài sản nước ngoài ròng (Net Foreign Asset) và tài sản trong nước ròng (Net Domestic Asset - bằng tổng tín dụng nội địa cộng tài sản ròng khác) để đo lường mức độ sử dụng chính sách tiền tệ nhằm bảo vệ hệ thống tiền tệ trong nước bằng các giao dịch mua – bán tài sản trong nước khi tài sản nước ngoài ròng thay đổi (offseting intervention).
- Tỷ giá hối đoái và chỉ số tỷ giá tỷ giá hối đoái thực: để đo lường sự thay đổi của tỷ giá hối đoái thực về mặt giá trị.

Các số liệu về GDP, CPI và M2 do được lấy theo quý nên bị ảnh hưởng bởi tính mùa vụ. Để hiệu chỉnh yếu tố mùa vụ, tác giả luận văn sử dụng phương pháp trung bình trượt với $k = 4$, do vậy thực tế chuỗi số liệu sau khi hiệu chỉnh yếu tố thời vụ chỉ còn lại 30 - 36 quan sát, từ quý 3/1997 đến quý 2/2005 hoặc quý 2/2006.

- Số liệu về lãi suất danh nghĩa sử dụng để kiểm định mô hình ngang bằng lãi suất chỉ được thu thập từ quý 1/1999²¹ đến quý 1/2006: (i) lãi suất tiền gửi VNĐ kỳ hạn 3 tháng từ dữ liệu công bố trên website của các ngân hàng thương mại; (ii) lãi suất USD cùng kỳ hạn từ tập hợp nghiên cứu của Nguyễn Thị Ngọc Trang *et al*, 2006); (iii) tỷ giá giao ngay và tỷ giá kỳ hạn 3 tháng giữa VNĐ và USD sử dụng cơ sở dữ liệu của IMF.

3.4.2 Điều kiện ngang bằng lãi suất

Như chương 1 đã trình bày (mục 1.2.2.), lý thuyết về cân bằng của lãi suất đặt trên nền tảng giả định “sự thay thế hoàn hảo và tự do của các tài sản tài chính trong nước và nước ngoài”. Đối với Việt Nam, mặc dù thực tế nghiên cứu ở các phần trước cho thấy rằng mức độ hội nhập về tài chính đối với phần còn lại

²¹ Thời điểm mà các giao dịch ngoại hối kỳ hạn được phép thực hiện ở Việt Nam.

của thế giới là chưa cao, tuy vậy cũng có thể giả định rằng mức độ mở cửa trong khoảng thời gian gần đây khiến cho đồng vốn tự do di chuyển, và mô hình cân bằng lãi suất có phòng ngừa cho thấy mức độ khác biệt của lãi suất trong nước so với lãi suất thế giới và điều này ngăn cản sự hội nhập của hệ thống tài chính Việt Nam và thế giới thời gian qua.

Công thức 1.10 có thể viết lại:

$$F_d = i_d - i_f \quad (3.1)$$

Trong điều kiện có rủi ro, chênh lệch giữa tỷ giá kỳ hạn kỳ vọng và tỷ giá giao ngay được cộng thêm một khoản nhằm bù đắp rủi ro đầu tư vào nội tệ thay vì đầu tư vào ngoại tệ (λ). Do vậy, chênh lệch giữa tỷ giá kỳ hạn kỳ vọng và tỷ giá giao ngay, hay còn gọi là suất chiết khấu hối đoái giao sau kỳ vọng thể hiện bằng:

$$F_d^e = (i_d - i_f) + \lambda \quad (3.2)$$

Để đơn giản hóa, giả thiết rằng nhà đầu tư không đặt vấn đề bù đắp rủi ro đầu tư, đặt $ED = F_d$ và $ID = (i_d - i_f)$; Mô hình hồi qui về điều kiện cân bằng lãi suất có dạng:

$$ED = \beta_0 + \beta_1 ID \quad (3.3)$$

Kết quả ước lượng phương trình (3.3) thu được như sau:

Bảng 3-8: Kiểm định điều kiện cân bằng lãi suất ở Việt Nam

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
β_0	0.417365	0.164659	2.534728	0.0174
β_1	-0.135281	0.143195	-0.944733	0.3532
R-squared	0.031999	Mean dependent var		0.287994
Adjusted R-squared	-0.003853	S.D. dependent var		0.491442
S.E. of regression	0.492388	Akaike info criterion		1.487374
Sum squared resid	6.546052	Schwarz criterion		1.581671
Log likelihood	-19.56693	Durbin-Watson stat		1.314470

Kết quả cho thấy mức ý nghĩa của mô hình là rất yếu, R^2 chỉ đạt 3,2%; nói cách khác, chênh lệch giữa tỷ giá giao ngay và tỷ giá kỳ hạn không được giải thích bằng sự tương quan tuyến tính với chênh lệch lãi suất bằng VNĐ và USD. Cùng một hướng nghiên cứu, nhưng sử dụng phương pháp tính tỷ giá kỳ hạn theo qui định của NHNN, Nguyễn Thị Ngọc Trang *et al*, 2006) cũng tìm thấy kết quả tương tự: ý nghĩa của mô hình chỉ đạt 15,61%.

Kết quả kiểm định hệ số góc của mô hình β_1 với giả thiết $H_0: \beta_1 = 0$; $H_1: \beta_1 \neq 0$ cho thấy giá trị $p\text{-value} = 0.3532$. So với tiêu chuẩn kiểm định truyền thống²² thì H_0 được chấp nhận, nói cách khác trong trường hợp này không có mối tương quan giữa chênh lệch tỷ giá giao ngay – tỷ giá kỳ hạn và chênh lệch lãi suất VNĐ -USD trong trường hợp Việt Nam. Ngược lại, biến β_0 lại có ý nghĩa ở mức 5% tức là β_0 khác 0 một cách đáng kể. Điều này hàm ý rằng: điều kiện cân bằng lãi suất ở Việt Nam không tồn tại, tức là trong cơ chế vốn tự do di chuyển sẽ xuất hiện dòng vốn ra hoặc vào nhằm kinh doanh chênh lệch giá. Trên thực tế điều này không xảy ra; chứng tỏ Việt Nam đang duy trì một sự kiểm soát vốn khá chặt chẽ. Lãi suất trong nước tuy được đánh giá là đã tự do hóa ở mức độ đáng kể và tỷ giá trong nước được đánh giá là linh hoạt ở mức độ nhất định nhưng không phản ánh được sự tương quan so với các biến số tương ứng của phần còn lại của thế giới.

Mô hình trên cũng cho thấy rằng sự kỳ vọng về sự thay đổi của tỷ giá hối đoái ở Việt Nam là không thể dự báo được. Một cách chính thức, Việt Nam chỉ cho phép xác định tỷ giá kỳ hạn theo một công thức nhất định được NHNN công bố, do vậy tỷ giá kỳ vọng thực chất không phản ánh được tính ngẫu nhiên của biến. Ngay cả thống kê của IMF²³ cũng cho thấy tỷ giá tương lai không phải là tỷ giá kỳ vọng, nên mức tương quan của mô hình không chặt chẽ cũng là điều dễ hiểu.

3.4.3 Phạm vi tác động của các yếu tố đến dòng vốn vào Việt Nam

Như đã phân tích trong mục 3.1.2, dòng vốn vào Việt Nam có qui mô ngày càng tăng, đặc biệt trong bốn năm gần đây. Có khá nhiều ý kiến giải thích về điều này. Trong điều kiện dòng vốn bị kiểm soát chặt chẽ, qui mô tăng dần của tài khoản vốn và tài chính hàng năm nếu dựa trên các yếu tố đóng vai trò là “động cơ” theo quan điểm của IMF (đã giải thích ở phần trên), có thể xây dựng mô hình như sau:

$$dCF = \beta_0 + \beta_1 IRD + \beta_2 \log CPI + \beta_3 \log GDP + \beta_4 \log M2 + \beta_5 DUM \quad (3.4)$$

Trong đó:

- dCF là biến phản ánh về sự tăng trưởng quy mô tài khoản vốn theo GDP. Biến này phản ánh sự gia tăng một cách tương đối của dòng vốn vào Việt Nam.
- IRD là chênh lệch lãi suất giữa lãi suất tiền gửi trong nước và USD cùng kỳ hạn. Biến này phản ánh cả động cơ bên trong và động cơ bên

²² Mức ý nghĩa được chọn là 5%.

²³ Không rõ phương pháp tính toán của nguồn số liệu này.

ngoài của dòng vốn vào Việt Nam trong suốt giai đoạn nghiên cứu. Tất nhiên, suất sinh lợi của đồng vốn Việt Nam còn phụ thuộc vào cơ chế tỷ giá hối đoái. Tuy nhiên do không có các giá trị kỳ vọng về tỷ giá và như kết quả nghiên cứu trong mục 3.4.1, tỷ giá dường như không có tác động đáng kể nào đến kỳ vọng về suất sinh lợi và rủi ro của vốn.

- LogCPI là logarite của chỉ số giá tiêu dùng; được coi là biến đặc trưng biểu thị cho lạm phát của nền kinh tế.
- LogM2 là logarit của chỉ số M2/GDP; đây là biến biểu thị độ sâu tài chính. Biến này – như đã phân tích trong mục 3.4.1. - được dùng để đo lường sự phát triển của hệ thống tài chính.
- LogGDP là tỷ lệ tăng trưởng GDP.
- DUM là biến giả, phản ánh tác động của việc hội nhập của nền kinh tế và tác động của những tác động tự do hóa tài chính. Thực tế, cuối năm 2001, Việt Nam ký kết hiệp định thương mại song phương với Hoa Kỳ. Và từ quý 3/2002 khi cơ chế lãi suất được tự do hóa, ngân hàng được phép xác định lãi suất cho vay trên cơ sở thẩm định và thương lượng với khách hàng (Nguyễn Xuân Thành, 2007). Đây là những điều kiện tác động nhằm tăng kỳ vọng sinh lợi của vốn nhưng do hai sự kiện này diễn ra gần nhau; vả lại chỉ có sự kiện đầu được đánh giá là có tác động đáng kể nên DUM mang giá trị 1 từ quý 1/2002.

Trên thực tế toàn bộ số liệu dùng để ước lượng các biến số của mô hình đều là các chuỗi số liệu theo thời gian nên thường chứa nghiệm đơn vị. Để xác định luận văn tiến hành kiểm định đơn vị cho tất cả các biến thực của mô hình trên chuỗi số liệu đã điều chỉnh để loại bỏ tính thời vụ; kết quả thu được trình bày trong bảng 3.9.

Kết quả kiểm định cho thấy rằng trừ biến IRD, tất cả các biến còn lại đều có thống kê kiểm định Augmented Dickey-Fuller lớn hơn các giá trị so sánh, do vậy điều này không thể bác bỏ được giả thiết rằng chúng có nghiệm đơn vị, (tức là chúng ổn định). Nói một cách khác, trong trường hợp này, các biến số của mô hình là những chuỗi không ổn định (non-stationary).

Để kiểm định về đa cộng tuyến (đồng liên kết) giữa các biến giải thích trong mô hình, sử dụng ma trận tương quan để tìm điều kiện đủ để có thể phát hiện điều kiện đa cộng tuyến giữa các biến giải thích trong mô hình (bảng 3.10).

**Bảng 3-9: Kết quả kiểm định nghiệm đơn vị cho các biến số
dCF, IRD, logGDP, logM2 và logCPI**

Biến số	Dickey-Fuller test statistic	Mức ý nghĩa			Prob
		1%	5%	10%	
dCF	-1.153339	-3.632900	-2.948404	-2.612874	0.6832
IRD	-2.817970	-3.653730	-2.957110	-2.617434	0.0670
logGDP	-3.808752	-2.612874	-2.948404	-3.632900	0.0064
LogM2	7.051529	-3.632900	-2.948404	-2.612874	1.0000
logCPI	2.542286	-3.670170	-2.963972	-2.621007	1.0000

Bảng 3-10: Ma trận tương quan giữa các biến dCF, IRD, logGDP, logM2 và logCPI

	LogGDP	logM2	dCF	IRD	logCPI
LogGDP	1.000000	--	--	--	--
logM2	-0.497267	1.000000	--	--	--
DCF	-0.402275	0.921440	1.000000	--	--
IRD	-0.458853	0.320175	0.285522	1.000000	--
LogCPI	-0.502035	0.967285	0.914879	0.365093	1.000000

Bảng 3.10 trên cho thấy hệ số tương quan cặp (*pair-wise correlation*) giữa hai biến logCPI và logM2 là khá cao; điều này được giải thích bằng tính phụ thuộc giữa tăng trưởng tiền tệ và lạm phát. Điều này đúng với Việt Nam, khi các nghiên cứu về lạm phát cho rằng có hai nguyên nhân chủ yếu: nguyên nhân tiền tệ và nguyên nhân cơ cấu (IMF, 2006). Để khắc phục điều này, luận văn sử dụng sai phân cấp 1 (*first difference*) của biến logM2; do vậy phương trình 3.4 viết lại như sau:

$$dCF = \beta_0 + \beta_1 IRD + \beta_2 \log CPI + \beta_3 \log GDP + \beta_4 D(\log M2) + \beta_5 DUM \quad (3.5)$$

Qua kết quả ước lượng phương trình 3.5 thể hiện trong bảng 3.11 có thể thấy rằng giá trị *p-value* của mô hình cho thấy hệ số β_0 và β_1 là có ý nghĩa thống kê ở mức 10%; β_2 có ý nghĩa thống kê ở mức 5% và β_5 có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Tức là với mức ý nghĩa tương ứng, các hệ số của biến độc lập sẽ thực sự khác 0; hơn nữa giá trị của thống kê Durbin-Watson nằm trong khoảng (1-3) nên - theo kinh nghiệm - có thể kết luận rằng mô hình không có sự tự tương quan.

Với ý nghĩa thống kê của các tham số như đã trình bày, cộng với hệ số tương quan đạt mức rất cao ($R^2 = 89,3\%$); như vậy có thể thấy rằng:

Kết quả ước lượng của mô hình phù hợp với các nhân định từ các công trình nghiên cứu đã công bố cho rằng mức độ hội nhập của Việt Nam vào nền kinh tế khu vực và toàn cầu thúc đẩy nhanh chóng qui mô dòng vốn vào. Sự kiện lớn nhất của lộ trình hội nhập trong giai đoạn nghiên cứu là việc Việt Nam ký kết được hiệp định thương mại song phương với Mỹ; đây là sự kiện được cho rằng sẽ tạo đà cho các nhà đầu tư Hoa Kỳ mang vốn vào thị trường Việt Nam,

thực chất FDI từ Hoa kỳ đổ vào Việt Nam tăng khá nhanh kể từ năm 2002 và dẫn tới các tác động lan tỏa đến hành vi đầu tư của các nhà đầu tư khác.

Bảng 3-11: Kết quả ước lượng mô hình hồi quy về các yếu tố xác định dòng vốn vào Việt Nam

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
β_0	-17.54580	9.052970	-1.938126	0.0621
β_1	-0.053984	0.028130	-1.919070	0.0645
β_2	9.499425	4.615085	2.058343	0.0483
β_3	6.489882	10.48409	0.619022	0.5406
β_4	0.942484	0.980850	0.960885	0.3443
β_5	0.555659	0.191932	2.895081	0.0070
R-squared	0.893048	Mean dependent var		2.141806
Adjusted R-squared	0.875223	S.D. dependent var		0.822192
S.E. of regression	0.290429	Akaike info criterion		0.516098
Sum squared resid	2.530474	Schwarz criterion		0.780018
Log likelihood	-3.289768	Durbin-Watson stat		1.726407

Bên cạnh đó, các yếu tố tác động đến đầu tư gián tiếp như chênh lệch về lãi suất hay lạm phát cũng có tác dụng đáng kể trong việc giải thích về chính sách kiểm soát vốn và bản chất dòng vốn vào Việt Nam trong 10 năm vừa qua:

Thứ nhất: chênh lệch lãi suất, trong điều kiện tỷ giá hối đoái cố định, chênh lệch lãi suất càng lớn thì cơ hội kinh doanh chênh lệch giá càng nhiều; do vậy theo lý thuyết, hệ số của biến IRD được kỳ vọng là lớn hơn 0; tuy nhiên kết quả của mô hình cho thấy mặc dù có ý nghĩa thống kê ở mức khá mạnh nhưng hệ số này nhỏ hơn 0. Điều này được lý giải bởi tỷ lệ lạm phát của Việt Nam cao hơn phần còn lại của thế giới do vậy, tỷ giá hối đoái thực có xu hướng giảm. Kết quả là vốn sẽ có xu hướng đi ra do việc điều chỉnh lãi suất của Việt Nam không phản ánh lý thuyết ngang bằng lãi suất. Rõ ràng kết quả này một lần nữa ít nhiều cho thấy rằng Việt Nam hiện nay đang kiểm soát vốn một cách chặt chẽ; do bởi dù khác 0 một cách thực sự nhưng giá trị của β_2 là rất bé ($\beta_2 = 0.054$), do vậy tác động đến dòng vốn là không đáng ngại.

Thứ hai: tỷ lệ lạm phát của Việt Nam tác động khá mạnh đến dòng vốn vào theo hướng tương quan nghịch chiều; điều này là hoàn toàn phù hợp về lý thuyết; đối với cả vốn FDI lẫn vốn đầu tư gián tiếp; trong khi đó, tăng trưởng kinh tế hay phát triển hệ thống tài chính – theo kết quả hồi qui, lại không cho thấy ý nghĩa gì lớn trong việc xác định dòng vốn vào Việt Nam thời gian qua.

3.4.4 Đo lường kiểm soát vốn và chính sách tiền tệ tại Việt Nam

Các kết quả nghiên cứu trong hai mô hình trước đều cho thấy rằng Việt Nam đang kiểm soát chặt chẽ các dòng vốn vào/ra qua biên giới quốc gia. Điều

này phù hợp với kinh nghiệm của các nước đang phát triển đang theo đuổi chế độ tỷ giá hối đoái cố định; với lý do chủ yếu là nhằm bảo vệ và duy trì một chính sách tiền tệ không phụ thuộc vào bên ngoài; nói một cách khác việc cung tiền hướng đến tự cân bằng; tức là các tác nhân làm tài sản nước ngoài ròng thay đổi sẽ được ổn định bằng các điều chỉnh thay đổi tài sản trong nước ròng. Hiện nay về mặt lý thuyết, có hai cách tiếp cận hoặc là tiếp cận cân thanh toán trên giác độ tiền tệ; hoặc là tiếp cận trên mô hình xác định tỷ giá trong điều kiện cân bằng tổng thể (Tran Thi Ngoc Diep, 2002). Trong điều kiện Việt Nam hiện nay, cách tiếp cận thứ nhất tỏ ra hiệu quả hơn vì cơ sở dữ liệu có sẵn, điều này cũng giống như các nghiên cứu của các tác giả khác về các nước lân cận Việt Nam (Pedro Alba *et al*, 2000).

Mô hình thông dụng được sử dụng trong kiểm định và đánh giá mức độ duy trì sự cân bằng trong chính sách tiền tệ có thể được trình bày như sau ²⁴:

$$\Delta FA_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta \log P_{t-1} + \beta_2 \Delta \log(Y_{t-1}) + \beta_3 \Delta i_t + \beta_4 \Delta DA_t + u_t \quad (3.6)$$

Trong đó:

- ΔFA_t : là tỷ số đo lường mức thay đổi của tài sản nước ngoài ròng của quốc gia tại thời điểm t , $\Delta FA_t = [F/(F+D)]\Delta \log F$; (với F là tổng tài sản nước ngoài ròng – Net Foreign Assets; D là tổng tài sản trong nước ròng – Net Domestic Assets).
- ΔDA_t : là tỷ số đo lường mức thay đổi tài sản trong nước ròng của quốc gia tại thời điểm t ; $\Delta DA_t = [D/(F+D)]$.
- Δi biểu thị mức độ thay đổi lãi suất tại thời điểm t ;
- $\Delta \log(Y_{t-1})$ biểu thị sự thay đổi của sản lượng của quốc gia tại thời điểm $t-1$;
- $\Delta \log P_{t-1}$: biểu thị tỷ lệ mất giá của tiền tệ do lạm phát.

Về mặt lý thuyết thì nếu sự can thiệp bằng chính sách tiền tệ đạt được tính cân bằng thì các hệ số β_1 sẽ bằng 1 và hệ số β_4 sẽ bằng -1 ; trong khi đó, các hệ số β_2 và β_3 theo phương trình cầu tiền sẽ có giá trị tương ứng là 1 và -0.01 ; tức là: để ổn định về mặt tiền tệ, tổng tài sản trong nước ròng sẽ thay đổi với cùng mức để bù đắp vào sự mất giá tiền tệ do lạm phát.

Để thống nhất với cơ sở dữ liệu được sử dụng trong luận văn, coi P chính là chỉ số giá tiêu dùng CPI; Y là GDP. Phương trình 3.6 viết lại như sau:

$$\Delta FA_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta \log CPI_{t-1} + \beta_2 \Delta \log(GDP_{t-1}) + \beta_3 \Delta i_t + \beta_4 \Delta DA_t + u_t \quad (3.7)$$

²⁴ ΔDA và ΔFA có thể hoán đổi vị trí cho nhau mà không ảnh hưởng đến ý nghĩa của mô hình.

Phương trình 3.7 được ước lượng bằng phương pháp bình phương nhỏ nhất thông dụng (OLS) dựa trên 32 quan sát từ quý 2/1997 đến quý 2/2005; với các số liệu tương ứng đã hiệu chỉnh yếu tố thời vụ. Kết quả thu được từ ước lượng trình bày trong bảng 3.12 như sau:

Bảng 3-12: Kết quả ước lượng mô hình chính sách tiền tệ độc lập

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
β_0	0.013541	0.003762	3.599145	0.0013
β_1	-0.828928	0.473340	-1.751232	0.0917
β_2	0.773580	0.352640	2.193682	0.0374
β_3	-0.004829	0.003395	-1.422676	0.1667
β_4	-0.039743	0.063829	-0.622650	0.5389
R-squared	0.427228	Mean dependent var		0.011735
Adjusted R-squared	0.339109	S.D. dependent var		0.011651
S.E. of regression	0.009472	Akaike info criterion		-6.334278
Sum squared resid	0.002333	Schwarz criterion		-6.102990
Log likelihood	103.1813	Durbin-Watson stat		1.205163

Thống kê Durbin-Watson của mô hình cho thấy $d=1.205$; giá trị này nằm trong khoảng cho phép để kết luận rằng bản thân các biến số giải thích của mô hình không có hiện tượng tự tương quan. Do vậy, sẽ không làm mất hiệu lực của các kiểm định được thực hiện.

Ước lượng mô hình 3.7 cho thấy hệ số của biến số ảnh hưởng đến mức độ thay đổi của tài sản nước ngoài ròng như sự thay đổi của tỷ lệ lạm phát và sự thay đổi trong tăng trưởng sản lượng cũng như hệ số chặn đều có ý nghĩa thống kê ở mức 10%, trong đó hệ số của biến biểu thị sự thay đổi tỷ lệ tăng trưởng và hệ số chặn có ý nghĩa thống kê ở mức chính xác hơn: 5%. Hệ số của biến biểu thị sự thay đổi về lãi suất không có ý nghĩa thống kê, điều này là phù hợp với kết luận của nghiên cứu định tính đã trình bày: lãi suất không thực sự vận động theo cơ chế thị trường, do vậy sẽ đóng vai trò rất nhỏ bé trong việc sử dụng chính sách tiền tệ.

Điều đáng lưu ý rằng trong mô hình đánh giá này, các hệ số quá khác biệt so với dự đoán ban đầu, do vậy, mặc dù sự tương quan của mô hình là không thực sự chặt chẽ ($R^2 = 42,72\%$) nhưng ít nhiều cũng cho thấy rằng mô hình phản ánh được thực tế, đó là hệ thống tài chính Việt Nam còn trong tình trạng kém phát triển, do đó rất khó để các nhà quản lý tiền tệ có thể thiết lập chính sách tiền tệ một cách độc lập, không nhất thiết phải phụ thuộc vào các biến động bên ngoài nền kinh tế.

Khẳng định trên một lần nữa được nhấn mạnh qua việc xem xét hệ số β_4 . Biến này thể hiện mức độ điều hành chính sách tiền tệ của NHNN nhằm tránh

phụ thuộc vào các biến động tiền tệ từ bên ngoài nền kinh tế. Kết quả ước lượng cho thấy mức độ tác động của biến số này quá nhỏ bé ($\Delta DA_t = -0.039743$) và không mang ý nghĩa thống kê ($p\text{-value} = 0.5389$, quá đủ để chấp nhận giả thiết $H_0: \beta_4 = 0$). Theo mô hình, có thể kết luận được rằng chính sách tiền tệ Việt Nam thời gian qua không phát huy tác dụng triệt tiêu các biến động liên quan đến tiền tệ từ bên ngoài nền kinh tế. Điều này cũng đúng với thực tế khi các nghiên cứu đã công bố đều thừa nhận sự thật rằng mặc dù các nhà quản lý tiền tệ Việt Nam thời gian qua đã rất cố gắng duy trì sự cân bằng giữa tài sản nước ngoài ròng và tài sản trong nước ròng, đặc biệt là sự quan tâm đến sử dụng công cụ tín dụng nội địa cho nền kinh tế; tuy nhiên các nghiệp vụ của NHNN trên thị trường mở còn quá hạn chế nên không thể duy trì được sự ổn định cần thiết và do vậy, chính sách tiền tệ của Việt Nam rất khó giữ được sự cân bằng trước các thay đổi bên ngoài trong điều kiện tỷ giá hối đoái được duy trì ở chế độ tương đối cố định. Điều kiện này buộc Việt Nam phải kiểm soát dòng vốn vào để phòng ngừa các rủi ro cho nền kinh tế bằng một hệ thống các biện pháp tương đối toàn diện, trực tiếp và gián tiếp.

Tóm lại, phân tích kinh tế lượng để kiểm định điều kiện ngang bằng lãi suất, yếu tố xác định dòng vốn vào và chính sách của Việt Nam đều cho thấy mức độ tương thích nhất định với các kết luận định tính. Tuy vậy cũng cần lưu ý rằng các kết quả nghiên cứu định lượng thực chất chỉ làm phong phú và bổ sung phần nào chứ không thể thay thế được các phân tích định tính truyền thống về những vấn đề quản lý dòng vốn của Việt Nam hiện nay do thiếu nhiều điều kiện để có thể đưa ra các phân tích một cách chính xác. Một trong những nguyên nhân chính là nguồn số liệu chưa đảm bảo được tính xác thực và đầy đủ. Ngay cả thống kê của IMF được sử dụng trong các mô hình đã trình bày cũng chưa đảm bảo được độ chính xác vì phần lớn số liệu đều do các cơ quan chuyên trách của Việt Nam – vốn chưa xây dựng được cơ sở thống kê một cách đầy đủ – cung cấp. Ngay cả việc nghiên cứu chéo giữa các quốc gia nhằm sử dụng các chỉ số đánh giá mức độ kiểm soát vốn ở Việt Nam và các nước (như chương 2 đã phân tích) cũng không thể thực hiện do thiếu nhiều số liệu và dữ liệu tương ứng – một phần do khuôn khổ và mức độ của luận văn.

Mặc dù còn những hạn chế nhất định nhưng kết quả nghiên cứu của chương này cũng gợi mở những hàm ý về chính sách. Đặt trong mâu thuẫn giữa hội nhập và điều kiện thực tiễn hiện nay, rõ ràng vấn đề quản lý tài khoản vốn ở Việt Nam đặt ra những thách thức nhất định cần giải pháp khắc phục. Đây là nội dung chính của chương 4 của luận văn.

CHƯƠNG 4

GIẢI PHÁP VÀ KIẾN NGHỊ

Trong điều kiện nền kinh tế đất nước ngày càng hội nhập sâu vào nền kinh tế khu vực và thế giới, tự do hóa trở thành xu hướng tất yếu phải thực hiện nếu Việt Nam không muốn đứng bên lề cuộc chơi mang tính toàn cầu. Tuy nhiên, trong điều kiện còn sơ khai và không hoàn chỉnh của nền kinh tế thị trường sẽ không khả thi khi cho rằng Việt Nam cần tự do hóa hoàn toàn tất cả các giao dịch được phản ánh trên tài khoản vốn, vì điều này thực sự nguy hiểm, có thể dẫn đến sự sụp đổ nhanh chóng của nền kinh tế từ những rủi ro mang tính chất dây chuyền xuất phát từ thị trường vốn. Việt Nam cần có một lộ trình với sự tính toán cẩn thận và các giải pháp thích hợp để xây dựng cơ chế tự do hóa một cách thận trọng: vừa đảm bảo các cam kết của quá trình hội nhập, vừa phòng tránh rủi ro một cách có hệ thống và mang tính phòng ngừa. Điều này đi ngược với tư duy về kiểm soát vốn. Tính hệ thống và phòng ngừa thể hiện ở sự linh hoạt của thị trường và chính sách quản lý nhằm đưa ra những thông tin có thể dự đoán được. Điều này chỉ có thể thực hiện khi tính minh bạch và cạnh tranh của thị trường, của chính sách được tăng cường qua cải cách một cách toàn diện.

Trong khuôn khổ luận văn, tác giả không đề xuất các giải pháp mang tính chất cụ thể và chi tiết mà chỉ chú trọng vào các vấn đề liên quan trực tiếp đến việc quản lý dòng vốn ở Việt Nam mà thôi. Như chương 3 đã trình bày, Việt Nam hiện đang là một nước hấp thụ vốn từ bên ngoài, nên điều đáng quan tâm là kiểm soát dòng vốn vào như thế nào? Có khả năng tăng cường thêm quy mô của dòng vốn này trong tương lai? và chính sách cần thiết để phòng ngừa sự đảo ngược của dòng vốn một cách ô ạt, vượt quá sức chịu đựng của nền kinh tế. Về lâu dài, theo xu hướng hội nhập tài chính quốc tế, Việt Nam sẽ phải cải cách toàn diện nhằm phát triển thể chế và cải cách kinh tế thông qua việc xây dựng một hệ thống tài chính lành mạnh, theo hướng thị trường và nhà nước chỉ can thiệp bằng hệ thống các công cụ kinh tế (UNDP, 2001).

4.1 LỘ TRÌNH TỰ DO HÓA DÒNG VỐN

4.1.1 Thứ tự ưu tiên mở cửa dòng vốn

Việt Nam, cũng như các nền kinh tế đang phát triển khác, hiện đang ưu tiên thực hiện các biện pháp tự do hóa FDI nhằm cơ cấu lại khu vực thực của nền kinh tế. Đây là hướng đi đúng đắn nhằm khai thác được lợi thế của nền kinh tế; hơn nữa đây là dòng vốn an toàn vì ít có khả năng đảo ngược dòng chảy của vốn một cách bất ngờ. Các biện pháp tự do hóa được áp dụng thời gian gần đây thường nhấn mạnh đến việc nhằm khuyến khích thu hút vốn FDI cho tăng trưởng.

Tuy nhiên, dường như đang có một sự đánh giá quá mức về vai trò của FDI đối với sự phát triển của nền kinh tế; vấn đề nằm ở chỗ năng suất của nền kinh tế đang giảm dần (xem UNDP, 2001) và do vậy, không có gì đảm bảo rằng khả năng thu hút FDI sẽ bền vững trong dài hạn. Các nỗ lực cải cách và những đột phá mới trong hội nhập kinh tế quốc tế gần đây làm nảy sinh tư tưởng cho rằng Việt Nam là điểm đến lý tưởng của dòng vốn FDI toàn cầu²⁵. Có thể trong thời gian ngắn, điều này là hợp lý nhưng về lâu dài, khi khu vực kinh tế trong nước lớn mạnh và vấn đề sở hữu đặt ra thì nguồn vốn này chưa hẳn là nguồn chủ lực trong tổng quy mô dòng vốn vào quốc gia. Vốn gián tiếp dường như lại là nguồn vừa mang tính bổ sung, vừa mang tính chất thay thế cho vốn trực tiếp.

Dòng vốn gián tiếp từ bên ngoài chảy vào nền kinh tế Việt Nam trong vài năm gần đây – như đã phân tích ở chương 3 – là đáng ghi nhận. Tuy nhiên, các dữ liệu hiện tại chưa cho thấy rằng đây là kết quả của các nỗ lực tự do hóa dòng vốn này; và lại dường như chưa có sự tương quan chặt chẽ giữa các điều kiện kinh tế hiện tại và mức độ luân chuyển của vốn. Tính chất nhiễu của các dự đoán hiện đang tồn tại ở Việt Nam ở mức khá lớn và điều này tương đối nguy hiểm khi nhà đầu tư có những phản ứng ngược lại. Do vậy, để tiếp tục duy trì tự do hóa theo hướng quản lý được, Việt Nam cần tiến hành cải cách một cách toàn diện và quyết liệt hơn; bởi vì tự do hóa dòng vốn gián tiếp cần được tiến hành song song với những cải cách hệ thống tài chính, đặc biệt là tự do hóa lãi suất và sử dụng các công cụ kiểm soát gián tiếp, lành mạnh hóa thị trường chứng khoán trong nước và cải cách hệ thống ngân hàng, chính sách tỷ giá và ngoại hối (Johnsons *et al*, 1997). Các biện pháp cải cách hệ thống tài chính nói riêng và cải cách tổng thể nền kinh tế nói chung nhằm tự do hóa vốn gián tiếp một phần cũng là các biện pháp tự do hóa dòng vốn FDI. Nói cách khác, mặc dù FDI được ưu tiên tự do hóa trước nhưng có liên quan chặt chẽ với việc tự do hóa vốn gián tiếp trong một khuôn khổ thống nhất.

Quá trình tự do hóa dòng vốn gián tiếp theo hướng quản lý được nên được thực hiện vào thời điểm nào? Sau khi, đồng hành hay trước so với cải cách hệ thống tài chính nhằm tạo áp lực phải thực hiện cải cách hệ thống này? Điều này là khác biệt ở từng quốc gia. Hàn Quốc và Chile tiến hành một cách dần dần; trong khi đó Indonesia và Thailand tiến hành tự do hóa dòng vốn vào một cách nhanh chóng, thậm chí trước khi các điều chỉnh diễn ra. Đối với Việt Nam, xuất phát từ quá trình đổi mới của nền kinh tế, cộng với sự thận trọng cần thiết để tránh các cú sốc đối với một nền kinh tế với các yếu tố nền tảng còn khá mong manh; việc tự do hóa dòng vốn nên đi cùng với cải cách với tốc độ có thể chậm hơn nhằm tránh các rủi ro từ sự chảy vào ồ ạt của dòng vốn tư nhân đến các khu

²⁵ Năm 2007, Việt Nam xếp hạng 6/91 nước về chỉ số cạnh tranh đầu tư – theo World Investment Review.

vực kém hiệu quả và tránh sự sụp đổ từ sự bốc hơi của vốn không kiểm soát được khi thị trường biến động.

4.1.2 Thực hiện tự do hóa có kiểm soát

Việt Nam hiện đang thiếu một hệ thống tài chính lành mạnh và ổn định, do vậy việc kiểm soát vốn hiện nay được coi là chính sách an toàn và hợp lý, cũng như đạt được một số hiệu quả nhất định. Tuy nhiên việc kiểm soát ở đây không hàm ý ngăn chặn mà thực chất chính là kiểm soát quá trình tự do hóa nhằm tránh những rủi ro từ sự đảo ngược của dòng vốn, nói một cách khác, quá trình thực hiện tự do hóa có kiểm soát tạo ra một “van an toàn” để giảm các dòng vốn chảy ra khỏi biên giới quốc gia. Các biện pháp can thiệp nhằm kiểm soát được cân nhắc – và ở Việt Nam, hệ thống các biện pháp này đã được xem xét và đề cập trong chương trình tự do hóa dòng vốn đầu tư gián tiếp trước các cam kết hội nhập tài chính quốc tế (Bộ Tài chính, 2006) - bao gồm:

- Thuế thu nhập hoặc yêu cầu ký gửi đối với các dòng vốn vào ngắn hạn, theo đó hoàn thuế toàn bộ hoặc trả lại tiền ký gửi sau khi vốn đã được chuyển vào trong nước qua một khoảng thời gian nhất định (thường là 01 năm).
- Áp dụng cơ chế đa thuế suất, tùy thuộc vào kỳ hạn đầu tư.
- Quy định về thời gian đầu tư tối thiểu.
- Hạn chế rủi ro vị thế của ngân hàng thương mại đối với các khoản nợ ngắn hạn nước ngoài không được phòng ngừa rủi ro. Các nghĩa vụ này không chỉ bao gồm các khoản nợ ghi bằng ngoại tệ trong tài khoản của các khách hàng mà còn các khoản ghi nợ bằng đồng Việt Nam cho các khách hàng với khối lượng lớn tiền vay ghi bằng ngoại tệ và không được phòng ngừa rủi ro ngoại hối.
- Yêu cầu dự trữ đối với các dòng vốn vào ngắn hạn.
- Quản lý các hoạt động bán khống (yêu cầu về thế chấp và ký quỹ với các mức trần cao).
- Phân khúc thị trường chứng khoán; theo đó nhà ĐTNN chỉ được phép tham gia vào một số khúc thị trường nhất định.
- Đặt mức trần cho đầu tư gián tiếp nước ngoài.

Các biện pháp này được đi kèm với cam kết “nhà nước không bảo lãnh nợ đối với các khoản nợ tư nhân”. Điều này tương đối khó khả thi khi khu vực doanh nghiệp nhà nước còn chiếm tỷ trọng lớn và áp lực duy trì khu vực này khiến cam kết của chính phủ về việc bảo lãnh nợ sẽ bị vi phạm.

Theo kinh nghiệm của các nước, kiểm soát dòng vốn ra là biện pháp hiệu quả nhằm khắc phục những cú sốc cho cán cân thanh toán và hệ thống tài chính.

Trong điều kiện dự trữ ngoại hối quốc gia không đủ làm “tấm đệm” giúp giảm thiểu thiệt hại từ những cú sốc bên ngoài – sẽ trầm trọng trong trường hợp quốc gia theo đuổi chế độ tỷ giá hối đoái cố định (Reinhart, 1997). Tuy nhiên cần lưu ý rằng bản thân việc kiểm soát dù bằng biện pháp nào và với ý nghĩa nào cũng không phải là biện pháp dài hạn vì tính không thể giám sát được và không thể đóng vai trò thay thế trong quá trình cải cách kinh tế; do vậy kiểm soát tất yếu sẽ gây ra hoặc/và làm trầm trọng thêm những méo mó của nền kinh tế (Natalia Tamirisa, 2006).

Do vậy, đối với Việt Nam, mặc dù kiểm soát vốn trong quá trình tự do hóa là điều cần thiết, nhưng ở đây luận văn nhấn mạnh đến tính chất nhất thời khi độ hội nhập với hệ thống tài chính quốc tế còn thấp. Khi mức độ phát triển và hội nhập của hệ thống tài chính trong nước với bên ngoài càng cao thì sự kiểm soát sẽ càng khó khăn trong thực thi: càng kiểm soát tràn lan và kém minh bạch thì càng dẫn đến (và khuyến khích) tình trạng lẩn tránh kiểm soát và tham nhũng. Do vậy, việc kiểm soát một mặt vẫn được duy trì để đảm bảo phòng tránh rủi ro; nhưng mặt khác cần phải được cân nhắc một cách kỹ lưỡng theo các nguyên tắc:

- Không nên tăng thêm đối tượng bị kiểm soát vốn một cách không cần thiết.
- Việc kiểm soát vốn càng đơn giản càng tốt.
- Việc kiểm soát vốn nhằm giảm thiểu rủi ro tiềm ẩn của dòng vốn nước ngoài chảy vào cần được thực hiện một cách minh bạch và điều chỉnh hợp lý để khuyến khích đầu tư.

Trong dài hạn, kiểm soát vốn trong quá trình tự do hóa không thể thay thế cho việc thực thi cải cách toàn diện hệ thống tài chính nói riêng và tổng thể nền kinh tế nói chung, vốn được xem là nền tảng để quá trình tự do hóa đảm bảo thành công và đem lại lợi ích cho nền kinh tế.

4.2 MỘT SỐ GIẢI PHÁP TRỰC TIẾP TRONG ĐIỀU KIỆN TỰ DO HÓA TÀI KHOẢN VỐN

4.2.1 Chính sách tỷ giá hối đoái

Như phân tích trong chương 3 đã chỉ rõ mặc dù đã có những điều chỉnh nhất định nhưng chính sách tỷ giá hối đoái của Việt Nam hiện nay về bản chất vẫn theo cơ chế tỷ giá hối đoái cố định; một trong những lý do duy trì tỷ giá hối đoái tương đối cố định là nhằm bảo vệ khu vực ngân hàng – vốn trong tình trạng chưa phát triển - và khu vực doanh nghiệp nhà nước – dù đã được nỗ lực cải cách nhưng vẫn còn chiếm tỷ trọng lớn với 30% GDP, 40% sản lượng công nghiệp và 50% kim ngạch xuất khẩu (Bộ Tài chính, 2006). Cơ chế tỷ giá hối đoái cố định đòi hỏi phải có mức dự trữ ngoại tệ cao nhằm đáp ứng đồng thời cả hai mục tiêu: ổn định tỷ giá và đảm bảo sự tin cậy của chính chế độ tỷ giá. Khi tỷ giá được cố

định trong một thời gian dài sẽ làm thất bại các khả năng đảm bảo rủi ro và ổn định cũng như khuyến khích các thực thể tư nhân đầu tư vào các tài sản rủi ro cao và khi các nhà quản lý tiền tệ buộc lòng phải từ bỏ cơ chế tỷ giá cố định do các áp lực suy giảm dự trữ ngoại tệ thì điều này dẫn đến những khó khăn không thể lường trước (IMF, 2006).

Nghiên cứu về tự do hóa tài khoản vốn cho thấy rằng trong cơ chế tỷ giá hối đoái linh hoạt, vốn sẽ lưu chuyển tốt hơn. Ít nhất cơ chế tỷ giá hối đoái linh hoạt tạo ra những dự đoán về kỳ vọng tỷ giá tốt hơn trong điều kiện cân bằng lãi suất nếu lãi suất trong nước được duy trì ở mức nhất định theo các mục tiêu ổn định vĩ mô. Do vậy với thực trạng cơ chế lãi suất mặc dù đã tự do hóa nhưng không phản ánh xu hướng vận động với phần còn lại của thế giới, việc chuyển sang một cơ chế tỷ giá linh hoạt hơn là điều cần làm đối với Việt Nam khi tự do hóa dòng vốn di chuyển.

Với cơ chế quản lý mới trong đó duy trì sự linh hoạt cho cơ chế tỷ giá, hệ thống tỷ giá linh hoạt một mặt phản ánh được cung – cầu về ngoại tệ trên thị trường và phản ánh đúng các yếu tố cơ bản của nền kinh tế; mặt khác khuyến khích người vay theo mức họ phải gánh chịu phần nào chịu trách nhiệm rủi ro về ngoại hối như vậy sẽ tránh được các vấn đề về lựa chọn bất lợi hay tâm lý ỷ lại do dự kiến sai về mức độ không ổn định của chế độ tỷ giá cố định. Việc chuyển sang cơ chế tỷ giá hối đoái linh hoạt ở Việt Nam, theo khuyến nghị của IMF (*sdd*) còn nhấn đến việc để cho tỷ giá được duy trì ở mức giá trị mà các lực lượng thị trường có thể duy trì và hỗ trợ khi không có những kiểm soát về ngoại hối.

Để chuyển sang cơ chế tỷ giá linh hoạt đảm bảo thành công, các nghiên cứu của IMF đều khuyến nghị cần đạt các điều kiện ban đầu như (Rupa Duttaguota *et al*, 2005):

- Thị trường ngoại hối phải đạt được độ sâu và mức độ thanh khoản nhất định;
- Cần có cơ chế và chính sách giúp ngân hàng trung ương can thiệp vào thị trường ngoại hối thông qua việc mua và bán đồng nội tệ nhằm tác động đến tỷ giá hối đoái;
- Cần xây dựng một hệ thống mỏ neo danh nghĩa khác để thay thế cho hệ thống tỷ giá hối đoái cố định;
- Có hệ thống hiệu quả nhằm kiểm soát và giám sát các yếu tố tạo thành rủi ro ngoại hối của cả khu vực công và tư.

Các điều kiện nêu trên chính là các giải pháp tiếp theo sẽ được trình bày. Cần lưu ý rằng đối với Việt Nam, do đặc điểm của nền kinh tế cộng với sức ỳ khá lớn như hiện nay (IMF, 2005) nên việc chuyển sang một cơ chế tỷ giá hối

đoái linh hoạt phải được đặt trong mục tiêu trung hạn vì nó cần thời gian thỏa đáng để tối thiểu hóa những rủi ro và chi phí giao dịch khi chuyển đổi, tránh gây sốc cho nền kinh tế đứng trên giác độ quản lý (IMF, 2006).

4.2.2 Phát triển thị trường ngoại hối và chính sách quản lý ngoại hối

Một trong những điều kiện tiên quyết để có thể chuyển đổi sang cơ chế tỷ giá hối đoái linh hoạt là việc phát triển thị trường ngoại hối và tự do hóa chính sách quản lý ngoại hối. Thị trường ngoại hối phát triển không những đảm bảo tính thanh khoản mà còn hiệu quả trong việc cho phép tỷ giá phản ứng được với những thay đổi của thị trường cũng như hạn chế cả về số lượng lẫn qui mô của sự bốc hơi thông qua tác động tháo gỡ (price discovery).

Việt Nam cũng như các nước đang phát triển khác, thị trường ngoại hối đang ở mức kém phát triển, một phần bởi vì hệ thống các qui định ngặt nghèo nhằm kiểm soát hối đoái, trong khi đó thị trường ngoại hối liên ngân hàng lại nhỏ bé. Do vậy, bên cạnh việc phát triển thị trường hối đoái, chính sách ngoại hối cũng cần được nới lỏng ở mức nhất định, hướng đến tự do hóa.

Với cam kết “Phát triển mạnh thị trường ngoại hối, thực hiện có hiệu quả cơ chế tỷ giá hối đoái linh hoạt theo cơ chế thị trường và nới lỏng các qui định quản lý ngoại hối một cách thận trọng” (Ngân hàng nhà nước, 2006), Việt Nam đã đề xuất một loạt các cam kết đổi mới chính sách quản lý ngoại hối theo lộ trình nhất định (bảng 4.1). Vấn đề hiện nay là phải thực hiện đầy đủ lộ trình đã cam kết; bên cạnh đó cũng cần phải chú ý rằng để có thể có được một thị trường hối đoái phát triển thực sự (độ sâu và mức hiệu quả cần thiết) cần tiến hành các giải pháp:

- Tỷ giá hối đoái phải được thả nổi ít nhất trong một biên độ cho phép xoay quanh mức chuẩn cố định nhằm khuyến khích các hoạt động kinh doanh ngoại hối. Bản thân sự cứng nhắc của cơ chế tỷ giá hối đoái cố định sẽ làm cho thị trường mất hiệu quả do không có những hành vi phòng ngừa rủi ro một cách thích đáng. Chuyển sang cơ chế tỷ giá linh hoạt sẽ giúp hình thành tư duy quản lý rủi ro hai phía – nghĩa là đồng tiền có thể tăng giá hay giảm giá – để khuyến khích những người tham gia thị trường có cái nhìn đúng đắn cả trong ngắn hạn lẫn dài hạn.
- Giảm vai trò của NHNN trong việc thay thế thị trường để điều tiết hối đoái và tỷ giá, để thị trường được quyết định một cách tự nhiên bởi những người tham gia như vốn có của nó.
- Tăng thông tin cho thị trường trên cả hai phía: nguồn hình thành và sử dụng ngoại hối cũng như tình trạng và xu hướng của cán cân thanh toán nhằm tạo cái nhìn thích hợp về tỷ giá và chính sách tiền tệ. Các nhà quản lý tiền tệ cũng phải đảm bảo rằng hệ thống thông tin phải

phản ánh kịp thời và thực tế giá mua và bán trên thị trường liên ngân hàng.

Bảng 4-1: Việt Nam – các cam kết đổi mới chính sách quản lý ngoại hối

Loại giao dịch	Cam kết	Thời gian thực hiện
	Thực hiện tự do hóa theo điều khoản VIII, điều lệ IMF	2006
Giao dịch vãng lai	<ul style="list-style-type: none"> Xóa bỏ hạn mức tuyệt đối trên một số khoản chuyển tiền vãng lai của cá nhân ra nước ngoài 	2007
	<ul style="list-style-type: none"> Xóa bỏ hạn mức tuyệt đối đối với việc thoái hối của người không cư trú 	2007-2010
	Xóa bỏ giấy phép mua, chuyển, mang ngoại tệ của cá nhân ra nước ngoài với các mục đích học tập, du lịch, chữa bệnh ...	2007
	Xóa bỏ giấy phép chuyển ngoại tệ tiền mặt ra nước ngoài của tổ chức tín dụng	2007
	Đảm bảo đáp ứng ngoại tệ đầy đủ cho các giao dịch được phép	2007-2010
Giao dịch vốn	Xóa bỏ qui định doanh nghiệp nhà nước vay nước ngoài phải có ý kiến trước của NHNN	2007
	Cho phép cá nhân cư trú được vay và trả nợ nước ngoài	2007
	Xóa bỏ hạn chế về ngoại hối đối với đầu tư trực tiếp ra nước ngoài	2007
	Đảm bảo đáp ứng ngoại tệ đầy đủ cho các giao dịch được phép	2007-2010
	Nâng dần tỷ lệ được phép huy động VNĐ đối với các ngân hàng nước ngoài	2007-2010
Sử dụng ngoại tệ trong nước	Đa dạng hóa các hình thức vay nước ngoài	2007
	Cho phép các doanh nghiệp được phép đầu tư gián tiếp ra nước ngoài khi đủ điều kiện cho phép	2007
	Xóa bỏ giấy phép hoạt động kiều hối và lập bàn thu đổi ngoại tệ, chuyển sang kinh doanh có điều kiện.	2007
	Xóa bỏ chế độ thanh toán trực tiếp bằng ngoại tệ tại Việt Nam của các đối tượng	2007
	Áp dụng các giải pháp kinh tế chuyển quan hệ tín dụng ngoại tệ sang quan hệ mua bán ngoại tệ	2007-2010

Nguồn: Ngân hàng nhà nước, 2007.

- Loại trừ các qui định ngăn cản sự vận động của thị trường như yêu cầu phải chuyển đổi thành nội tệ đối với các khoản nhận được từ ngân hàng, thuế và phí phụ thu đối với các giao dịch ngoại hối, giới hạn giao dịch liên ngân hàng ... và các quy định khác liên quan đến sự giới hạn trên tài khoản vốn.
- Thống nhất và đơn giản hóa hệ thống pháp lý qui định về ngoại hối, đặc biệt là cần thay đổi hệ thống pháp lý nếu cần thiết nhằm tăng sự minh bạch cho thị trường và giảm chi phí giao dịch.

- Cải thiện cấu trúc vi mô của thị trường nhằm khắc phục tình trạng manh mún, tăng cường hiệu quả của các trung gian thị trường, tăng cường độ tin cậy và hiệu quả hệ thống thanh toán thị trường.

Cần thiết phải nhấn mạnh rằng phát triển và tăng độ sâu cho thị trường ngoại hối không phải là một vấn đề đơn giản, nhất là khi Việt Nam chưa có sự chuẩn bị một cách rõ ràng trước khi chuyển đổi. Chính phủ – như kinh nghiệm của các nước – phải đối mặt với nhiều mục tiêu mâu thuẫn nhau. Do vậy, cần thiết phải tiến hành các biện pháp một cách thận trọng, đi từ việc giảm dần vai trò tạo lập thị trường của NHNN, giảm dần các rào cản đối với các giao dịch ngoại tệ và phải ít nhiều chịu các tác động của sự biến động tỷ giá. Các nhà quản lý tiền tệ có thể sử dụng công cụ lãi suất để chống đỡ các tác động này trong suốt quá trình chuyển đổi cơ chế tỷ giá và phát triển thị trường ngoại hối.

4.2.3 Cải cách ngân hàng nhà nước phù hợp với cơ chế điều hành tỷ giá linh hoạt

Để điều hành cơ chế tỷ giá hối đoái linh hoạt, bản thân NHNN sẽ phải có những thay đổi trong việc tác động vào thị trường ngoại hối. Khác với cơ chế tỷ giá hối đoái cố định - chênh lệch cung cầu về ngoại tệ được bù đắp bởi các quyết định mua, bán ngoại hối chính thức với thời điểm và số lượng được xác định trước – NHNN khi theo đuổi cơ chế tỷ giá hối đoái linh hoạt mặc dù vẫn duy trì một tác động nhất định đến thị trường ngoại hối nhưng không phải để neo giữ tỷ giá mà nhằm duy trì trật tự và bình ổn trật tự thị trường, cung cấp ngoại hối và tích lũy dự trữ ngoại tệ. Sự thay đổi về hoạt động này đòi hỏi bản thân NHNN phải đổi mới trên phương diện chính sách theo mục tiêu, thời gian và mức độ tác động (Rupa Duttaguota *et al*, 2005).

Đối với Việt Nam, cơ chế tỷ giá hối đoái tương đối cố định hiện nay đòi hỏi NHNN phải can thiệp rất mạnh vào thị trường ngoại hối nhưng hiệu quả của việc can thiệp là không thỏa đáng; mặt khác nó lại làm trầm trọng thêm những méo mó của thị trường ngoại hối vốn không hoàn hảo. Trong trường hợp phải tự do hóa dòng vốn di chuyển, cách tốt hơn là xây dựng một NHNN với đầy đủ tư cách và sự độc lập cần thiết của một cơ quan quản lý và điều tiết chính sách tiền tệ, ngoại hối với mục tiêu ổn định và phát triển.

Việt Nam đã có hướng cải cách NHNN, theo đó thì NHNN sẽ hoạt động với đủ tư cách và tính chất của một ngân hàng trung ương (ngân hàng phát hành tiền, ngân hàng của các ngân hàng, người cho vay cuối cùng và cơ quan điều tiết thị trường tiền tệ và trung tâm thanh toán) (Ngân hàng nhà nước, 2006). Khi chiến lược này được thực hiện, NHNN sẽ có đủ mức độ độc lập và tự chủ trong việc xây dựng và điều hành chính sách tỷ giá, ngoại hối. Khi đó, việc theo đuổi chính sách tỷ giá hối đoái linh hoạt là khả thi hơn vì NHNN sẽ đủ quyền lực để

xác định sự can thiệp của mình nhằm duy trì sự ổn định cần thiết của cơ chế điều hành tỷ giá mới; phạm vi can thiệp sẽ bao gồm:

- Duy trì và bình ổn trật tự thị trường thông qua việc xác định tỷ giá hối đoái cân bằng – mặc dù điều này là khó khăn.
- Cung ngoại tệ ra thị trường ngoại hối hoặc tích lũy dự trữ ngoại tệ. Cần lưu ý rằng trong cơ chế tỷ giá hối đoái linh hoạt thì mức dự trữ ngoại tệ cần thiết sẽ nhỏ hơn so với trong cơ chế tỷ giá hối đoái cố định; tuy nhiên khi vốn được tự do hóa luân chuyển lại đòi hỏi một khối lượng dự trữ lớn hơn để tạo nền tảng vững chắc cho thị trường cũng như tránh được các nguy cơ từ sự bốc hơi của vốn. Nói chung, NHNN trong trường hợp này cần lựa chọn một cách kỹ lưỡng trong việc sử dụng dự trữ ngoại hối; phụ thuộc vào cơ chế xác định tỷ giá ²⁶.
- Duy trì sự minh bạch cần thiết để giúp duy trì cơ chế tỷ giá hối đoái linh hoạt. NHNN cần xây dựng hệ thống pháp lý qui định rõ về mức độ thông tin cần công khai nhằm đảm bảo các cam kết về duy trì chế độ tỷ giá hối đoái linh hoạt được thực hiện một cách nghiêm túc.

4.2.4 Tăng cường hệ thống giám sát và quản lý rủi ro trong điều kiện cơ chế tỷ giá hối đoái linh hoạt

Trong điều kiện tỷ giá hối đoái không được neo ở mức cố định, các rủi ro ngoại hối sẽ chuyển từ khu vực công (chính là NHNN) sang khu vực tư. Khủng hoảng tài chính Đông Á 1997 vừa qua là một thí dụ điển hình từ việc vay mượn quá mức vốn ngắn hạn tài trợ cho đầu tư dài hạn. Đây là hành động không có cơ sở phòng ngừa rủi ro nên khi đồng tiền trong nước bị giảm giá, một loạt đầu tư bị lỗ và không có khả năng thanh toán. Rõ ràng trong cơ chế tỷ giá linh hoạt, khi ngân hàng trung ương không can thiệp bằng biện pháp trực tiếp để neo giữ tỷ giá thì chỉ còn công cụ lãi suất để điều hành chính sách tiền tệ. Nhưng đối với các nước đang phát triển thì điều này rất khó thực hiện: không thể đánh đổi các rủi ro về lãi suất bằng các rủi ro về ngoại hối (Rupa Duttaguota *et al*, 2005). Do vậy chính sách phòng ngừa là điều cần phải thực hiện.

Với Việt Nam, lộ trình thực hiện các cam kết sẽ tất yếu dẫn đến việc tự do hóa dòng vốn và như vậy, cơ chế tỷ giá hối đoái sẽ linh hoạt hơn. Các chính sách phòng ngừa rủi ro hối đoái như vậy sẽ không thừa và cần thực hiện ngay với lộ trình cụ thể nhằm:

- Tăng cường hệ thống thông tin nhằm giám sát các nguồn phát sinh rủi ro hối đoái, bao gồm cả nguồn hình thành và sử dụng các quỹ ngoại tệ.

²⁶ Xem Rupa Duttaguota *et al*, 2005 về kinh nghiệm khi ngân hàng trung ương sử dụng dải băng hoặc thả nổi để xác định tỷ giá trong cơ chế tỷ giá hối đoái linh hoạt.

Cần xây dựng cơ chế để có thể thực hiện các khảo sát nhằm giám sát được các doanh nghiệp – với tư cách là người vay mượn – về tình hình nợ nước ngoài và các hoạt động phòng ngừa rủi ro từ đó đưa ra các khuyến nghị cần thiết.

- Xây dựng các công thức và kỹ thuật tính toán nhằm đo lường rủi ro hối đoái khả thi để các nhà quản lý tiền tệ và doanh nghiệp có thể áp dụng trong việc quản lý rủi ro ngoại hối tùy theo cấp độ và mục tiêu.
- Xây dựng các chương trình và chính sách nhằm hạn chế vay nợ nước ngoài của khu vực tư ở mức độ nhất định. Đối với các doanh nghiệp, chính sách kiểm soát nội bộ quan trọng không kém những quy định quản lý tiền tệ của chính phủ. Cần xây dựng các nguyên tắc và chương trình cho phép xem xét, xác định và đưa ra các biện pháp phòng ngừa rủi ro. Các chương trình và chính sách này phải được sự hỗ trợ từ hệ thống ngân hàng trong các giao dịch với doanh nghiệp liên quan đến ngoại tệ.
- Xây dựng chính sách giám sát và các biện pháp thận trọng với rủi ro ngoại hối thông qua các hệ thống kiểm soát nội bộ trong trường hợp các biện pháp hạn chế ngoại hối đã được thực thi.

4.2.5 Chính sách lãi suất

Bên cạnh việc chuyển sang cơ chế tỷ giá hối đoái linh hoạt hơn – với việc hạn chế sự can thiệp trực tiếp của ngân hàng vào thị trường ngoại hối nhằm duy trì tỷ giá cố định; công cụ còn lại của chính sách tiền tệ chính là lãi suất.

Theo lý thuyết cân bằng lãi suất thì tỷ lệ của sự mất giá của đồng nội tệ sẽ ngang bằng với chênh lệch lãi suất trong và ngoài nước. Do vậy, cơ chế điều hành lãi suất cần tiếp tục duy trì và hoàn thiện về mức tự do hóa, giúp lãi suất trở thành một công cụ chính sách hữu hiệu, phản ánh quan hệ cung – cầu về vốn và là công cụ điều chỉnh trước các biến động vượt khỏi tầm kiểm soát của tỷ giá hối đoái – trong cơ chế tỷ giá linh hoạt. Ở đây, đối với Việt Nam, việc thực hiện tự do hóa lãi suất không khỏi dẫn đến đề xuất tách chính sách tiền tệ ra khỏi áp lực của chính sách tài khóa – vốn phục vụ cho mục tiêu của chính phủ. Một lần nữa, đề xuất về mô hình NHNN độc lập lại có thêm luận cứ thực hiện.

4.3 CẢI CÁCH HỆ THỐNG TÀI CHÍNH NHẪM PHÙ HỢP VỚI ĐIỀU KIỆN TỰ DO HÓA

Mở cửa tài khoản vốn, bên cạnh việc xác định lộ trình và các chính sách cần thiết thì điều kiện còn lại là phải có hệ thống tài chính phát triển để vừa đa dạng hóa dòng vốn, vừa phân bổ rủi ro một cách hợp lý. Một hệ thống tài chính phát triển không thể thiếu được hai yếu tố nền tảng: hệ thống ngân hàng đủ sức cạnh tranh và thị trường vốn đa dạng, phong phú với nhiều sản phẩm, vận hành

trong một cơ chế đảm bảo minh bạch, đa dạng và khắc phục được tính không hoàn hảo vốn có của nó. Giải pháp triển hệ thống tài chính Việt Nam trong luận văn đề cập chủ yếu vào hai khía cạnh này.

4.3.1 Tăng cường cạnh tranh trong hệ thống ngân hàng

So với nhiều quốc gia, hiện tại hệ thống ngân hàng Việt Nam vẫn trong tình trạng rất yếu và kém phát triển; trong khi đó các cam kết quốc tế về mở cửa thị trường tài chính ngày càng đến gần trong khi tốc độ cải cách nhằm thích ứng với điều kiện hội nhập khó có thể bắt kịp với lộ trình thực hiện các cam kết. Trong điều kiện mở cửa khu vực tài chính, tính cạnh tranh vừa giúp phân bổ nguồn lực có hiệu quả hơn, vừa là điều kiện tiên quyết và sống còn đối với khu vực ngân hàng.

Để xác lập và duy trì tính cạnh tranh trong hệ thống các ngân hàng trong nước hiện nay, cần thiết phải:

- Sắp xếp lại hệ thống ngân hàng trong nước theo nguyên tắc lành mạnh hóa và duy trì sự chi phối tối thiểu của nhà nước về quan hệ sở hữu trong hệ thống ngân hàng. Để làm được điều này, cần xử lý mạnh mẽ các ngân hàng đang hoạt động một cách yếu kém và cổ phần hóa một số ngân hàng quốc doanh hoạt động như doanh nghiệp, lấy lợi nhuận làm mục tiêu. Các ngân hàng này cần phải được đối xử bình đẳng với phần còn lại của hệ thống ngân hàng. Đây cũng là một trong các cách thức để giảm thiểu sự can thiệp của chính phủ vào hệ thống tài chính; buộc các ngân hàng – nhất là các ngân hàng quốc doanh hoạt động theo nguyên tắc thương mại và kỷ luật thị trường.
- Các ngân hàng trong nước cần được củng cố về năng lực và thể chế qua việc: (i) sắp xếp lại tổ chức, bộ máy của các ngân hàng thương mại quốc doanh còn duy trì sở hữu nhà nước; (ii) phân biệt rõ ràng quyền và trách nhiệm của hội đồng quản trị và ban điều hành ngân hàng; (iii) thiết lập cơ chế kiểm soát nội bộ và kiểm toán trong từng ngân hàng như là điều kiện bắt buộc để đảm bảo hiệu quả và an toàn trong hoạt động của ngân hàng.
- Mở rộng qui mô của hệ thống ngân hàng; song song với điều này là tăng cường năng lực kiểm tra và giám sát đối với từng ngân hàng và tiến tới thành lập trung tâm thông tin tập trung và quản lý rủi ro một cách độc lập cho hệ thống ngân hàng.
- Cạnh tranh trong hệ thống ngân hàng phải đi đôi với hợp tác; trong đó xúc tiến các quan hệ: đại lý, hợp tác kinh doanh, phát triển sản phẩm, chuyển giao công nghệ ... giữa các ngân hàng trong nước và nước ngoài nhằm đạt đến các chuẩn mực và thông lệ quốc tế về hoạt động của ngân hàng.

4.3.2 Phát triển thị trường vốn

Để phát triển thị trường vốn thông thường người ta chú trọng vào việc xây dựng thị trường tiền tệ và thị trường trái phiếu chính phủ trước, sau đó mới phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp và thị trường vốn cổ phần. Cách tiếp cận này đòi hỏi thời gian dài để có được một thị trường vốn phát triển. Với đặc trưng hiện tại, Việt Nam có thể làm được điều ngược lại là phát triển thị trường vốn cổ phần – vốn đang rất sôi động - trước khi phát triển thị trường trái phiếu. Chiến lược phát triển thị trường do vậy sẽ được điều chỉnh khác với thực tiễn quốc tế: cần đặt trọng tâm vào việc phát triển thị trường cổ phiếu. Điều này rất có ý nghĩa bởi vì thị trường này sẽ đáp ứng nhu cầu về vốn đối với tiến trình cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước và phát triển khu vực tư nhân.

Các biện pháp phát triển thị trường vốn bao gồm:

1. *Phía cung của thị trường*

- Tăng cung chứng khoán: (i) Khuyến khích tài trợ thông qua thị trường cổ phiếu; (ii) đẩy mạnh tiến trình cổ phần hóa và lựa chọn các doanh nghiệp nhà nước đủ điều kiện ra niêm yết; (iii) khuyến khích các doanh nghiệp từ khu vực tư nhân tham gia vào thị trường vốn.
- Đối với thị trường cổ phiếu cần tăng tính thanh khoản cho thị trường thứ cấp trái phiếu chính phủ nhằm tạo đường cong lãi suất chuẩn phi rủi ro.
- Phát triển thị trường tiền tệ.
- Phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp (ban hành các quy định về chứng khoán hóa, áp dụng nguyên tắc xác định giá theo thị trường cho mọi định chế tài chính).

2. *Phía cầu của thị trường*

- Khuyến khích các nhà đầu tư có tổ chức tham gia vào thị trường chứng khoán.
- Xây dựng cơ sở hạ tầng cho ngành quản lý quỹ đầu tư, bao gồm các tổ chức định giá trái phiếu.
- Cải cách quỹ hưu trí hay bảo hiểm xã hội (cho phép tham gia thị trường vốn).
- Tạo các sản phẩm tài chính mới.
- Cho phép thành lập các quỹ đầu tư dạng mở, quỹ cổ phiếu tư nhân đầu tư vào các công ty không niêm yết.
- Tăng cường phát triển các quỹ đầu tư mạo hiểm, đầu tư vào các quỹ không niêm yết.

- Tăng cường sự tham gia của nước ngoài vào ngành vốn mạo hiểm.
- Tăng cường sự tham gia của nhà đầu tư có tổ chức trong nước vào các quỹ mạo hiểm.
- Tăng cường các biện pháp khuyến khích về thuế cho ngành quỹ mạo hiểm.

3. Định chế thị trường

Xây dựng các định chế thị trường bằng các biện pháp: (i) xây dựng ngành quản lý quỹ đầu tư; (ii) xây dựng ngành vốn mạo hiểm; (iii) củng cố các trung gian thị trường và phạm vi dịch vụ; (iv) phát triển hệ thống các nhà tạo lập thị trường cho thị trường phi chính thức và thị trường trái phiếu; và (v) tăng cường vai trò của các hội nghề nghiệp và phát triển các dịch vụ hỗ trợ như dịch vụ tư vấn đầu tư tài chính, các dịch vụ định giá ...

4. Nguồn nhân lực cho thị trường

Nguồn nhân lực có kỹ năng là một tài sản vô hình mà Việt Nam rất cần phải có trong phát triển thị trường tài chính. Để có được tài sản này, nhất thiết phải có những giải pháp nhất định – được chỉ rõ trong chiến lược phát triển nguồn nhân lực cho thị trường tài chính (Bộ Tài chính, 2006) - bao gồm: (i) xây dựng các bài kiểm tra cấp phép cho người hành nghề trên thị trường tài chính theo các thông lệ quốc tế tốt nhất; (ii) tăng cường bảo vệ nhà đầu tư và đào tạo thông qua các chương trình nâng cao nhận thức và tăng cường khả năng tiếp cận tới các chương trình đào tạo và cấp phép.

KẾT LUẬN

Quản lý tài khoản vốn trong quá trình hội nhập là một vấn đề lớn đối với nền kinh tế; nhất là các nền kinh tế đang nổi như Việt Nam. Một mặt xu thế tự do hóa là tất yếu và trên lý thuyết đem lại nhiều lợi ích cho nền kinh tế nhưng mặt khác, tự do hóa cũng tiềm ẩn các rủi ro và đòi hỏi phải có một sự chuẩn bị kỹ càng, chu đáo; đôi khi cũng có thể là sự đánh đổi ít nhiều các lợi ích kinh tế hiện tại để có thể đạt được tiềm năng lớn hơn trong tương lai.

Cùng với quá trình hội nhập kinh tế quốc tế, Việt Nam đang đứng trước thách thức to lớn của một quốc gia đang nỗ lực trên con đường phát triển, không chỉ là làm thế nào để khuyến khích các dòng vốn tư nhân mà còn phải làm gì để khuyến khích các chiến lược đầu tư lâu dài ở Việt Nam. Điều này chỉ có thể đạt được thông qua quá trình mở cửa cho dòng vốn luân chuyển với hệ thống các chính sách thích ứng; mà quan trọng nhất là làm thế nào để có được một thị trường vốn năng động, có tính thanh khoản cao. Điều này trong ngắn hạn rất khó để có thể đạt được, do tính chất không minh bạch, thiếu đồng bộ và không thể dự đoán của thị trường vốn hiện nay; do vậy chính sách kiểm soát vốn chặt chẽ hiện đang tồn tại là điều cần làm. Tuy nhiên, trong dài hạn đây không phải là hướng đi chiến lược.

Do vậy, đến lúc Việt Nam phải mở cửa đối với dòng vốn quốc tế. Nhưng khi mở cửa, một bài toán mới lại đặt ra: đó là mở cửa như thế nào là phù hợp để tránh được rủi ro, bất ổn tài chính – điều mà không một chính phủ nào, kể cả Việt Nam mong đợi. Do vậy luận văn, thông qua nghiên cứu lý thuyết và thực tiễn cho rằng cách thích hợp nhất trong trường hợp này là tài khoản vốn nên được tự do hóa một cách từ từ khi mà các điều kiện vĩ mô và thể chế đóng vai trò tiền đề đã đạt được. Các điều kiện ấy bao gồm:

- Tiếp tục duy trì và tăng cường cải cách lãi suất, hướng đến việc sử dụng công cụ lãi suất là công cụ chủ lực của chính sách tiền tệ.
- Chuyển từ cơ chế tỷ giá hối đoái linh hoạt thay cho cơ chế tỷ giá hối đoái cố định nhằm phản ánh thực trạng của nền kinh tế; đi kèm theo nó là nới lỏng chính sách quản lý ngoại hối nhằm xây dựng thị trường ngoại hối có tính thanh khoản cao và linh hoạt, hỗ trợ cho cơ chế tỷ giá hối đoái linh hoạt.
- Xây dựng hệ thống chính sách đảm bảo sự minh bạch và thận trọng, đảm bảo chia sẻ rủi ro cho tất cả các đối tượng tham gia thị trường.
- Cải cách hệ thống tài chính cho phù hợp với cơ chế mới; trong đó, đưa NHNN thành một ngân hàng trung ương thực thụ, các ngân hàng và tổ

chức tín dụng cạnh tranh bình đẳng với nhau và thị trường vốn phát triển đa dạng, vận hành theo đúng quy luật thị trường.

Các điều kiện cơ bản trên, về nguyên tắc cần đạt được trước khi tài khoản vốn được mở cửa hoàn toàn, nhưng thực tế cho thấy có một sự song hành giữa cải cách và tự do hóa. Việt Nam có thể theo một trình tự tự do hóa nhất định song song với cải cách với tư duy kiểm soát vốn một cách khoa học để tránh đi những tổn thất; mà bài học kinh nghiệm từ khủng hoảng của các nước trong khu vực – Việt Nam không phải chịu tác động trực tiếp từ cuộc khủng hoảng này vì lý do đã duy trì được sự kiểm soát chặt chẽ dòng vốn – vẫn còn nguyên tác dụng./.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Pedro Alba, Leonardo Hernandez and Daniela Klingebiel (2000), “Financial Liberalization and the Capital Account: Thailand 1988–1997”, *Worldbank Working Paper*, Washington D.C.
- Nguyễn Thị Huệ Anh, Vũ Xuân Nguyệt Hồng, Trần Toàn Thắng và Nguyễn Mạnh Hải (2006), *Tác động của đầu tư trực tiếp nước ngoài đến tăng trưởng kinh tế ở Việt Nam*, Dự án nâng cao năng lực nghiên cứu chính sách kinh tế – xã hội Việt Nam 2001-2010. CIEM và SIDA. Hà Nội, tháng 2/2006.
- Đặng Đình Ân (2007), *Kinh tế Việt Nam 2001-2005 và kế hoạch phát triển kinh tế – xã hội 2006-2010*, Viện Nghiên cứu Quản lý Kinh tế Trung ương, Hà Nội. www.ciem.org.vn
- Bộ Tài chính (2006), “Cải cách khu vực tài chính nhằm thu hút đầu tư gián tiếp nước ngoài vào Việt Nam”, *Kỷ yếu hội nghị Bộ trưởng Tài chính APEC – FMM 13*, trang 227-266. Nxb Hà Nội.
- Ulrich Camen (2006), *Monetary policy in Vietnam: the case of a transition country*, Swiss State Secretariat for Economic Affairs, SECO, Graduate Institute of International Studies.
- Gerard Capiro, Patrick Honohan and Joseph E. Stiglitz (2006), *Financial Liberalization: How Far and How Fast?*, Cambridge University Press, ISBN N^o052180369-1.
- Phạm Chung (2002), *Kinh tế Vĩ mô phân tích*, Nxb Đại học Quốc gia Thành phố Hồ Chí Minh.
- CIEM - Viện Nghiên cứu Quản lý Kinh tế Trung ương (2000), *Kinh tế Việt Nam các năm từ 1999-2007*, Hà Nội, Nxb Chính trị Quốc gia.
- Tran Thi Ngoc Diep (2002), *Macroeconomic Policy Consistency in dealing with capital flows: Lessons For Vietnam from Developing countries*. The Vietnam-Netherlands Master’s Programme in Development Economics.
- Huỳnh Thế Du (2005), “Thị trường chứng khoán Việt Nam – tương lai còn ở phía trước”, bài nghiên cứu trong khuôn khổ *Chương trình giảng dạy kinh tế Fulbright Vietnam*. Không xuất bản.
- Rupa Duttgupta, Gilda Fernandez and Cem Karacadag (2005), *Moving to a Flexible Exchange Rate: How, When and How Fast*, IMF Economic issues no 38, Washington D.C.

- Hali J. Edison, Michael W. Klein, Luca Antonio Ricci, and Torsten Slok (2004), *Capital Account Liberalization and Economic Performance: Survey and Synthesis*, IMF Staff Papers Vol. 51, No. 2.
- Sebastian Edwards (1999), “How Effective are Controls on Capital Inflows? an Evaluation of Chile's Experience”. *National Bureau of Economic Research*, June 1999.
- Barry Eichengreen, Michael Mussa, Giovanni Dell'Ariccia, Enrica Detragiache, Gian Maria Milesi-Ferretti, Andrew Tweedie (1999), *Liberalizing Capital Movements: Some Analytical Issues*, Economic Issues No. 17, International Monetary Fund, ISBN 1-55775-792-5.
- Maxwell J. Fry (1995), *Money, Interest and Banking in Economic Development*, Second Edition. The John Hopkins University Press. Baltimore and London.
- Phước Hà (2007), “Vốn đầu tư gián tiếp vào thị trường chứng khoán, đâu là thực chất”, *Nghiên cứu kinh tế*, số tháng 5.2007.
- Peter Blair Henry (2007), *Capital Account Liberalization Theory, Evidence, and Speculation*. Global Economy and Development Working Paper N^o 4. The Brookings Institution.
- International Monetary Fund (2005), *The IMF's Approach to Capital Account Liberalization*, Evaluation Report. Washington D.C.
- IMF (1999). *Vietnam: Selected Issues*. IMF Country Report No. 99/285, December/1999.
- IMF (2003). *Vietnam: Selected Issues*. IMF Country Report No. 03/381, December/2003
- (2004). *Vietnam: Staff Report for the 2004 Article IV Consultation*.
- (2005). *Vietnam: Staff Report for the 2005 Article IV Consultation*.
- (2006). *Vietnam: Selected Issues and Statistical Appendix*. IMF Country Report No. 06/20-423, January/2006
- Johnston, Barry R., Salim M. Darbar and Claudia Echeverria (1997), “Sequencing Capital Account Liberalization: Lessons From the Experience of Chile, Indonesia, Korea and Thailand”, *IMF Working Paper* N^o WP97/157, Washington D.C.
- Johnston, Barry R. and Natalia T. Tamirisa (1998), “Why Do Countries use Capital Controls”, *IMF Working Paper* N^o WP/98/181. Washington D.C.
- Nguyễn Minh Kiều (2004), “Cải tổ hệ thống Ngân hàng ở Việt Nam”, *bài nghiên cứu trong khuôn khổ chương trình giảng dạy kinh tế Fulbright Việt Nam*. Không xuất bản.

- Nguyễn Minh Kiều và Huỳnh Thế Du (2006) “Hệ thống tài chính Việt Nam”, *bài nghiên cứu trong khuôn khổ chương trình giảng dạy kinh tế Fulbright Việt Nam*. Không xuất bản.
- Michael W. Klein and Giovanni P. Olivei (2006), *Capital Account Liberalization, Financial Depth, and Economic Growth*.
- Ngọc Minh (2007), “Kinh tế Việt Nam đổi mới”. www.vietnamnet.vn
- Montiel, Peter and Carmen Reinhart (1999), “Do Capital Controls and Macroeconomic Policies Influence the Volume and Composition of Capital Flows? Evidence from the 1990s,” *Journal of International Money and Finance*, Vol. 18, No. 4, pp. 619–35.
- Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2006), “Phát triển ngành ngân hàng Việt Nam đến năm 2010 và định hướng đến năm 2020”. *Đề án cấp nhà nước*, ban hành theo Quyết định 112/2006/QĐ-TTg ngày 24/05/2006 của Thủ tướng Chính phủ.
- (2007), “Nâng cao tính chuyển đổi của đồng tiền Việt Nam, khắc phục tình trạng Đôla hóa trong nền kinh tế”. *Đề án cấp nhà nước*, ban hành theo Quyết định 98/2007/QĐ-TTg ngày 4/7/2007 của Thủ tướng Chính phủ.
- Pascal Petit (1992), “*Exchange control*”. The New Palgrave Dictionary of money and finance, book one, pp 813-816. The Macmillan Press.
- David Spencer và Châu Văn Thành (2005), “Vấn đề Tài chính quốc tế ở các nước đang phát triển”, *Bài giảng kinh tế vĩ mô*, Chương trình giảng dạy Kinh tế Fulbright, không xuất bản.
- Natalia Tamirisa (2001) “Capital control”, *IMF Research Bulletin* Vol 2, N^o 4. Washington D.C.
- Nguyễn Xuân Thành (2005), “Việt Nam, con đường đi đến tự do hóa lãi suất”, *bài nghiên cứu tình huống trong khuôn khổ chương trình giảng dạy kinh tế Fulbright Việt Nam*. Không xuất bản.
- Nguyễn Thị Ngọc Trang và các cộng sự (2006), *Kiểm soát dòng vốn quốc tế trong lộ trình hội nhập kinh tế quốc tế ở Việt Nam*. Đề tài nghiên cứu khoa học cấp Bộ (MS: B2005-22-80), Đại học Kinh tế TP.HCM.
- UNDP (2001), “Hội nhập tài chính quốc tế”, *Việt Nam – hướng tới năm 2010*, phần VI, trang 529-621. Nxb Chính trị Quốc gia, Hà Nội.
- Worldbank (1995), *Việt Nam: Chương trình nghị sự phát triển ngành Tài chính*, Hà Nội, Nxb Thế giới.
- Worldbank (2003), *Việt Nam: Nỗ lực thực hiện cam kết quốc tế*, Hà Nội, Nxb Chính trị Quốc gia.

Phụ lục 1: TÓM TẮT TÁC ĐỘNG CỦA CÁC CÔNG CỤ CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ TRONG VIỆC KIỂM SOÁT VỐN

Công cụ chính sách	Đặc điểm	Khả năng tương thích và hiệu lực trong trường hợp vốn lưu động cao
Dự trữ bắt buộc không phân biệt giữa ngoại tệ và nội tệ, giữa đối tượng cư trú và không cư trú	Áp dụng trong trường hợp nhằm đến mục tiêu: (i) yêu cầu ngân hàng thương mại dự trữ nhằm tăng khả năng dự đoán được của cầu tiền và tác động đến sự tăng trưởng tín dụng; (ii) ổn định lãi suất ngắn hạn thông qua tác động của dự phòng; (iii) tăng khả năng thanh khoản; và (iv) tăng lệ phí trong trường hợp dự trữ không phải trả lãi suất.	Trong trường hợp dự trữ không phải trả lãi suất thì việc vốn luân chuyển cao cộng với việc thiếu hài hòa của hệ thống luật lệ sẽ thúc đẩy nhà đầu tư phân bổ vốn ra nước ngoài. Một số nước phản ứng với việc này bằng cách giảm hoặc loại bỏ yêu cầu dự trữ. Một số nước khác lại hạn chế việc phát hành chứng khoán trong nước ra bên ngoài hoặc việc mua chứng khoán của nước ngoài.
Dự trữ bắt buộc không phân biệt giữa ngoại tệ và nội tệ	Được sử dụng nhằm tác động đến khả năng thanh khoản nội và ngoại tệ; nhằm khuyến khích hay không khuyến khích gửi tiền nội hay ngoại tệ. Tác động phụ thuộc vào mức độ và tỷ lệ dự trữ bắt buộc không sinh lãi.	Áp dụng các tỷ lệ khác nhau khi gửi tiền bằng nội hay ngoại tệ tác động đến sự chuyển của vốn. Được sử dụng để thay thế cho yêu cầu dự trữ phân biệt theo đối tượng cư trú khi có những hạn chế đối với việc người dân gửi tiền bằng ngoại tệ.
Dự trữ bắt buộc phân biệt giữa đối tượng cư trú và không cư trú	Trong trường hợp yêu cầu dự trữ bắt buộc không trả lãi – như là việc áp đặt một khoản thuế lên sự trung gian của ngân hàng – tỷ lệ sự trữ cao hơn đối với người nước ngoài so với người trong nước sẽ hạn chế dòng vốn vào thông qua ngân hàng bằng việc hạ thấp lãi suất đối với người ký thác.	Đây là công cụ được sử dụng ở một số nước nhằm tác động đến sự di chuyển của vốn. Công cụ này hiệu quả trong việc hạn chế dòng vốn vào ngắn hạn; tuy nhiên nó đòi hỏi phải được sử dụng một cách toàn diện trên tất cả các dòng vốn vào.
Yêu cầu ký thác qua ngân hàng đối với một số loại vốn	Thông qua tác động về mặt chi phí, yêu cầu dự trữ không trả lãi đối với một số loại vốn ký thác qua ngân hàng sẽ làm giảm sự khác biệt giữa lãi suất trong nước và ngoài nước.	Tác động tương tự như trường hợp yêu cầu dự trữ bắt buộc phân biệt giữa đối tượng cư trú và không cư trú.
Các giới hạn về vị thế mở ròng (Net open position limits)	Được sử dụng như là công cụ vượt trội trong việc kiểm soát với mục tiêu thận trọng khi vị thế được định nghĩa là vị thế ròng về ngoại tệ.	Ở một số nước, các giới hạn về vị thế mở được định nghĩa trên cơ sở sự không cân xứng về thông tin đối với các giao dịch giữa tổ chức trong nước và nước ngoài. Công cụ này thường xuyên được thay đổi với mục tiêu tác động đến dòng vốn.
Tỷ lệ thanh khoản theo luật định	Là công cụ được sử dụng với mục đích như là một biện pháp thận trọng, tác động đến sự phân bổ các tài sản của ngân hàng bằng việc thiết lập các tỷ lệ dự trữ tối thiểu nhằm đảm bảo thanh toán đối với các tài sản và nợ nào đó. Khi được sử	Công cụ này được sử dụng trong tổng thể chính sách thận trọng nhằm quản lý rủi ro đối với dòng vốn vào ngắn hạn và các tiềm năng đảo ngược (bốc hơi) của dòng vốn ngắn hạn.

	dụng như là công cụ để kiểm soát tiền tệ, công cụ này tác động đến việc phân bổ các tài sản tài chính.	
Các yêu cầu tối đa hóa, tối thiểu hóa danh mục.	Công cụ này được sử dụng với mục đích tác động đến việc phân bổ tín dụng hơn là kiểm soát tín dụng tổng thể. Công cụ này điển hình được áp dụng đối với các ngân hàng thông qua yêu cầu phải nắm giữ ở mức tối thiểu hay tối đa một số tài sản nào đó (ví dụ: trái phiếu chính phủ hay mức tối đa trong việc cho vay đối với các khu vực ưu tiên ...)	Trong trường hợp các tài sản chịu tác động là các tài sản trong nước thì công cụ này ảnh hưởng đến dòng vốn.
Kiểm soát lãi suất	Hạn chế khả năng của ngân hàng thương mại trong việc xác định lãi suất tiền gửi hoặc cho vay. Đây là công cụ điển hình được từ bỏ trong quá trình chuyển sang kiểm soát tiền tệ gián tiếp.	Trở nên kém hiệu quả trong quá trình mở cửa tài khoản vốn vì nó sẽ bị phá hỏng thông qua dòng vốn luân chuyển.
Trần cho vay liên ngân hàng	Là phương pháp trực tiếp nhằm hạn chế cung tiền của các bên có liên quan thông qua việc hạn chế tổng tín dụng cung cấp bởi các ngân hàng thương mại. Đây là công cụ điển hình được từ bỏ trong quá trình chuyển sang kiểm soát tiền tệ gián tiếp.	Trở nên kém hiệu quả trong quá trình mở cửa tài khoản vốn vì nó sẽ bị phá hỏng thông qua dòng vốn luân chuyển.
Tín dụng trực tiếp	Là phương pháp nhằm phân bổ tín dụng của ngân hàng trung ương cho các ngân hàng thương mại chủ yếu nhằm tài trợ cho các khu vực được ưu tiên. Đây là công cụ được từ bỏ trong quá trình chuyển sang kiểm soát tiền tệ gián tiếp.	Trong trường hợp các tài sản chịu tác động là các tài sản trong nước thì công cụ này ảnh hưởng đến dòng vốn.
Hạn ngạch tái chiết khấu liên ngân hàng	Là một phương pháp nhằm phân bổ tín dụng tái cấp vốn (refinance) của ngân hàng trung ương cho các ngân hàng thương mại, phương pháp này cho phép ngân hàng thương mại vay mượn theo nhu cầu tại ngân hàng nhà nước. Hạn ngạch tái chiết khấu chỉ áp dụng cho các ngân hàng thương mại trong nước.	Làm tăng tính bất ổn định của cung tiền do bởi các yếu tố bên ngoài đòi hỏi phải có sự linh hoạt trong hoạt động tái chiết khấu của ngân hàng trung ương. Tầm quan trọng của hạn ngạch tín dụng tái chiết khấu với tư cách là công cụ quản lý thanh khoản có xu hướng giảm đi.
Các tiện ích hiện hữu (Standing facilities)	Các tiện ích trong việc ký thác và cho vay của ngân hàng trung ương được sử dụng nhằm giải quyết khó khăn đối với các ngân hàng thương mại. Công cụ này thường chỉ được áp dụng đối với các ngân hàng thương mại trong nước.	Vốn lưu động cao làm tăng tính bất ổn định của cung tiền và đòi hỏi ngân hàng trung ương phải linh hoạt trong việc quản lý khả năng thanh toán của hệ thống ngân hàng. Vai trò của các tiện ích – với tư cách là công cụ quản lý thanh khoản - có xu hướng giảm.
Ký thác của khu vực công	Mặc dù dòng tiền của chính phủ vào – ra hệ thống ngân hàng hằng ngày là quan trọng, nhưng việc tái phân bổ tiền kỳ thác của chính phủ qua ngân hàng trung ương	Với yêu cầu linh hoạt trong quản lý lãi suất, cơ chế phân bổ cần đảm bảo sự hợp lý trong việc phân phối giữa các ngân hàng thương mại trên

	và ngân hàng thương mại có thể được sử dụng nhằm cân bằng tác động của dòng tiền này đến khả năng thanh toán trong ngắn hạn. Ký thác của khu vực công thường chỉ áp dụng đối với các ngân hàng trong nước	cơ sở cạnh tranh theo cơ chế thị trường.
Các hoạt động trên thị trường mở	Hoạt động trên thị trường mở của ngân hàng trung ương có thể là những giao dịch sau: (i) mua bán đứt đoạn các tài sản tài chính; (ii) mua bán các tài sản tài chính (bao gồm cả ngoại hối) theo các thỏa thuận mua lại; (iii) cho vay hoặc đi vay các tài sản ký quỹ thông qua cơ chế đấu giá. Ngân hàng trung ương chỉ sử dụng công cụ này trên thị trường nội địa, với các ngân hàng trong nước.	Đây là công cụ chính sách tiền tệ được ưa chuộng trong việc điều chỉnh lãi suất vì chúng linh hoạt về mặt thời gian và khối lượng.

Nguồn: Tổng hợp từ Barry Johnston (1998); table 2, pages 23-24.

**Phụ lục 2: TÓM TẮT CÁC KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU
VỀ TÁC ĐỘNG CỦA TỰ DO HÓA TÀI KHOẢN VỐN
ĐẾN TĂNG TRƯỞNG**

Năm	Tác giả	Kích thước mẫu	Phương pháp đo lường	Biến phụ thuộc và phương pháp ước lượng	Kết quả
1997	Quinn	58 nước	Chỉ số <i>ΔQuinn</i> , thời gian 1958-1988	Tăng trưởng thu nhập bình quân đầu người 1960-1989; so sánh chéo và OLS	<i>ΔQuinn</i> làm tăng thu nhập bình quân đầu người một cách đáng kể, mặc dù không có hồi qui giữa kiểm soát và tự do tài khoản vốn
1999	Klein and Olivei	67	Chỉ số <i>SHARE</i>	Tăng trưởng thu nhập bình quân đầu người 1976-1995; so sánh chéo; thay đổi trong độ sâu tài chính (Δ FD) – coi là hàm số của <i>SHARE</i> ; và tăng trưởng thu nhập bình quân đầu người – coi là biến số để xác định giá trị của Δ FD và FD.	<i>SHARE</i> tác động đáng kể đến Δ FD – kết quả thấy rõ nhất ở các nước thành viên OECD trong mẫu. Δ FD và FD tác động đáng kể đến tăng trưởng.
2001	Edwards	55-62 nước	Chỉ số <i>Quinn</i> năm 1988; hoặc chỉ số Δ <i>Quinn</i> (1973–1988)	Tăng trưởng thu nhập bình quân đầu người 1980–1989. So sánh chéo, phương pháp bình phương nhỏ nhất có trọng số (trọng số là GDP 1985); sử dụng chỉ số <i>Quinn</i> 1988 và logGDP 1980.	Mức độ chỉ số <i>Quinn</i> làm tăng một cách đáng kể biến tăng trưởng GDP. Nghiên cứu tính tương tác cho thấy nếu GDP ở mức thấp thì mở cửa tài khoản vốn có thể làm giảm mức tăng trưởng.
2001	Arteta, Eichengreen và Wyplosz	51-59 nước	Chỉ số <i>Quinn</i> vào năm đầu tiên, chỉ số Δ <i>Quinn</i> trong thời gian còn lại	Tăng trưởng thu nhập bình quân đầu người giai đoạn 1973–1981, 1982–1987, 1988–1992. Sử dụng phương pháp của Edwards (2001), nhưng dùng ước lượng OLS với nhiều công cụ khác.	Chỉ số <i>Quinn</i> tương tác đáng kể trong toàn giai đoạn nhưng trong từng tiểu giai đoạn tác động là không rõ ràng. Chỉ số Δ <i>Quinn</i> không có tác động đáng kể. Tác động qua lại giữa chỉ số <i>Quinn</i> và các chỉ số đánh giá chất lượng của hệ thống pháp lý hoặc mức độ mở cửa là đáng kể.
2001	Bekaert, Harvey, and Lundblad	95 nước	Ngày tự do hóa thị trường vốn chính thức được công bố	Tỷ lệ tăng trưởng thu nhập bình quân đầu người trong nhiều khoảng thời gian khác nhau từ 1981 đến 1997, xử lý tính chéo của dữ liệu.	Tự do hóa thị trường chứng khoán đóng góp đáng kể vào tỷ lệ tăng trưởng thu nhập bình quân đầu người. Tác động lớn nhất là khoảng thời gian ngay sau khi tự do hóa.
2001	O'Donnell	94 nước	<i>SHARE</i> hoặc khối	Tăng trưởng thu nhập bình quân đầu người giai đoạn	<i>SHARE</i> , sự tương tác giữa <i>SHARE</i> và FD đều không có

			lượng vốn	1971-1994. Sử dụng hồi qui, bao gồm cả sự tương tác giữa FD và SHARE, giữa khối lượng vốn và FD.	tác động đáng kể; nhưng khối lượng vốn thì tác động đôi lúc đáng lưu ý.
2001	Chanda	57 nước không phải thành viên OECD	SHARE	Tăng trưởng thu nhập bình quân đầu người giai đoạn 1975-1995. So sánh chéo, sử dụng SHARE và các phương pháp khác đối với các nước ngoài khối OECD.	SHARE làm tăng biến tăng trưởng một cách đáng kể ở các nước ngoài khối OECD nhưng tác động lại thấp ở các nước trong khối.
1995	Grilli and Milesi-Ferretti	61 nước	SHARE	Tăng trưởng thu nhập bình quân đầu người giai đoạn 1971-1994; chia thành giai đoạn mỗi năm năm. Ước lượng loại IV.	Không có bằng chứng về tác động của SHARE đối với tăng trưởng
1998	Rodrik	Khoảng 100 nước	SHARE	Tăng trưởng thu nhập bình quân đầu người giai đoạn 1975-1995. So sánh chéo, phương pháp OLS.	Không tìm thấy bằng chứng đáng kể về tác động của SHARE lên tăng trưởng của thu nhập bình quân đầu người.
2002	Kraay	64, 94, hoặc 117 nước	SHARE, Quinn, or khối lượng vốn	Tăng trưởng thu nhập bình quân đầu người giai đoạn 1985-1997, so sánh chéo, OLS và ước lượng loại IV với mẫu kích thước 117 (SHARE), 94 (qui mô dòng vốn) và 64 (chỉ số Quinn).	Không tìm thấy tác động giữa SHARE và Quinn đối với tăng trưởng. Hệ số chặn đối với biến qui mô dòng vốn là dương và đáng kể.
2002	Edison, Levine, Ricci và Sløk	57	SHARE, khối lượng vốn và qui mô dòng vốn	Tỷ lệ tăng trưởng thu nhập bình quân đầu người; sử dụng phương pháp OLS. Hồi qui bao gồm cả điều kiện tác động đến sự phát triển tài chính, thu nhập, các yếu tố thể chế và các chính sách vĩ mô.	Sử dụng nhiều thước đo nhưng phát hiện cho thấy chẳng có bằng chứng nào cho thấy hội nhập tài chính quốc tế sẽ thúc đẩy tăng trưởng
2003	Klein	84 hoặc 52 nước	SHARE hoặc Quinn	Tăng trưởng thu nhập bình quân đầu người giai đoạn 1971-1994, so sánh chéo, xây dựng hàm bậc hai với thu nhập	Tác động mạnh tím thấy ở các nước có thu nhập trung bình, nhưng lại không đáng kể ở các nước có thu nhập cao hay thấp.

Nguồn: Tổng hợp từ Henry, 2006 và Edison, 2004.

Phu lục 3: BỘ SỐ LIỆU NGUYÊN BẢN
SỬ DỤNG TRONG CÁC PHÂN TÍCH KINH TẾ LƯỢNG

	Nominal GDP (billion VNĐ)	CPI Index (2000=100)	Capital Account (billion VNĐ)	M2 (money plus quasi-money) (billionVNĐ)	Net Foreign Assets (billion VNĐ)	Domestic Credit (billion VNĐ)	Other Items (NET) (Billion VNĐ)	Annual Interest Rate VNĐ (%)	Annual Interest Rate USD (%)	3-month VNĐ Interest Rate (%)	3-month USD Interest Rate (%)	Spot Exchange Rate	Forward Exchange Rate (3-month)
quy1/1997	47838.398	91.070	11066.700	57985.400	16577.800	27963.100	-2339.080	10.000	4.950	-	-	-	-
quy2/1997	111334.826	90.485	11856.500	61866.300	17587.700	30005.800	-2998.420	9.050	4.950	-	-	-	-
quy3/1997	169187.909	90.847	12290.100	67297.600	19174.500	32529.000	-3188.950	7.500	4.970	-	-	-	-
quy4/1997	244596.000	91.989	13310.400	70776.900	20678.700	35620.100	-4447.210	7.500	4.920	-	-	-	-
quy1/1998	51665.470	94.912	14881.700	72658.600	22136.100	35915.000	-4462.130	8.950	4.900	-	-	-	-
quy2/1998	120241.612	97.446	15461.900	76165.800	24411.500	35863.700	-4525.780	9.420	4.750	-	-	-	-
quy3/1998	182722.942	98.448	18204.300	82443.100	27330.800	36974.300	-4708.420	9.250	4.860	-	-	-	-
quy4/1998	255299.428	100.063	21373.700	87395.600	31035.600	41566.000	-8834.790	9.300	5.002	-	-	-	-
quy1/1999	54558.736	103.348	19731.900	92640.900	36450.200	41397.700	-6960.440	9.107	5.067	1.250	2.490	13888.700	13902.000
quy2/1999	128297.800	102.429	21531.500	99086.400	42672.800	82541.500	-9264.130	8.853	5.442	1.267	2.280	13910.300	13931.000
quy3/1999	195513.548	101.176	22573.400	107305.000	49771.900	83251.400	-10531.000	7.377	6.137	1.360	1.680	13960.300	13993.000
quy4/1999	273680.987	100.007	30601.200	145470.000	61201.200	115682.000	-14111.300	4.153	6.112	1.534	1.350	14013.300	14028.000
quy1/2000	58443.318	101.566	31376.400	160759.000	73769.600	119730.000	-15376.600	3.600	6.119	1.528	1.350	14053.300	14062.000
quy2/2000	137278.646	100.007	32383.200	168407.000	76740.100	130069.000	-13785.100	3.580	6.700	1.655	1.350	14075.000	14085.000
quy3/2000	209199.496	98.893	33975.100	179577.000	86357.900	135924.000	-9566.400	3.540	6.692	1.675	1.350	14119.700	14215.000
quy4/2000	292537.607	99.534	34815.700	196994.000	95225.300	155236.000	-7235.570	3.893	5.337	1.673	1.800	14423.000	14514.000

quy1/2001	62253.823	100.174	35574.900	216185.000	101336.000	163569.000	-9123.800	5.240	4.184	1.280	1.500	14547.700	14545.000
quy2/2001	146201.758	99.200	37692.700	226933.000	108739.000	167600.000	-10327.600	4.960	3.451	1.046	1.500	14643.300	14845.000
quy3/2001	223550.581	99.144	40102.000	235255.000	115800.000	177047.000	-10526.700	5.200	2.142	0.863	1.710	14658.300	15003.000
quy4/2001	313249.270	99.756	38969.800	250846.000	117616.000	191204.000	-9931.500	5.817	1.904	0.536	1.650	15051.300	15084.000
quy1/2001	66636.492	102.735	38375.000	256018.000	117037.000	201387.000	-9101.800	5.900	1.901	0.476	1.800	15164.700	15250.000
quy2/2002	156318.920	103.209	41905.000	263877.000	120729.000	211385.000	-12470.000	6.390	1.809	0.475	1.800	15253.300	15321.000
quy3/2002	239422.673	103.404	42128.400	269684.000	120250.000	224637.000	-12214.700	6.700	1.549	0.452	1.890	15323.700	15347.000
quy4/2003	336241.766	104.183	47419.500	284144.000	117419.000	239921.000	-19228.800	6.800	1.332	0.387	1.950	15376.300	15403.000
quy1/2004	71374.346	106.633	48112.500	300781.000	127446.000	246524.000	-19854.100	6.870	1.236	0.333	2.010	15426.000	15443.000
quy2/2004	167261.245	106.772	53596.000	324527.000	125555.000	274776.000	-21727.600	7.040	1.129	0.309	2.010	15472.000	15499.000
quy3/2004	257139.950	106.216	56994.100	341303.000	129929.000	290358.000	-18897.000	6.607	1.167	0.282	2.010	15522.000	15557.000
quy4/2004	362435.000	106.745	62904.400	378060.000	131402.000	317771.000	-25955.400	5.970	1.121	0.292	1.890	15618.300	15646.000
quy1/2005	76513.299	111.227	64812.700	404093.000	133597.000	341468.000	-27161.200	5.970	1.302	0.280	1.800	15717.300	15724.000
quy2/2005	180023.277	114.429	67523.700	420263.000	130473.000	372387.000	-23328.900	5.970	1.754	0.325	1.860	15735.000	15723.000
quy3/2005	277968.286	116.545	71833.600	445393.000	138904.000	391389.000	-26289.300	6.220	2.295	0.438	1.860	15750.700	15755.000
quy4/2005	392879.540	117.408	77995.500	495447.000	145910.000	416428.000	-48003.800	6.400	2.831	0.574	1.860	15777.000	15777.000
quy1/2005	81984.000	121.222	81477.500	517024.000	151513.000	464071.000	-19765.500	6.540	2.283	0.708	1.860	15808.700	15823.000
quy2/2005	193345.000	123.617	89420.300	544601.000	150697.000	497595.000	-22733.100	7.200	3.373	0.821	1.890	15842.000	15857.000
quy3/2005	299761.000	125.315	93363.100	577793.000	160516.000	534914.000	-13563.700	7.310	3.450	0.943	2.010	15878.000	15895.000
quy4/2005	424977.798	127.375	90462.700	648574.000	191083.000	583114.000	-6668.740	7.530	3.451	0.854	2.000	15907.000	15916.000
quy1/2006	89362.560	131.496	94990.400	699988.000	218382.000	591823.000	-34547.100	7.610	3.455	0.850	2.000	15920.700	15927.000

Nguồn: IFS_table_Vietnam_quarter, IMF.