



TÁC ĐỘNG CỦA KHU VỰC TÀI CHÍNH ĐẾN MỨC ĐỘ TỰ DO HOÁ CÁC GIAO DỊCH VỐN

TS. Lê Thị Tuấn Nghĩa
và ThS. Nguyễn Trung Hậu*

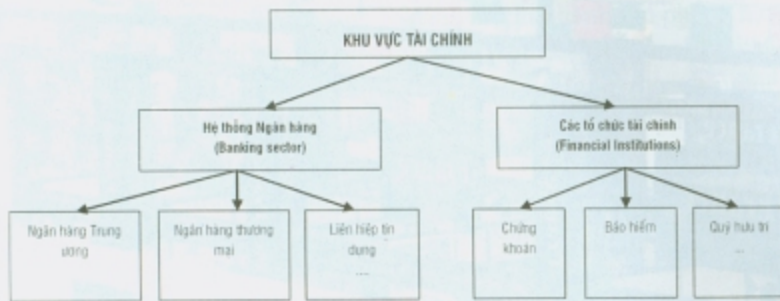
Giao dịch vốn là các giao dịch về vốn (tài sản nợ/có nước ngoài) giữa người cư trú và người không cư trú của một quốc gia. Toàn bộ các giao dịch này được phản ánh trên cán cân vốn và tài chính - một cán cân thành phần trong tổng thể cán cân thanh toán quốc tế - của quốc gia đó. *Tự do hóa giao dịch vốn* là việc dỡ bỏ các rào cản hành chính và điều chỉnh các chính sách vĩ mô nhằm tạo động lực

thị trường để trực tiếp và/hoặc gián tiếp khuyến khích nhà đầu tư cũng như các thành viên tham gia thực hiện các giao dịch vốn quốc tế. Tự do hóa các giao dịch vốn bao gồm các nội dung: (i) Cho phép cư dân là người nước ngoài sở hữu các tài sản tài chính trong nước ở cả dạng giấy tờ nợ hoặc cổ phiếu. Điều này cũng liên quan tới việc dỡ bỏ các quy định về việc gia nhập thị trường của các định chế tài chính mới nếu nó đáp

ứng được các tiêu chuẩn về vốn đầu tư; (ii) Cho phép người cư trú giữ tài sản tài chính nước ngoài; (iii) Cho phép tài sản đầu tư tài chính sẽ được tự do giữ lại trao đổi trên thị trường nội địa. Đây là mức độ cao nhất của tự do hóa tài chính với bên ngoài và chỉ có một số ít quốc gia thực hiện. Tự do hóa các giao dịch vốn thường được khuyến nghị là bước cuối cùng của tự do hóa tài chính.

* Học viện Ngân hàng

Sơ đồ 1: Khu vực tài chính



Nguồn: Sheku Bangura – Thông tin về các khu vực kinh tế chủ chốt – 2005

Khu vực tài chính được hiểu là một khu vực của nền kinh tế quốc dân chuyên cung cấp các dịch vụ tài chính gồm: dịch vụ ngân hàng, dịch vụ bảo hiểm và dịch vụ môi giới chứng khoán. Một khu vực tài chính vững vàng và hoạt động tốt sẽ là động lực mạnh mẽ cho tăng trưởng kinh tế bởi nó chuyển các khoản tiết kiệm của cá nhân thành các khoản đầu tư. Có thể mô hình hóa khu vực tài chính qua sơ đồ 1.

Việc tìm hiểu tác động của khu vực tài chính tới mức độ tự do hóa các giao dịch vốn cũng như quy mô và cơ cấu các giao dịch vốn sẽ được phân tích dựa trên lý thuyết thị trường hiệu quả. Lý thuyết này giải thích mức độ phát triển của khu vực tài chính tác động tới việc tự do hóa các giao dịch vốn.

1. LÝ THUYẾT VỀ TÍNH HIỆU QUẢ CỦA KHU VỰC TÀI CHÍNH

Lý thuyết thị trường hiệu quả có một ý nghĩa quan trọng về cả lý thuyết và thực tiễn của ngành tài chính. Nhà kinh tế học Samuelson đã từng nhận xét: “Kinh tế học tài chính được coi là các món phức sức của nhà vua trong các dịp lễ tộc thì Lý thuyết thị trường hiệu quả sẽ chiếm một nửa các đồ trang sức đó!”.

Việc tiếp cận Lý thuyết thị trường hiệu quả trong phân tích tài chính

xuất phát từ khái niệm thị trường hoàn hảo trong kinh tế học. Một thị trường được coi là hoàn hảo khi nó đảm nhiệm được chức năng của nền kinh tế cạnh tranh hoàn hảo, tức là nó sử dụng các đầu vào khan hiếm một cách hiệu quả. Trong nghiên cứu kinh tế nói chung và trong phân tích tài chính nói riêng, một thị trường được coi là hoàn hảo khi nó hiệu quả về các mặt: Phân phối, tổ chức hoạt động, thông tin, mức độ minh bạch của thị trường...

* Hiệu quả về mặt phân phối

Một thị trường được coi là hiệu quả về mặt phân phối khi thị trường đó có khả năng đưa được các nguồn lực khan hiếm đến người sử dụng, sao cho trên cơ sở nguồn lực có được, người ta sẽ tạo ra kết quả đầu ra lớn nhất, tức là họ sử dụng được một cách tối ưu. Người sử dụng tốt nhất cho nguồn lực huy động được là người có khả năng trả giá cao nhất cho quyền được sử dụng nguồn lực đó.

* Hiệu quả về tổ chức hoạt động

Đối với thị trường chứng khoán, tính hiệu quả trên phương diện tổ chức hoạt động thể hiện rõ bởi khả năng làm cực đại hóa quy mô giao dịch trên một thị trường chứng khoán cụ thể. Việc tổ chức hoạt động của thị trường chứng khoán với mục tiêu

cực đại hóa quy mô giao dịch phải dựa trên các nguyên tắc căn bản như ở các thị trường khác là: Mở rộng khả năng lựa chọn “hàng hóa - các loại chứng khoán” và lựa chọn “dịch vụ - các tổ chức trung gian” cho khách hàng; tạo thuận lợi cho khách hàng trong việc tham gia vào thị trường với chi phí thấp, từ đó thị trường đạt đến độ thanh khoản cao; có các biện pháp hữu hiệu chống lại các hoạt động đầu cơ gây phương hại đến đa số khách hàng.

* Hiệu quả về mặt thông tin

Gillet (1999) trình bày khái niệm hiệu quả thông tin của thị trường như sau: “Tại bất kỳ một thời điểm nào, thị giá chứng khoán đều phản ánh tất cả các thông tin hữu dụng liên quan đến doanh nghiệp, cũng như dự đoán được những ảnh hưởng của các sự kiện sẽ tác động đến hoạt động của doanh nghiệp trong tương lai.”

Như vậy, một thị trường được coi là hiệu quả về mặt thông tin khi giá cả của loại hàng hóa giao dịch trên thị trường được phản ánh đầy đủ và tức thời bởi các thông tin có liên quan. Những thông tin đó bao gồm nhiều loại khác nhau, như thông tin về môi trường kinh tế vĩ mô, thông tin về kết quả kinh doanh của doanh nghiệp và các đối thủ cạnh tranh, thông tin về thị trường...

Các nghiên cứu thường xem xét lý thuyết thị trường hiệu quả về mặt thông tin, đánh giá mức độ hiệu quả của thị trường mà ít đi sâu vào góc độ tìm hiểu về thị trường hiệu quả trên phương diện phân phối hay tổ chức của thị trường, bởi vì, trong thị trường chứng khoán, tính hiệu quả về mặt thông tin có ý nghĩa quyết định đối với sự thành công của toàn thị trường.

Cụ thể hơn, lý thuyết thị trường hiệu quả (trên phương diện thông tin) luôn cho rằng khi tham gia vào

một thị trường hiệu quả, nhà đầu tư sẽ ít có cơ hội vượt trội hơn so với những người khác vì hiệu quả của thị trường chứng khoán sẽ khiến cho giá của các cổ phiếu hiện có trên thị trường luôn gắn kết và cung cấp các thông tin tương thích, tức là mọi người đều có khả năng tiếp cận thông tin như nhau. Theo thuyết này thì các chứng khoán sẽ được mua/bán, trao đổi ngang giá trên các sàn giao dịch chứng khoán, do đó sẽ không có cơ hội một cách hệ thống để một số "đại gia" mua ép giá cổ phiếu hoặc thổi phồng mức giá khi bán (hiện tượng làm giá). Người chơi luôn được tin tưởng rằng thị trường đối xử công bằng với tất cả mọi người.

Thực tế, khái niệm hiệu quả thông tin được đề cập trong nhiều bài báo vào những năm 60, nổi bật là của Fama. Fama trình bày lần đầu tiên khái niệm về tính hiệu quả của thị trường trong bài viết năm 1965: thị trường được xem là hiệu quả khi thị

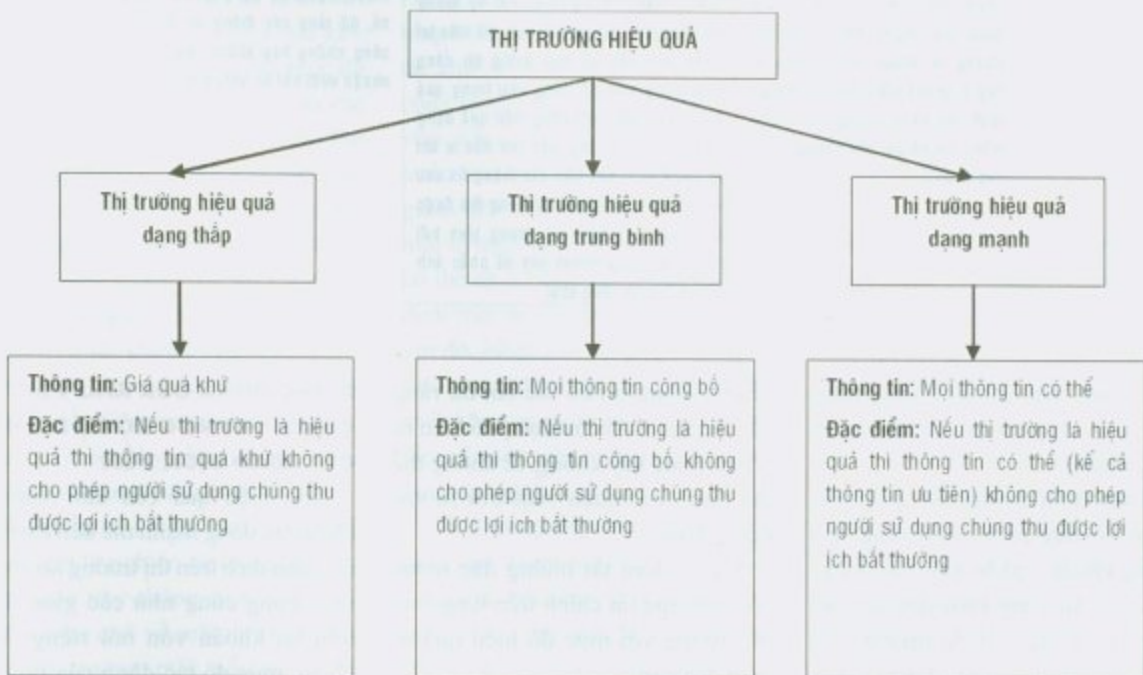
giá cổ phiếu phản ánh tức thời với tất cả các thông tin hữu dụng và thích đáng. Ông phân chia thành 3 cấp độ hiệu quả khác nhau tùy thuộc vào nguồn thông tin (sơ đồ 2).

Lý thuyết thị trường hiệu quả dạng thấp (weak form) cho rằng giá chứng khoán hiện tại là sự phản ánh đầy đủ mọi thông tin của thị trường chứng khoán, bao gồm các chuyển dịch liên tục của giá, tỷ suất thu nhập, khối lượng giao dịch và các thông tin chung khác như: Mua bán lẻ, giao dịch lớn và các thương vụ của các chuyên gia ngoại hối hay của các nhóm độc quyền khác. Vì nó giả định rằng, mức giá thị trường hiện tại này đã phản ánh tất cả các thu nhập trong quá khứ và mọi thông tin trên thị trường nên giả thuyết này có nghĩa là lợi suất - suất sinh lời của chứng khoán trong quá khứ cũng như các thông tin khác không có mối liên hệ với tương lai (các lợi suất độc lập với nhau). Nói cách khác, không thể dự báo được giá chứng khoán trong

tương lai hay là có thể kiếm được lợi nhuận vượt trội bằng những căn cứ từ thông tin về giá của chúng trong quá khứ.

Lý thuyết thị trường hiệu quả dạng trung bình (semi-strong form) cho rằng, giá chứng khoán sẽ điều chỉnh nhanh chóng trước bất kỳ thông tin công khai nào, tức là mức giá hiện tại phản ánh đầy đủ mọi thông tin công khai trong hiện tại cũng như trong quá khứ, chính vì vậy mà giả thuyết này bao trùm lên giả thuyết hiệu quả dạng yếu. Thông tin công khai cũng bao gồm: Các báo cáo tài chính công khai của doanh nghiệp, các thông báo về thu nhập và cổ tức, chia cổ phần, chia tách cổ phiếu, thưởng cổ phiếu, và các thông tin về kinh tế cũng như chính trị. Đối với người tham gia thị trường chứng khoán, lý thuyết thị trường hiệu quả dạng này có ý nghĩa rằng, các nhà đầu tư khi ra quyết định dựa trên các thông tin sau khi nó được công bố sẽ không thu được lợi nhuận cao hơn

Sơ đồ 2: Thị trường hiệu quả



Bảng 1: Đặc trưng của khu vực tài chính trên từng thị trường

	Thị trường hiệu quả dạng thấp	Thị trường hiệu quả dạng trung bình	Thị trường hiệu quả dạng mạnh
Hiệu quả về mặt phân phối	Trên thị trường chỉ có một phần rất nhỏ các nguồn lực được phân phối đến người có nhu cầu sử dụng thực sự. Điều này có nghĩa là phần lớn các nguồn lực được sử dụng và phân bổ không hợp lý đến những người không thực sự có nhu cầu, do đó xã hội sẽ không thể tạo ra kết quả đầu tư đáng kể vì sự lãng phí các nguồn lực trong xã hội.	Trên thị trường hầu hết các nguồn lực đều được phân phối đến người có nhu cầu sử dụng thực sự. Vì vậy, có thể khẳng định rằng các nguồn lực đã được phân phối tương đối hợp lý và khiến cho sự lãng phí trong xã hội giảm đi đáng kể. Điều này khiến cho năng suất lao động và hiệu quả đầu tư tăng lên.	Trên thị trường, tất cả các nguồn lực khan hiếm đều được đưa đến người sử dụng với mức độ phù hợp cao nhất. Vì vậy, trên cơ sở nguồn lực có được, người ta sẽ tạo ra kết quả đầu tư lớn nhất, tức là các nguồn lực được sử dụng một cách tối ưu. Người sử dụng tốt nhất cho nguồn lực huy động được là người có khả năng trả giá cao nhất cho quyền được sử dụng nguồn lực đó.
Hiệu quả tổ chức hoạt động	Khả năng làm cực đại hóa quy mô giao dịch của khu vực tài chính gần như không có. Nói cách khác, khu vực tài chính hầu như không chỉ phối việc hoạt động của các chủ thể trong khu vực và khiến cho hoạt động của các chủ thể bị chống chéo lẫn nhau. Ngoài ra, ở dạng này, khu vực tài chính hầu như không có các biện pháp hữu hiệu chống lại các hoạt động đầu cơ, mức độ thanh khoản của thị trường tài chính rất thấp.	Khu vực tài chính đã tổ chức hoạt động tương đối hiệu quả, tuy nhiên chưa có khả năng làm cực đại hóa quy mô giao dịch trên thị trường tài chính. Khu vực tài chính cũng đã áp dụng một số biện pháp nhất định nhằm tăng tính thanh khoản cho thị trường tài chính, chống lại các hoạt động đầu cơ, mở rộng khả năng lựa chọn cho khách hàng và tạo thuận lợi cho khách hàng trong việc tham gia thị trường với chi phí thấp.	Khu vực tài chính đã khiến quy mô giao dịch trên một thị trường tài chính đạt mức cực đại: Mở rộng khả năng lựa chọn "hàng hóa - các loại chứng khoán" và lựa chọn "dịch vụ - các tổ chức trung gian" cho khách hàng. Từ đó thị trường đạt đến độ thanh khoản cao. Có các biện pháp hữu hiệu chống lại các hoạt động đầu cơ gây phương hại đến đa số khách hàng. Cụ thể là khách hàng có rất nhiều phương án lựa chọn các hàng hóa cũng như dịch vụ trên thị trường tài chính với chi phí tiếp cận thấp nhất. Điều này khiến cho tính thanh khoản của thị trường rất cao. Ngoài ra, các biện pháp nhằm chống lại các gian lận và tình trạng đầu cơ trên thị trường đã được áp dụng triệt để.
Hiệu quả về mặt thông tin	Thông tin trong quá khứ không cho phép người sử dụng chúng thu được lợi ích bất thường. Điều này có nghĩa là không thể dự báo được giá chứng khoán trên thị trường tài chính trong tương lai hay là có thể kiếm được lợi nhuận vượt trội bằng những căn cứ từ thông tin về giá của chúng trong quá khứ.	Thông tin công bố không cho phép người sử dụng thông tin thu được lợi ích bất thường. Giá chứng khoán sẽ điều chỉnh nhanh chóng trước bất kỳ thông tin công khai nào, tức là mức giá hiện tại phản ánh đầy đủ mọi thông tin công khai trong hiện tại cũng như trong quá khứ. Lý thuyết thị trường hiệu quả dạng này có ý nghĩa rằng, các nhà đầu tư khi ra quyết định dựa trên các thông tin sau khi nó được công bố sẽ không thu được lợi nhuận cao hơn mức trung bình bởi mức giá chứng khoán này đã phản ánh mọi thông tin công khai.	Mọi thông tin có thể (kể cả thông tin ưu tiên) không cho phép người sử dụng chúng thu được lợi ích bất thường. Như vậy, trong một thị trường hiệu quả dạng mạnh, người sử dụng tất cả những thông tin có thể có, dù rằng các thông tin đó có được phổ biến ra công chúng hay không, sẽ không thể thu được lợi nhuận vượt trội so với người khác.

mức trung bình bởi mức giá chứng khoán này đã phản ánh mọi thông tin công khai đó.

Lý thuyết thị trường hiệu quả dạng mạnh (strong form) cho rằng, giá chứng khoán phản ánh tất cả các thông tin từ công khai đến nội bộ. Như vậy, trong một thị trường hiệu quả dạng mạnh, người sử dụng tất cả

những thông tin có thể có, dù rằng các thông tin đó có được phổ biến ra công chúng hay không, sẽ không thể thu được lợi nhuận vượt trội so với người khác.

Bảng 1 tóm tắt những đặc trưng của khu vực tài chính trên từng loại thị trường với mức độ hiệu quả từ thấp đến cao.

2. TÁC ĐỘNG CỦA KHU VỰC TÀI CHÍNH VỚI MỨC ĐỘ TỰ DO HÓA CÁC GIAO DỊCH VỐN

Tính hiệu quả của khu vực tài chính tác động mạnh mẽ đến toàn bộ các giao dịch trên thị trường tài chính nói chung cũng như các giao dịch trên tài khoản vốn nói riêng. Tuy nhiên, mức độ tác động của nó đến

các giao dịch trên tài khoản vốn lại phụ thuộc vào mức độ phát triển cũng như hiệu quả của khu vực tài chính này. Vì vậy, khi phân tích tác động của khu vực tài chính tới việc thúc đẩy tự do hóa các giao dịch vốn, chúng ta sẽ phân tích trên các mức độ hiệu quả của thị trường tài chính.

2.1. Trường hợp khu vực tài chính hiệu quả dạng thấp

Abul Shamsudin và Jae Kim (2008) đã kiểm nghiệm bằng mô hình về tác động của việc tự do hóa các giao dịch vốn. Cùng với các nghiên cứu trước đó của Lagoarde-Segot (2007) về thị trường chứng khoán Bắc Phi, Abul Shamsudin đã chỉ ra rằng khu vực tài chính hiệu quả ở dạng thấp có liên quan chặt chẽ đến việc tự do hóa kinh tế ở các nước này. Cụ thể là họ đã phân tích các chỉ số hiệu quả của mức độ phát triển thị trường (gồm có mức độ vốn hóa, số lượng thành viên, giá trị giao dịch, tỷ suất doanh thu...), cũng như mức độ tự do hóa kinh tế (luật pháp, can thiệp của chính phủ, tự do hóa tài chính và độ mở của nền kinh tế). Từ đó, các tác giả đưa ra nhận xét rằng mức độ hiệu quả yếu của khu vực tài chính có tác động đến mức độ tự do hóa các giao dịch vốn của các nước này. Ví dụ các nước Bắc Phi hầu như chỉ nói lỏng rất ít các giao dịch trên tài khoản vốn và quy mô giao dịch trên tài khoản vốn rất thấp.

Như vậy, cùng với khu vực tài chính hiệu quả ở mức thấp, các giao dịch trên tài khoản vốn sẽ bị kiểm soát chặt chẽ và việc tự do hóa tài khoản vốn là điều rất khó xảy ra.

2.2. Trường hợp khu vực tài chính hiệu quả dạng trung bình

Nghiên cứu của Griffin (2007) được coi là nghiên cứu tiêu biểu cho lĩnh vực này thông qua việc kiểm định hiệu quả về mặt thông tin của 33 thị trường mới nổi và 23 thị

trường phát triển. Griffin đã sử dụng phương sai để kiểm định mức độ nhanh nhạy của thông tin công bố tác động tới giá chứng khoán lẫn danh mục đầu tư. Kết quả cho thấy rằng với khu vực tài chính có mức hiệu quả trung bình, giá chứng khoán phản ứng rất nhanh đối với thông tin được công bố. Điều này khiến cho nhu cầu giao dịch vốn cao hơn so với khu vực tài chính hiệu quả ở dạng thấp. Do đó, cùng với sự minh bạch hơn về thông tin, nhu cầu về việc tự do hóa tài khoản vốn trở nên rõ nét hơn.

Ở dạng này, mặc dù các nguồn lực được phân bổ có hiệu quả hơn nhưng khu vực tài chính có thể phải đối mặt với những tác động bất lợi từ bên ngoài như: tự do hóa tài chính có thể gây tổn thương cho khu vực tài chính, sai lệch kép trong dòng tiền, luồng vốn vào ồ ạt vượt quá mức thâm hụt của cán cân vãng lai, tỷ trọng nợ ngắn hạn quá lớn... Những yếu tố này là nguyên nhân gây ra khủng hoảng tài chính ở khu vực Châu Á vào cuối thập kỷ 90. Vì vậy, các quốc gia cần phải thận trọng và từng bước nói lỏng các giao dịch trên tài khoản vốn. Kinh nghiệm thành công trong việc tự do hóa tài khoản vốn của Nhật Bản cho thấy rằng nước này từng bước nói lỏng các giao dịch trên tài khoản vốn trong một lộ trình kéo dài gần 30 năm mới có thể tự do hóa hoàn toàn các giao dịch trên tài khoản vốn. Song song với đó, Nhật Bản cũng không ngừng tìm mọi biện pháp ổn định và phát triển khu vực tài chính nhằm đáp ứng nhu cầu của việc tự do hóa tài khoản vốn của mình.

2.3. Trường hợp khu vực tài chính hiệu quả dạng mạnh

Đây là một khu vực tài chính hoàn hảo, làm giảm tối đa chi phí giao dịch, và tình trạng đầu cơ trên thị

trường. Khu vực tài chính trong trường hợp này sẽ thúc đẩy mạnh mẽ việc đầu tư của các dòng vốn trong nước và nước ngoài. Điều này thúc đẩy quá trình tự do hóa tài khoản vốn diễn ra mạnh mẽ và tiến tới xóa bỏ hoàn toàn những rào cản trên tài khoản vốn.

Tuy nhiên, chúng ta không chờ đợi rằng thị trường hiệu quả dạng mạnh lại thể hiện đúng theo định nghĩa, bởi vì, đây là một giả thuyết về một hình ảnh gần như phi thực tế. Nhiều nghiên cứu đã chỉ ra không thể có thị trường nào mà khi có những thông tin nội gián, người sử dụng chúng lại không thu được lợi ích bất thường (thị trường bất động sản là minh chứng rõ nhất: Khi có thông tin nội bộ về những vùng đất đai quy hoạch thì những người có được thông tin này thực sự có được những đặc lợi khó sánh).

Như vậy mức độ hiệu quả của thị trường phụ thuộc vào mức độ thông tin được xử lý. Mức độ thông tin được xử lý càng nhiều thì việc đánh giá tính hiệu quả của thị trường càng phức tạp. Việc nhận dạng được thị trường hiệu quả ở cấp độ nào có ý nghĩa lớn trong việc giúp cơ quan quản lý Nhà nước đưa ra các biện pháp trong việc kiểm soát và hạn chế tối đa những tác động tiêu cực của thị trường.

Hiện nay, cùng với sự hội nhập về kinh tế, các nhà nghiên cứu cho rằng kiểm soát vốn phải được bãi bỏ và các thị trường tài chính của các nước riêng lẻ, bao gồm cả hệ thống ngân hàng, phải mở cửa cho cạnh tranh quốc tế. Đây là xu thế tất yếu mà các nước khó tránh được. Tuy nhiên, các nước cần phải cân nhắc về tính ổn định, khả năng tự bảo vệ của khu vực tài chính nước mình trước những rủi ro trong di chuyển vốn quốc tế.

Khủng hoảng tài chính tại các

nước Đông Nam Á năm 1997 đã gây ra những ảnh hưởng vĩ mô nghiêm trọng, bao gồm mất giá tiền tệ, sụp đổ thị trường chứng khoán, giảm giá tài sản ở một số nước châu Á. Khi nghiên cứu về nguyên nhân sâu xa gây ra cuộc khủng hoảng này, người ta nhận thấy rằng nó xuất phát từ những yếu kém của khu vực tài chính của các nước này, đặc biệt là hệ thống ngân hàng.

Các ngân hàng đã ném tiền bừa bãi vào những dự án công nghiệp gây nhiều tranh cãi hoặc đầu tư bất động sản với mong muốn theo đuổi những khoản lời cao, nhưng cũng là những khoản đầu tư có tính rủi ro cao trên toàn cầu. Cũng đồng thời do khả năng giám sát yếu của các cơ quan điều hành pháp lý ngân hàng, bản thân ngân hàng thiếu chuyên gia trong việc theo dõi và giám sát hành vi của đối tượng vay, những khoản lỗ do nợ xấu bắt đầu tăng lên, tác động tiêu cực đến cả nguồn vốn thực của ngân hàng. Nguồn lực bị bào mòn, ngân hàng không còn đủ khả năng cho vay, khi hoạt động cho vay không còn được tiếp tục, các hoạt động của nền kinh tế bị thu hẹp là điều dễ hiểu và tất yếu.

Cái giá mà các nước phải trả là sự thất bại của khối ngân hàng và các công ty tài chính. Theo thống kê của Merrill Lynch, vào tháng 8/1997, Thái Lan đã phải đóng cửa 42 công ty tài chính trong khi 2 tháng sau Indonesia cũng phải đóng cửa 16 ngân hàng, Hàn Quốc cũng phải đóng cửa 14 ngân hàng thương mại vào tháng 12/1997. Bên cạnh đó, khu vực tài chính còn có khả năng phải hứng chịu một số rủi ro khác do việc di chuyển vốn gây ra, đó là hiện tượng “tháo chạy vốn”, “tấn công tiền tệ”...

“Tháo chạy vốn” xảy ra khi tài sản hoặc tiền nhanh chóng rời khỏi một đất nước, nguyên nhân do một sự

kiện kinh tế nào đó làm nhà đầu tư lo lắng và gây cho nhà đầu tư một khoản giá trị tài sản thấp hơn hoặc nếu không thì làm giảm lòng tin đối với “sức khỏe” của nền kinh tế quốc gia. Và do vậy, dẫn đến sự biến mất của cải và thường kèm theo là sự giảm mạnh về tỷ giá hối đoái của quốc gia có dòng vốn tháo chạy. Sự sụp đổ này gây thiệt hại nghiêm trọng khi vốn đó thuộc sở hữu của công dân quốc gia, bởi vì bây giờ không chỉ sự mất lòng tin vào nền kinh tế và giảm giá đồng tiền đè nặng tâm lý công dân mà còn có thể họ bị mất phần lớn giá trị tài sản danh nghĩa. Điều này làm sụt giảm nghiêm trọng sức mua của tài sản quốc gia và khiến hàng nhập khẩu ngày càng trở nên đắt hơn.

“Tấn công tiền tệ” là việc các quỹ đầu tư rủi ro, sau khi phân tích tình hình kinh tế vĩ mô của một nước, dự đoán rằng không sớm thì muộn nước này sẽ phải phá giá đồng nội tệ và tìm cách trục lợi từ việc phá giá đồng nội tệ thông qua việc ký những hợp đồng mua USD (bán nội tệ) có thời hạn với các ngân hàng nội địa. Khi tấn công tiền tệ xảy ra, nó sẽ kéo theo sự rút vốn hàng loạt của các nhà đầu tư nước ngoài, trực tiếp và gián tiếp và dẫn đến khủng hoảng tiền tệ đối với một quốc gia.

Từ sự phân tích về rủi ro của tự do hóa các luồng vốn di chuyển như trên, các nước phải căn cứ vào thực trạng và mức độ phát triển của khu vực tài chính để có những biện pháp quản lý các giao dịch vốn, nhằm hạn chế những rủi ro do luồng vốn di chuyển gây ra. Sự yếu kém trong khu vực tài chính của các nước Đông Nam Á trong việc hạn chế các rủi ro của luồng vốn ngoại là một trong những nguyên nhân gây ra cuộc khủng hoảng năm 1997. Kinh nghiệm thành công của Nhật Bản



trong việc từng bước tự do hóa các giao dịch vốn của mình dựa trên nghiên cứu và phân tích chính xác về mức độ phát triển của khu vực tài chính trong nước.

Khu vực tài chính với các lĩnh vực ngân hàng, bảo hiểm, chứng khoán... tạo ra các cơ hội để các luồng vốn nước ngoài có thể đa dạng hóa rủi ro tài sản trong nước được kết hợp trong một danh mục đầu tư quốc tế rộng lớn, từ đó giảm chi phí vốn cho các doanh nghiệp trong nước.

Thực tế cho thấy, một khu vực tài chính phát triển với các công cụ phái sinh, các loại giấy tờ có giá, các dịch vụ bảo hiểm đa dạng sẽ khiến cho luồng vốn đầu tư gián tiếp của nước ngoài có nhiều cơ hội hơn để đảm



bảo cho nhu cầu sinh lời và nhu cầu an toàn trong đầu tư. Đây là lý do khiến tất cả các nước tìm mọi biện pháp nhằm gia tăng tính minh bạch thị trường tài chính, gia tăng quy mô và chất lượng các sản phẩm tài chính.

Khi đánh giá về tác động của khu vực tài chính tới hiệu quả phân bổ nguồn vốn nước ngoài, các nhà kinh tế thường nói đến chi phí giao dịch. Đây được coi là một thước đo về mức độ hiệu quả của thị trường tài chính và tác động đến hiệu quả đầu tư của nguồn vốn nước ngoài. Chi phí giao dịch trên thị trường tài chính bao gồm: (i) chi phí tìm kiếm thông tin, các cơ hội đầu tư, (ii) chi phí thương lượng (iii) chi phí phát sinh từ những yếu tố bất định và rủi ro của

thị trường, (iv) chi phí thực hiện và giám sát.

Một khu vực tài chính phát triển, các thông tin minh bạch sẽ khiến cho chi phí giao dịch được duy trì ở mức thấp. Điều này dẫn đến hiệu quả đầu tư của các nguồn vốn nước ngoài tăng lên và do đó khuyến khích các khoản đầu tư lớn và dài hạn từ bên ngoài.

Khu vực tài chính và việc tự do hóa các giao dịch tài khoản vốn có mối liên hệ mật thiết với nhau. Một mặt, việc tự do hóa các giao dịch trên tài khoản vốn giúp cho khu vực tài chính phát triển. Bên cạnh đó, khi khu vực tài chính phát triển thì sẽ phát sinh nhu cầu tự do hóa các giao dịch trên tài khoản vốn và việc tự do

hóa các giao dịch vốn phải dựa trên nền tảng là mức độ phát triển của khu vực tài chính. ■

(Bài viết này dựa trên kết quả nghiên cứu trong Đề tài cấp Nhà nước KX.01.15/06-10: “Lý luận và thực tiễn về tự do hóa các giao dịch vốn và sự ổn định của khu vực tài chính Việt Nam: Khôn khổ chính sách đến năm 2020”).

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

1. Abul Shamsudin và Jae Kim (2008), *What drives international equity market efficiency?*, working paper.
2. Benhabib, J. and M. M. Spiegel 2000, *The Role of Financial Development in Growth and Investment*, *Journal of Economic Growth*, 5, pp 344-360.
3. Berger, Allen, and David Humphrey, 1996, *Efficiency of Financial Institutions: International Survey and Directions for Future Research*, mimeo, May, Board of Governors of the Federal Reserve System.
4. Claessens, Stijn, and Thomas Glaessner, 1997, *Are Financial Sector Weaknesses Undermining the Asian Miracle?*, *Directions in Development*, September, World Bank.
5. Claessens, Stijn, and Brian Hindley, 1997, *Internationalization of financial services: issues for developing countries*, mimeo, World Bank, March.
6. Cootner, P., 1964. *The Random Character of Stock Market Prices*. Cambridge, Mass. MIT Press.
7. Fama, E. F., 1965, *The behaviour of stock market prices*, *Journal of Business*, 38, 34-105.
8. Johnston, R Barry (1998), *Sequencing Capital Account Liberalizations and Financial Sector Reform*, *IMF paper on policy analysis and assessment*, 1998.
9. King, R.G., Levine, R., 1993. *Financial And Growth*, *The Quarterly Journal of Economics*, (108): 717-737.
10. Walter, Ingo, 1993, *High Performance Financial Systems: Blueprint for Development*, *ASEAN/ISEAS Current Economic Affairs Series*, Singapore.